

לא עוד מועדון לגברים בלבד: חובתם של המשקיעים המוסדיים לקדם

שוויון לנשים בדירקטוריון

מאת

מיכל אגמון-גונן*

נשים מהוות כיום כ-50% מאוכלוסיית העולם. אך בכל הנוגע לשוויון בין נשים לגברים, העולם רחוק מלהיות שוויוני. אי-השוויון בין גברים לנשים הוא אחד הקדומים והמושרשים בחברה האנושית. לא, אתן לא טועות, אתם לא טועים, זהו מאמר העוסק בדיני חברות, בשאלה כיצד ניתן להשיג שוויון בין נשים לגברים בדירקטוריונים. אולם, חוסר השוויון בדירקטוריונים מתחיל בחוסר שוויון בין נשים לגברים בכל תחומי החיים, שעדיין נוכח ובלט ברוב מדינות העולם גם היום.

על אי-השוויון בין נשים לגברים בדירקטוריונים עמדו רבים, ונקטו צעדים שונים (רגולטוריים ושוקיים) כדי לקדם שוויון לנשים בדירקטוריונים או לפחות מינוי נשים בשיעור גבוה יותר. כך במדינות מסוימות נקבעה בחוק חובה של מכסת נשים מסוימת, באחרות נקבעו חובות גילוי ודיווח שונות, ובחלק מהמקרים מדובר ביוזמות עסקיות. במאמר זה כוונתי לבחון את חובות המשקיעים המוסדיים בהקשר זה.

המשקיעים המוסדיים מחזיקים במרבית החסכונות וההשקעות מקרב הציבור ומחויבים בהשקעות לטווח ארוך במיוחד. התארכות תוחלת החיים והארכה משמעותית של תקופת הפנסיה מטילות על המשקיעים המוסדיים משימה מיוחדת, מטרה שאינה עומדת לנגד עיני חברות אחרות – ניהול השקעות לטווח מאוד ארוך תוך שקלול של תשואה וסיכון לשנים ארוכות.

לאור כוחם הכלכלי של המשקיעים המוסדיים לצד מומחיותם בשוק ההון, השפעתם על התנהלות חברות במשק היא עצומה. במאמר זה כוונתי לבחון את חובות המשקיעים המוסדיים בהקשר של שקילת שיקולי אחריות חברתית, ובכלל זה חובתם לשאוף לשוויון לנשים בדירקטוריונים בחברות בהן הם משקיעים ובתכנון מדיניות ההשקעה.

חובות אלה של המשקיעים המוסדיים עולות בקנה אחד עם המגמות הקיימות בעולם לעניין מטרת החברה המסחרית והאם מטרה זו כוללת גם התחשבות בשיקולים כלל חברתיים. מגמות אלה מתגברות היום לאור משבר הקורונה.

במאמר אציע להכיר בחובה של המשקיעים המוסדיים לפעול למען קידום נשים בדירקטוריונים הן באמצעות אימוץ מדיניות השקעה מתאימה, הן בפעולה למען מטרה זו בחברות בהן השקיעו.

א. מבוא. ב. המשקיעים המוסדיים. ג. מטרת החברה המסחרית (company, corporation); 1. הגישות השונות: המסורתית, ההוליסטית וגישת הביניים; 2. יישום המגמה המסתמנת – ארגונים בינלאומיים ומדינות נוספות; 3. הטלת החובות – השלבים השונים; 4. תפקיד המאסדר – השלמת התמונה. 4. ההצדקות לשוויון לנשים בדירקטוריונים; 1. הנימוק החברתי – ערך השוויון וטענת ההעדפה המתקנת; 2. נימוק טיוב עבודת הדירקטוריון ותרומה לתהליך קבלת ההחלטות; 3. נימוק הרווחיות. ה. קידום נשים לכהונה בדירקטוריונים – דרכי פעולה קיימות; 1. מכסות; 2. קוד ממשל תאגידי – Best Practice – אמץ או גלה; 3. גילוי ודיווח; 4. יוזמות שוק של משקיעים מוסדיים. ו. יישום חובת המשקיעים המוסדיים לשקול שוויון לנשים בדירקטוריון; 1. תוכן החובה המוצעת. 2. סיכום.

א. מבוא

נשים מהוות כיום כ-50% מאוכלוסיית העולם. אך בכל הנוגע לשוויון בין נשים וגברים, העולם רחוק מלהיות שוויוני. אי-השוויון בין גברים לנשים הוא אחד הקדומים והמושרשים בחברה האנושית.² לא, אתן אינכן טועות, אתם אינכם טועים, זהו מאמר העוסק בדיני חברות, בשאלה כיצד ניתן להשיג שוויון בין נשים לגברים בדירקטוריונים. אולם, חוסר השוויון בדירקטוריונים מתחיל בחוסר

* המחברת היא שופטת בית המשפט המחוזי בתל אביב – יפו ומרצה עמיתה בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב. אני מודה לשיי אגמון, עלי בוקשפן ועמיר ליכט שקראו, העירו והאירו. כן אני מודה ל Prof. Kristin van Zwieten על הזמנתה לעבוד ולהציג את עיקרי המחקר ב- Commercial Law Centre, Harris Manchester College, University of Oxford. Prof. Paul Davis, Prof. Luca Enriques from Oxford University Law School; Prof. Renee B. Adams and Prof. Colin Mayer from Said Business School, University of Oxford as well as Prof. David Kershaw from London School of Economics עימם נפגשתי ושוחחתי בנושא המאמר. כן אני מודה לגבי שהם כפיר-מכבוס על עזרה במחקר ולמערכת כתב העת המשפט על עריכת המאמר.

² היסטוריונים וארכאולוגים מצאו שאי-שוויון מגדרי היה קיים כבר בתקופת הפרה-היסטורית. ראו: Marta Cintas-Peña & Leonardo García Sanjuán, *Gender Inequalities in Neolithic Iberia: A Multi-Prox Approach*, 22(2) EUROPEAN JOURNAL OF ARCHEOLOGY 499 (2019).

שוויון בין נשים לגברים בכל תחומי החיים, שעדיין נוכח ובולט ברוב מדינות העולם גם היום. במדינות רבות נשים אינן רשאיות להחזיק ברכוש,³ יש להן גישה מוגבלת לחינוך⁴ ולשירותי בריאות, ואת מרבית ההחלטות לגבי חייהן שלהן הן אינן רשאיות לקבל. על אף התקדמות בנושא זה, ההתקדמות איטית.

שוויון חברתי מחייב שנראה סביב שולחן הדירקטוריון מספר דומה של נשים וגברים.⁵ מאמר זה נכתב לאור הנתונים על מצבן של נשים בעולם העסקי הרחוק משוויון,⁶ מתוך רצון להביא לשינוי, והוא נשלם בעיצומה של מגפת הקורונה, שהגבירה ועוד צפויה להגביר את אי-השוויון בין גברים לנשים.⁷

שוויון חברתי, לרבות לנשים בעולם העסקי, לא יגיע לבדו על ידי כוחות השוק ויד נעלמה, כפי שכתבה Vicky Pryce:

It's time to tell a very uncomfortable truth: capitalism cannot bring "about gender equality. Market forces alone just won't do it – they haven't, won't and can't".⁸

על אף שהשוק לבדו לא יפתור את אי-השוויון בין גברים לנשים בעולם העסקי בכלל ובדירקטוריונים בפרט, ניתן להוביל לשינוי באמצעות עולם העסקים ודיני החברות. הטיעון המרכזי

F.Z.L. Bacho, *Can i sell one of my cows? Institutions Assets and Gender-based Poverty*, 1 (1) GHANA JOURNAL OF DEV. STUDIES, 25 (2004)

⁴ ארגון אונסקו מפרסם נתונים לעניין זה, ראו: UNESCO launches eAtlas of Gender Inequality in Education, אתר זה מתעדכן באופן שוטף, ועולה ממנו כי נכון ל-2018 אחד מחמישה ילדים ומתבגרים אינו לומד, וילדות ונערות יותר מילדים ונערים.

⁵ בספרות ובפסיקה כדי להבחין בין נשים לגברים לעניין שוויון נעשה שימוש הן במין, הן במגדר. אני ניסיתי לעסוק בשוויון לנשים בדירקטוריון מבלי להיכנס להבחנה זו. אני ערה להבחנה בין מין, העומד על הזהות הביולוגית של אדם ומבחין בין זכר לנקבה, לבין מגדר, המתייחס לסדר החברתי ולהבחנה חברתית תרבותית בין נשים לגברים, במסגרתה מיוחסות לנשים מזה ולגברים מזה תכונות, מאפיינים והתנהגויות שונים. כאשר מצוין מין או מגדר, הדבר נעשה לאור חקיקה או פסיקה בעניין, או כאשר מדובר בגיוון מגדרי (היינו מספר נשים כלשהו) להבדיל משוויון לנשים, המחייב כי מחצית מחברי הדירקטוריון יהיו נשים.

⁶ בארץ יש נתונים מעטים יחסית כי אין חובת דיווח בנושאים אלה. למצב בארצות הברית ראו: Betsy Berkhemer, *2020 Women on Boards, Gender Diversity Index* (2019) https://2020wob.com/wp-content/uploads/2019/10/2020WOB_Gender_Diversity_Index_Report_Oct2019.pdf

⁷ לי חרותיסיובר "צוות המומחים של המל"ל: בלי נשים ובלי ערבים" **TheMarker** – קורונה 11.4.2020 www.themarker.com/coronavirus/1.8759071 (להלן: חרותיסיובר "צוות המומחים של המל"ל"). עוד ראו לעניין זה: U.N. Secretary-General, *Policy Brief: The Impact of COVID-19 on Women* 4 (Apr. 9, 2020) <https://www.unwomen.org/-media/headquarters/attachments/sections/library/publications/2020/policy-brief-the-impact-of-covid-19-on-women-en.pdf?la=en&vs=1406>; UNSDG, *Shared Responsibility, Global Solidarity: Responding To The Socio-Economic Impacts Of Covid-19*, (Mar. 2020) <https://unsdg.un.org/sites/default/files/2020-03/SG-Report-Socio-Economic-Impact-of-Covid19.pdf>; Institute for Women's Policy Research, *Women Lost More Jobs than Men in Almost All Sectors of the Economy* (Apr. 6, 2020) <https://iwpr.org/wp-content/uploads/2020/04/QF-Jobs-Day-April-FINAL.pdf>; Paula England, *The Gender Revolution: Uneven and Stalled*, 24(2) GENDER & SOC'Y 149, 153–154 (2020); Hellen Lewis, *The Coronavirus Is a Disaster for Feminism*, THE ATLANTIC (Mar. 19, 2020) <https://www.theatlantic.com/international/archive/2020/03/feminism-womens-rights-coronavirus-covid19/608302/>; Olga Shurchkov, *Is COVID-19 Turning Back the Clock on Gender Equality*, MEDIUM, (Apr. 23, 2020) <https://medium.com/@olga.shurchkov/is-covid-19-turning-back-the-clock-on-gender-equality-in-academia-70c00d6b8ba1>; Helen Jaqueline McLaren et al., *Covid-19 and Women's Triple Burden: Vignettes from Sri Lanka, Malaysia, Vietnam and Australia* (May 21, 2020) <https://ideas.repec.org/a/gam/jscscx/v9y2020i5p87-d361468.html>; Alison Lacey, Kathryn Lester, Sam Cartwright-Hatton and Robin Banerjee, *Coronavirus (COVID-19): Relationships, Emotional Well-Being, and Family Adjustment Study*, UNIV. OF SUSSEX (Jun. 2020) <http://www.sussex.ac.uk/broadcast/read/52267>

⁸ VICKY PRYCE, WOMEN VS CAPITALISM: WHY WE CAN'T HAVE IT ALL IN A FREE MARKET ECONOMY (2019).

שלי הוא שלאור תפקידם ומטרותיהם של משקיעים מוסדיים – לדאוג לחוסכים ולמשקיעים לטווח שנים ארוך – עליהם לשקול שיקולים כלל חברתיים, ובכלל זה לקדם שוויון לנשים בדיקטוריון, שינוי שעשוי להשפיע על שוויון לנשים בחברה בכללותה (society). על המשקיעים המוסדיים לפעול בראש ובראשונה במסגרת מדיניות ההשקעה שלהם; בהמשך הדרך בהליך ההשקעה; ולבסוף, כבעלי מניות באותן חברות בהן השקיעו. משקיעים מוסדיים שלא יעשו כן יפרו את חובותיהם (חובת הזהירות, האמונים או האמונות לפי ההקשר) למשקיעים ולחוסכים שלהם.

בחרתי להתמקד בנשים בדיקטוריונים כיוון שזהו הגוף המוביל את החברה העסקית⁹, ובמיוחד נוכח הגדרת תפקיד הדיקטוריון כגוף "מתווה מדיניות ומפקח"¹⁰. שנית, מדובר באיתות חשוב לחברה בכללותה (society) באשר לחשיבות השוויון לנשים.¹¹

חוסר השוויון בין גברים לנשים ניכר בדיקטוריונים גם במדינות המפותחות, וגם כאשר מדובר בתברות ציבוריות, כאשר 30% נשים בדיקטוריון נחשב להצלחה מסחררת.¹² שיעור הנשים הממוצע בדיקטוריונים בעולם עומד על 16.9% (עליה מ-15% בשנת 2016); באיחוד האירופי עומד שיעור הנשים בדיקטוריונים על 25.81% (עלייה מ-22.6% בשנת 2016); בארצות הברית כ-18% (עליה מ-14% בשנת 2016) ובאנגליה כ-23% (עלייה מ-20% בשנת 2016).¹³ בישראל עומד שיעור הנשים בדיקטוריונים על 23% (לעומת 20.8% בשנת 2016).¹⁴ במדינות המתפתחות השיעור נמוך הרבה יותר (ומגיע לכל היותר לעשרה אחוזים במוצע עולמי). נתונים אלה מחייבים שינוי. קריאות לשינוי נשמעות הן מצד רגולטורים (מאסדרים), הן מצד חוקרים, הן מצד אנשי עסקים ואפילו מטעם משקיעים מוסדיים מהמובילים בעולם.¹⁵

⁹ כמובן שכדי שתהיה השפעה אמיתית, יש לדאוג לשוויון לנשים בכל דרגי הניהול וכוח האדם וכן לטפל בפער השכר המגדרי.

¹⁰ ס' 92 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

¹¹ בנוסף, יש מחקרים שמצאו כי נשים בדיקטוריון מביאות למינוי נשים גם בדרגים נמוכים יותר בחברה. David A. Sebaawit G. Bishu & Mohamad G. Alkadry, *A Systematic Review of the Gender Leadership*, 101(3) AM. ECON. REV. 635 (2011), אם כי לא הכול מקבלים זאת.

¹² דו"ח של הבנק העולמי על פערים מגדריים בשוק העבודה: *A Companion to the World Development Report On Jobs*, WORLD BANK (2014).

¹³ [http://documents.worldbank.org/curated/en/884131468332686103/pdf/892730WP0Box3800report0Feb-Sebaawit-G-Bishu-Mohamad-G-Alkadry-A-Systematic-Review-of-the-Gender-Pay-Gap-and-Factors-That-Predict-It-49-ADMIN.-&SOC-Y-65-2017-Daisuke-Wakabayashi-Google-Finds-it-s-Underpaying-Many-Men-as-it-Addresses-Wage-Equity-N.Y.-TIMES-\(Mar.-4-2019\)-https://www.nytimes.com/2019/03/04/technology/google-gender-pay-gap.html?action=click&module=RelatedLinks&pgtype=Article](http://documents.worldbank.org/curated/en/884131468332686103/pdf/892730WP0Box3800report0Feb-Sebaawit-G-Bishu-Mohamad-G-Alkadry-A-Systematic-Review-of-the-Gender-Pay-Gap-and-Factors-That-Predict-It-49-ADMIN.-&SOC-Y-65-2017-Daisuke-Wakabayashi-Google-Finds-it-s-Underpaying-Many-Men-as-it-Addresses-Wage-Equity-N.Y.-TIMES-(Mar.-4-2019)-https://www.nytimes.com/2019/03/04/technology/google-gender-pay-gap.html?action=click&module=RelatedLinks&pgtype=Article)

¹⁴ במחקר שפורסם בעניין זה הראו כי בנורווגיה, שם הונהגו מכסות, המכסות לא תרמו בכיוון זה: Marianne Bertrand, Sandra E. Black, Sissel Jensen & Adriana Lleras-Muney, *Breaking the Glass Ceiling? The Effect of Board Quotas on Female Labour Market Outcomes in Norway*, 86(1) THE REVIEW OF ECONOMIC STUDIES. 191, 192 (2019).

¹⁵ הנתונים נלקחו מדו"ח של חברת דלויט שבחן 49 מדינות ומעל 8,000 חברות בכל העולם. הנתונים נלקחו מ- MSCI ESG Research Inc, והם מעודכנים לדצמבר 2018 (הדו"ח פורסם באוקטובר 2019 והוא הדו"ח השנתי הששי: Delloitte, *Data-driven Change, WOMEN IN THE BOARDROOM A GLOBAL PERSPECTIVE* (Oct. 2019) <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/gx-risk-women-in-the-boardroom-sixth-edition.pdf>.

¹⁴ אציין כבר בפתח הדברים כי בישראל אין נתונים רשמיים לגבי נשים בדיקטוריון, כיוון שזה אינו נתון שהחברות הנסחרות מחויבות לדווח עליו (על כך להלן). על כן הנתונים נלקחו ממקורות משניים, כמו פרויקט שנערך בעניין זה על ידי העיתון גלובס: יסמין יבלונקו "נשים בדיקטוריון נדירות כמעט כמו חד קרן: המספרים המביכים של ההייטק הישראלי" גלובס – טק 31.1.2020. www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001316854; שני אשכנזי "הייצוג החסר לא פוסח על חברות התשתיות והאנרגיה: רק 28 מתוך 124 נשים בדיקטוריונים" גלובס – בארץ 3.2.2020. www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001317029.

¹⁵ לאחרונה Goldman Sachs ו-BlackRock. להצהרת Goldman Sachs ראו: Hugh Son, *Goldman won't take 'at least one diverse board candidate,' CEO says*, CNBC (Jan. 23, 2020) <https://www.cnbc.com/2020/01/23/goldman-wont-take-companies-public-that-dont-have-at-least-one-diverse-board-candidate-ceo-says.html>; Katie Mehnert, *Why Goldman Sachs's Push for Diversity Is*

ישנן דרכים מגוונות להגיע למטרה של שוויון לנשים בדירקטוריון, הן רגולטוריות – מכסות ודיווח, הן יוזמות של ארגונים פרטיים או משקיעים שונים. במאמר זה ברצוני להציע דרך שעשויה להביא את השינוי ללא צורך באסדרה נוספת: הכרה בחובתם של משקיעים מוסדיים לקדם שוויון לנשים בדירקטוריון בחברות בהן הם משקיעים או עתידים להשקיע. בנוסף, אני סבורה כי על המאסדר הישראלי, רשות שוק ההון ורשות ניירות ערך, לחייב חברות לדווח על מדיניותן בנושא של שוויון לנשים בדירקטוריון, כמו גם על מספר הנשים בדירקטוריון, וכמו כן להוציא הנחיות מהו ממשל תאגידי מיטבי בהקשר זה ולחייב חברות לדווח האם אימצו את ההמלצות.

אפתח (בפרק ב) בסקירת כוחם של המשקיעים המוסדיים, בעליית קרנם בשוק ההון ובתפקידם הייחודי לדאוג לטובת המשקיעים והחוסכים מהציבור לטווח הארוך. לאחר מכן, בפרק ג, אציג את הגישות השונות לפרשנות מטרת החברה המסחרית ואצביע על המגמה הגלובלית המסתמנת בהקשר של שיקולים כלל חברתיים בעולם העסקים. לאחר מכן אעמוד על חובות המשקיעים המוסדיים בהקשר זה, ולהשלמת התמונה אציג את תפקידו של המאסדר בסוגיה. בפרק ד אעבור לדון בהצדקות לקידום שוויון נשים בדירקטוריונים. בפרק ה אתאר את דרכי הפעולה המשמשות כיום כמענה לבעיה של אי-שוויון לנשים בדירקטוריון. בפרק ו אציג את יישום החובה, אשר בליבת מאמר זה, שמוצע להטיל על המשקיעים המוסדיים, לשקול במסגרת מדיניות ההשקעה וכבעלי מניות קידום שוויון לנשים בדירקטוריונים של חברות מסחריות. לבסוף, אסכם.

ב. המשקיעים המוסדיים

המשקיעים המוסדיים הם שחקני מפתח בשוק ההון בעולם, וכך גם בשוק ההון הישראלי.¹⁶ הם מחזיקים בחלק משמעותי מהמניות שאינן מוחזקות בידי בעלי שליטה בחברות הציבוריות וכן באגרות חוב. הם אלה המשקיעים את מרבית הכספים שמחזיק הציבור (קרנות פנסיה, קופות גמל, קרנות השתלמות, קרנות נאמנות). בשנת 2017 החזיקו המשקיעים המוסדיים בישראל בנכסי חוסכים ומשקיעים בסכום של מעל 2 טריליון ₪, כשיש גידול מתמיד במספר החוסכים ובסכומים המנוהלים על ידי המשקיעים המוסדיים.¹⁷ שיעורי החזקה של המוסדיים במניות החברות הציבוריות בישראל עומד על כ-21% ובאג"ח סחירות בשיעור 43.5%.¹⁸ החזקה בשיעורים משמעותיים אלה מקנה למשקיעים המוסדיים כוח רב, שיש לנהלו ולהפעילו באחריות.¹⁹ אחריות

Unlikely to Drive Real Change, HARV. BUS. REV. (Feb. 21, 2020) <https://hbr.org/2020/02/why-goldman-ryan-cole-blackrock-push-for-diversity-is-unlikely-to-drive-real-change>; Ryan Cole, *BlackRock Calls for Greater Gender Diversity on Director Boards* (Aug. 30, 2019) <https://www.theacetothebottom.org/rtrtb/2019/8/30/blackrock-calls-for-greater-gender-diversity-on-director-boards>

¹⁶ על התפתחות המוסדיים וחברות הייעוץ: Michael Klausner, *The "Corporate Contract" Today*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE, 84, 101 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018).

¹⁷ רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון **דוח שנתי 2018** פרק ב נתונים כמותיים בתחום החיסכון הפנסיוני (2018). ניתן לצפייה: mof.gov.il/hon/documents/report2018_chapter2.pdf.

¹⁸ בנק ישראל **דין וחשבון 2019** (2020). ניתן לצפייה: www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/BankIsraelAnnualReport/%D7%93%D7%95%D7%97%20%D7%91%D7%A0%D7%A7%20%D7%99%D7%A9%D7%A8%D7%90%D7%9C%202019/full-2019.pdf.

¹⁹ כמו באמרה מפורסמת המיוחסת לווניסטון צ'רצ'יל: "with great power comes great responsibility": אמרה שנהפכה למוטו של גיבור העל ספיידרמן.

המשקיעים המוסדיים נובעת הן מהיקף הנכסים האדיר שהם מנהלים עבור אחרים,²⁰ הן מהעובדה שכיום זהו אפיק ההשקעה היחיד כמעט לאור הריביות הנמוכות (ובמקרים מסוימים שליליות) שבנקים.²¹ יש לזכור כי מאחורי כלל המשקיעים המוסדיים עומדים מיליוני חוסכים, עובדים, פנסיונרים ומשקיעים אחרים, הסומכים עליהם ומפקידים את עתידם בידיהם.²²

התארכות תוחלת החיים והארכה משמעותית של תקופת הפנסיה מטילות על המשקיעים המוסדיים משימה מיוחדת, מטרה שאינה עומדת לנגד עיני חברות אחרות – ניהול השקעות לטווח מאוד ארוך תוך שקלול של תשואה וסיכון לשנים ארוכות. משימה זו מחייבת את המשקיעים המוסדיים בשיקולי טווח ארוך ואחריות חברתית.²³

מקובל היום לראות במשקיעים מוסדיים בעלים רוחביים – “universal owners” – שתפקידם אינו רק להשיג רווחים לעמיתים או למשקיעים בהם, אלא גם להעלות את התפוקה ולשפר את הכלכלה במשק. רואים במשקיעים המוסדיים “stewards”²⁴ – “מכווינים” – שחובתם ככאלה היא אומנם למשקיעים ולחוסכים, אולם עליהם לפעול להשאת רווחי החוסכים והתנהלות עסקית ראויה בטווח הארוך, תוך הבאת שיקולים כלל חברתיים בחשבון.²⁵

על רקע החזקותיהם המשמעותיות, כמו גם הניסיון, הידע והמומחיות של המשקיעים המוסדיים, לצד ניהול כספי חוסכים בהיקפים עצומים, להחלטות ההשקעה של המשקיעים המוסדיים יש משמעות עצומה להתנהלות החברות במשק בכלל, ובפרט בחברות בהן הם משקיעים. הפעולות האקטיביות של המשקיעים המוסדיים יכולות לבוא לידי ביטוי במישורים שונים: בראש ובראשונה יכולים המשקיעים המוסדיים להשפיע על כלל החברות הנסחרות בדרך של פרסום מדיניות השקעות שתעמיד כשיקול מרכזי שיקולי אחריות חברתית לרבות ממשל תאגידי, ובכלל זה קידום שוויון לנשים בדירקטוריון. מדיניות זו תשפיע על כלל החברות המעוניינות כי המשקיעים

²⁰ לנתונים נוספים המראים את השיעור הגבוה של החזקות המוסדיים ראו: Charles Mcgrath, 80% of Equity Market cap Held by Institutions, Pensions & Investments (Apr. 25, 2017) <https://www.pionline.com/article/20170425/INTERACTIVE/170429926/80-of-equity-market-cap-held-by-institutions>; Marshall E. Blume & Donald B. Keim, *Institutional Investors and Stock Market Liquidity: Trends and Relationships*, (2012), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2147757; Ivalina Kalcheva, Janet Kiholm Smith & Richard L. Smith, *Institutional Investment and the Changing Role of Public Equity Markets: International Evidence*, (2019), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3354203.

²¹ על הסיבות לעליית החזקות המוסדיים בשווקים ראו: Wolf-Georg Ringe, *Shareholder Activism: A Renaissance*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE, 387, 400 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018). עם זאת, ייתכנו שינויים בהקשר זה לאור השינויים בשווקים ובמתן הלוואות בערביות המדינות בעקבות מגפת הקורונה.

²² ת"צ (ת"א) 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ, 41–35 (פורסם בנבו, 21.12.2015); בר"ע שהוגשה נדחתה: ע"א 7430/17 אופק א. אחזקות (2005) בע"מ נ' זינגר, (פורסם בנבו, 4.8.2019) (להלן: עניין אוליצקי כריה); Edward B. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE, 363, 381 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018) (להלן: Rock, *Institutional Investors*).

²³ לניתוח החובות של המשקיעים המוסדיים לאור המשמעות הכלכלית של החזקותיהם ראו: Gerard Hertig, *Governance by Institutional Investors in Stakeholder World*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE, 821, 823, 832 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018) (להלן: Hertig, *Institutional Investors*).

²⁴ קשה לתרגם את המונח Stewards לעברית. כדי להבחינו מאמונאי (fiduciary) ניתן לתרגמו כ"מכווינים".
²⁵ לניתוח הבסיס הרעיוני של החובות של מי שמנהלים כספים של אחרים ראו: Hanoach Dagan & Sharon Hanes, *Managing our Money: The Law of Financial Fiduciaries as a Private Law Institution*, in PHILOSOPHICAL FOUNDATIONS OF FIDUCIARY LAW, 91 (Andrew S. Gold & Paul B. Miller, eds., 2014); להרחבה בהצעה שדנה בחובות אתיות, אך של מתווכים פיננסיים, ראו: עלי בוקשפן ואסא כשר "המשפט והאתיקה בתחום התיודך הפיננסי" משפט וממשל טז 249 (2014).

המוסדיים ירכשו את ניירות הערך שלהן. כמו כן הם יכולים (ולפעמים אף חייבים), להשתתף באספת בעלי מניות ואספת בעלי אגרות חוב, להיות מעורבים בגיבוש הרכב הדירקטוריון, לנהל דין ודברים מול החברה במטרה להביא לשיפור בהתנהלות חברה נתונה, או לשיפור בתנאי עסקת בעלי עניין שעומדת על הפרק, להגיש תובענות ייצוגיות ונגזרות להיות מעורבים בהסדרי חוב, בניסוח תנאים בשטרי נאמנות ועוד. מכאן הטיעון שיש לרתום את כוחם המלווה בידע לטובת שוק ההון וציבור המשקיעים.²⁶

ההכרה בחשיבות השתתפותם האקטיבית של המשקיעים המוסדיים בשוק ההון מקובלת כיום בשוקי הון במדינות רבות והתגברה על רקע מגמה של גידול ניכר בשיעורי ההחזקות של משקיעים מוסדיים בחברות הציבוריות. העמדה המקובלת היא כי פעילותם של משקיעים מוסדיים יכולה לשמש אמצעי לפיקוח אפקטיבי על חברות, המבוסס על התפיסה הכללית בדבר עדיפות מנגנוני השוק על פני התערבות רגולטורית (או צמצומה לאופן בו יפעלו המשקיעים המוסדיים).²⁷

העדויות האמפיריות בארץ ובעולם תומכות בטענה שהאקטיביזם של המשקיעים המוסדיים תורם לשיפור הממשל התאגידי בחברות הציבוריות.²⁸ כך, למשל, במחקר שנערך ב-43 מדינות בארצות הברית עלה כי ככלל, כשנקבעות בחקיקה חובות המחייבות משקיעים מוסדיים להצביע, משתפר הממשל התאגידי באמצעות השתתפותם והצבעתם של המשקיעים המוסדיים באספות כלליות. המחקר התמקד בהצבעת משקיעים מוסדיים בין השנים 2003-2009 לאור חובות הדיווח שהיו על המשקיעים המוסדיים לעניין הצבעותיהם. המחברים מציינים כאחת ממסקנות המחקר כי: "The dissenting votes cast by U.S. institutional investors have governance related outcome".²⁹

עוד עלו ממצאים בדבר שיפור ההגנה על המשקיע ותרומה לצמיחה הכלכלית. הממצאים האמפיריים מעידים עוד שמעורבות משקיעים מוסדיים באספות כלליות הביאה לצמצום פוטנציאל ניגוד העניינים בין החברה ובעלי השליטה בה לבין בעלי המניות החיצוניים. במקרים רבים, המו"מ המוקדם בין המשקיעים המוסדיים לבין מנהלי החברות, ביחס להחלטות בניגוד עניינים שעלו להצבעה באספה כללית, היה מוצלח לטובת כלל בעלי המניות.³⁰ משקיעים מוסדיים הצליחו לשנות החלטה או אפילו לבטל החלטה.³¹

²⁶ עניין **אוליפקי כריה**, לעיל ה"ש 22.

²⁷ Rock, *Institutional Investors*, לעיל ה"ש 22.

²⁸ Rachele Belinga & Blanche Segrestin, *Principals and stewards? An exploration of the role of institutional investors in corporate governance* (June, 2018) <https://hal-mines-paristech.archives-ouvertes.fr/hal-01791931/document>. עוד ראו לעניין ההשלכות של הצבעת משקיעים מוסדיים והנתונים הנדרשים לצורך עריכת מחקרים בשאלה זו: Ben W. Heineman, Jr. & Stephen Davis, *Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution?*, YALE SC OF MGMT. 1 (Oct. 2011), Dionysia Katelouzou; http://www.shareholderforum.com/access/Library/2011930_Brookings-Yale.pdf & Konstantinos Sergakis, *Shareholder Stewardship Enforcement*, (European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 514, 2020) available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3564266.

²⁹ Peter Iliev, Karl V. Lins, Darius P. Miller & Lukas Roth, *Shareholder Voting and Corporate Governance around the World*, 28(8) THE REVIEW OF FIN. STUDIES, 2167, 2171 (2015).

³⁰ Bernard Mees & Sherene A. Smith, *Corporate Governance Reform in Australia: A new Institutional Approach*, 30(1) BRITISH JOURNAL OF MGMT., 75, 77 (2019).

³¹ Iliev, Lins, Miller & Roth, לעיל ה"ש 29; Mila R. Ivanova, *Institutional investors as stewards of the corporation: Exploring the challenges to the monitoring hypothesis*, 26(2) BUS. & PROF. ETHICS J., 175, 176 (2017); Ringe; לעיל ה"ש 21; עוד ראו לעניין ההשלכות של הצבעת משקיעים מוסדיים והנתונים הנדרשים לצורך עריכת מחקרים בשאלה זו: Heineman & Davis, לעיל ה"ש 28.

יש לבחון את חובות המשקיעים המוסדיים, חובות המיוחדות להם ונובעות מתפקידם, לאור העובדה שהם מחזיקים במרבית כספי ההשקעות והחסכונות של הציבור וכמו כן משפיעים באופן ממשי על התנהלות החברות בהן הם משקיעים.

אדגיש כי במאמר זה ברצוני לעמוד על חובות הייחודיות למשקיעים המוסדיים. אעמוד כעת על חובות המנהלים באופן כללי בקליפת אגוז בכדי להבהיר ולהדגיש את חובת המשקיעים המוסדיים כלפי המשקיעים והחוסכים.

בעולם כולו, כמו גם בישראל, רואים במנהלים אמונאים (fiduciary). מרבית חוקי החברות קובעים כי המנהלים חבים חובות לחברה (company),³² בעיקרון, לפעול לטובתה. כך, למשל, ה- Model Business Corporation Act, 2016³³ קובע כי על המנהלים בביצוע תפקידם לפעול בתום לב ובדרך שדירקטור סביר היה פועל לטובת החברה. בדברי ההסבר נאמר כי הכוונה להקנות שיקול דעת רחב למנהלים להביא בחשבון שיקולי טווח קצר וטווח ארוך, כמו גם קהילות הקשורות בחברה.³⁴ כפי שצינתי לעיל, מדינות רבות בארצות הברית מאפשרות להביא בחשבון במסגרת טובת החברה גם שיקולי טווח ארוך ואינטרסים של קהילות נוספות.

בחוק החברות בישראל מדובר בחובות נושאי משרה הכוללות את חובת הזהירות³⁵ כלפי החברה (duty of care, prudence) ואת חובת האמונים (duty of loyalty).³⁶ על מנהלים ונאמני קרנות התגמולים (ולרבות קרנות הפנסיה) חלות חובות אמונאות מוגברות.³⁷ כיוון שבמאמר זה אני מתמקדת בשאלה אם במסגרת זו רשאי הגוף המוסדי והמנהלים באמצעותו להביא בחשבון שיקולי אחריות חברתית, או שמא חלה עליהם חובה לעשות כן, הרי שאיני נדרשת להבחנה בין סוגי החובות. לענייננו, יהיו מקרים בהם חוסר התייחסות לשיקולי אחריות חברתית יהווה הפרת חובת

³² להרחבה על חובה זו בדיני החברות: Julian Velasco, *Fiduciary Principles in Corporate Law*, in THE OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW, 61 (Evan J. Criddle, Paul B. Miller and Robert H. Sitkoff, eds., 2019).

³³ Model Bus. Corp. Act § 8.30 (2017).

³⁴ Model Bus. Corp. Act, § 8.30(b). בעמ' 182, ניתן לצפייה ב- https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2016_mbca.auth.checkdam.pdf.

³⁵ ס' 252 לחוק החברות.

³⁶ ס' 254 לחוק החברות. חלוקה דומה קיימת בחוקי חברות במשפט האנגלו-אמריקאי, ראו: Robert H. Sitkoff, *Other Fiduciary Duties: Implementing Loyalty and Care*, in OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW, Lionel Smith, *Parenthood Is a*; 419 (Evan J. Criddle, Paul B. Miller and Robert H. Sitkoff, eds., 2019), *Fiduciary Relationship*, U.T.L.J. (Forthcoming).

https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=3007812.

³⁷ ע"א 817/79 **קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ**, פ"ד לח(3) 253, 278 (1984). ("עקרון האמון הוא בעל תחולה רחבה. הוא חל בכל מקום שבו נותנים לאחד כוח ושליטה על זולתו... רשימת המצבים בהם קיימים יחסי אמון, אינה סגורה, והריהם מתקיימים במגוון רב של יחסים משפטיים.. כל אלה מחייבים כי בצד הכוח תעמוד אחריות, שכן כוח ללא אחריות סופו שרירות"). הגישה כיום, המכונה בארצות הברית "Prudent Investor Rule", מטילה על הנאמן חובה למזער סיכון ייחודי (idiosyncratic risk) באמצעות גיוון ההשקעות בקרן והתאמת מידת סיכון השוק (market risk) של תיק ההשקעות ליכולתו של הנהנה לשאת בסיכון (risk tolerance), לנהל את סיכון השוק באופן שוטף, ראו: עמיר ליכט "הפרוטוקולים של גימלאי ציון – חובת זהירות של מנהל קרן פנסיה" **נקודה בסוף משפט** (2015) 14/2015/06/29/14/amirlicht.wordpress.com. היינו, אין לבחון את שיקול הדעת העסקי, אלא לבחון כיצד השקעה מסוימת משתלבת בתיק ההשקעות כולו לנוכח צורכיהם של הנהנים. גישה זו עוגנה בשנת 1994: UNIF. PRUDENT INVESTOR ACT (UNIF. LAW COMM'N 1994) וכן בריסטייטמנט השני (וכיום השלישי) על נאמנות. חקיקה פדרלית נוקטת גישה דומה לגבי ניהול קרנות פנסיה של עובדים, ראו: U.S.C § 1104 (1974) 29 בפרק העוסק בחובות נאמנים בקרן פנסיה; Investment duties 29 C.F.R § 2550.404a-1 (1979). באנגליה המצב דומה: 4 § 29, c.2000, Trustee Act, 2000, (Eng). כך גם בישראל בחוק קופות גמל ובתקנות מכוחו. ס' 3א (לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה–2005 (להלן: חוק הגמל); ס' 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994 (להלן: חוק קרנות הנאמנות); ס' 10ב) לחוק הנאמנות, התשל"ט–1979; ס' 13א) לחוק הנאמנות.

אמונים, ובאחרים, הפרת חובת זהירות.³⁸ כמו כן, יהיו מקרים בהם הדבר לא יעלה לכדי הפרת חובה כלל. גם בכתיבה האקדמית יש הרואים בשקילת שיקולי האחריות החברתית כהחלטה עסקית הנופלת בתחום חובת הזהירות ושיקול הדעת העסקי,³⁹ ואחרים בתחום חובת האמונים.⁴⁰ על כן, מכאן ואילך אתיחס לחובת האמונות של מנהלים (fiduciary duty) ככוללת את כלל חובותיהם כלפי החברה.⁴¹ חובות אלה חלות על כלל המנהלים בכלל החברות, לרבות על המשקיעים המוסדיים.⁴² Uniform Prudent Investor Act (UNIF. LAW COMM'N. 1994)

כפי שצינתי, במאמר זה כוונתי להתמקד במטרות והמשימות הייחודיות למשקיעים המוסדיים הכוללות שיקולי טווח ארוך המתחייבים מהחזקותיהם בכספי חסכונות ופנסיה של כלל הציבור. שיקולים אלה מחייבים השקעות המביאות בחשבון שיקולים כלל חברתיים. אציין כבר בשלב זה כי חובתם זו עולה בקנה אחד עם המגמה המתפתחת בדיני חברות, לפיה יש להביא בחשבון כחלק ממטרות החברה שיקולים כלל חברתיים (או כפי שהם נקראים לעיתים, שיקולי אחריות חברתית), עליה אעמוד בפרק הבא.

על משקיעים מוסדיים הוטלו חובות אקטיביות בחקיקה, לפיהן עליהם לפעול אך ורק לטובת החוסכים ולהימנע מלהעדיף כל שיקול ועניין על פני טובת העמיתים/החוסכים, המשקיעים מהציבור.⁴³ במהלך השנים הוטלו חובות על משקיעים מוסדיים להשתתף בהצבעות בחברות, ובעיקר בהצבעות המחייבות הסכמה של רוב בעלי מניות המיעוט, בשל ניגודי עניינים בין בעלי מניות שליטה לבין בעלי מניות מקרב הציבור,⁴⁴ שהם חמורים בשוק הישראלי בשל ריכוזיות השליטה בחברות.⁴⁵

³⁸ לחובת האמונים כ-fiduciary duty ראו: Andrew S. Gold, *The Fiduciary Duty of Loyalty*, in THE OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW, 385 (Evan J. Criddle, Paul B. Miller and Robert H. Sitkoff, eds., 2019).
³⁹ John Armour & Jeffrey N. Gordon, *Systemic Harms and Shareholder Value*, 6 J. LEGAL ANAL., 35 (2014).
⁴⁰ Hillary S. Sale, *Fiduciary Law, Good Faith and Publicness*, in THE OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW, 763, 772 (Evan J. Criddle, Paul B. Miller and Robert H. Sitkoff, eds., 2019); בשני פסקי דין שניתנו בארצות הברית. בראשון נקבע, אומנם בדעת מיעוט, כי הפרת חובות כלפי צדדים שלישיים (נוזק לסביבה כאשר מנהלים ידעו על חריגה מנהלים אך לא עשו דבר לאור החיסכון הכספי), כי מדובר בהפרת חובת תום הלב: *City of Birmingham Ret. & Relief v. Good*, 177 U.S. A.3d 47 (2017).
⁴¹ בשני במקרים של מרמה עליהם הצביעו העובדים, נדונה חובת תום הלב בהרחבה, וניתנו צווים שונים נגד החברה: *In Re Wells Fargo & Co. S'holder Derivative*, 282 F.3d 1074 (N.D. California 2017).
⁴² כן, למשל, מצאו כי מנהלים הפרו את חובת תום הלב במקרה של נזק סביבתי אותו לא שקלו.
⁴³ עמיר ליכט דיני אמונות – חובות האמון בתאגיד ובדין הכללי (2013). ליכט קרא לתחום "דיני אמונות", בספרו: "כוח של פלוני על רעהו, שבגדרו הראשון יכול להשפיע לפי שיקול-דעתו על ענייניו של האחרון, היא תופעה המחייבת פיקוח. ההכרח בפיקוח נובע מניסיון החיים, לפיו כוח ללא אחריות סופו שרירות... הפתרון האמיתי לבעיה הוא בקביעה כי על האמונאי (fiduciary) חלה חובת אמון (loyalty), אשר בגדרה עליו לפעול לטובת הנהנה." עוד ראו לעניין זה; עמיר ליכט "יחסי אמונות בתאגיד – חובת האמון" **משפט ועסקים** יח 237 (2014).
⁴⁴ ס' 3 לחוק הגמל; ס' 75 לחוק קרנות הנאמנות; ס' 10(ב) לחוק הנאמנות; ס' 13(א) לחוק הנאמנות.
⁴⁵ ועדת חמנדי **זוח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל** (2007) mof.gov.il/hon/information-entities/hashkaot/documents/review%20committee%20report%20measures%20greedy%20committee.pdf. הדו"ח המליץ להקל על הגופים בשניים: ראשית, צמצום חובת ההשתתפות הקיימת על הגופים המוסדיים, ככל שיש יכולת השפעה ממשית על תוצאות ההצבעה לגבי החלטות שלגביהן מעניק המחוקק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט; שנית, עידוד המוסדיים להיעזר בגורמים מקצועיים המתמחים בסוגיה זו. ועוד, ראו את אימוץ ההמלצות ועיגוןן בחקיקה הרלוונטית: תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט–2009; חוזר גופים מוסדיים 2009-9-11 "הגברת מעורבות המוסדיים בשוק ההון" (21.6.2009); התקנות תוקנו במסגרת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית) (תיקון מס' 2), התשע"ד–2014 (להלן: תקנות הפיקוח); כיום קובעות תקנות הפיקוח חובת השתתפות בהצבעות בהן הגוף המוסדי יכול להשפיע. מדובר בעיקר בהחלטות בהן נדרש רוב בעלי מניות מקרב הציבור, שאינם קשורים לבעל השליטה. למשל, תק' 2(ב)1(ב) לתקנות הפיקוח; כמו כן, בעקבות ועדת חמנדי ולאחר דיונים ברשות לניירות ערך הותקנו גם תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), התשע"ו–2015 (להלן: תקנות השקעות משותפות); תק' 1(ב)1 לתקנות השקעות משותפות, מעגנת חובת השתתפות לעניין מינויים ופיטורים של דירקטורים.

⁴⁵ חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013. להשלמת התמונה, ועל אף שחוק זה אינו משליך ישירות על מינוי דירקטורים, הוא מבקש למנוע ניגודי עניינים בכלל, ושל המוסדיים בפרט. החוק מבוסס על אופיו הריכוזי של

בתחילת שנות ה-90 נקבעה בחוק החובה על משקיעים מוסדיים להשתתף באספות כלליות, באם על סדר יומן עומדת הצעה שעשויה לפגוע בעמיתים או בבעלי היחידות או כדי לקדם את עניינם.⁴⁶ חובות דומים נקבעו לגבי קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח – כל אותם גופים המחזיקים בכספי חוסכים.⁴⁷

לכאורה, לא היה צורך לקבוע חובה מפורשת בעניין זה, שכן ניתן היה להניח שחובה זו נגזרת ממילא מהחובה הכללית של המשקיעים המוסדיים לנקוט פעולות הנדרשות על מנת להבטיח את התשואה על כספי העמיתים ובעלי היחידות (בצירוף למקצועיותם והיותם נאמנים על כספי אחרים). אולם, הניסיון באותה עת הראה כי ללא קביעת חובה מפורשת, נמנעו המשקיעים המוסדיים ברוב המקרים מהשתתפות באספות. למעשה, היעדר פעולה אקטיבית מצד המשקיעים המוסדיים הוא שהוביל את המחוקק להטיל עליהם חובה ספציפית להשתתף באספות. הנחת המוצא הייתה שהצבעתם תשרת לא רק את טובת העמיתים והחוסכים בגוף המוסדי, אלא גם את טובת כלל בעלי המניות בחברות בהן הם משקיעים, תסייע בכך לשכלול שוק ההון הישראלי ובאופן זה תתרום לחברה בכללותה.⁴⁸

במאמר זה הטיעון המרכזי שלי הוא כי בנוגע לשוויון נשים בדירקטוריון, על המשקיעים המוסדיים לשקול שיקול זה כחלק מחובתם, מטרתם ומשימתם, ולא מבחירה התלויה בגורמים משתנים. מכיוון שלמשקיעים המוסדיים יש אופק השקעה של עשרות שנים קדימה, הנובע מתוחלת הפרישה של החוסכים, מוצדק לדרוש מהם לשקול שיקולים כלל חברתיים בכלל, ושיקולי שוויון בפרט, לרבות שוויון לנשים בדירקטוריונים. עם זאת, כפי שהיה לעניין השתתפות בהצבעות האספה הכללית, ייתכן כי אין מנוס מלקבוע הוראות משלימות לעניין זה בחקיקה, תקנות או המלצות בנוגע לממשל תאגידי תקין, כפי שאפרט בהמשך.

להלן אעמוד על המגמה הכללית בדיני חברות להתחשב בשיקולים כלל חברתיים ואצביע על האופן בו משתלבות חובות המשקיעים המוסדיים במגמה זו.

ג. מטרת החברה המסחרית (company, corporation)

הדיון בשאלה מהי או מה צריכה להיות מטרת החברה נמשך על פני 200 שנים ונובע מאידאולוגיות שונות בנוגע לשוק בכלל. השאלה המרכזית היא האם חברה יכולה לפעול תוך שהיא מביאה בחשבון שיקולים חברתיים וסביבתיים, שאינם תורמים באופן ישיר ובטווח הנראה לעין לשורת הרווח או להשאת רווחי החברה בטווח הקצר.⁴⁹ האם מטרת החברה היא להשיא את רווחיה לטובת בעלי

המשק הישראלי בהשוואה למשקים אחרים בעולם. הריכוזיות מתבטאת בכך שמספר מצומצם של אנשי עסקים או משפחות שולטים על שיעור ניכר הן מהנכסים הריאליים, הן מהנכסים הפיננסיים במשק, במסגרת מספר מצומצם של קבוצות עסקיות (מרביתן במבנה פירמידלי). ריכוזיות זו משפיעה גם על מינוי הדירקטורים בתוך אותן קבוצות.

⁴⁶ ס' 77 לחוק קרנות הנאמנות.

⁴⁷ עניין **אוליצקי כרייה**, לעיל ה"ש 22.

⁴⁸ הנחה שאומתה במחקרים לגבי הצבעות משקיעים מוסדיים בארצות הברית: Iliev, Lins, Miller & Roth, לעיל ה"ש 29.

⁴⁹ לניתוח המחלוקת ראו: Amir N. Licht, *State Intervention in Corporate Governance: National Interest and Board Composition*, 13 THEO INQ L, 597, 611 (2012).

מניותיה, או שמא לחברה העסקית יש בנוסף מחויבות או אחריות חברתית (social responsibility) למזער נזקים חברתיים וסביבתיים כאשר היא פועלת, ואולי אף לקדם ממשל תאגידי ראוי וצדק חברתי מעבר להשאת רווחים.⁵⁰ נראה כי כיום מסתמנת מגמה זהירה בכיוון הכלל חברתי, מגמה שצופים שתתחזק בעקבות משבר הקורונה והשלכותיו הכלכליות.⁵¹

השאלה שהתעוררה בשעתו, בין היתר בנוגע לפעילות של חברות בדרום אפריקה בזמן משטר האפרטהייד, וחוזרת כיום בין היתר בנוגע למשבר האקלים, וביתר שאת בנוגע למשבר הקורונה,⁵² היא האם ראוי כי מנהלים בכלל, ומשקיעים מוסדיים בפרט, ישקלו לא רק את ביצועיה הפיננסיים של החברה אותה הם מנהלים, או של החברות בהן הם משקיעים, אלא גם שיקולים הנוגעים לאחריות חברתית, המביאים בחשבון את התנהלות החברות מבחינה חברתית, סביבתית ובכל הנוגע לממשל תאגידי תקין: ESG – Environmental, Social, Governance. מדיניות השקעה כזו כוללת את התחום החברתי (Social): הון אנושי, זכויות עובדים, קשרי התאגיד והקהילה, ולרבות שאלות כמו הפרת זכויות אדם, עבודת ילדים, ניסויים בבעלי חיים, תמיכה במשטרים שאינם דמוקרטיים ועוד; התחום הסביבתי (Environmental); ותחום הממשל התאגידי – גילוי נאות, שקיפות, בקרה וביקורת, נשיאה באחריות או אחריותיות (accountability) וכן שאלות הנוגעות להרכב הדירקטוריון. כל התחומים ביחד נקראים שיקולי ESG, או אם לחדש מונח בעברית – **סח"מ** – סביבה, חברה וממשל תאגידי (לעיל ולהלן): שיקולים כלל חברתיים או: שיקולי אחריות חברתית).⁵³

1. הגישות השונות: המסורתית, ההוליסטית וגישת הביניים

המחלוקת היא בין הגישה הרואה בבעלי המניות את אלה שלמענם פועלת החברה, גישה המכונה גישת בעלי המניות "shareholder's primacy", או הגישה המסורתית. הגישה השנייה מכונה גישת בעלי האינטרסים האחרים, או הקהילות האחרות "stakeholders", ואכנה אותה הגישה ההוליסטית.⁵⁴ אציין כבר בשלב זה כי כיום מקובלת יותר הגישה השנייה, ויש סימנים ברורים לכך

⁵⁰ Keith Davis, *The Case for and against Business Assumption of Social Responsibilities*, 16(2) AM. MGMT. J. 312, 312 (1973); COLIN MAYER, PROSPERITY: BETTER BUSINESS MAKES THE GREATER GOOD, 109 (2018).

⁵¹ ב-16.4.20 ארגוני ה-GCGC וה-ECGI קיימו יום עיון שכותרתו: Ecgi & Gcgc, *The COVID-19 Crisis and Its Aftermath: Corporate Governance Implications and Policy Challenges*, ECGI <https://ecgi.global/content/covid-19-crisis-and-its-aftermath-corporate-governance-implications-and-policy-challenges>. במסגרת יום העיון נדונה, בין השאר, המגמה של דיני החברות בכיוון הכלל חברתי בעקבות המשבר.

⁵² אבי וקסמן "הבנקים המרכזיים הצילו את הכלכלה? אולי עכשיו תורם לדאוג גם לכדור הארץ" **TheMarker** – **תעשייה ומקרו** 9.3.2020 www.themarker.com/news/macro/premium-1.8639879 (להלן: וקסמן "הבנקים המרכזיים הצילו את הכלכלה?").

⁵³ בפתח פרק זה אבהיר כי בספרות ישנם מינוחים שונים המתארים סוגים שונים של שיקולים וסוגים שונים של השקעות. במסגרת מאמר זה לא אוכל להרחיב על כך. אציין כי לעניין השקעות בעלות אחריות או השפעה חברתית נעשה שימוש במונחים שונים כמו:

SRI – Socially Responsible Investment
ESG – Environmental, Social, Governance

CSR – Corporate Social Responsibility; אין הגדרה מדויקת למונחים אלה, מדובר בהגדרות רחבות הכוללות מדיניות ששמה דגש על הממשל התאגידי בחברה ומדיניותה בנושאים חברתיים וסביבתיים.
⁵⁴ בספרות הניהולית הגישה המסורתית, גישת בעלי המניות, נקראת הגישה המוניסטית, ואילו הגישה לפיה יש להביא בחשבון בעלי אינטרסים אחרים נקראת הגישה הפלורליסטית. אני בחרתי לקרוא לגישה השנייה הגישה ההוליסטית, מונח ערכי יותר אותו אני רוצה להדגיש במאמר זה.

גם בעקבות משבר הקורונה.⁵⁵ במסגרת מאמר זה לא אנתח לעומק את שתי הגישות, אולם אסקור בקצרה את הטיעונים המרכזיים ואת המגמות בעניין זה.

הגישה המסורתית, בה מחזיקים היום בעיקר בארצות הברית (ובמיוחד בדלוור), רואה את תכלית החברה, בהשאת רווחיה למען כלל בעלי המניות, ומשכך, ההתמקדות היא ברווחיה הכלכליים. כפי שציין מילטון פרידמן:

“There is one and only one social responsibility of business — to use its resources and engage in activities designed to increase profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud”.⁵⁶

על המנהלים, על פי גישה זו, לפעול למימושה, היינו ליצור רווחים גבוהים ככל האפשר, כל עוד מדובר בפעילות המותרת על פי החוק.⁵⁷

אחד הטיעונים לתמיכה בגישה זו הוא כי מנהלים שישאפו לקדם עניינים נוספים, מעבר להשאת רווחים, יאבדו כיוון ויפגעו בסופו של יום בביצועי החברות ובכך בכלכלה ובחברה בכללותה. עוד טיעון בהקשר זה, אליו אתייחס בהמשך המאמר, הוא כי דירקטורים שיותירו להם לשקול שיקולים מעבר להשאת רווחים של בעלי המניות או המשקיעים, יקדמו כל אחד אג'נדות חברתיות סביבתיות בהן הם מאמינים באופן אישי.⁵⁸

טיעון נוסף, תאורטי, לתמיכה בגישה זו הוא כי החברה היא פקעת של חוזים שהעיקרי בהם הוא בין בעלי המניות למנהלים, ולפיו על המנהלים לפעול לטובת בעלי המניות, כשהכוונה היא להשאת רווחי החברה.⁵⁹ עיגון לכך מוצאים המחזיקים בגישה זו בין היתר בחוקי החברות, המאפשרים, במהלך חיי החברה, רק לבעלי המניות להרוויח על דרך של חלוקת דיבידנדים ועלית ערך נכסיהם; מאפשרים רק לבעלי המניות לבחור דירקטורים ולהצביע על עסקאות ועניינים מרכזיים בחיי החברה; ומאפשרים רק לבעלי המניות לתבוע את המנהלים במקרה שכשלו.⁶⁰

⁵⁵ וקסמן "הבנקים המרכזיים הצילו את הכלכלה?", לעיל ה"ש 52; חרותי-סובר "צוות המומחים של המל"ל", לעיל ה"ש 7.

⁵⁶ Milton Friedman, *The Social Responsibility of business is to Increase its Profits*, N.Y. TIMES (Sept. 13, 1970), <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>.

⁵⁷ זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב(2) 381, 383 (2002); לסקירת הגישות השונות ראו: Edward B. Rock, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, 161 U. PA. L. REV. 1907, 1986 (2013); Amir N. Licht, *Culture and Law in Corporate Governance*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE, 129, 143 (Jeffert N. Gordon & Wolf-George Ringe eds., 2018); Lyman Johnson, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, 38 DEL. J. CORP. L. 405 (2013); Renée B. Adams, Amir N. Licht, & Lilach Sagiv, *Shareholders and Stakeholders: How Do Directors Decide?*, 32 STRATEGIC MGMT. J. 1331 (2011); William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle The Modern Corporation*, 34 J. CORP. L. 99, 100–103 (2008).

⁵⁸ נשיא בית המשפט העליון של דלוור (בשנים 2014–2019) התבטא בשאלות אלה מחוץ לפסקי הדין. ראו: Leo E. Strine, Jr., *Making it Easier for Directors to "Do the Right Thing"*, 4 HARV. BUS. REV. 235 (2014); Leo E. Strine, Jr., *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law*, 50 WAKE FOREST L. REV. 761 (2015). נשיא קודם של בית המשפט העליון בדלוור הציג גישה מורכבת יותר: William T. Allen, *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, 14 CARDOZO L. REV. 261 (1992).

⁵⁹ Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV., 547 (2003); Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L. J., 439 (2001).

⁶⁰ לסקירת התפתחות הגישה המסורתית והטיעונים לתמיכה בה, ראו: CHRISTOFER HODGES, LAW AND CORPORATE BEHAVIOUR: INTEGRATING THEORIES OF REGULATION, ENFORCEMENT, COMPLIANCE AND ETHICS, 669–670 (2015).

על פי הגישה המסורתית, שיקולים חברתיים סביבתיים רחבים הם שיקולים שעל המחוקק לשקול. ככל שהמחוקק סבור כי ראוי שתברות יביאו בחשבון שיקולים מסוימים, עליו לקבוע זאת במפורש.⁶¹ על פי גישה זו ניתן להביא בחשבון שיקולי אחריות חברתית רק אם ניתן להראות כי הם יתרמו לשורת הרווח, ולו בטווח הארוך.

הגישה ההוליסטית מרחיקה מעבר לרווחים העתידיים הנגזרים מהתחשבות בקהילות השונות. גישה זו מבוססת על התפיסה לפיה כדי לפתח הצלחה ארוכת טווח, על המנהלים, בגיבוש המדיניות העסקית, להביא בחשבון גם שיקולים של קהילות שונות (constituencies) ובעלי אינטרסים שונים (stakeholders) הקשורים בחברה, כמו העובדים, הצרכנים, הספקים, הקהילה בה פועלת החברה והחברה (society) במובן הרחב.⁶²

Colin Mayer בספר שכותרתו: "Prosperity – Better Business makes the Greater Good", מתנגד לגישתו של פרידמן שהוצגה לעיל וטוען כי מטרת החברה היא לפתור בעיות ולענות לצרכים, תוך החשבות בחברה בכללותה:⁶³

The corporation is the creator of wealth, the source of employment, " the deliverer of new technologies, the provider of our needs.... It employs us and invest our savings. ... The corporation is in a unique and powerful position to promote economic and social well-being.... The reason why companies exists is to do things, and their purpose is a statement of that. In exact contradiction to the Friedman doctrine, what people have in mind when they refer to the purpose of a company is to produce solution to problems of people and planet and in the process to "produce profits, but profits are not per se the purpose of companies.

על פי גישה זו בעלי המניות הם אחת הקהילות החשובות בחברה, אך האינטרסים שלהם אינם היחידים שעל המנהלים להביא בחשבון. לטענתם, התנהלות עסקית ראויה מביאה בחשבון גם שיקולים חברתיים וסביבתיים רחבים ומתחשבת בחברה בכללותה. היינו, תרבות ניהול המקדמת אסטרטגיה עסקית הרואה תרומה בקשר בין החברה העסקית לקהילה, כקשר התורם לשני הצדדים, תורמת לשיפור בסוגיות חברתיות וסביבתיות ובונה מוניטין חיוביים ואמון בקרב עובדיה, לקוחותיה והציבור בכללותו. התפיסה החברתית כיום רואה בתאגידים, בעיקר תאגידי הענק, כאלה המרוויחים רווחי עתק מהציבור בכללותו, ועל כן מצפים מהם לאחריות כלפי הציבור. כאשר מדובר במשקיעים מוסדיים, חובה זו נגזרת ממעמד המיוחד בשוק ההון.

David L. Engel, *An Approach to Corporate Social Responsibility*, 32 STAN. L. REV. 1 (1979); Daniel R. ⁶¹ Fischel, *The Corporate Governance Movement*, 35 VAND. L. REV. 1259 (1982) יש לשים לב שמאמרים אלה ישנים יחסית, אך יש מאמרים עדכניים המעלים חששות דומים: Stephen M. Bainbridge, *Corporate Social Responsibility in the Night-Watchman State*, 115 COLUM. L. REV. SIDEBAR 39, 49 (2015) ⁶² לגישה זו ראו: Mayer, לעיל ה"ש 50; Martin Gelter, *Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder - Stakeholder Debates in a Comparative Light*, 7 N.Y.U. J.L. & BUS., 641 (2011); Amir N. Licht, *The Maximands of Corporate Governance: A Theory of Values and Cognitive Style*, 29 DEL. J. CORP. L., 649 (2004); Michael Bradley, Cindy A. Schipani, Anant K. Sundaram and James P. Walsh, *The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads*, 62(3) LCP, 9 (1999). ⁶³ Mayer, לעיל ה"ש 50.

על פי תאוריה זו, ערך כלכלי נוצר רק כאשר היחסים עם כל הקהילות הקשורות לחברה מתנהלים באופן אתי וראוי מבחינה חברתית וסביבתית. זוהי תאוריה אתית על הערכים שעל מנהלי חברה לקדם כדי לקיים עסקים מצליחים.⁶⁴

המחזיקים בגישה זו טוענים כי התאגיד משלב אינטרסים של כמה קבוצות התלויות זו בזו, ולא ניתן להגדיר מראש את זכויותיהן. לאורה, יש לערוך אופטימיזציה בין האינטרסים השונים. הגישה ההוליסטית טוענת כי תיאור החברה כפקעת חוזית, עליו נשענת הגישה המסורתית, אינו התיאור המדויק לטיבה וטבעה של החברה המסחרית. לטענתם, נכון יותר לראות את החברה כפקעת של יחסי כוח, שבה כל קבוצה יכולה להשפיע על קבוצה אחרת גם אם קיימים הסדרים חוזיים ביניהן.⁶⁵

המעבר לגישה זו, או ההתנגדות לגישה המסורתית, נבע מכך שעל פי הגישה המסורתית היה לחץ עצום על המנהלים לפעול רק משיקולי טווח קצר ולהצביע על רווחים מיידיים, על חשבון התפתחות החברה בטווח הארוך. לחץ זה ושיקולי טווח קצר הביאו את המנהלים לקחת סיכונים מיותרים ולהתעלם מקהילות רבות שתרמו להצלחת החברה, כמו העובדים והלקוחות. בנוסף, מתוך רצון להראות רווחים מיידיים לחצו המנהלים על ספקים להוריד מחירים, או שהעבירו מפעלים לארצות אחרות, שם יש פחות פיקוח על שכר עובדים ועל שמירת הסביבה. משבר האקלים והמשבר הפיננסי של 2008 הגבירו את קולות המתנגדים.⁶⁶

הגישה ההוליסטית זכתה לפריחה במאה ה-21, כיוון שלאור מרכזיותן של החברות, בעיקר חברות הענק, בכלכלה, החלה לחלחל ההבנה כי לפעולותיהן יש השפעה עצומה בהיבטים כלכליים, חברתיים וסביבתיים הרבה מעבר לאלה שיש להן על בעלי המניות.⁶⁷ החלה להתבסס ההכרה בכך שרוב האנשים מושפעים מחברות (companies, corporations) לא כבעלי מניות, אלא כצרכנים, עובדים, ספקים ואזרחים בקהילה בכלל. יש לשים לב שבעברית המילה חברה במשמעות של חברה מסחרית (company, corporation) זהה למילה חברה במונח החברתי (society).⁶⁸

⁶⁴ גישה זו מיוחסת במקורה ל-Ed Freeman, אף כי הוא עצמו מייחס זאת למסורת לפיה החברה העסקית היא חלק מהקהילה. R. Edward Freeman, *The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions*, 4 BUS. ETHICS Q. 409 (1994); R. Edward Freeman & Jeanne Liedtka, *Stakeholder Capitalism and the Value Chain*, 15(3) EUR. MGMT. J. 286, 287 (1997). במאמר זה מייחסים המחברים את המקור לגישה זו לכותבים אחרים בתחום מנהל העסקים כמו: Russel Ackoff ו-Igor Ansoff.

⁶⁵ עמיר ליכט "תכליות החברה" **משפט ועסקים** א 173, 176 (2004) (להלן: ליכט "תכליות החברה"); Pryce, לעיל ה"ש

⁶⁶ Sue Jaffer et al., *How Changes to the Financial Services Industry Eroded Trust*, in CAPITAL FAILURE: REBUILDING TRUST IN FINANCIAL SERVICES, 32, 213 (Nicholas Morris & David Vines eds., 2014) וסקירת ההתנגדויות לגישה המסורתית ראו: Hodges, לעיל ה"ש 60, בעמ' 675.

⁶⁷ להרחבה על מטרות החברה כיום וכיצד לשמר הצלחה של חברות לצד הצלחת הכלכלה ושמירה על החברה והסביבה, ראו: MAYER, לעיל ה"ש 50, בעמ' 150.

⁶⁸ ראו לעניין המחלוקות: Adolf A. Berle, *Corporate Powers As Powers in Trust*, 44 HARV. L. REV. 1049 (1931); E. Merrick Dodd, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, 45 HARV. L. REV. 1358 (1932); E. Merrick Dodd, *Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable?*, 2 Australian Governments Corporations and Markets Advisory Committee, U.CHI.L.REV. 194 (1935) *DIVERSITY ON BOARDS OF DIRECTORS Report*, CAMAC (Mar. 2009) [http://www.camac.gov.au/camac/camac.nsf/byHeadline/PDFFinal+Reports+2009/\\$file/Board_Diversity_B5.pdf](http://www.camac.gov.au/camac/camac.nsf/byHeadline/PDFFinal+Reports+2009/$file/Board_Diversity_B5.pdf); גושן, לעיל ה"ש 57; Max M. Schazenbach & Robert H. Sitkoff, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, 72 STAN.L.REV. 381 (2020). במאמר זה מחזיקים המחברים בגישה המסורתית וטוענים כי על משקיעים מוסדיים לשקול את טובת המשקיעים והחוסכים בלבד ולשקול שיקולי ESG רק אם ניתן להצביע על ערך ישיר להם.

כיום מקובל לומר כי חברה מסחרית לא תשגשג בטווח הארוך אם תתייחס באופן שאינו הוגן לאחת מהקהילות הללו, כמו גם לסביבה.⁶⁹ משבר הקורונה הנמצא בעיצומו מחזק גישה זו. אנו רואים תאגידי ענק נרתמים למאמץ להילחם במגפה – תורמים; משנים קווי ייצור לייצר ציוד נדרש; מגבירים מאמצים ושיתופי פעולה למציאת חיסון ועוד.⁷⁰

המחזיקים בגישה זו מבקרים את הגישה המסורתית וטוענים כי זו אינה מבטיחה השאת רווחים בטווח הארוך.⁷¹ הטענה היא כי השאת רווחים תוך התעלמות משאלות של חברה וסביבה גורמת למעשה להחצנת עלויות, שאחריות חברתית מחייבת להפנים.⁷² החצנת עלויות תפגע בחברה (society) בכללותה, ובסופו של יום גם בחברות המסחריות עצמן.

הביקורת על הגישה ההוליסטית היא, בין היתר, כי מחקרים מראים כי גישה זו אינה משפרת את מצבן של אותן קהילות חיצוניות, וכי דווקא האשליה שנותנת הגישה ההוליסטית תמנע רפורמות חקיקתיות נדרשות (למשל בנושאי שכר עובדים, תנאי העסקה, שמירת הסביבה וכיוצא באלה).⁷³ התשובה לטענה זו היא כי אומנם חלק מהאינטרסים של קבוצות מסוימות, כמו עובדים וצרכנים, והיבטים מסוימים של שמירה על הסביבה מעוגנים בדרישות בחקיקה, אולם לא ניתן לצפות את כלל השיקולים מראש ולחוקק זאת, ועל כן על החברה לפעול תוך אחריות חברתית.

בנוסף מועלים שלושה שיקולים קונקרטיים לאופן ניהול החברות. הטיעון הראשון המועלה כנגד שקילת שיקולי אחריות חברתית בחשבון הוא כי מדובר בשיקולים חברתיים-סביבתיים שנויים במחלוקת, כאשר לכל מנהל ומנהלת יש ערכים משלהם ואגינות אותן הם מעוניינים לקדם, ולכן אין לאפשר להביא שיקולים כאלה בחשבון במסגרת קביעת מדיניות לחברה, לרבות אצל המשקיעים המוסדיים. אחת הדוגמאות המובאות לכך הן חברות העוסקות במכירת נשק, נושא השנוי במחלוקת עמוקה בארצות הברית. מחלוקת אחרת נוגעת למשל לשימוש בגז טבעי. תחילה, נימוק זה כשלעצמו לא הוכח. במחקר אמפירי שנערך הראו החוקרים כי שיקולי אחריות חברתית

⁶⁹ Hertig, לעיל ה"ש 23, בעמ' 821; Michael Jensen, *Value Maximization, stakeholder Theory, and the Corporate objective Function*, 12 BUS. ETHICS Q. 235 (2002). דווקא בשווקים מתפתחים כמו ברזיל וסין מוטלות על בעלי מניות השליטה חובות הנוגעות לאחריות חברתית, לרבות לעובדים. ראו: Mariana Pargendler, *Corporate Governance in Emerging Markets*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE 735, 753 (Wolf-Georg Ringe & Jeffrey N. Gordon eds., 2018); Mark J. Roe, *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, 149 U. PA. L. REV. 2063 (2001); Li-Wen Lin, *Corporate Social Responsibility in China: Window Dressing or Structural Change*, 28 BERK J. INTL L 64 (2010)

⁷⁰ יעל אלנתן "מבחן ההגינות – עסקים בימי הקורונה: חמישה תאגידי שנותנים חזרה, ואחד שרוצה לקחת עוד" **דבר** – **כלכלת הקורונה** 1.4.2020. www.davar1.co.il/215426/; עמית תדמור "קורונה-ווש: אמריקה התאגידית מגיבה להתפרצות המגפה. האם זה סימן לבגרות ואחריות, או ניסיון ציני לחמוק מאש?" **TheMarker** 29.3.2020. www.themarker.com/magazine/premium-MAGAZINE-1.8720489; תהיה פריצת דרך באופן שבו מפתחים תרופות?" **TheMarker** 14.4.2020. www.themarker.com/coronavirus/premium-MAGAZINE-1.8763486

⁷¹ LYNN STOUT, THE SHAREHOLDER VALUE MYTH: HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS, CORPORATIONS, AND THE PUBLIC (2012); Lynn A. Stout, *The Toxic Side Effects of Shareholder Primacy*, 161 U.P.A.L.REV. 2003 (2013). לביקורות על הספר ותמיכה בגישה המסורתית ראו: Jonathan Macey, *Sublime Myths: An Essay in Honor of the Shareholder Value Myth and the Tooth Fairy*, 91 TEX. L. REV. 911 (2013).

⁷² Cynthia A. Williams, *corporate Social Responsibility and Corporate Governance*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE 634, 677 (Wolf-Georg Ringe & Jeffrey N. Gordon eds., 2018).

⁷³ Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, forthcoming, december 2020, available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978

אינם מביאים מנהלים לקידום אג'נדות אישיות.⁷⁴ אולם מעבר לכך, טיעון זה אינו תקף כאשר מדובר בשוויון לנשים בדירקטוריון, שכן, כפי שאפרט, מדובר בשוויון – עיקרון העומד בבסיס דמוקרטיה ליברליות.

הטיעון השני כנגד התחשבות בשיקולי אחריות חברתית הוא כי מדובר בשיקולים מעורפלים, המועברים כמסרים בעיקר מטעמים שיווקיים כמו "התחשבות בעובדים"; "סחר הוגן", "הגנה על הסביבה" וכיוצא באלה. אלה מטרות שקל להזדהות איתן ברמה ההצהרתית, אך אין להן תוכן ממשי והן מעורפלות בכוונת מכוון. על כן לא ניתן להגדיר שיקולים אלה וודאי שלא למדוד את ההתקדמות בהם, וגם מסיבה זו אין להטיל חובה להתחשב בהם. גם שיקול זה אינו תקף כאשר מדובר בשוויון לנשים בדירקטוריון, שכן, כפי שאפרט, מדובר במטרה מוגדרת וניתנת למדידה.

הנימוק השלישי כנגד שקילת שיקולי אחריות חברתית הוא כי לשיקולים אלה מוצמד פעמים רבות תג מחיר, היינו, הדבר עלול לפגוע בהשאת רווחי החברה או המשקיע המוסדי. טיעון זה מועלה בדרך כלל לגבי שיקולים סביבתיים: נקיטת צעדים להגנה על הסביבה פעמים גם שנויה במחלוקת (מה הדרך הראויה לפתרון הבעיה) וגם כרוכה בעלויות (מעבר לאנרגיות נקיות חליפיות כרוך פעמים רבות בהשקעות מסיביות), כך גם לגבי העסקה הוגנת. גם לטיעון זה, כפי שאפרט, אין כמעט משקל לגבי מינוי נשים לדירקטוריון.

טענה קשורה העולה לעיתים כחלק מטיעון "תג המחיר" היא שאין מקום להתחשבות בשיקולים חברתיים כאשר התשואה הגלומה בהשקעה עם אחריות חברתית נמוכה מתשואה המבוססת על שיקולים פיננסיים בלבד. היינו, עדיף לחוסכת כי התשואה שלה תעלה מאשר שיהיו נשים בדירקטוריון או שכר הוגן לעובדים. ובכן, ראשית, קשה מאוד להעריך תשואה במדויק בעת ההשקעה וקשה לבודד זאת מגורמים אחרים אקס-אנטה. שנית, קשה מאוד להשוות זאת בזמן אמת, בעיקר כששיקולי טווח קצר וטווח ארוך מביאים לתוצאות שונות. בנוסף, כפי שנאמר לעיל, תפיסה מרחיבה של חובות המשקיעים המוסדיים ותפיסתם כמכווני שוק היא שיש לכלול בטובת המשקיעים גם תרומה לקהילה ולחברה, כיוון שהדבר נוגע לרווחתם הכללית של המשקיעים. ולבסוף, משקיעים מוסדיים יכולים לבחור בכמה חברות המתאימות לצורך השקעה, ומביניהן לבחור את אלה בהן יש שוויון לנשים בדירקטוריון.

עם זאת, כאשר מדברים על חובות משקיעים מוסדיים להביא שיקולים כלל חברתיים בחשבון, יש לבחון כמובן את השיקולים הספציפיים ולבחון האם הם מוגדרים דיים, מקובלים וניתנים למדידה. כפי שאציין בפרק הישומי לעניין שוויון לנשים בדירקטוריון, מדובר בדוגמה טובה בה אין כמעט משקל לטיעוני הנגד.

גישת הביניים – לאור הביקורת על הגישה ההוליסטית ושליטת הגישה המסורתית בארצות הברית, התפתחה גישת ביניים, המכונה "strategic corporate responsibility", ולפיה חובתן של חברות להתנהל כאזרחיות טובות בחברה ובקהילה, לתרום לחברה בכללותה ולשקול שיקולים כלל

Allen Ferrell, Hao Liang & Luc Renneboog, *Socially Responsible Firms*, 122 JOURNAL OF FIN. 74
ECONOM. 585 (2016). עם זאת במחקר אחר נטען כי יש יש העדפות לעניין עצם ההתחשבות בשיקולי אחריות חברתית.
ראו: Renée, לעיל ה"ש 57.

חברתיים, מה שיתרום, בטווח הארוך, גם לרווחיות.⁷⁵ מדובר בקשת של גישות ביניים לפיה יש לשקול שיקולים כלל חברתיים כחלק ממטרות החברה, כל עוד ניתן להצביע במסגרת זו על רווחיות, ולו לטווח הארוך. היינו, על המנהלים לשקול שיקולים מעבר לשיקולי השאת רווחים בטווח הקצר, אם יש הסתברות כי בטווח הארוך (השאלה כמובן כמה ארוך וכמה מסתבר) הדבר יניב רווחים.⁷⁶ יש הטוענים כי מרבית ערך השוק של החברה מיוחס לגורמים כמו שמה הטוב והאמון של העובדים והצרכנים בחברה, ולכן הבאת עניינים אלה בחשבון תביא להשאת ערך החברה, ולו בטווח הארוך.⁷⁷ בנוסף, מחקרים מראים כי הבאה בחשבון של קהילות נוספות, השקעות חברתיות והתנהלות חברתית סביבתית ראויה משפיעות גם על הביצועים העסקיים של החברות.⁷⁸ אדגיש כי באופן מעשי מנהלים יוכלו להציג כמעט כל החלטה המתחשבת בשיקולי אחריות חברתית כהחלטה שתטיב עם בעלי המניות בטווח הארוך.⁷⁹ כלל שיקול הדעת העסקי מרחיב את שיקול דעת המנהלים גם במובן זה.⁸⁰ על כן, מבחינה מעשית, להבדיל מתאורטית, ההבדל בין גישות הביניים לגישה ההוליסטית מצטמצם.

אומנם, חלה בשנים האחרונות בעולם ובארץ עלייה עצומה במספר המשקיעים והחברות הבוחנים התנהלות חברתית סביבתית במסגרת מדיניות ההשקעה והחברות המביאות שיקולים אלה בחשבון בקבלת החלטות.⁸¹ הדבר עולה בקנה אחד עם התאוריה המימונית המודרנית המבוססת על תשואה וסיכון – בחינת ההשקעה באמצעות היחס בין התשואה הצפויה ממנה לבין הסיכון הכרוך בה. במסגרת זו התשואה מביאה בחשבון מחירים חיצוניים, והסיכון כולל סיכונים שאינם רק סיכונים פיננסיים. אולם, אין בכך כדי לתמוך בגישה זו או אחרת, ונראה כי מדובר בחלק מגישות הביניים.

נראה כי המגמה המתחזקת (בבירור באירופה, באנגליה ובקנדה) היא של הגישה ההוליסטית, השוקלת שיקולים רחבים יותר מהשאת רווחים ישירה, או לפחות של גישת הביניים.⁸² אביא כמה

⁷⁵ Jill E. Fisch, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 J.CORP.L. 639 (2006).

⁷⁶ Michael E. Porter & Mark R. Kramer, *Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, 84 HARV. BUS. REV. 78 (2006); Abigail McWilliams & Donald S. Siegel, *Creating and Capturing Value: Strategic Corporate Social Responsibility, Resource-Based Theory, and Sustainable Competitive Advantage*, 37 JOURNAL OF MGMT. 1480 (2011); Cynthia A. Williams & John M. Conley, *An Emerging Third Way – The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct*, 38 CORNELL INT'L L.J. 493 (2005).

⁷⁷ Robert G. Eccles, Scott C. Newquist & Roland Schatz, *Reputation and its Risks*, 85 HARV. BUS. REV. 104 (2007); Gordon L. Clark, Andreas Feiner, & Michael Viehs, *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance*, 14 (2015) available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2508281.

⁷⁸ Hertig, לעיל ה"ש 23, בעמ' 821, 823, 828. המחבר סוקר במאמר מחקרים שונים שנערכו בשאלה זו ומסכם כי התוצאה אינה חד-משמעית. עוד ראו לעניין הערך הכלכלי של השקעות חברתיות או שקילת שיקולי אחריות חברתית: Franklin Allen, Elena Carletti & Marquez Robert, *Stakeholders Governance, Competition and Firm Value* 19 REVIEW OF FIN. 1315 (2015); Beiting Cheng, Ioannis Ioannou & George Serafeim, *Corporate Social Responsibility and Access to Finance*, 35 STRATEGIC MGMT. JOURNAL 1 (2014).

⁷⁹ Velasco, לעיל ה"ש 32, בעמ' 65.
⁸⁰ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) (board's obligation is to act in "the best interests of the corporation and its shareholders"); *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989) הישראלי ראו: ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ (פורסם בנבו, 28.12.2016).

⁸¹ חוזר גופים מוסדיים 2017-9-24 "הצהרה על מדיניות השקעה צפויה בגופים המוסדיים" (3.12.2017) (להלן: חוזר גופים מוסדיים – מדיניות השקעה).

⁸² במאמר נטען כי דירקטורים בכל העולם מעורבים יותר בנושאים של אחריות חברתית: Heiko Spitzack, *The Development of Governance Structures for Corporate Responsibility*, 9 CORP. GOVERNANCE: INT'L JOURNAL OF BUS. IN SOC'Y 495 (2009). עוד ראו התייחסות לשאלה מדוע מנהלים בוחרים לשקול שיקולי אחריות חברתית: Arleta A. A. Majoch, Andreas G.F. Hoepner & Tessa Hebb, *Sources of Stakeholder Salience in*

דוגמאות מרכזיות למגמה זו, אך אדגיש כי גם אם אין מכריעים בין הגישות, תפקידם ומטרותיהם הייחודיים של המשקיעים המוסדיים בהשאת רווחים לטווח ארוך מחייבים כי המשקיעים המוסדיים יבחרו בגישה ההוליסטית, גם אם יטענו לרווחים לטווח ארוך כגישת הביניים.

2. יישום המגמה המסתמנת – ארגונים בינלאומיים ומדינות נוספות

האוו"ם

בשנת 2006 אימץ האוו"ם עקרונות גלובליים להשקעה חברתית אחראית, PRI,⁸³ שגובשו בהשתתפות נציגי הגופים המוסדיים הגדולים בעולם, והצטרפו לכך כ-2,500 משקיעים מוסדיים מכל העולם.⁸⁴ העקרונות משלבים אחריות סביבתית, חברתית ותאגידית כעקרונות שעל משקיעים מוסדיים להביא בחשבון במסגרת גיבוש מדיניות ההשקעה. אימוץ עקרונות אלה הגביר את מודעות המשקיעים לאחריות חברתית והגביר את המעורבות ביישום עקרונות אלה בחברות בהן משקיעים.

האוו"ם ראה בהשקעות חברתיות חובה הנכללת בחובת האמונים (Fiduciary Duty) של המשקיעים המוסדיים. בינואר 2016 השיק ה-UNEP Financial Initiative, במסגרת אימוץ העקרונות, פרויקט שמטרתו להבהיר את חובתם של משקיעים כחלק מחובת האמונים ביחס להשקעות סביבתיות-חברתיות וכאלה הנוגעות לממשל תאגידי (ESG). באוקטובר 2019 פורסם דו"ח הקובע כי כחלק מחובת האמונים של משקיעים מוסדיים עליהם לשקול השקעות חברתיות ולהכניס זאת לתוכנית ההשקעות שלהם, לעודד פעילות בתחום ה-ESG בחברות בהן הם משקיעים ולדווח על היעדים ועמידה בהם.⁸⁵ ההנמקה המרכזית היא שלהשקעות אלה יש ערך כלכלי, ודאי בטווח הארוך, ועל כן התעלמות מתחום השקעה זה פוגעת בטובת המשקיעים.⁸⁶

האיחוד האירופי

הדירקטיבה של האיחוד האירופי⁸⁷ קובעת כי על חברות נסחרות, בהתאם לפרמטרים מסוימים, לדווח על מידע באשר לפעילותן בתחום האחריות החברתית, לרבות היחס לעובדים, התייחסות לזכויות אדם, מדיניות כנגד שוחד ושחיתות וגיוון במועצת המנהלים. האמנה קובעת כי שיקולים אלה חשובים למשקיעים, לקובעי מדיניות ולאחרים להעריך את הפעילות שאינה כלכלית (non financial) של תאגידים ולעודד תאגידים, בעיקר את הגדולים שבהם, ודאי כשמדובר בחברות נסחרות, לפתח מדיניות לקידום נושאים אלה.⁸⁸

the Responsible Investment Movement: Why do Investor Sign the Principles for Responsible Investment, 140 J. BUS. ETHICS 723 (2017)

⁸³ PRI & UNEP, *Fiduciary Duty in the 21st Century* (2019) (להלן: דו"ח האוו"ם).

⁸⁴ ראו האתר בו מופיעים הן העקרונות, הן החברות החתומות, הן אפשרות להצטרף: <https://www.unpri.org/>.

⁸⁵ דו"ח האוו"ם, לעיל ה"ש 83.

⁸⁶ לסקירה ראו: משרד האוצר *אחריות חברתית בהשקעות של גופים מוסדיים* 10 (2008).

⁸⁷ החובה חלה על חברות במדינות האיחוד החל משנת 2018, ראו: Directive 2014/95/EU, of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups 2014/793/EU, 2014 O.J. (L 330).

⁸⁸ לניתוח האמנה מטרותיה והישגיה ראו: Deirdre M. Ahern & Blanaid J. Clarke, *Listed Companies' Engagement with Diversity: A Multi-Jurisdictional Study of Annual Report Disclosures* (European Corporate Governance, Working Paper No. 221, 2013); Deirdre Ahern, *Turning Up the Heat? EU Sustainability Goals and the Role of Reporting under the Non Financial Reporting Directive*, 13 ECFR 599, 603–607 (2016); Deirdre Ahern, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement: Rights Do Not an Engaged Shareholder Make*, 20 C. Y.E.L.S 88, 91 (2018).

התפתחויות במדינות שונות

קנדה – בית המשפט העליון בקנדה קבע, בשנת 2004, כי כאשר החוק קובע כי על הדירקטוריון לפעול לטובת החברה, רשאי הדירקטוריון להביא בחשבון קהילות נוספות מלבד בעלי המניות.⁸⁹ בית המשפט ציין במפורש את בעלי המניות, העובדים, הספקים, הנושים, הצרכנים ואף את הממשלה והסביבה כגורמים שניתן להתחשב בהם במסגרת טובת החברה. בית המשפט הדגיש כי על הדירקטורים לפעול כדי להפוך את החברה לטובה יותר: "better corporation". בית המשפט העליון בקנדה חזר על הלכה זו בשנת 2008 בעניין *BCE*,⁹⁰ שם נקבע במפורש כי לפעול לטובת החברה משמעו החברה כאזרחית טובה בקהילה: "viewed as a good corporate citizen".⁹¹ ב-2019 הלכה זו הפכה לחוק.⁹² בתיקון לחוק החברות נקבע כי על המנהלים לפעול לטובת החברה תוך שהם יכולים להביא בחשבון אינטרסים של בעלי המניות אך גם של קהילות אחרות הקשורות בחברה, כשבחוק מצוינים במפורש מלבד בעלי המניות גם עובדים, פנסיונרים והחברה בכללותה. בדברי ההסבר נאמר כי הממשלה רואה חשיבות בהצבת סטנדרט גבוה להתנהלות עסקים.⁹³

אנגליה – סעיף 172 לחוק האנגלי קובע כי על נושאי המשרה לנהוג בתום לב לקידום הצלחת החברה ולטובת בעלי מניותיה תוך שעליהם להביא בחשבון, בין היתר, את השלכת ההחלטות לטווח ארוך, את האינטרסים של עובדי החברה, את הצורך לעודד את קשרי החברה עם ספקים, לקוחות וקהילות אחרות, את ההשפעה של פעולות החברה על הקהילה והסביבה, את הרווח שעשויה החברה להפיק ממוניטין טובים בניהול עסקיה ואת הצורך לנהוג באופן הוגן ביחס לכלל חברי החברה.⁹⁴ החשיבות בסעיף היא שהוא מפנה במפורש לקהילות רבות, בעלי אינטרסים רבים (stakeholders) בחברה, לרבות עובדים, ספקים ואף הציבור בכללותו. תיקון לחוק היה אמור להיכנס מכוח הדירקטיבה האירופית, ולפיו חברות העונות על קריטריונים מסוימים של גודל (חברות נסחרות וחברות עם אינטרסים ציבוריים מיוחדים) ידווחו על עמידה בתנאי הסעיף, או למעשה על מדיניותן בנושאים סביבתיים חברתיים. אולם, לאור הברקזיט אין זה ברור מה יהיה גורלה של חקיקה זו.⁹⁵ גם כאן יש לשים לב כי שיקולי אחריות חברתית או קידום אינטרסים של קהילות שונות נכללים גם הם במסגרת קידום הצלחת החברה לטובת בעלי מניותיה, ועל כן, גם התיקון לחוק שהיה אמור להיכנס לתוקף, תואם לגישת הביניים.

ארצות הברית – בארצות הברית מרבית העיסוק בשיקולי ESG ומטרת החברה הוא במסגרת יוזמות של המגזר העסקי. אולם, יש לציין בעניין זה כי משרד העבודה בארצות הברית, המוציא הנחיות תקופתיות לקרנות פנסיה (שפועלות על פי עקרונות דיני הנאמנות), קבע כי כאשר יש

⁸⁹ Ian Peoples Department Store Inc Trustee of v. Wise, [2004] 3 S.C.R. 461. (Can.)
⁹⁰ B. Lee, *People Department Stores v. Wise and the "Best Interest of the Corporation"* 41 C.B.L.J. 212 (2005).
⁹¹ BCE Inc. v. 1976 Debentureholders [2008] 3 S.C.R. 560 (Can.)
⁹² AP Smith Mfg. Co. v. Barlow, 98 A.2d 581, 13 N.J. Misc. 145 (1953). בפסק דין זה הוכרה תרומה של חברה מסחרית.

⁹³ Yvan Allaire & Stéphane Rousseau, *To Govern in the Interest of the Corporation: What is the Board's Responsibility to Stakeholders Other than Shareholders?* 5 J. MGMT. & SUSTAINABILITY, 2 (2015).

⁹⁴ Budget Implementation Act, S.C. 2019 C-29 (Can.)
⁹⁵ *Investing in the Middle Class Budget 2019 Government of Canada*, HOUSE OF COMMONS (2019) <https://www.budget.gc.ca/2019/docs/plan/budget-2019-en.pdf>.
⁹⁶ Companies Act, 2006, c.46 (Eng.)

⁹⁷ יש הטוענים כי באנגליה הייתה ירידה באחריות חברתית של פירמות וכי בעקבות הברקזיט יש צורך לקבוע חובות בדיון בהקשר זה: Andrew Johnston, *The Shrinking Scope of CSR in UK Corporate Law*, 74 WASH. & LEE L. REV. 1001 (2017).

השקעות חלופיות דומות מבחינה כלכלית, ניתן לעשות שימוש בשיקולי ESG כדי לבחור ביניהן.⁹⁶ עם זאת, בכ-30 מדינות חוקי החברות קובעים במפורש כי הדירקטורים רשאים להביא בחשבון, לפי שיקול דעתם, שיקולי טווח ארוך, או טווח קצר, וכן את האינטרסים של קהילות כמו עובדים, פנסיונרים, לקוחות, נושים ואף את החברה בכללותה.⁹⁷

ישראל – חוק החברות שנחקק ב-1999 הציג חשיבה שהייתה חדשה לשעתה בעניין זה.⁹⁸ החוק מתייחס במפורש לתכלית החברה וקובע בסעיף 11 כי תכלית החברה היא: **"לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את עניינם של נושיה, עובדיה ואת עניינו של הציבור"**. אומנם המטרה היא השאת רווחים (היינו, הגישה המסורתית), אולם, במסגרת השיקולים להשאת רווחים תוכל חברה להתחשב באינטרסים של קהילות שונות, לרבות הציבור כולו או החברה (society) בכללותה.⁹⁹

יש להדגיש כי הסעיף מאפשר להביא בחשבון קהילות נוספות ואינו מחייב זאת, ובנוסף, גם שיקולים רחבים אלה ניתן להביא בחשבון רק במסגרת השיקולים העסקיים.¹⁰⁰ היינו, מדובר בגישה המסורתית, ולכל היותר בגישת הביניים.¹⁰¹

עם זאת, פסיקת בית המשפט העליון, בעניין **אפרוחי הצפון**, הרחיבה את לשון הסעיף ורמזה לגישה ההוליסטית:

"ואמנם, בעשורים האחרונים, התפתחו תורות חברתיות, כלכליות ומשפטיות המבקשות ליצור סינתיזה בין גורמי היעילות והתועלת של הפרט ושל התאגיד העיסקי, לבין ערכי האתיקה והמוסר ביחסים בין בני אדם כפרטים וכתאגידים, ובינם לבין השלטון. עקרונות של צדק והגינות מהווים כיום חלק אינטגרלי מהמשפט הפרטי, וניטעו עמוק בדיני החוזים ובדיני התאגידים כאחד... מכוח עקרונות דיני התאגידים, המושפעים מהקרנתם של עקרונות יסוד מתחום המשפט הפרטי, חלות על תאגיד עיסקי חובות תום לב והגינות, בין היתר, ביחסיו עם ציבור הנושים החיצוניים, המזרימים אליו אשראי, שירותים, או סחורות במסגרת יחסיהם העיסקיים. חדירת מושגי תום הלב וההגינות לתחום דיני החברות מביאה, בין היתר, לכך שעל החברה, והפועלים מטעמה, להתחשב לא רק באינטרסים של החברה ובעלי מניותיה, אלא גם בציפיותיהם הלגיטימיות של גורמים אחרים עימם החברה באה במגע - כגון עובדים, צרכנים, נושים, והציבור

⁹⁶ Guidance on the fiduciary standards under ERISA relating to proxy voting and shareholder engagement activities, and consideration of "economically targeted investments", Docket No. 2018-01 (Dep't of Labor Apr. 23, 2018).

⁹⁷ ראו למשל: 2014 N.Y. Bus. Corp. Law, § 717(3)(b); Title 15 PA. STAT. CORPORATIONS AND UNINCORPORATED ASSOCIATIONS § 8895 (2016); 805 ILL. COMP. STAT. BUSINESS CORPORATION § 8.85 (1983).

⁹⁸ על אף שמגמה זו נזכרה עוד קודם בפסיקה. בד"נ 39/80 **ברדיגו נ' ד.ג.ב. 9 טקסטיל בע"מ**, פ"ד לה (4) 197, 226 (1981) קבע השופט ברק: "מדיניות משפטית נבונה מן הראוי שתאפשר למשקיע הפוטנציאלי להשיג את מטרותיו העסקיות, ובלבד שלא ייפגעו האינטרסים של הציבור". בפסק דינו של הנשיא שמגר ב ד"נ 7/81 **פנידר, חברה להשקעות פתוח ובניין בע"מ נ' קסטרו**, פ"ד לה (4) 673, 685 (1983), נקבע: "דומה שהמגמה המודרנית המתפתחת היא, כי על החברה ועל מנהליה הפועלים עבורה לקחת בחשבון לא רק את טובתם של בעלי המניות, אלא גם את טובתם של עובדי החברה, צרכיה והציבור הרחב בכללותו". דברים דומים נאמרו בע"א 817/79 **קוסוי נ' בנק י.ל. פויטונגר בע"מ**, פ"ד לח (3) 253, 278 (1984), ובע"א 741/01 **קוט נ' עזבון ישעיהו איתן**, פ"ד נו (4) 171 (2003).

⁹⁹ לעניין תכלית החברה בחוק החברות וסעיף 11 ראו: יחיאל בהט "תכלית החברה ומטרותיה בהצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995" **שערי משפט** א 277 (1998); ידידיה צבי שטרן "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות" **משפטים** לב (2) 327 (2002); גושן, לעיל ה"ש 57; עלי בוקשפן "על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי" **משפט ועסקים** א 229 (2004); עלי בוקשפן **המהפכה החברתית במשפט העסקי** (2007); ידידיה צבי שטרן **תכלית החברה העסקית** 201-241 (2009); עברי ורביץ **אחריות תאגידית** (2012); יוסף גרוס **חוק החברות** 123 (מהדורה חמישית, 2016).

¹⁰⁰ לניתוח המשמעות של סעיף 11 וההבחנה בין הגישות ראו: ליכט "תכליות החברה", לעיל ה"ש 65, בעמ' 180.
¹⁰¹ עלי בוקשפן "אופייה הציבורי והרגולטורי של התובענה הייצוגית בעידן התאגידי – הקרן למימון תובענות ייצוגיות כזכוכית מגדלת" **משפט ועסקים** (צפוי להתפרסם ב-2020).

הרחב... בעידן האחרון, מתאפיין התאגיד העיסקי בדואליות, שהפן האחד שלה הוא - שיקולים עיסקיים המודרכים על-ידי שיקולי יעילות ותועלת, והפן האחר הוא - קיום חובות הגינות ותום לב ביחסים עם קבוצות שונות עימן בא התאגיד במגע במסגרת פעילותו העיסקית.¹⁰²

היינו, הפסיקה רומזת לכוון הגישה ההוליסטית גם על פי לשון החוק כיום, מגמה שייתכן שתתגבר לאור משבר הקורונה.

יוזמות נוספות

עדות נוספת למגמה לראות במטרת החברה מטרה רחבה יותר מהשאת רווחים כשלעצמה ניתן למצוא גם ביוזמות פרטיות המעודדות כיוון זה. אביא לכך שתי דוגמאות.

יוזמת השולחן העגול – מנהלי 183 חברות מהגדולות בעולם, כולל Amazon, Apple, UPS, Walmart ורבות אחרות, הוציאו הצהרה לפיה כדי להביא את החברה והקהילה להצלחה כלכלית ארוכת טווח, יש לשקול שיקולים של כלל הקהילות הנוגעות בחברה (corporation). יוזמה זו מצביעה על מעבר מגישת עליונות בעלי המניות לגישה ההוליסטית, או לפחות לגישת הביניים, כיוון שמדובר בשיקולי טווח ארוך, אולי אף ארוך מאוד, לחברה העסקית.

האקדמיה הבריטית – האקדמיה הבריטית למדעים פרסמה שני דו"חות בנושא אחריות חברתית. הראשון בשנת 2018, התאמת עסקים למאה ה-21,¹⁰³ והשני בשנת 2019, שמטרתו לעמוד על תפקידן של חברות עסקיות בחברה (society).¹⁰⁴ בשני הדו"חות עומדת האקדמיה על הצורך והחשיבות כי עסקים (הן חברות פרטיות, הן ציבוריות) יאמצו מדיניות חברתית סביבתית. על פי הדו"ח מ-2019 מטרת החברה העסקית היא לפתור בעיות חברתיות וסביבתיות, ואינה להרוויח תוך גרימת נזק: **"It sets out a series of principles to guide lawmakers and business leaders in any jurisdiction towards the policies and practices that can release the potential of business to profitably solve the problems of people and planet, and to prevent business from profiting from harm."**

3. הטלת החובות – השלבים השונים

אם בכל חברה וחברה נדרוש מהמנהלים להתחשב בנושאים חברתיים-סביבתיים ולהביא בחשבון קהילות נוספות, ואם המשקיעים המוסדיים, המחזיקים בנתח עיקרי מכספי הציבור, יפקחו על כך הן במסגרת מדיניות ההשקעה שלהם, הן בפעילותם כבעלי מניות, נוכל לקדם נושאים אלה לטובת החברה והכלכלה כולה. על המשקיעים המוסדיים לקדם שיקולים כלל חברתיים בשלושה שלבים.

¹⁰² ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' עו"ד טומי מנור, מפרק אפרוחי הצפון בע"מ, פ"ד סג(1) 548, פס' 18 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (2009).

¹⁰³ *Reforming business for the 21st century* (2018) <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/76/Reforming-Business-for-21st-Century-British-Academy.pdf>

¹⁰⁴ *Principles for Purposeful Business* (2019) <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/224/future-of-the-corporation-principles-purposeful-business.pdf>. לפסק דין בעניין מטרת החברה בעקבות משבר הקורונה, ראו: *Future of the Corporation – Purpose Summit* (Jun. 2020) <https://www.thebritishacademy.ac.uk/programmes/future-of-the-corporation/events/purpose-summit>.

בראש ובראשונה על המשקיעים המוסדיים לקדם שיקולי אחריות חברתית במסגרת גיבוש **מדיניות ההשקעה**. כפי שציננתי, המשקיעים המוסדיים מחזיקים בכוח עצום, בשיעורים עצומים מניירות הערך של הציבור הרחב. על כן, ביכולתם להשפיע על אופן ההתנהלות של החברות המעוניינות כי המשקיעים המוסדיים ישקיעו בהן.¹⁰⁵ המשקיעים המוסדיים יכולים במסגרת זו להטמיע נורמות כמו שוויון לנשים בדירקטוריון, כפי שארחיב בהמשך.¹⁰⁶

השלב השני בו על המשקיעים המוסדיים לעמוד, במסגרת חובתם, על שיקולים כלל חברתיים או שיקולי אחריות חברתית הוא **שלב תהליך ההשקעה**, בחינת החברה, שלב הגילוי הנאות (due diligence), והמו"מ עם בעל השליטה, ככל שמתקיים. היינו, כאשר הכריעו מהם העניינים שברצונם לקדם (למשל שוויון בשכר או שכר הוגן), עליהם לבחון כי החברות בהן הם משקיעים יעמדו באותם סטנדרטים עליהם הצהירו במסגרת מדיניות ההשקעה שלהם.

בשלב השלישי על המשקיעים המוסדיים, **כבעלי מניות** ולאחר שלב ההשקעה, לקדם את אותה מדיניות כלל חברתית עליה הצהירו במסגרת מדיניות ההשקעה, בכובעם כבעלי מניות בחברות בהן השקיעו.

אני ערה כמובן לעובדה שעדיין על המשקיעים המוסדיים להשיא את רווחיהם למען העמיתים והחוסכים. עם זאת, עליהם למצוא את אותן השקעות שישאו רווחים ויקדמו את הקהילות האחרות והשיקולים הכלל חברתיים אותם בחרו לקדם: "Better Business Makes Greater Good"¹⁰⁷

כחלק מהחובות שפורטו לעיל, יהיה על המשקיעים המוסדיים לדווח אילו מאמצים עשו בשלב השני והשלישי, ולו באופן כללי, לגבי פעולות שהם מבצעים באופן קבוע. כך ניתן יהיה לדעת אם הם ממלאים את מדיניות ההשקעה עליה הצהירו, כך שלא תישאר בגדר הצהרה חגיגית (יש שיאמרו שיווקית), ללא תוכן ממשי.

4. תפקיד המאסדר – השלמת התמונה

על המאסדרים, רשות ניירות ערך והממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, לקבוע כלים משלימים בהקשר זה. אשר לרשות ניירות ערך, עליה לקבוע חובה, במסגרת הדיווחים בהם חייבות החברות הנסחרות, לכלול דיווחים על ביצועים שאינם פיננסיים, בדומה לדירקטיבה האירופית, ובמסגרתם לקבוע חובת דיווח על פרמטרים שונים כמו מספר הנשים בדירקטוריון ומדיניות או תוכניות של החברה לעניין קידום שוויון לנשים בדירקטוריון. כיום, בישראל, גם אם משקיע מוסדי מעוניין לפעול כדי להביא לגיוון או שוויון לנשים בחברות בהן הוא משקיע, אין בידיו מידע מוסמך ורשמי שעל בסיסו הוא יכול לעשות כן. מידע יאפשר גם לארגונים חברתיים ליצור לחץ, הן על החברות, הן על המשקיעים המוסדיים, לפעול בכיוון זה. בנוסף, מחקרים הראו כי דיווח משפיע על התנהלות

¹⁰⁵ Geoffrey Parsons Miller, *The Compliance Function – An Overview*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE, 981, 986 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018).

¹⁰⁶ DAVID WEBBER, THE RISE OF THE WORKING-CLASS SHAREHOLDERS: LABOR'S LAST BEST WEAPON 134 (2018).

¹⁰⁷ כותרת המשנה של הספר שכתב MAYER, לעיל ה"ש 50.

החברות עצמן בהקשרים של אחריות חברתית, ברגע שהמידע מתפרסם.¹⁰⁸ על כן יש חשיבות לקבוע באופן מיידי חובה כזו במסגרת חובות הדיווח.¹⁰⁹

אשר לממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון – לאור השיעור הגבוה של החזקות המשקיעים המוסדיים בשוק ההון, הרי שניתן לפרט תנאי מינימום להשקעת מוסדיים בחברות ביחס לעניינים שונים, כמו גם שיעור הנשים המכהנות בדירקטוריון.

אומנם גם כאן מדובר בהתערבות רגולטורית, אך זו התערבות "חלשה" הרבה יותר וכזו שאינה פוגעת בקניין בעלי המניות ובזכותם למנות דירקטורים. בנוסף, במסגרת זו ניתן לקבוע יעדים משתנים ותוכניות התאמה שונות, שכולן יענו על הכלל, כפי שנעשה, למשל, באנגליה. חברות שלא יהיו מעונינות בהשקעה מוסדית, ויהיה להם די הון עצמי, יהיו רשאיות, ככל שירצו בכך (וככל שהדבר לא יהווה הפרת חובה של המנהלים שלהן עצמם), שלא להביא שיקולים אלה בחשבון.

ניתן אומנם לטעון כי אם מדובר בחובה המוטלת על המשקיעים המוסדיים כבר במצב החוקי כיום, הרי שהדבר אינו נדרש. אולם, כפי שציינתי לעיל, בדומה, בשעתו היה ברור כי החובה על משקיעים מוסדיים להצביע באספות כלליות נובעת גם היא מחובת האמונים שהם חבים למשקיעים ולחוסכים. אולם כיוון שבפועל המשקיעים המוסדיים לא עמדו בחובה זו ולא הצביעו באספות כלליות, הטיל עליהם המחוקק חובה זו במפורש.

לאחר שעמדתי על חובות המשקיעים המוסדיים באופן כללי לעניין השקעות ושיקולים כלל חברתיים, אעבור ליישם תובנות אלה לגבי קידום שוויון לנשים בדירקטוריון.

ד. ההצדקות לשוויון לנשים בדירקטוריונים

סטטיסטיקה בין-לאומית מצביעה על כך שנשים מיוצגות בדירקטוריונים בחסר ניכר ביחס לשיעורן באוכלוסייה, ובעיקר לאור השכלתן הרלוונטית. כך בתאגידים בין-לאומיים, וכך גם במדינות השונות, כאשר ההתקדמות לעבר שוויון לנשים בדירקטוריונים איטית מאוד, על אף מאמצים רבים הנעשים בעניין זה. כך, כיום רק 15% מהדירקטורים בעולם הם נשים. שיעור הנשים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות בישראל עומד על כ-20%.¹¹⁰ בארצות הברית מדובר בשיעור דומה (כאשר מדובר על תפקידי מנכ"ל השיעור נמוך אף יותר). בהתאם לדו"ח Spencer Stuart 2017, שיעור

¹⁰⁸ Williams, לעיל ה"ש 72, בעמ' 642–643; Beate Sjøfjell & Linn Anker Sørensen, *Directors' Duties and Corporate Social Responsibility (CSR), in BOARDS OF DIRECTORS IN EUROPEAN COMPANIES: RESHAPING AND HARMONISING THEIR ORGANISATION AND DUTIES* 153 (Hanne Birkmose et al. eds., 2013). ראו למשל את סירוב קוקה-קולה ישראל, החברה המרכזית למשקאות קלים ואורקם של מייסדי מובילאיי למסור את נתוני ייצוג הנשים בדירקטוריון: שני אשכנזי "בבנקים, בקופות החולים ובהייטק: באיזה ענף יש הכי מעט נשים בדירקטוריונים?" **גלובס** – **גלובלי ושוקי עולם** 21.2.2020. www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001319247.

¹⁰⁹ Kim Willey, *Bringing Canadian Women on Board: A Behavioural Economics Perspective on Whether Public Reporting of Gender Diversity Will Alter the Male-Dominated Composition of Canadian Public Company Boards and Senior Management*, 29 C.J.W.L. 182 (2017).

¹¹⁰ הרשות לניירות ערך נשים בשוק ההון (2016) www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A4%D7%95%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2016/Documents/070316_4.pdf; אסף אקשטיין "הדירקטוריון – פרופיל: תיאוריה, ראיות ומדיניות" **משפטים** 32 (צפוי להתפרסם ב-2020). במסגרת המאמר עומד המחבר על מאפייני הדירקטורים ומציג נתונים עדכניים, בין היתר לעניין מגדר.

הנשים המכהנות כדירקטוריות בחברות ה-S & P 500 עמד בשנת 2017 על 22% מכלל הדירקטורים,¹¹¹ כך גם בקנדה. באירופה השיעורים גבוהים יותר, בעיקר בארצות בהן נקבעה בחקיקה חובה של מינוי נשים דירקטוריות בשיעור מסוים (בין שליש ל-40%). באסיה, יפן וסין כמעט אין נשים בכלל בדירקטוריונים.¹¹²

הנימוקים לתמיכה בשוויון לנשים בדירקטוריונים מתחלקים לשלושה. הראשון, החשוב בעיניי, הוא הנימוק החברתי, המתרכז בערך השוויון. יש להביא לכך שנשים יעמדו במוקדי הכוח הכלכליים, שבאופן מסורתי הודרו מהם. זו צריכה להיות מטרה בפני עצמה, גם ללא יתרונות אחרים שיש לנשים לעבודת הדירקטוריון. בספרות, דווקא נימוק חשוב ועקרוני זה הושם הצידה לטובת נימוק הגיוון המגדרי (לצד גיוון אחר) הנוגע לשני הנימוקים הבאים, היינו, גיוון על דרך של הוספת נשים לדירקטוריונים, ולא דווקא שוויון לנשים בדירקטוריונים. נטישת נימוק השוויון אפשרה הסתפקות במיעוט נשים בדירקטוריון (אחת, שתיים או שלוש).¹¹³ הנימוק השני הוא כי שוויון מגדרי בדירקטוריון יביא לטיוב עבודת הדירקטוריון ותהליכי קבלת ההחלטות, והשלישי, נימוק עסקי לפיו כאשר יש מגוון מגדרי בדירקטוריון, משתפרים הביצועים העסקיים-פיננסיים של החברה העסקית.

התמיכה בנימוקים השונים נגזרת מתפיסת מטרת החברה העסקית. אם רואים במטרת החברה את המטרה ההוליסטית כמטרה המרכזית, התמיכה תהיה בעקרון השוויון כעיקרון שיש לקדם. התומכים בגישה המסורתית יבחרו בנימוק הכלכלי, ואילו אלה המחזיקים בגישה הביניימית יבחרו או בנימוק הכלכלי (ארוך הטווח) או בטיוב עבודת הדירקטוריון.¹¹⁴

1. הנימוק החברתי – ערך השוויון וטענת ההעדפה המתקנת

בראש ובראשונה יש לקדם שוויון לנשים בדירקטוריון, כאחת החזיתות בהן יש לקדם שוויון לנשים בכלל. שוויון היא אחת מזכויות האדם הבסיסיות. תרומה לשוויון תורמת לחברה (society) בכללותה.¹¹⁵ נימוק זה הוא הנימוק החברתי, ה-S, ה-Social, ה-ESG.

¹¹¹ Spencer Stuart U.S. Board Index, SPENCER STUART 5 (2017) https://www.spencerstuart.com/~media/ssbi2017/ssbi_2017_final.pdf. זאת, כאשר בשנת 2012, חמש שנים קודם לכן, עמד שיעור הנשים המכהנות על 17%, ובשנת 2007 על 16% על פי אותו דו"ח לשנים הרלוונטיות.

¹¹² אקשטיין, לעיל ה"ש 110.

¹¹³ Sally Wheeler, *Corporate Law and Corporate Governance*, in GREAT DEBATES IN GENDER AND LAW (2018) 133, 145, 147 (Rosmary Auchmuty ed.).

¹¹⁴ שם.

¹¹⁵ במסגרת במאמר זה אין ביכולתי לעמוד על חשיבות השוויון לנשים בחברה בכללותה. יש לזכור כי שוויון לנשים מבוסס על אחת מזכויות האדם הבסיסיות ביותר – הזכות לשוויון, אותה על כל חברה דמוקרטית ליברלית לקדם, כפי שגם נקבע באמנות והחלטות שונות במישור הבין-לאומי. כך, למשל: אמנה בדבר ביטול הפליה נגד נשים לצורותיה, כ"א 31, 179 (נפתחה לחתימה ב-1979) (להלן: האמנה למניעת הפליה נגד נשים); U.N Women, Beijing Declaration; and Platform for Action from the Fourth World Conference on Women in Beijing (Sep. 1995) www.un.org/womenwatch/daw/beijing/platform/declar.html; *Global Movement – Government Transparency The Sustainable Development Goals (SDG)*, WORLD TOP 20 PROJECT, worldtop20.org/global-movement?gclid=Cj0KCQjwzZj2BRDVARIsABs3l9K3fb8MfR7XNCDlv-wcB_ZG4EVzUidEalZHLtL5IDMEwj6VNrpUc4va9FQaAsKxEALw_wcB. בין היתרונות ניתן למצוא ניצול נכון יותר של הכשרונות בחברה בכללותה; איזון נכון יותר בין עבודה למשפחה; הפחתת אלימות נגד נשים; צמיחה כלכלית של נשים ומניעת עוני מבוסס מגדר; השתתפות נשים בכוח העבודה; ותרומה לכלכלה. ראו, בין רבים: דפנה ברק-ארז "פמיניזם חברתי וזכויות חברתיות של נשים" *זכויות כלכליות, חברתיות ותרבותיות בישראל* 857, 855 (יורם רבין ויובל שני עורכים, 2004). עוד ראו: Janet C. Gornick, *Women's economic outcomes, gender inequality and public policy: findings from the Luxembourg Income Study*, 2 SOCIO-ECONOMIC REVIEW 213 (2004); Charlotta Magnusson & Magnus Nermo, *Gender, Parenthood and Wage Differences: The Importance of Time-Consuming Job Characteristics*, 131(2) SOCIAL INDICATORS RESEARCH 797 (2017); Morton, Matthew et al., *Gender at Work: A Companion to the World Development Report On Jobs*, THE WORLD BANK (2014)

השוויון הוא מעמודי התווך של המשטר הדמוקרטי, הוא עקרון יסודי בבסיס כל חברה דמוקרטית. הזכות לשוויון מוגנת בכל האמנות הבין-לאומיות, וזכות השוויון לנשים מעוגנת באמנה מיוחדת למניעת הפליה כנגד נשים – The Convention on the Elimination of all Forms of Discrimination Against Women (CEDAW)¹¹⁶.

הזכות לשוויון היא אחת מזכויות האדם המרכזיות. בבסיסה, הזכות לשוויון עוסקת ביחסיות. הזכות לשוויון מחייבת יחס או זכויות שוות לבני אדם, אלא אם כן קיים ביניהם שוני רלוונטי המחייב התייחסות שונה. כדברי אריסטו, משמעות השוויון היא: **"נקיטת יחס שווה כלפי שווים ויחס שונה כלפי שונים על-פי מידת שונותם"**¹¹⁷. שוויון, ובגדרו שוויון לנשים, מחייב אותנו לראות בכל בני האדם שווים. על מנת לבסס טענת הפליה המהווה פגיעה בזכות לשוויון, יש להצביע על קיומה של הבחנה בלתי מוצדקת.¹¹⁸ הבחנה בין קבוצות המבוססת על שוני רלוונטי אינה מהווה כשלעצמה הפליה.¹¹⁹ הררי כתבים נכתבו על השאלה מהי קבוצת ההתייחסות, מיהם שווים, מהו שוני רלוונטי ומהו יחס שווה. כך נאמר בעניין ק.א.ל. קוי אויר למטען בע"מ נ' ראש-הממשלה:

"השוויון הוא ערך סבוך. השוויון הוא זכות מורכבת [...] נקודת המוצא הינה כי בני-האדם שונים הם זה מזה. כל אדם הרי הוא עולם בפני עצמו. כל אדם חופשי לפתח את גופו ורוחו על-פי רצונו הוא. משטר דמוקרטי מבוסס על שונות זו ומכבד אותה. והנה, בין בני-אדם שונים אלה מבקש משטר דמוקרטי לקיים שוויון. זהו אפוא שוויון בין שונים. דרישה זו יוצרת, מטבע ברייתה, קושי: אם בני-האדם שונים הם, כיצד זה ניתן לקיים ביניהם שוויון?"¹²⁰

<http://documents.worldbank.org/curated/en/884131468332686103/pdf/892730WP0Box3800report0Feb-02002014.pdf>. ממנו עולה כי נורמות חברתיות משפיעות על מצבן הכלכלי של נשים, כיוון שנורמות אלה קובעות איד, אם בכלל, יממשו נשים את הפוטנציאל שלהן מחוץ לבית בשוק העבודה. עוד ראו לעניין זה: Jerker Edström et al., *Reframing Gender Justice in an Unequal, Volatile World*, INST. OF DEV. STUDIES 22 (2017) <https://opendocs.ids.ac.uk/opendocs/handle/20.500.12413/12855>. עוד ראו לעניין הפערים בשוק העבודה כתוצאה מחסמים אלה: Jeni Klugman, Henriette Kolb & Matthew Morton, *Persistent Gender Inequality in the World of Work*, 38 THE FLETCHER FORUM OF WORLD AFFAIRS 133 (2014); Louise Yorke, *Maybe I will have a good life in the future...*: The lives, experiences and choices of rural girls as they negotiate different pathways to urban secondary schools in Ethiopia (2018) (unpublished M.A thesis, University College Dublin). מחברת ערכה ריאיונות עם נערות שהגיעו לחינוך תיכוני שתיארו תמונה זו. עוד ראו: T. Paul Schultz, *Women and Development: Objectives, Frameworks and Policy Interventions*, 19–20 (The World Bank, Working Paper No. 200, 1989).

¹¹⁶ האמנה למניעת הפליה נגד נשים, לעיל ה"ש 115. האמנה אומצה בשנת 1979 על ידי האו"ם ואושרה על ידי קרוב למאתיים מדינות, ביניהן ישראל, אם כי בכפוף להסתייגויות (הנוגעות בעיקר לדין הדתי החל על נישואין וגירושין בישראל). האמנה מגדירה הפליה כנגד נשים כך (סעיף 1 לאמנה):

Any distinction, exclusion or restriction made on the basis of sex which has the effect or purpose of impairing or nullifying the recognition, enjoyment or exercise by women, irrespective of their marital status, on a basis of equality of men and women, of human rights and fundamental freedoms in the political, economic, social, cultural, civil or any other field. סעיף 3 לאמנה כולל התחייבות של המדינות החתומות לנקוט את כל האמצעים לשם הבטחת התפתחותן וקידומן של נשים, הן בתחום הזכויות האזרחיות, הן בתחום הסוציאלי, הכלכלי והתרבותי. סעיף 11 לאמנה קובע את הזכות לעבוד ולצידה איסור הפליה בקבלה לעבודה, שכר שווה, ביטחון סוציאלי, איסור הפליה מחמת נישואין ולידה, חופשת לידה בתשלום ושילוב הורים בעבודה, בין היתר באמצעות הקמת מסגרות לטיפול בילדים. לצד אמנה זו קיימות שתי אמנות נוספות של ארגון העבודה הבין-לאומי המתייחסות לעבודת נשים. הראשונה, אמנת ועידת העבודה הבין-לאומית (מס' 100) בדבר שכר עבודה שווה לגברים ונשים בעד עבודה שערכה שווה, כ"א 15, 445 (נפתחה לחתימה ב-1951); השנייה, International Labour Organization, *Maternity Protection Convention*, June 15, 2000, No. 183.

¹¹⁷ אריסטו *אתיקה* ספר חמישי, פרק ג' (מהדורת ניקומאכוס, יוסף ג' ליבס מתרגם, 1985).
¹¹⁸ התייחס לכך כבי המשנה לנשיא (כתוארו דאז) השופט ברק בבג"ץ 721/94 אל-על נתיבי אויר לישראל בע"מ נ' דנילוביץ, פ"ד (מח' 5) 762, 749 (1994). "דין נתון יוצר הפליה כאשר שני בני אדם, השונים זה מזה (חוסר שוויון עובדתי), מטופלים על ידי הדין באופן שונה, בלי שהשוני העובדתי שביניהם יש בו כדי להצדיק טיפול שונה בנסיבות העניין. ביסוד ההפליה מונחים אפוא גורם השרירות, חוסר הצדק וחוסר הסבירות".

¹¹⁹ ראו, בג"ץ 8487/03 ארגון נכי צה"ל נ' שר הבטחון, פ"ד סב(1) 296, פס' 23 לפסק דינה של הנשיאה בייניש (2006); בג"ץ 11956/05 בשארה נ' שר הבינוי והשיכון, פס' 8 לפסק דינו של הנשיא ברק, (פורסם בנבו, 13.12.2006).

¹²⁰ בג"ץ 1703/92 ק.א.ל. קוי אויר למטען בע"מ נ' ראש-הממשלה, פ"ד נב(4) 193, 230 (1998). עוד ראו: ראו בג"ץ 3434/96 הופנונג נ' יושב-ראש הכנסת, פ"ד נ(3) 57 (1996); בג"ץ 6411/16 הועד הארצי לראשי הרשויות המקומיות נ' כנסת ישראל, פס' 32 לפסק דינו של השופט סולברג (פורסם בנבו, 19.6.2018) ("עיקרון השוויון עצמו הוא עיקרון

כמובן שמאמר זה אינו מתיימר לעסוק, ולו על קצה המזלג, בשאלות מורכבות אלה. עם זאת, אין מחלוקת כי המין אינו מהווה שוני רלוונטי לעניין כהונה בדירקטוריונים. שוויון מחייב דווקא לא להתחשב במינו של אדם בעת מינוי לדירקטוריון, כיוון שמדובר בשוני שאינו רלוונטי. כלומר, יש לקדם אנשים לדירקטוריון מבלי לבחון את מינם, מגדרם, גילם, קבוצתם החברתית וכיוצא באלה.

הדרישה לקידום נשים דווקא, לקידום שוויון לנשים בדירקטוריון, מחייבת אותנו, בניגוד לעיקרון הכללי, כן לבחון את המין של המועמדים לקידום. ההצדקה לכך היא העדפה מתקנת. היינו, יש להעדיף מועמדים מקבוצות שהופלו לאורך השנים. דרישה זו להעדפה מתקנת היא דרישה זמנית, שאמורה לחול כל עוד אין שוויון. מרגע שהשוויון מושג, ולו במקורב, אין בכך עוד צורך וניתן לחזור לעקרון השוויון לפיו אין מתחשבים בנתונים אלה.¹²¹ אולם, כפי שהנתונים מראים, אנו עדיין רחוקים מכך.

במקרה זה מדובר בהפליה מתקנת חלוקתית, אמצעים להסדרת התנהלות בגופים בהם המקומות מוגבלים, כמו דירקטוריונים. מדובר באמצעים כמו מכסות, יחס מועדף (כמו ניקוד נוסף למי שנמצא בקבוצה המועדפת) ושינוי בדרישות הסף שיתאימו לאותה קבוצה.¹²²

לכאורה, כדי לטעון להעדפה מתקנת, יש להראות כי נשים מופלות כמועמדות בקידום לדירקטוריון. היינו, לבסס מחקרית את הטענה לפיה כאשר יש מועמדות ומועמדים למינוי לדירקטוריון, מעדיפים גברים. אולם, כמעט אין בנמצא נתונים כאלה, בוודאי לא במקרים נקודתיים, בעיקר לאור הקושי לבסס טיעוני הפליה מסוג זה (תמיד יישמעו טענות כי במקרה נתון הגבר שנבחר היה מוכשר ומתאים יותר לתפקיד). עם זאת קיים מחקר המראה סטטיסטית, ולא במקרים קונקרטיים, כי אם יש ארבעה מועמדים ברשימה הסופית של מועמדים לדירקטוריון, הכוללת אישה אחת, הסיכויים שלה להיבחר לדירקטוריון אינם עומדים על 1:4, אלא על אפס. היינו, אין לה סיכוי להיבחר. ההסבר הניתן לכך הוא שבשל הטיות (עליהן אעמוד להלן), נמנעים מבחירת נשים לדירקטוריון, בעוד הטיות אלה מקשות פחות להכניס אישה לרשימת המועמדים הסופית.¹²³

מעבר למחקר זה מצביעים הנתונים התוצאתיים על הבעיה – מיעוט נשים בדירקטוריון מחד, וכן נתונים במדינות שקבעו מכסות של 30%-40% נשים בדירקטוריון וכל החברות עמדו במכסות אלה, מאידך. כלומר, כאשר הייתה חובה למנות נשים, נמצאו הנשים המתאימות. נתונים אלה מצביעים על כך כי בחירת הדירקטורים הגברים לא נעשית רק על בסיס כישורים עודפים.¹²⁴

מורכב שקשה להגדירו". לאי-הבהירות הכרוכה במושג השוויון ראו: ראם שגב "שוויון ודברים אחרים" ספר מרדכי (מוטה) קרמניצר 191 (אריאל בנדור, חאלד גנאים ואילן סבן עורכים, 2017).

¹²¹ על הבסיס הרעיוני להעדפה מתקנת ודיני ההפליה ראו: TARUNABH KHAITAN, A THEORY OF DISCRIMINATION LAW 80, 215 (2015).

Christopher McCrudden, *A Comparative Taxonomy of 'Positive Action' and 'Affirmative Action'* 122 *Policies, in* NON-DISCRIMINATION IN EUROPEAN PRIVATE LAW, 157, 163–165 (Reiner Schulze, ed., 2011).

¹²³ אם יש שתי נשים באותה רשימת ארבעה, אזי הסיכוי של אישה להיבחר עולה ל-50%, ראו: Stefanie K. Johnson, David R. Hekman & Elsa T Chan, *If There's Only One Woman in Your Candidate Pool, There's Statistically No Chance She'll Be Hired*, HARV. BUS. REV. (Apr. 26, 2016) <https://hbr.org/2016/04/if-theres-only-one-woman-in-your-candidate-pool-theres-statistically-no-chance-shell-be-hired>

¹²⁴ במחקרים שנערכו הוכח כי על אף שנתונים בדו"חות שנתיים של נשים היו טובים יותר, מונו גברים ובפועל לא הייתה התייחסות לכך. ראו: CAROLINE CRIADO PEREZ, INVISIBLE WOMEN: EXPOSING DATA BIAS IN A WORLD DESIGNED FOR 93–95 (2019).

גם אם נגיע למסקנה, שלאור המחקרים לעיל אינה ברורה מאלה, כי ייתכן כי כאשר יש כמה מועמדים, חלקם גברים וחלקם נשים, אין מפלים את הנשים רק בשל היותן נשים, הבעיה היא שככלל, אין מועמדות נשים,¹²⁵ וכשיש, הן אינן נבחרות בשל היעדר הליך מסודר לאיתורן,¹²⁶ או בשל הטיות טבעיות כנגדן.¹²⁷ ההטיות נובעות, בין היתר, מהשלכת ניסיון החיים של אדם אחד על משנהו, וככל שיש קבוצת רוב עם מאפיינים דומים, כמו מין.¹²⁸ ניתן למצוא עדות לכך בהיעדר נשים ממוקדי קבלת ההחלטות¹²⁹ ובמינוי ועדות וצוותי עבודה ממשלתיים וציבוריים ללא ייצוג הולם לנשים, על אף קביעה מפורשת בחוק.¹³⁰ קול הנשים אינו נשמע, ואין התייחסות להיבטים המגדריים בנושאים כלכליים-חברתיים.

גם כיום, ניהול משבר הקורונה התאפיין ועדיין מתאפיין בהיעדר נשים מתהליכי קבלת ההחלטות, גם לאחר דרישות חוזרות ונשנות לשילובן. במקרה זה גם עתירה לבג"ץ, בדרישה למנות נשים לכל צוותי המומחים האמונים על ההתמודדות עם מגפת הקורונה, לרבות לצוות המייעץ למטה לביטחון לאומי, לא הועילה.¹³¹ בית המשפט עמד אומנם על חשיבות הייצוג ההולם לנשים, אך לא קבע חובה

¹²⁵ אם בוחרים מדירקטוריונים של חברות אחרות, או מהנהלה הזוטרה, הרי שגם במאגרים אלה אין נשים. הבעיה היא בעיה חברתית, של פערי שכר וקושי של נשים לצאת לעבודה. מדובר בבעיה רחבה יותר, אליה לא אכנס במסגרת מאמר זה. אציין כי מחקר הראה קשר בין שיעור הנשים העובדות במשרה מלאה לשיעור הנשים בדירקטוריונים, ויש להביא גם נתון זה בחשבון.

¹²⁶ במקרים רבים אין הליך מסודר לאיתור מועמדות, וחברי הדירקטוריון (שהם ברובם גברים בכל הדירקטוריונים בעולם), פונים לעמיתיהם ומכריהם במטרה למצוא מועמדים מתאימים. במקרה כזה קיימות הטיות (מודעות או שאינן מודעות) המביאות לכך כי אנשים פונים לדומים להם לשם צירופם לקבוצה, ראו: על ההקשר התרבותי של מינוי נשים לדירקטוריון, והליכי האיתור ראו: Johanne Grosvold, *Where Are All the Women? Institutional Context and the Prevalence of Women on the Corporate Board of Directors*, 50(3) BUS. & SOC'Y 531 (2011); Licht, "ש" 57, בעמ' 164.

¹²⁷ דוגמת: "ניתן לסמוך על נשים פחות, הן יעדיפו לפרוש כדי להקים משפחה, או להיות עם המשפחה, תפקידים שמסורתית לא מולאו על ידי נשים, נשים הן רגשניות ולא רציונליות ולכן לא יכולות לנהל עסקים". להרחבה בעניין ההטיות והשפעתן בהליכי מינוי ראו: Pryce, לעיל ה"ש 8, בעמ' 147, 151.

¹²⁸ להרחבה לעניין ההטיות ואופן פעולתן ראו: Perez, לעיל ה"ש 124, בעמ' 269-270. כך, למשל, היה פער בין נשים לגברים בתזמורות (דומה לפער בדירקטוריונים). כשהוחל (בעקבות תביעה) לקיים מבחני קבלה מאחורי פרגוד, כאשר חברי הגוף הבוחר רק שומעים את המוזיקאים, הגיע במהרה מספר הנשים בתזמורות ל-45%, ראו לעניין זה: Claudia Goldin & Cecilia Rouse, *Orchestrating Impartiality: The impact of "Blind" Auditions on Female Musicians*, 90 AM.EC.REV. 715 (2000).

¹²⁹ בממשלה הקודמת, לא הייתה אישה בקרב חברי פורום השמינייה המייעץ לראש הממשלה, בקבינט המדיני-ביטחוני הייתה חברה אחת, בגדר משקיפה, ובמטה לביטחון לאומי אין מכהנת אף אישה בשרשרת התפקידים הבכירים ביותר. לניתוח הפסיקה לאורך השנים ובמשבר הקורונה ראו: מיכל אגמון-גונן "נשים ומגפת הקורונה: מבט מגדרי על המשבר הכלכלי-חברתי ותקווה לשינוי" (צפוי להתפרסם ב-2020).

¹³⁰ כך בעניין הוועדה בראשות כבוד השופט גולדברג בעניין שאלת הסדרת ההתיישבות של הבדואים בנגב (בג"ץ 3974/08 עמותת איתן - משפטניות למען צדק חברתי נ' ממשלת ישראל (פורסם בנבו, 2.6.2008); כך בעניין הוועדה למבנה המוניציפלי של עיריית רמלה ולוד, נדונה בהרכב מורחב בבג"ץ 2475/09 עמותת איתן משפטניות למען צדק חברתי נ' שר הפנים (פורסם בנבו, 21.1.2010); בג"ץ 10038/09 עמותת איתן - משפטניות למען צדק נ' שר התעשייה המסחר והתעשייה (פורסם בנבו, 8.2.2010), בעניין הרכב המועצה לקידום תעסוקת נשים; בג"ץ 5660/10 עמותת איתן - משפטניות למען צדק נ' ראש ממשלת ישראל, פ"ד סד(1) 501 (2010), בעניין הרכב הוועדה לבחינת האירוע הימי בפרשת ספינת המרמרה, בראשות השופט יעקב טירקל; בג"ץ 5980/11 עמותת איתן משפטניות למען צדק חברתי נ' ראש ממשלת ישראל (פורסם בנבו, 28.8.2011), בעניין ועדת טרכטנברג לטיפול במחאה החברתית. עוד ראו: בג"ץ 1240/18 שדולת הנשים בישראל נ' הוועדה לבחירת שופטים (פורסם בנבו, 19.2.2017), שם נדחתה עתירה למתן עדיפות למינוי שופטות לבית המשפט העליון בטענה כי זו הוגשה בשלב מאוחר מדי, ונדחתה הבקשה לסעד עתידי בהיותה תאורטית ומוקדמת.

¹³¹ בג"ץ 2541/20 עמותת איתן משפטניות למען צדק חברתי נ' ראש הממשלה, פס' 4 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 26.5.2020). העתירה הוגשה על ידי עמותת איתן; מרכז רקמן לקידום מעמד האישה; נעמת; רוח נשית; האגודה לזכויות האזרח; אדא"ר עמותת המאבק בפשעי רצח נשים; תמורה; אחותי; שדולת הנשים; מען-למען נשים ערביות בדואיות; כ"ן - כוח נשים; איגוד מרכזי הסיוע לנפגעות ונפגעי תקיפה מינית; ותנועת באשר תלכי. בעתירה התבקש צו ביניים שימנע מצוותים שאין בהם ייצוג נשים כאמור להימנע מהצגת מסקנות או יישומן עד למינוי נשים כמבוקש, אך צו כאמור לא ניתן. בית המשפט העליון דחה את הבקשה לצו ביניים, וביניים, המלי"ל הודיע לבית המשפט שהצוות סיים את עבודתו ביום 10.5.20 (העתירה הוגשה ביום 19.4.20), וכי לא קיימים צוותים נוספים שעובדים עם המלי"ל "באופן מובנה ושיטתי. המצב בעולם דומה על אף הכרת ארגון הבריאות העולמי בכך שיש חשיבות לכלול נשים במוקדי קבלת ההחלטות בטיפול בהיבטי המגפה (הבריאותי, החברתי והכלכלי). ראו: *Strengthening Preparedness for Health Emergencies; Implementation of International Health Regulations*, WHO (Feb. 2020) https://apps.who.int/gb/ebwha/pdf_files/EB146/B146_CONF17-en.pdf, 8. למרות זאת, במרבית

אקטיבית למינוי. כתוצאה מכך, גם בניהול המשבר אין התייחסות לשיקולים מגדריים.¹³² בימים אלה הוקם קבינט קורונה מצומצם בהרכב של עשרה גברים, ללא אף אישה.¹³³

היינו, מדובר בכשל שוק, המצריך התערבות. כדי להתגבר על מכשולים אלה, יש בראש ובראשונה להביא לשוויון הזדמנויות על דרך של הבניית הליך מסודר בו ייפנו באופן יזום לנשים, מתוך מאגרים קיימים או שיוכנו לצורך כך. יש לוודא כי נשים המעוניינות להיות דירקטוריות ייכללו במאגרים ייעודיים לצורך כך. צריך להיות הליך סדור לעניין זה, שיביא לכך שיהיה לפחות מספר מועמדות זהה למספר המועמדים לכל מינוי.¹³⁴ לצורך כך ניתן לפנות ל"מקורות" אחרים, כגון רשימות של נשים המעוניינות להיות דירקטוריות ועונות על הכישורים הנדרשים, שגיבשו ארגונים שונים, כגון "נבחרת הדירקטורים" שגובשה לעניין חברות ממשלתיות.¹³⁵ יש לשים לב כי בגיבוש קריטריונים, לא תינתן עדיפות לכישורים שנשים ככלל חסרות אותם, כמו דרגה צבאית גבוהה, כפי שנעשה בשעתו בנבחרת הדירקטורים לחברות הממשלתיות. כלומר הנבחרת, בעיקר בשל דרישות הניסיון, מנציחה את הרכבי הדירקטוריון הקיימים.¹³⁶

כלומר, בשלב הראשון יש לדאוג לכך שהליך מובנה וראוי יביא לכך שלכל מינוי פוטנציאלי יהיו מספרים שווים של מועמדים ומועמדות בעלי הכישורים הרלוונטיים. כאשר יהיו מספרים שווים של נשים וגברים מועמדים, יש לדרוש העדפה מתקנת על בסיס אישי. היינו, אם יש אישה וגבר זהים בכישריהם, יש להעדיף את האישה, עד להשגת השוויון, זאת, בין היתר, כדי להתגבר על ההטיות עליהן עמדת.

העדפה מתקנת מסוג זה מציבה דרישות ברורות לפני המשקיעים המוסדיים, הן במסגרת מדיניות ההשקעה, הן בהליך ההשקעה, הן כאשר הם מהווים בעלי מניות בחברה מסוימת.¹³⁷

לסיכום, לעניין השוויון, כאשר נשים מהוות מחצית מהאוכלוסייה, מחצית מבוגרות החינוך הגבוה ומחצית מכוח העבודה, יש מקום לכך ששיעור השתתפותן יהיה זהה גם בדירקטוריונים. בנוסף,

הגופים ברמה הלאומית כמעט אין נשים כלל (כך למשל בכוח החירום בארצות הברית להתמודדות עם המגפה שהוקם בסוף ינואר 2020 לא הייתה ולו אישה אחת, בהמשך צורפו מספר קטן של נשים: Elizabeth Ralph, *The women battling coronavirus at the White House*, POLITICO (March 3, 2020) <https://www.politico.com/newsletters/women-rule/2020/03/20/the-women-battling-coronavirus-at-the-white-house-488647>.

¹³² אדגיש, כי חיזוק לתמה של המאמר ניתן למצוא בעובדה שהיה קשה למצוא בישראל נתונים על פי פילוח מגדרי. על כן יש הפניות רבות לדו"חות בין-לאומיים וכמו כן לכתבות ותחקירים עיתונאיים, או דו"חות של גורמי החברה האזרחית. כן יש לזכור כי הנתונים הם נתונים ראשוניים ומצומצמים יחסית בהיקפם. עם זאת, בחלוף כארבעה חודשים מתחילת המשבר מתחילים להיות ניצנים גם של מחקרים אקדמיים.

¹³³ על אף שהשרה מירב כהן העירה את תשומת ליבו של ראש הממשלה לעניין זה. ראו: משואה שגיב, "הם מנותקים: מדוע אין נשים בקבינט הקורונה", **מכון שלום הרטמן** 30.7.2020 <https://www.heb.hartman.org.il/why-do-we-need-women-30.7.2020>.

¹³⁴ בג"ץ 5660/10 עמותת איתן – משפטניות למען הצדק נ' ראש ממשלת ישראל, פ"ד ס"ד(1) 501 (2010). פסק דין זה עוסק בחובה לאתר נשים לוועדת החקירה בנושא ספינת המרמרה; ראו עוד בסוגיית הפליית נשים בתחומי התוויית מדיניות ובשורות המגזר הציבורי: הצעת חוק שיווי זכויות האישה (תיקון מס' 4) (ייצוג הולם בעיצוב מדיניות לאומית), התשס"ה–2005 ה"ח 149, 151. בג"ץ 2671/98 שדולת הנשים בישראל נ' שר העבודה והרווחה, פ"ד נב(3) 630–659 (1998).

¹³⁵ גם בקידום הייצוג ההולם בחברות הממשלתיות ישנם קשיים מובנים המקשים על אוכלוסיות מוחלשות, ובהן נשים, להיכנס למעגל האקסקלוסיבי, ראו: הכנסת "ליקויים במינוי דירקטורים בחברות ממשלתיות" **חדשות הכנסת** 13.12.2017 m.knesset.gov.il/News/PressReleases/Pages/press1312y.aspx.

¹³⁶ מבקר המדינה דוח ביקורת מיוחד – מינוי דירקטורים בחברות ממשלתיות (2017).

¹³⁷ על היתרונות בהטלת חובות משניות על המשקיעים המוסדיים בהקשר של קידום שוויון לנשים בדירקטוריון תחת הטלת מכסות או חבות ישירה על החברות עצמן, אעמוד בפרק האחרון.

דירקטוריון הטרוגני מבחינה מגדרית מסמל ומאותת כי נשים יכולות לשאוף גבוה ועשוי להשריש את האמונה או ההטיה, שככל הנראה קיימת עדיין, כי דירקטוריון המורכב מגברים (לבנים) בלבד הוא אחראי ורציני יותר.¹³⁸ על כן, אין ספק שקידום שוויון גם בדירקטוריון יתרום לטוב החברתי. יש המחזיקים בגישה ההוליסטית וטוענים כי בסופו של יום המטרה שלנו כחברה (society) היא לקדם אנשים, זכויות אדם, והחברות העסקיות צריכות גם הן לשאוף לכך, בין אם הדבר מביא לרווחים, ובין אם לאו: “[I]f respect for human rights is fundamental to our society, whether or not ensuring such respect would bring economic advantages is irrelevant; achieving it remains our final goal”¹³⁹.

אני סבורה כי השגת שוויון זכויות אדם בסיסית צריכה להיות המטרה המרכזית של שוויון לנשים בדירקטוריון. קידום זכויות אדם על ידי תאגידים הוא צו השעה לאור כוחם החברתי והכלכלי העולה, כך ככלל, כך ודאי לגבי משקיעים מוסדיים. על כן, על אף שמדובר בטיעון לקידום זכויות אדם, בהחלט יש לו מקום במסגרת המשפט הפרטי.¹⁴⁰

2. נימוק טיוב עבודת הדירקטוריון ותרומה לתהליך קבלת ההחלטות

נימוק שני הוא כי שוויון לנשים, ואפילו גיוון מגדרי בדירקטוריון, יתרום לעבודת הדירקטוריון ולתהליכי קבלת ההחלטות בו. טיעון זה מדגיש את העובדה שגיוון מגדרי בדירקטוריון יביא לעבודה ראויה יותר ולתהליך קבלת החלטות טוב יותר. זאת, גם אם הדבר לא יופיע בשורת הרווח באופן הניתן למדידה. נימוק זה נכלל במסגרת הממשל התאגידי, ה-G, ה-Government ב-ESG. נימוק זה של טיוב עבודת הדירקטוריון מתחלק לשתי תרומות שיש לגיוון מגדרי בדירקטוריון (לעניין זה די בגיוון מגדרי, ולא דווקא שוויון לנשים). הראשונה נוגעת לבחירת האנשים הטובים ביותר, והשנייה לתרומה השונה שיש לגברים ולנשים לעבודת הדירקטוריון. אפרט.

ראשית, דירקטוריון מגוון מגדרית מסמן שהחברה בחרה את האנשים הטובים ביותר לתפקיד והמוכשרים שבהם. אם הדירקטוריון מורכב מבני מין אחד (גם אם יש אישה אחת "לקישוט"), המשמעות היא שהחברה לא איתרה את האנשים הטובים ביותר לתפקיד. עניין זה מתקשר להליך איתור המועמדים, או יותר במדויק, המועמדות.¹⁴¹ במרבית המדינות נשים מהוות מחצית מבוגרי האוניברסיטאות בפקולטות הרלוונטיות (מנהל עסקים, כלכלה, חשבונאות ומשפטים).¹⁴² מבין המסיימים בהצטיינות, גם כן מחצית נשים. סטטיסטית מתוך האנשים המוכשרים ביותר מחצית

¹³⁸ על החשיבות בנשים בתפקידי מפתח לבחירת קריירה ויכולת הצלחה של נשים נוספות: Lori Anne Heckbert, *Closing the Gender Gap in Corporate Advancement: Insights and Solutions from Behavioural Economics*, 35 WINDSOR Y.B. ACCESS JUST 187, 189 (2018).

¹³⁹ Jan Wouters & Leen Chanet, *Corporate Human Rights Responsibility: A European Perspective*, 6 Nw. UJ INT'L HUM. RTS. 262 (2008).

¹⁴⁰ לפיתוח תאוריה זו ראו: עלי בוקשפן ואסא כשר "החלה ישירה של זכויות האדם על הכלל" **עיוני משפט** מ 45 (2017); Eli Bukspan & Asa Kasher, *Human Rights in the Private Sphere: Corporations First*, 40 U. PA. J. INT'L L. 419 (2019). עוד ראו: U.N. Human Rights, *Guiding Principles on Business and Human Rights: Implementing the United Nations "Protect, Respect and Remedy" Framework*, U.N. Doc. HR/PUB/11/04 (2011).

¹⁴¹ Pryce, לעיל ה"ש 8, בעמ' 170.
¹⁴² Wheeler, לעיל ה"ש 113, בעמ' 143.

יהיו נשים. כך יש להניח שבדירקטוריון שמרביתו גברים, לא הגיעו לכל האנשים המוכשרים ביותר לתפקיד.¹⁴³

הפן השני של טיוב עבודת הדירקטוריון נוגע לעובדה שנשים מביאות לשולחן הדירקטוריון נקודת מבט שונה. אין מדובר בנקודת מבט "טובה" יותר או "גרועה" יותר. מדובר בנקודות מבט שונות, והן יכולות להתבסס הן על נימוקים גנטיים, הן על נימוקים חברתיים.¹⁴⁴ ממילא, ככל שנקודות המבט שונות ומגוונות, וכך גם השאלות שעולות, הדיון בנושאים העומדים על הפרק יהיה רחב ועמוק יותר, ועל כן ההחלטות שיתקבלו יהיו מבוססות יותר.¹⁴⁵ נשים בדירקטוריון יביאו לשבירת החשיבה הקבוצתית הקיימת בקבוצות הומוגניות.¹⁴⁶ אומנם, קבוצות הומוגניות מתוכחות פחות, אך הדבר אינו אומר שהן מגיעות לתוצאות טובות יותר, אלא שאף אחד לא שאל שאלות מחוץ לקונסנזוס הפנימי.

בנוסף, לנשים ולגברים מיוחסות חזקות שונות בתחומי אינטליגנציה מסוימים. תיאוריית האינטליגנציות המרובות של גרדנר החלה כניסיון להגדיר מהי אינטליגנציה. על פי התאוריה של גרדנר, לבני אדם יש אינטליגנציות מרובות, אוטונומיות במידה רבה ובלתי ניתנות למדידה כמותית פשוטה. גרדנר זיהה שמונה אינטליגנציות מובהקות,¹⁴⁷ ביניהן, אינטליגנציה לוגית מתמטית, שהיא היכולת להשתמש במספרים בצורה אפקטיבית ולחשוב בצורה הגיונית ומסודרת, המיוחסת יותר לגברים, ואינטליגנציה בין אישית, שהיא היכולת להבחין במצבי רוח, כוונות, מניעים ורגשות של אנשים אחרים ולהגיב אליהם בצורה מתאימה, המיוחסת יותר לנשים.¹⁴⁸ ככל שלאדם יותר סוגי אינטליגנציה, הוא יפעל טוב יותר. כך גם מועצת מנהלים. גיוון במועצת מנהלים – גילאי, מגדרי, אתני ותרבותי – יביא עימו שיפור בהליכי הניהול.¹⁴⁹

בנוסף, מחקרים רבים עומדים על השוני בסגנונות הניהול, ביחס ללקיחת סיכונים.¹⁵⁰ יש הטוענים כי נשים הן רגישות יותר לסיכון, על אף שיש מאמרים הטוענים אחרת.¹⁵¹ כן נטען להבדלים

Victoria Sutherland et al., *Increasing Representation of Women on Private Sector Boards in Scotland*,¹⁴³ <https://www.gov.scot/publications/increasing-representation-women-private-sector-boards-scotland/>, THE SCOTTISH GOVERNMENT (May 19, 2016).

¹⁴⁴ על הקול השונה של נשים ראו: JENNIFER MATHER SAUL, FEMINISM: ISSUES & ARGUMENTS 199 (2003); AARON A. DHIR, CHALLENGING BOARDROOM HOMOGENEITY – CORPORATE LAW, GOVERNANCE AND DIVERSITY, 58–71 (2016).

¹⁴⁶ Pryce, לעיל הי"ש 8, בעמ' 172; Wheeler, לעיל הי"ש 113, בעמ' 146. ¹⁴⁷ HOWARD GARDNER, FRAMES OF MIND: THE THEORY OF MULTIPLE INTELLIGENCES (1983). עוד ראו

לעניין זה: YVES RICHEZ, CORPORATE TALENT DETECTION AND DEVELOPMENT (2018); Adrian F. Furnham, *Self-Estimates of Intelligence: Culture and Gender Difference in Self and Other*¹⁴⁸

Estimates of Both General and Multiple Intelligences, 31 PERS. & INDIVIDUAL DIFFERENCES 1381 (2001); Siri Terjesen, Eduardo Couto & Paulo Morais Francisco, *Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity*, 20 JOURNAL OF MGMT. & GOVERNANCE 447 (2016); Alice H. Eagly, *Women as Leaders: Leadership Style Versus Leader's Values and Attitudes*, in GENDER & WORK: CHALLENGING CONVENTIONAL WISDOM, RESEARCH SYMPOSIUM, HARVARD BUSINESS SCHOOL (2013); Lone Christiansen et al., UNLOCKING FEMALE EMPLOYMENT POTENTIAL IN EUROPE: DRIVERS AND BENEFITS, (2016).

Gennaro Bernile, Vineet Bhagwat & Scott Yonker, *Board Diversity, Firm Risk, and Corporate Policies*,¹⁵⁰ 127 JOURNAL OF FIN. ECON. 588 (2018).

¹⁵¹ Adams, Licht, Sagiv, לעיל הי"ש 57.

בהתעמקות בחומר ובאופן העברת ביקורת,¹⁵² וכי נשים שואלות שאלות קשות יותר.¹⁵³ גם במובן זה דירקטוריון הטרונגי יתרום לניהול החברה.¹⁵⁴ מאמר עדכני מ-2020 מצביע על שינויים בגישה למיזוגים ורכישות בדירקטוריונים שכוללים נשים (וכן כאשר יש אישה מנכ"לית).¹⁵⁵ יש להיזהר גם בעניין זה מסטראוטיפים ויש לבחון אילו הבדלים רלוונטיים, אם בכלל.

3. נימוק הרווחיות

נימוק זה תומך בתפיסה המסורתית של מטרת החברה ותפקיד הדירקטורים – לפיה, חברה שיש בה גיוון מגדרי בדירקטוריון (או יותר במדויק, חברה בה לפחות שליש מחברי הדירקטוריון הן נשים), תוצאותיה העסקיות טובות יותר. היינו, יש לתמוך במינוי נשים לדירקטוריון גם אם מטרת החברה היא השאת רווחים בלבד, שכן מינוי נשים יביא להשאת רווחי החברה, ולו בטווח הארוך.

על אף שלכאורה ניתן היה ביתר קלות לבסס את חובת המשקיעים המוסדיים לקדם שוויון לנשים בדירקטוריון בנימוק זה, אומר כבר בפתח הדברים, עוד לפני שאציג את המחקרים הרלוונטיים, כי איני סבורה שראוי לבסס את החובה לקדם נשים לדירקטוריון על נימוק זה משני טעמים – הראשון, והמרכזי בעיניי, הוא כי לו היו מחקרים שהיו מראים אחרת, היינו ששילוב נשים או בני מיעוטים אחרים בדירקטוריון פוגע ברווח, לא היה מקום להסיק מכך שיש לשלול את השתתפותם

¹⁵² *Women on Boards*, DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION AND SKILLS (Feb. 24, 2011) <https://www.gov.uk/government/news/women-on-boards>; Victoria Sutherland, Lynne Macdougall & Andrea Glass, *Increasing Representation of Women on Private Sector Boards in Scotland* (2016) https://pdfs.semanticscholar.org/b6f1/4c7c8c43ee6a93cb30690d3be5f1dd455b23.pdf?_ga=2.114897921.705658159.1573292933-611794938.1567142816; Matthew Dutton & Robert Raeside, *Overcoming Barriers to Equality and Diversity Representation on Public, Private and Third Sector Boards in Scotland* (2014) <https://www.nls.uk/scotgov/2015/9781785440267.pdf>.

¹⁵³ מחקרים אלה נוגעים לטיוב עבודת הדירקטוריון, ולא לתוצאות כלכליות משופרות, בכך אעסוק בפרק הבא. ראו: *Executive Remuneration in Australia*, PRODUCTIVITY COMMISSION (Inquiry Report No. 49, Dec. 19, 2009)

<https://www.pc.gov.au/inquiries/completed/executive-remuneration/report/executive-remuneration-report.pdf>; ; *The Diversity Scorecard 2013: Measuring Board Composition in Asia Pacific*, THE KORN FERRY INSTITUTE (Report, 2013) <https://www.kornferry.com/insights/articles/721-the-diversity-scorecard-2013-measuring-board-composition-in-asia-pacific>; Helen Kang, Mandy Cheng & Sidney J Gray *Corporate Governance and broad Composition: Diversity and Independence of Australian Boards*, 15(2) C.G. 194, 197 (2007); Jean du Plessis, James O'Sullivan & Ruth Rentschler, *Multiple Layers of Gender Diversity on Corporate Boards: To Force or Not to Force?*, 19 DEAKIN LR 1, 3 (2014); *Beyond 'if not, why not': The Pathway to Directorship for Women in Leadership*, 3 THE KORN FERRY INSTITUTE (Report, 2014)

<https://www.kornferry.com/insights/articles/787-beyond-if-not-why-not-the-pathway-to-directorship-for-women-in-leadership>; *ASX Corporate Governance Council Principles and Recommendations on Diversity: Analysis of Disclosures for Financial Years Ended between 31 December 2012 and 30 December 2013*, KPMG (Report, 2014) [https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/kpmg-Renee B. Adams, *Women on boards: The superheroes of tomorrow*, 27 THE LEADERSHIP QUARTERLY 371 \(2016\)](https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/kpmg-Renee%20Adams%20Women%20on%20boards%20The%20superheroes%20of%20tomorrow%20report-diversity-2014.pdf)

Avivah Wittenberg-Cox, *It's Time for a New Discussion on "Women in Leadership"*, HARV. BUS. REV. (28 March 2014) <https://hbr.org/2014/03/its-time-for-a-new-discussion-on-women-in-leadership>. ישנה כתיבה רבה בדבר יתרונות מעין אלה לגיוון מגדרי בדירקטוריון, כך, בין רבים: Daniel Ferreira, *Board Diversity*, in CORPORATE GOVERNANCE: A SYNTHESIS OF THEORY, RESEARCH, AND PRACTICE 225, 227 (H. Kent Baker & Ronald Anderson eds., 2010); Mariateresa Torchia, Andrea Calabro & Michele Morener, *Board of Directors' Diversity, Creativity, and Cognitive Conflict: The Role of Board Members' Interaction*, 45(1) INT'L STUDIES OF MGMT. & ORG. 6, 8 (2015); Tamar Almor, Ofra Bazel-Shoham & Sang Mook Lee, *The Dual Effect of Board Gender Diversity on R&D Investments*, 101884 LONG RANGE PLANNING (2019). לסקירת המחקרים השונים בנושא ראו: Scott G. Johnson, Karen Schnatterly & Aaron D. Hill, *Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics*, 39(1) JOURNAL OF MGMT. 232, 239 (2013).

Gender Diversity and M&A Outcomes: How Female Board-Level Representation Affects Corporate Dealmaking, SS&C INTRALINKS REPORT (18 Feb. 2020) <https://www.intralinks.com/insights/publication/gender-diversity-ma-outcomes>

בדירקטוריונים. אין מקום לפגוע בנשים או מיעוטים אחרים בנימוק זה.¹⁵⁶ השני, הקשיים במחקרים הקיימים. ישנם מחקרי מטא-דאטה שמראים שאין מדובר בשיפור תקף מבחינה סטטיסטית. בנוסף, השאלה מה בדיוק מודדים אינה תמיד ברורה, האם מודדים ממש רווחיות, או הטבות עקיפות כמו שיפור תדמית החברה.¹⁵⁷

אומנם, קיימים מחקרים רבים שהראו שיפור במדדים העסקיים כאשר ישב ייצוג נשי גבוה (כשליש) במועצת המנהלים. נערכו מחקרים שהראו שיפור הן בתשואה על ההון, הן בתשואה על המכירות, הן במחיר המניות והן בהפחתת סיכונים.¹⁵⁸ עם זאת, מרבית המחקרים הללו נערכו על ידי גופים עסקיים לקידום מטרות עסקיות.¹⁵⁹

לעומתם, ישנם מחקרים אקדמיים השוללים טענה זו.¹⁶⁰ ב-2015 נערכו שני מחקרים שניסו להעריך מחקרים קודמים שנעשו בתחום, מטא-אנליזה, וקבעו כי אין לגיוון מגדרי השפעה על התוצאות

¹⁵⁶ על הקשיים במחקרים אלה והאפשרות להסיק מסקנות הפוכות ראו: B. Espen Eckbo, Knut Nygaard & Karin S. Thorburn, *Board Gender Balancing and Firm Value* (ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper No. 463/2016, 2019) <https://ecgi.global/working-paper/board-gender-balancing-and-firm-value> עוד ראו: Bertrand, E. Black, Jensen & Lleras-Muney, לעיל הי"ש 12.

¹⁵⁷ Ruth V. Aguilera, Kurt Desender, Michael K. Bednar, & Jun Ho Lee, *Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle*, 9 THE ACAD. OF MGMT. ANNALS 483 (2015); Archie B. Carroll & Kareem M. Shabana, *The Business Case for Corporate Social Responsibility: A Review of Concepts, Research and Practice*, 12 INT'L JOURNAL OF MGMT. REVIEWS 85 (2010).

¹⁵⁸ ראו, למשל: Mary Jane Lenard, Bing Yu, E. Anne York & Shengxiong Wu, *Impact of board gender diversity on firm risk*, 40 MANAGERIAL FIN. 787 (2014); Nina Smith, Valdemar Smith & Mette Verner, *Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2500 Danish firms*, INT'L JOURNAL OF PRODUCTIVITY AND PERFORMANCE MGMT. (2016); *Women Matter: Gender diversity, a corporate performance driver*, MCKINSEY & COMPANY (2007) <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Organization/Our%20Insights/Gender%20diversity%20a%20corporate%20performance%20driver/Gender%20diversity%20a%20corporate%20performance%20driver.ashx>; Andre Chanavat and Katharine Ramsden, *Climb to the Top – Tracking Gender Diversity on Corporate Boards*, THOMSON REUTERS (Oct. 2014), <http://www.thelisonmba.com/wp-content/uploads/2018/04/tracking-gender-diversity-on-corporate-boards.pdf>; *Diversity delivers a distinct competitive advantage*, BNZ – BANK OF NEW ZEALAND (2014) <https://www.bnzcareers.co.nz/pdfs/BNZ-Diversity-Case-Study.pdf>. בדו"ח זה קבע הבנק המרכזי של ניו זילנד כי מינוי נשים לדירקטוריונים צפוי להעלות את התל"ג בכ-10%. הממשלה הקנדית אימצה מדיניות לקידום נשים בדירקטוריונים בהתבסס על דו"ח שקבע כי לחברה עם 30% נשים בדירקטוריון יש יתרונות עסקיים. ראו: *Good for Business: A Plan to Promote More Women on Canadian Boards*, REPORT BY THE GOVERNMENT OF CANADA'S ADVISORY COUNCIL FOR PROMOTING WOMEN ON BOARDS 1, 7 (June 2014), https://cfc-swc.gc.ca/abu-ans/wwad-cqnf/wldp/wb-ca/wob_report_eng.PDF (להלן: *Good for Business*).

¹⁵⁹ מחקר שבוצע על ידי Catalyst עמד על שיפור במדדים בשלושה תחומים: תשואה על ההון המושקע, תשואה על המכירות ותשואה על ההון. מחקר שנערך במהלך 4 שנים על חברות: *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, CATALYST (2014) https://www.catalyst.org/wp-content/uploads/2019/01/The_Bottom_Line_Connecting_Corporate_Performance_and_Gender_Diversity ty.pdf. מחקר נוסף שנערך על ידי Credit Suisse בשנת 2012 עמד גם הוא על נתונים דומים ותוצאות טובות יותר גם במחירי המניות בחברות בהן יותר נשים בדירקטוריון: Mary Curtis, Christine Schmid & Marion struber, *Gender Diversity and Corporate Performance*, CREDIT SUISSE RESEARCH INSTITUTE (Aug. 2012) https://women.govt.nz/sites/public_files/Credit%20Suisse_gender_diversity_and_corporate_performance ty.pdf. עוד ראו: *The CS Gender 3000: Women in Senior Management*, CREDIT SUISSE RESEARCH INSTITUTE (Sept. 2016), <https://www.wgea.gov.au/sites/default/files/documents/csri-gender-3000.pdf>.

¹⁶⁰ בשנת 2017 נערך מחקר על ידי RobecoSAM, חברה המשקיעה בקיימות, בשיתוף עם ה-EDGE Certified Foundation, בעניין המדדים העסקיים בחברות בהן במועצת המנהלים יש נשים, שהגיע גם הוא לאותן מסקנות. המחקר התייחס לשוויון מגדרי הן בדירקטוריון, הן במשרות ניהול בכירות, הן בכוח העבודה בכלל וכן לפער השכר המגדרי: *Does Corporate Equality Lead to Outperformance*, ROBECOSAM (Sept. 2015), <https://edge-cert.org/wp-content/uploads/2017/11/Does-corporate-gender-equality-lead-to-outperformance.pdf>. עוד ראו: *Why Diversity and Inclusion Matter: Financial Performance*, CATALYST (Aug. 1, 2018) <https://www.catalyst.org/research/why-diversity-and-inclusion-matter-financial-performance/>.

Deborah L. Rhode, & Amanda K. Packel, *Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make?*, 39 DEL. J. CORP. L. 377 (2014).

העסקיות של חברות, או שמדובר בהשפעה זניחה. מדובר בניחות סטטיסטית ומיצוע מתוחכם של מחקרים רבים בתחום. Post & Byron השוו נתונים מ-140 מחקרים על גיוון מגדרי, שבמסגרתם נאספו נתונים על יותר מ-90,000 חברות ביותר משלושים ארצות.¹⁶¹ Pletzer, Nikolava, Kedzior & Voelpel ניתחו 20 מחקרים אקדמיים שבחנו באופן ישיר את השאלה של היחס בין גיוון מגדרי לביצועים פיננסיים.¹⁶² משני המחקרים עולה ששינוי מבחינה מגדרית של הדירקטוריון לא הביא לשינוי מובהק בתוצאות העסקיות של החברה. במחקר הראשון הראו שינוי מקסימלי של שתי עשיריות האחוז בתשואה על הנכסים (כאשר במדדים האחרים השינוי היה נמוך יותר). במחקר השני השינוי היה של פחות מעשירית האחוז, נתון שאינו מובהק מבחינה סטטיסטית.¹⁶³ מחקרים מתחום המימון מראים ששינוי קטן בהגדרות מביא לשינוי בתוצאות, ואף לתוצאות עסקיות פחות טובות. עם זאת, מתברר המאמר סבורה כי אין די נתונים לערוך מחקר אקדמי רציני המוכיח טענות אלה ומפריכה את המחקרים של החברות העסקיות.¹⁶⁴

אולם, כאמור, גם לו היו מחקרים מובהקים סטטיסטית, אני סבורה כי אין להתמקד בנימוק זה. עם זאת, המחקרים של אותם גופים עסקיים הם שעמדו בבסיס יוזמות חקיקה ויוזמות עסקיות חשובות לקידום נשים לדירקטוריונים, ולכן למחקרים אלה, גם אם אין תוקף מחקרי חד-משמעי, יש חשיבות מעשית בקידום השתתפות נשים בדירקטוריונים.¹⁶⁵

ה. קידום נשים לכהונה בדירקטוריונים – דרכי פעולה קיימות

במקומות רבים בעולם ניסו לתת מענה לבעיה של אי-גיוון ואי-שוויון לנשים בדירקטוריון על ידי קידום מינוי נשים לדירקטוריונים. ניתן לחלק את הפתרונות לפתרונות רגולטוריים ופתרונות שוק. אשר לפתרונות רגולטוריים, המאסדרים במקומות השונים בעולם מתמקדים בשתי שיטות – מכסות (quotas) ודיווח. בשיטת המכסות החוק קובע במפורש את שיעור הנשים שעל הדירקטוריון לכלול. השיטה השנייה מבוססת על גילוי ודיווח באופנים שונים. הדרך ביותר, דיווח על מספר הנשים בדירקטוריון, דרך קוד ממשל תאגידי הכולל חובת מינוי נשים לדירקטוריונים שעל החברות לאמץ, או לדווח כי לא עשו כן ולנמק מדוע, ועד לדיווח של משקיעים מוסדיים על מדיניות ההשקעה בחברות בהיבט זה.¹⁶⁶

הפתרון השני הוא שוקי – בשנים האחרונות אנו עדים למשקיעים מוסדיים מהגדולים והמובילים בעולם, הן ביוזמות בין-לאומיות, הן בארצות הברית, הן באירופה, שחלק ממדיניות ההשקעה

Corinnw Post & Kris Byron, *Women on Boards and Firm Financial Performance: A Meta-Analysis*,¹⁶¹ 58(5) ACAD. OF MGMT. JOURNAL 1546 (2015).

¹⁶² יחס לנכסים, להון ול-Q Tobin, ראו: Jan Luca Pletzer, Romina Nikolava, Karina Karolina Kedzior & Sven Constantin Voelpel, *Does Gender Matter? Female Representation on Corporate Boards and Firm Financial Performance – A Meta-Analysis*, 10(6) PLOS ONE (2015).

¹⁶³ עוד לעניין הפרכת הנתונים ראו: Renne B. Adams & Patricia Funk, *Beyond the glass ceiling: Does gender matter?*, 58(2) MGMT. SCI., 219 (2012).

¹⁶⁴ Renee, *Women on boards*, לעיל ה"ש 152. הכותבת מציגה נתונים לפיהם המחקרים שנעשו בעניין זה אינם מבוססים ואף מראה כי ניתן מאותם נתונים להגיע למסקנות הפוכות.

¹⁶⁵ כך, בדברי ההסבר להצעת החוק בקליפורניה, שקבעה מכסות מינימום לנשים בדירקטוריון, צוטטו מחקרים אלה, כמו גם בהצהרות עסקיות שונות שפורטו לעיל. להצעת החוק בקליפורניה ראו: S.RES 826, ch. 954 (Cal. 2018) (enacted).

¹⁶⁶ לסקירת החקיקה והסדרים רגולטוריים נוספים ראו: צח בן-יהודה *חקיקה לגבי ייצוג הנשים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות – סקירה משווה* (הלשכה המשפטית של הכנסת, תחום חקיקה ומחקר משפטי, 2019).

שלם היא לבחון את הרכב הדירקטוריון מבחינה מגדרית.¹⁶⁷ חלק מהמשקיעים המוסדיים דיווחו, במסגרת מדיניות ההשקעה וההצבעה, כי יצביעו כנגד מינויים וישקלו השקעה בחברות בהן אין די נשים בדירקטוריון ובהנהלה הבכירה, כאשר הרף נקבע באופן שונה על ידי כל אחד מהמשקיעים המוסדיים. אעמוד על הפתרונות השונים, ובפרק הבא אציג את הפתרון המוצע – לראות בבחינת השוויון לנשים בדירקטוריונים כחלק מחובתם של המשקיעים המוסדיים.

1. מכסות

כמה מדינות הזניקו את מספר הנשים בדירקטוריונים באמצעות קביעת מכסות בחקיקה. המדינות הנורדיות, כמו גם צרפת, בלגיה, גרמניה, וספרד חוקקו חוקים המחייבים כי בין שליש ל-40% מחברי הדירקטוריון יהיו נשים. קביעת המכסות בחקיקה במדינות אירופה הגיעה בעקבות הצעת דירקטיבה (שלא התקבלה בסופו של יום) במטרה לקדם שוויון לנשים בדירקטוריון. על פי ההצעה נקבעו יעדים לייצוג מינימלי של נשים בדירקטוריונים של חברות נסחרות עד לשנת 2020, ובחברות ממשלתיות עד שנת 2018.¹⁶⁸ עם זאת, מרבית המדינות אומנם מציינות את ערך השוויון, אולם מפנות כבסיס הרעיוני להצדקה הכלכלית ולמחקרים שמצביעים על שיפור בתוצאות העסקיות של חברות שיש בהן 30% נשים לפחות.

החוקים שאימצו חלק ממדינות אירופה הביאו למהפך. על פי נתוני ה-OECD באיסלנד שיעור הנשים בדירקטוריונים של החברות הנסחרות עומד על 44%; בנורווגיה (שחוקקה את החוק ב-2009) מספר הנשים בדירקטוריונים הגיע ל-41%; צרפת עם 44%; שוודיה עם 36%; כך גם איטליה; ובלגיה עם 32% (נכון לסוף 2018). היינו, במהלך של כעשור הגיעו כל החברות ליעד שקבע החוק.¹⁶⁹ עם זאת, כיוון שהדירקטיבה לא אומצה, ולא כל מדינות אירופה אימצו חקיקה דומה, כיום עומד שיעור הנשים בדירקטוריונים על 23% בממוצע (נתון הכולל את המדינות שחוקקו מכסות), דבר המצביע על כך שבמקומות שבהם לא נחקקו מכסות, שיעור הנשים נמוך ביותר.

בקליפורניה נחקק באוקטובר 2018 חוק המחייב חברות ציבוריות שהתאגדו בקליפורניה או המחזיקות משרדים משמעותיים בקליפורניה במספר נשים בדירקטוריון, ביחס לגודל הדירקטוריון. היעד הראשוני הוא לפחות אישה אחת בדירקטוריון עד סוף 2019, ולפחות שתיים או שלוש נשים עד סוף 2021 (שתי נשים בחברות בהן יש לפחות חמישה חברי דירקטוריון ושלוש נשים בדירקטוריון בו שישה חברים ומעלה). חברות שלא יעמדו ביעד ישלמו קנסות שבין \$100,000 ל-\$300,000.¹⁷⁰ לאחרונה נדחה ניסיון של בעל מניות לתקוף בבית המשפט את החוק בטענה לפגיעה בזכויותיו.¹⁷¹

¹⁶⁷ Michal Barzuza, Quinn Curtis & David, *Webber Shareholder Value(s): Index Fund Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S.CAL.L.REV. (forthcoming 2020).

¹⁶⁸ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on improving the gender balance among non-executive directors of companies listed on stock exchanges and related measures*, COM (2012) 614 final (Nov. 5, 2012).

¹⁶⁹ *Employment: Female share of seats on boards of the largest publicly listed companies* (last visited May 2020). <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=54753> (להלן: OECD).

¹⁷⁰ ליוזמות דומות שלא עוגנו בחקיקה במדינות נוספות (אילינוי, מסצ'וסטס ופנסילבניה, ראו: בריהודה, לעיל ה"ש 166).

¹⁷¹ Meland v. Padilla, No. 2: 19-cv-02288-JAM-AC (E.D. Cal. Apr. 20, 2020). על פסק הדין הוגש ערעור. יש להדגיש כי פסק הדין אינו מונע מחברה, להבדיל מבעל מניות, לטעון טענות דומות.

שיטת המכסות היא השיטה הבטוחה והמהירה ביותר לקדם שוויון לנשים בדירקטוריון. עם זאת, יש רבים המתנגדים לשיטה זו. הטענה המרכזית נגד שיטת המכסות היא שהמדינה אינה אמורה להתערב בזכותם של בעלי המניות למנות דירקטורים.¹⁷² היינו, כי בעלי המניות זכאים לבחור את הדירקטורים שינהלו את השקעותיהם, ואל לה למדינה להתערב בכך. יודגש כי בישראל, בעוד הזכות לשוויון לא נכללה כזכות יסוד בחוק-יסוד: כבוד האדם וחירותו, דווקא הזכות לקניין נכללה בחוק.¹⁷³ מכאן, שפגיעה בזכותם של בעלי המניות לבחור דירקטורים כרצונם, זכות הנתונה להם מכוח קניינם בניירות הערך של החברה, מהווה פגיעה בזכות יסוד ועליה לעמוד במבחנים הנדרשים לכך בחוק היסוד. עם זאת, ניתן יהיה לטעון שמדובר בתכלית ראויה ובמידה שאינה עולה על הנדרש. יש להדגיש כי גישה המתנגדת למכסות בשם בעלי המניות עולה בקנה אחד עם תפיסת מטרת החברה כהשאת רווחים (הגישה המסורתית). אם רואים במטרת החברה מטרה הוליסטית יותר, כפי שעשה בית המשפט העליון בעניין אפרוחי הצפון, ניתן להתגבר על טיעון זה.

בנוסף, יש הטוענים שכדי ליצור שוויון הזדמנויות אמיתי, יש ללוות חקיקת מכסות בחקיקה שתיתן לנשים שוויון הזדמנויות אמיתי בשוק העבודה, כמו סל של טיפול בילדים בגיל הרך, חלוקת נטל שוויונית במשפחה שתבוא לידי ביטוי בקצבאות מתאימות, חופשת לידה חובה לגברים וכן יצירת מסגרות לקידום נשים לדירקטוריונים כמו גם מאגרים מתאימים.¹⁷⁴

בישראל נקבע מינימום בחקיקה של נשים (או כלשון החוק, בני המין שאינו מיוצג) לגבי חברות ממשלתיות¹⁷⁵ ודירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות,¹⁷⁶ וחלק בהמלצות לממשל תאגידי.¹⁷⁷ שדולת הנשים הגישה עתירה, בה נקבע כי מטרת הסעיף היא לאכוף ייצוג הולם לנשים על דרך של העדפה מתקנת.¹⁷⁸

יש להדגיש כי כיום, רק בחברות הממשלתיות, בהן נקבעה חובה בחוק, שיעור הנשים בדירקטוריונים עומד על 40%. שיעור הנשים בדירקטוריונים בישראל העומד על כ-24% כולל נתון זה. היינו, בחברות הציבוריות שאינן ממשלתיות הנתון נמוך בהרבה.

¹⁷² במסגרת מאמר זה לא אכנס לרוחב היריעה של הנימוקים בעד ונגד שיטת המכסות. לחלק מהטיעונים ראו: Jean Du Plessis, *The case for and against Mandatory Gender Quota Legislation for Company Boards*, 20 DEAKIN LR 1 (2015); Raphael Koch, *Board Gender Quotas in Germany and the EU: An Appropriate Way of Equalising the Participation of Women and Men*, 20 DEAKIN LR. 53 (2015); Darren Rosenblum, *California Dreaming?*, 99 B.U.L. REV. 1435, 1447 (2019). (להלן: Rosenblum, *California Dreaming?*).

¹⁷³ סי' 3 לחוק-יסוד: כבוד האדם וחירותו.

¹⁷⁴ Wheeler, לעיל הי"ש 113, בעמ' 147.

¹⁷⁵ סי' 18א(א) חוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975. סעיפים דומים הוספו לגבי האוכלוסייה הערבית, האוכלוסייה החרדית, בני העדה האתיופית ואנשים עם מוגבלויות.

¹⁷⁶ בדירקטוריון בחברה ציבורית שכולו גברי, תמונה דח"צית אחת, בהתאם לסי' 239(ד) לחוק החברות. עם זאת, ראוי להדגיש כי הצעת החוק אינה מציינת כי המטרה היא השגת שוויון לנשים בדירקטוריון.

¹⁷⁷ על כך להלן.

¹⁷⁸ בג"ץ 453/94 *שדולת הנשים בישראל נ' ממשלת ישראל*, פ"ד מח(5) 501, 529 (1994). ועוד, נקבע כי באיזון הפנימי בין חובת השרים להעדיף מינויים של נשים לבין היקף ההתחשבות במגבלות שבמסגרתן מוטל על השרים למלא חובה זו, יש ליתן משקל ברור לחובת ההעדפה של נשים, שכן חובת ההעדפה בשיקולי המינוי היא כללית, בעוד הסייג הפוסט מן החובה האמורה עשוי לחול רק במקרים חריגים, שבהם קיום החובה אינו אפשרי. כמו כן, אף חובת הבדיקה החלה עליו אינה קלה, וכדי לעמוד בה על השר לנקוט אמצעים סבירים לאיתורה של מועמדת מתאימה – שם; כיוון שלא נשקלו כלל מועמדות, בוטלו המינויים. יש להדגיש כי גם במקרה זה עמד בית המשפט על חשיבות חובת האיתור של נשים מתאימות. הדבר מתאים לצורך בקביעת חובות ונהלים ברורים לעניין איתור מועמדים לדירקטוריונים כפי שהובהר לעיל.

ממילא ניתן לראות כי ההשפעה בישראל של החקיקה לא הייתה משמעותית. בין 2012 ל-2017 עלה שיעור הנשים הדירקטוריות בחברות ציבוריות מ-18%¹⁷⁹ ל-21%¹⁸⁰. זאת, כיוון שבראש ובראשונה, כאשר ההתייחסות היא לחברות ציבוריות שאינן ממשלתיות, ההתייחסות היא רק לדח"ץ, ומשכך, החברות הציבוריות דאגו לעמוד ברף הסטטוטורי, ותו לא. בנוסף, ברמה התרבותית טרם השתרשה נורמה שרואה חשיבות בשוויון לנשים בכלל, ובדירקטוריונים בפרט. כפי שניתן לראות בדו"ח שפורסם, נתונים אלה עולים בקנה אחד עם מגמה כלל עולמית לפיה מרבית המדינות שמרו על שיעור יציב ונמוך של ייצוג נשים בדירקטוריונים.¹⁸¹

לאורך השנים נעשו כמה ניסיונות לקדם שוויון, או לפחות גיוון מגדרי, בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, בהשראת המדינות הנורדיות והחוק הנורווגי שהתקבל ב-2003 בפרט, אך אלה לא צלחו.¹⁸² ב. ניתן להגיע לתוצאה דומה באמצעות אימוץ מנגנון קציבת כהונת דירקטורים כמנגנון שוק להגברת ייצוג נשי בדירקטוריונים.¹⁸³

2. קוד ממשל תאגידי – Best Practice – אמצע או גלה

דרך רגולטורית אחרת לקדם מינוי נשים למועצות מנהלים היא באמצעות המלצות על קוד ממשל תאגידי, שעל החברות לדווח האם הן מאמצות, אם לאו. לעיתים מדובר בארגונים של חברות או

¹⁷⁹ מדברי יו"ר רשות ני"ע, שמואל האוזר, בכנס הדירקטוריות שהתקיים היום בכנסת "רשות לניירות ערך – הודעות לעיתונות" 23.1.2017

www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A1%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2017/Pages/EITONAOT230117.aspx. לעיל ה"ש 169.

¹⁸¹ שם; Largest listed companies: presidents, board members and employee representatives, EIGE-Bus. ; (Jan. 20, 2020) https://eige.europa.eu/gender-statistics/dgs/indicator/wmidm_bus_bus_wmid_comp_compbm

¹⁸² בשנת 2010 הונחה על שולחן הכנסת הצעה לתיקון חוק החברות הדורשת כי בהרכב דירקטוריון של חברה ציבורית יינתן ביטוי הולם לייצוגם של בני שני המינים. הצעת החוק פירטה את מספר הנשים בכל הרכב של דירקטוריון, ולמעשה העמידה מכסת מינימום של כ-40% לכל אחד מהמינים. במרץ 2015 נדונה במליאת הכנסת הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לבני שני המינים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, התשע"ה–2015, פ/133/20. על פי ההצעה, בהרכב דירקטוריון של חברה ציבורית יינתן ביטוי הולם לייצוגם של בני שני המינים; אם בדירקטוריון יש שניים-שלושה חברים, יינתן ייצוג לבני שני המינים; בדירקטוריון שיש בו ארבעה-חמישה חברים, לכל אחד מהמינים יהיו לפחות שני נציגים; בדירקטוריון שמונה בין שישה לשמונה חברים, לכל אחד מהמינים יהיו לפחות שלושה נציגים; וכך הלאה. המנגנון שנעשה בו שימוש הוא שחברות ציבוריות יחויבו להחליף שליש מחברי הדירקטוריון שלהן בנשים תוך שש שנים. למעשה היו שתי הצעות חוק באותו עניין. כפי שעולה מהדיון בפרוטוקול ישיבה מס' 215 של הכנסת ה-20, 140–122 (8.3.2017), משרד המשפטים התנגד בשל חשש לפגיעה בזכות הקניין. הצעות חוק דומות בעיקרן הונחו על שולחן הכנסת השמונה-עשרה על ידי חברת הכנסת אורית זוארץ וקבוצת חברי הכנסת: הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לנשים בחברות ציבוריות, התשע"ע–2010, פ/1999/18 ועל ידי חברת הכנסת זהבה גלאון וקבוצת חברי הכנסת: הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לנשים בחברות ציבוריות, התשע"א–2011, פ/3238/18 ועל שולחן הכנסת התשע-עשרה על ידי חברת הכנסת דב חנין וקבוצת חברי הכנסת: הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לנשים בחברות ציבוריות, התשע"ג–2013, פ/612/19. הצעות חוק זהות הונחו על שולחן הכנסת התשע עשרה על ידי חברת הכנסת זהבה גלאון וקבוצת חברי הכנסת: הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לבני שני המינים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, התשע"ג–2013, פ/1054/19, על ידי חברת הכנסת שלי יחימוביץ' וקבוצת חברי הכנסת: הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לבני שני המינים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, התשע"ג–2013, פ/1183/19 ועל ידי חברת הכנסת עליזה לביא ודב חנין הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לבני שני המינים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, התשע"ד–2014, פ/2435/19. על שולחן הכנסת העשרים על ידי חברת הכנסת אילן גילאון וקבוצת חברי הכנסת הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לבני שני המינים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, התשע"ה–2015, פ/132/20, על ידי חברת הכנסת עליזה לביא ודב חנין הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לבני שני המינים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, התשע"ה–2015, פ/133/20, על ידי חברת הכנסת שלי יחימוביץ' וקבוצת חברי הכנסת הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לבני שני המינים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, התשע"ה–2015, פ/1818/20 ועל ידי חברת הכנסת איילת נחמיאסורבין הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לבני שני המינים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, התשע"ז–2017, פ/4003/20 (להלן: הצעת חוק החברות 2017). בשנת 2017 הוצעה הצעה דומה לפיה בתוך 10 שנים יהיו 45% נשים בדירקטוריון. בשנת 2018 שוב הועלתה הצעה דומה, שחזרה על ההצעה משנת 2015 – הצעת חוק החברות (תיקון) – ייצוג הולם לבני שני המינים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, התשע"ט–2018, פ/5798/20. ההצעה מטעם ח"כ מוסי רז, תמר זנדברג, אילן גילאון, עיסאווי פריג', מיכל רוזין ופנינה תמנו הונחה על שולחן הכנסת ביום כ"ז בחשוון התשע"ט–5.11.18.

¹⁸³ Yaron Nili & Darren Rosenblum, *Board Diversity by Terms Limits?*, 71 ALA.L.REV 212 (2019)

משקיעים מוסדיים, לעיתים ברשויות. פעמים מדובר בשילוב בין השניים, המלצות של ארגונים שונים, שהמאסדר מחייב גילוי באשר לאימוצם כפי שנעשה בארץ לגבי ממשל תאגידי – אמצ' או גלה.¹⁸⁴ אולם, פרקטיקות אלה לא הביאו לתוצאות המקוות, למעט באנגליה, שם הייתה הצלחה מסוימת לפרקטיקה זו כיוון שקיבלה עידוד אקטיבי מהממשלה, שהבהירה כי אם לא יגיעו ליעדים, תאומץ חקיקה בעניין. כך קליפורניה העבירה החלטה מסוג זה ב-2013, ובמשך שלוש שנים רק 20% מהחברות הגיעו ליעד המומלץ. לאור זאת, נקבעו מאוחר יותר מכסות בחקיקה.

באנגליה, הממשלה אומנם לא קידמה חקיקה ישירה בנושא, אולם המגזר העסקי הסכים להתחייב ליעדים שייקבעו. לאור כך הוקמה ועדה בראשות הלורד דיוויס בשנת 2011, שהמליצה כי החברות במדד FTSE 100 ישאפו להגיע לייצוג מינימלי של נשים בדירקטוריון עד לשנת 2015, והחברות במדד FTSE 350 יקבעו בעצמן יעד לייצוג הולם של נשים בדירקטוריונים.¹⁸⁵ באותה עת היוו נשים רק 12.5% מחברי הדירקטוריון בחברות הציבוריות. עוד הומלץ כי חוק החברות יתוקן באופן שיחייב חברות לאמץ מדיניות של קידום נשים, או גיוון בין חברי הדירקטוריון, והחברות ידווחו על כך בדו"ח השנתי (המלצה שאומצה).

דו"ח שני, Hampton Alexander Review,¹⁸⁶ המליץ שבכל החברות במדד FTSE 350 יהיו לפחות שליש מהדירקטוריון נשים עד 2020. הוועדה החלה לפנות לחברות שבהן אחוז הדירקטוריות נמוך מ-25%, על מנת שיכינו תוכניות כדי לעמוד ביעד זה. בעקבות הדו"ח, ה-Investors Association, המאגד רבים מהמשקיעים המוסדיים (250 חברות), הוציא התראה חמורה לחברות בהן אין נשים בדירקטוריון כלל או שיש בו אישה אחת בלבד, ואזהרה חמורה פחות לחברות בהן יש יותר מאישה אחת בדירקטוריון אך פחות מ-25%. הדו"ח שיצא שנה לאחר מכן - Hampton-Alexander Review,¹⁸⁷ מצא שנשים החזיקו 32.4% מהמושבים בדירקטוריונים של החברות ב-FTSE 100, עלייה מ-30.2% בשנת 2018. האחוזים קרובים מאוד למטרה של 33% שהוצבה. בעקבות זאת, מבין המדינות שלא קבעו מכסה בחקיקה, אנגליה היא המדינה עם אחוז הדירקטוריות הגבוה ביותר. עם זאת יש לציין את המעורבות הממשלית החזקה בעניין זה ואת האזהרה המפורשת שהשמיעו שרים כי אם החברות לא יגיעו ליעד זה, ייתכן כי תאומץ חקיקה בעניין.

עוד באנגליה הוצג ה-Stewardship Code (גם הוא מעין קוד ממשל תאגידי מומלץ שנוסח באנגליה בידי הרגולטור העצמאי (Financial Reporting Council) FRC), שמטרתו לקדם שקיפות ויושרה בעולם העסקים.¹⁸⁸ הדו"ח נכנס לתוקף בינואר 2020 ואומץ על ידי מרבית החברות באנגליה. אחד השינויים שהוכנסו בשנת 2018 הוא קידום מגוון מגדרי, או מינוי נשים, הן למועצות המנהלים, הן לתפקידי הנהלה והן בכוח העבודה בחברה עצמה.¹⁸⁹ הדו"ח מדבר גם על ניהול עסקים תוך תרומה

¹⁸⁴ לניתוח יעילותם של הסדרי אמצ' או גלה ראו David Kershaw, *Corporate Law and Self-Regulation* 870, 893 (London School of Economics and Political Science, Working Paper No. 5/2015, 2015), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2574201

¹⁸⁵ Lord Davies, *Women on boards: review*, DEP'T FOR BUS., INNOVATION & SKILLS (Feb. 24, 2011), <https://www.gov.uk/government/publications/women-on-boards-review>

¹⁸⁶ *Improving gender balance in FTSE Leadership*, HAMPTON-ALEXANDER REVIEW (Nov. 2018), <https://ftsewomenleaders.com/wp-content/uploads/2018/11/HA-Review-Report-2018.pdf>

¹⁸⁷ *Improving gender balance in FTSE Leadership*, HAMPTON-ALEXANDER REVIEW (Nov. 2019), <https://ftsewomenleaders.com/wp-content/uploads/2019/11/HA-Review-Report-2019.pdf>

¹⁸⁸ *UK Stewardship Code*, FRC (2020) <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>

¹⁸⁹ שם.

לחברה בכללותה. ב-2020 ה-FRC דיווח כי למרות שיש עלייה במינוי נשים לדירקטוריונים, עדיין יעילות השיטה פחותה מזו של המכסות, כפי שטוענים רבים אחרים,¹⁹⁰ וכפי שעולה מהניסיון באיחוד האירופי.

בישראל, במסגרת תיקון מס' 16 לחוק החברות נוספו לחוק הוראות ממשל תאגידי מומלצות.¹⁹¹ במסגרת אמץ או גלה, בעקרונות ממשל תאגידי נקבע כי: **"במינוי דירקטור בחברה ציבורית, יגוון הרכב הדירקטוריון בהתחשב במין של המועמד, בנוסף על החובה לגוון בהתחשב בידע ובניסיון של המועמד, ובהתאם לצרכיה המיוחדים של החברה"**.¹⁹² אומנם הדבר מוטל על החברה, ולא על המשקיעים המוסדיים, אולם יש בכך איתנות כי על המשקיעים לשים לב לנתון זה וכי יש לו חשיבות.

דרך נוספת לבטא את ה-Best Practice היא לתת כדוגמה את אנטרופי. חברת הייעוץ אנטרופי פיתחה מודל לממשל תאגידי,¹⁹³ שנוספה לו לאחרונה גם הערכת אחריות תאגידית לטובת גופים מוסדיים ומשקיעים המבקשים לבחון השקעות אחראיות, או לשקול שיקולי אחריות חברתית. המטרה היא לעודד תאגידיים לפתח אחריות חברתית. בין הנושאים אותם מציינת אנטרופי כנושאים של השקעות אחראיות ניתן למצוא גיוון בכוח העבודה ושוויון מגדרי.

יש להדגיש כי בכל המקרים מדובר על צורך בגיוון מגדרי בדירקטוריון, גיוון, ולא שוויון, וככלל, לא מופיעות הוראות הנוגעות להגדלת מאגר הנשים, על ידי ועדת איתור שתפנה באופן יזום לנשים מתאימות, או להכנת מאגרים רלוונטיים, שיגישו בכל מקרה לפחות מספר שווה של מועמדות ומועמדים.

3. גילוי ודיווח

דרך נוספת היא גילוי ודיווח על מספר הנשים בדירקטוריון ובהנהלה הבכירה וכן על פער השכר המגדרי בחברה. זהו פתרון שלעיתים הוא עצמאי, בבחינת מה שייחשף לאור השמש אולי יביא לשינוי מדיניות, ולעיתים מדובר בפתרון המשלים את פתרון קוד הממשל התאגידי, שהוצג לעיל ונועד להגן הן על ציבור המשקיעים והן על המשקיע המתוחכם – הגוף המוסדי.¹⁹⁴ מדובר הן על חובות דיווח ספציפיות בעניין הרכב הדירקטוריון, לרבות לעניין נשים דירקטוריות (פתרונות שהוצגו לעיל), הן לעניין אחריות חברתית, הכוללת גם שוויון לנשים בדירקטוריון.¹⁹⁵ סוג דיווח שונה, שגם הוא נקבע בכמה מדינות, הוא לחייב את הדירקטוריון לקבוע מדיניות או יעד בנוגע לשיעור הנשים בו, ואופן ההגעה ליעד זה, לרבות דרכי האיתור והבחינה של מועמדות מתאימות. זה פתרון דומה לזה שאומץ בנוגע לחברות גדולות בדנמרק, שם נקבע כי על חברה להגיע לשליש

¹⁹⁰ PRYCE, לעיל ה"ש 8, בעמ' 241; James Elfer, *FTSE 100 Gender Balance: Why "Best Practices" may be counter-productive*, LSE BUS. REV. BLOG (Nov. 17, 2017), <https://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2017/11/17/ftse100-gender-balance-why-best-practices-may-be-counter-productive/>.

¹⁹¹ סעיף 1 לתוספת הראשונה לחוק החברות.

¹⁹² סעיף 2 לתוספת הראשונה לחוק החברות.

¹⁹³ "מודל להערכת ממשל תאגידי ואחריות תאגידית" **קבוצת אנטרופי** katr.net/7a0a1d. בשנה האחרונה הממונה על רשות שוק ההון הורה על הוצאת אחריותה לייעוץ למוסדיים באספות הכלליות ולגיוס לקוחות מקרב החברות הציבוריות. שי שלו "אנטרופי מחליפה צד: נערכת להפסקת הייעוץ למוסדיים באספות ולגיוס לקוחות מקרב החברות הציבוריות" **גלובס** – **שוק ההון** 7.7.2019 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001292534.

¹⁹⁴ עע"מ 7313/14 **רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחינוך מבנים בע"מ**, פסי' יד לפסק דינו של המשנה לנשיאה רובינשטיין (פורסם בנבו, 12.10.2015).

¹⁹⁵ בריהודה, לעיל ה"ש 166.

נשים בדירקטוריון או להסביר (ולא רק לגלות) מדוע לא עשתה כן. בדומה, בקנדה הממשלה הכניסה תיקונים לחוק הפדרלי – Canada Business Corporations Act, לפיהם על חברות נסחרות שהתאגדו בקנדה לבעלי המניות, בכל אספה שנתית, נתונים על הגיוון בדירקטוריון ובתפקידים בכירים בהנהלה וכן, במפורש, את המדיניות בעניין קידום נשים לדירקטוריון.

חובות דיווח על תוכנית להגברת ייצוג מגדרי בחברה כמו גם תוכנית לצמצום פער השכר המגדרי קיימות במדינות כמו קנדה, אוסטרליה וניו זילנד.¹⁹⁶ הממשלה הפדרלית בקנדה פרסמה דו"ח ובו המליצה כי חברות ישאפו להגיע לפחות ל-30% נשים בדירקטוריון, וכי תיקבע חובה של גלה והסבר, היינו, תיקבע חובה על חברה לדווח על מספר הנשים בדירקטוריון, לאמץ מדיניות עם יעדים בכדי להגיע ל-30% נשים בדירקטוריון או להבהיר מדוע אינה מאמצת מדיניות כזו.¹⁹⁷ בעקבות זאת, בתחילת 2014 ה-Ontario Securities Commission קבעה כי על חברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בטורונטו לדווח על גיוון בדירקטוריון, ובעיקר גיוון מגדרי, כאשר הסנקציה עשויה להיות עד כדי מחיקת ניירות הערך ממסחר. הדיווח צריך לכלול נתונים על מספר הנשים בדירקטוריון ובהנהלה הבכירה, וכן תוכנית עם יעדים מוגדרים להגדלת ייצוג נשים בעמדות אלה. החלטות דומות אומצו במרבית הבורסות בקנדה.

אוסטרליה גם כן אימצה חובת גילוי באשר לגיוון הדירקטוריון. חוק השוויון המגדרי בעבודה¹⁹⁸ מחייב חברות פרטיות שלהן יותר מ-100 עובדים לדווח נתונים מסוימים בנוגע להעסקת נשים, לרבות שוויון בשכר והרכב כוח העבודה. ה-Australian Securities Exchange מחייבת חברות נסחרות לדווח על מדיניות המגדר של החברה, כולל מדדים, יעדים ומטרות, או להבהיר מדוע לא אימצו מדיניות כזו.¹⁹⁹

כך, באנגליה, החוק מחייב חברות וגופים המעסיקים יותר מ-250 עובדים לדווח על פער השכר המגדרי למשרד לענייני שוויון (Government Equalities Office), מה שמביא לתיקון ולשיפור בחברות המדווחות. כך גם בדירקטיבה האירופית, כפי שפורט לעיל.

בישראל, במסגרת חובות הדיווח של המשקיעים המוסדיים, רשות שוק ההון הוציאה חוזר²⁰⁰ בו הורתה למשקיעים המוסדיים להתייחס להשקעות אחראיות והשקעות אימפקט במסגרת מדיניות ההשקעה. החוזר מגדיר השקעה אחראית כהשקעה "המתחשבת ברווחה החברתית הכוללת בנוסף לשיקול הרווח הכלכלי, ובמסגרת זאת כללי ממשל תאגידי התומכים בשמירה על איכות הסביבה, צדק חברתי ושמירה על זכויות אדם" ומורה לגופים המוסדיים להצהיר, במסגרת מדיניות ההשקעה שכל גוף מפרסם, את התייחסותו להיבטים של השקעות אחראיות. כפי שנראה בהמשך,

¹⁹⁶ לגבי קנדה ואוסטרליה אפרט להלן. לגבי ניו זילנד ראו דו"ח של המשרד לענייני נשים: *Increasing the Representation of Women on Private Sector Boards: A Review of Initiatives in Selected Countries*, MINISTRY FOR WOMEN (Aug. 2016) https://women.govt.nz/sites/public_files/Increasing%20the%20representation%20of%20women%20on%20private%20sector%20boards%20Aug%202016.pdf.
¹⁹⁷ *Good for Business*, לעיל ה"ש 158.
¹⁹⁸ Workplace Gender Equality Act 2012 (Austl.).
¹⁹⁹ KPMG, לעיל ה"ש 153.
²⁰⁰ חוזר גופים מוסדיים – מדיניות השקעה, לעיל ה"ש 81.

הגופים המוסדיים בארצות הברית עשו שימוש בכלי זה והצהירו כי הם מקדמים, בין היתר, גיוון מגדרי ומינוי נשים לדירקטוריון.

חובת גילוי ספציפית תוכל להוביל משקיעים מוסדיים להחלטות בהתבסס על נתונים אלה. כבר היום המשקיעים המוסדיים הגדולים בארצות הברית מבררים נתונים אלה טרם השקעתם בחברות ציבוריות. בישראל, היעדרה של חובת דיווח אינו מאפשר, או מקשה מאוד, גם על המשקיעים המוסדיים המעוניינים לפעול לשוויון נשים בדירקטוריונים בהם הם משקיעים. רק אסדרה שתחייב שקיפות בעניין זה תוכל להביא לפעולות הן של התקשורת וקבוצות לחץ, שיביאו אולי לשינוי בהתנהלות של החברות עצמן, הן של המשקיעים.²⁰¹

4. יוזמות שוק של משקיעים מוסדיים

בשנים האחרונות עניין הגיוון המגדרי בדירקטוריון נדון על ידי ארגונים רבים. כך, למשל, כפי שצינתי בפרק על השקעות עם אחריות חברתית, האו"ם השיק יוזמה בעניין השקעות מסוג זה עליה חתומות 2,500 חברות מכל העולם. אומנם מדובר בהשקעות חברתיות, ולא במפורש בשוויון לנשים, אך השקעות חברתיות כוללות, כאמור, הן זכויות אדם, הן ממשל תאגידי ראוי, ובמסגרת זו לשוויון לנשים בדירקטוריון יש מקום מרכזי.

המלצות בעניין ניתנו על ידי ה-Business Roundtable, ארגון של מנהלי חברות ציבוריות בארצות הברית, שכלל בהמלצותיו לממשל תאגידי תקין לשנת 2019, עליהן חתמו 183 מהמנכ"לים והיו"רים של החברות הגדולות בארצות הברית, המלצה לגוון את מועצות המנהלים, כיוון שמועצת מנהלים מגוונת מחזקת את החברה ומשפרת את ביצועיה.²⁰²

בנוסף, חברות רב-לאומיות המנהלות 10.5 מאות מיליארדי דולרים חתמו באוקטובר 2016 על יוזמה לקדם יותר נשים בהנהלות ודירקטוריונים של חברות בריטיות בהן הן משקיעות. בין המשקיעים המוסדיים הללו ניתן למצוא את קרן הפנסיה הממשלתית ביפן, שהיא אחת הגדולות בעולם, וכן את J.P. Morgan Asset Management, Standard Life, Black Rock מארצות הברית. המטרה היא להגיע ל-30% נשים בדירקטוריונים של החברות ב-FTSE 350 עד 2020. הכוונה היא להתנגד למינוי דירקטורים כאשר החברות אינן עומדות ביעד זה. אחת המשקיעות המוסדיות Aviva Investors התנגדה בין 2016 ל-2018 ל-82 החלטות באספות כלליות משיקולי גיוון מגדרי בדירקטוריונים ובהנהלות הבכירות של החברות בהן היא משקיעה.

בארצות הברית אנו עדים לפעילות השוקית האינטנסיבית ביותר בעניין של גיוון מגדרי בדירקטוריון. כך, לדוגמה, קרן קלפרס, קרן הפנסיה הגדולה בארצות הברית המנהלת מאות מיליארדי דולרים, הקימה ב-2009 מאגר דירקטורים שכשני שלישים מהנמנים בו היו נשים. זהו

²⁰¹ ראה בפרט פרק 6. במאמר זה – תפקיד המאסדר השלמת התמונה.

²⁰² ראו: *Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans'*, BUS. ROUNDTABLE (Aug. 19, 2019) <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>; *Driving Diversity in the Boardroom*, : 2016, BUS. ROUNDTABLE <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>.

נדבך חשוב בהשגת היעד של שוויון לנשים בדירקטוריון, באמצעות הגדלת מספר המועמדות. המטרה של הקרן הייתה להגביר את הגיוון בדירקטוריונים של החברות שבהן היא משקיעה את כספי עמיתיה מתוך הבנה שהדבר תורם לשיפור ביצועי החברות ומפחית סיכון.²⁰³

קרן נוספת בשם State Street Global Advisors (להלן: State Street), השלישית בגודלה בארצות הברית, אימצה מדיניות דומה. ב-2017 הודיעה החברה כי החל מ-2020 לא תשקיע בחברות שאין בהן נשים בהנהלה, אלא אם במהלך שלוש השנים הללו יבואו בדברים עם הקרן ויאמצו תוכנית לקידום גיוון מגדרי להנחת דעתה. בתחילה תופעל המדיניות כלפי חברות בארצות הברית, אנגליה ואוסטרליה וב-2021 תורחב ליפן, קנדה ואירופה. כחלק מהקמפיין הציבה State Street בפתח הבורסה בניו יורק פסל של ילדה חזקה ונחושה אל מול השור הדוהר (המסמל את הבורסה), וכינתה אותה "fearless girl". עם הצבת הפסל השיקה החברה קמפיין של קרן חדשה הכוללת חברות מגוונות מגדרית, שיש להן שיעור נשים גבוה בהנהלה הבכירה ובדירקטוריון. לפי דיווח הקרן, בין 2017 ל-2018 כתוצאה ממדיניות זו 300 חברות הוסיפו דירקטוריות ו-28 חברות נוספות התחייבו לעשות כן.

מנכ"ל בלאקרוק (BlackRock) הזהיר, כאמור לעיל, חברות כי חברתו לא תשקיע בהן אם לא תהיה להם תוכנית להגדלת מספר הנשים בדירקטוריון.²⁰⁴ יוזמה נוספת הייתה של מנכ"ל גולדמן זקס, שהצהיר כי חברתו לא תנפיק יותר נירות ערך של חברות שאין בהן לפחות חבר דירקטוריון אחד "מגוון" "diverse", כשהכוונה כמובן לאישה.

אולם כשמסתכלים על יוזמות אלה יש לזכור כי בגולדמן זקס מכהנות 4 נשים מתוך 11 (36%), כך גם בבלקרוק, 5 נשים מתוך 18 חברי דירקטוריון (27%). אומנם נתון מעל הממוצע לשוק, אך עדיין רחוק משוויון.

באנגליה, ה-Investment Association, המאגדת ניהול נכסים בשווי 7.7 טריליון ליש"ט, איתרה בשנת 2019 94 חברות נסחרות, מתוכן כ-20 שבהן אין אף אישה במועצת המנהלים, וביתר יש אישה אחת בלבד, והתריעה על כך לפני חבריה. נשים בדירקטוריון וגיוון מגדרי בכוח העבודה בכלל, ובעמדות ניהול בפרט, מהווים אחד הנושאים העומדים לנגד עיני המשקיעים המוסדיים, ביניהם Aviva Investors; Legal & General Investment Management; וכן Columbia Threadneedle.

כאשר מדובר ביוזמות מסוג זה יש לזכור כי מדובר בחברות עסקיות. יש הטוענים כי מדובר ביוזמות שיווקיות שמטרתן למשוך אליהן את בני דור המילניאלס, המתעניינים במדיניות החברתית-סביבתית של התאגידים בהם הם עובדים ומשקיעים. עוד יש לזכור כי האג'נדה משתנה. כך, מכתבו של מנכ"ל בלאקרוק באשר למדיניות ההשקעה של החברה לשנת 2020 עוסק רובו ככולו בסוגיית

Angela Cai, *US Public Pension Fund Diversity Initiatives: Practices, Rationals and Constitutionality*,²⁰³ 13 DEPAUL BUS. & COMM LJ 107 (2014).

²⁰⁴ למדיניות BlackRock ראו: Ryan Cole, לעיל ה"ש 15. עוד ראו: Ellen Odoner and Aabha Sharma, *Updated: BlackRock Proxy Voting Guidelines*, HARV. L. FORUM ON CORP. GOVERNANCE (Feb. 9, 2018) <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/09/updated-blackrock-proxy-voting-guidelines/>.

משבר האקלים, ועניין הנשים בדירקטוריון אינו מופיע. בנוסף, כיוון שגם בגופים המוסדיים רוב הדירקטורים הם גברים, צעדים אלה עלולים לקחת זמן רב מדי, ולא להביא לתוצאות המקווות.

מכל מקום, סקירת דיווחי המשקיעים המוסדיים בעניין זה מעלה כי מרביתם סבורים שהם בוחרים לקדם נושא זה כחלק מאגינדה חברתית, ומשתמע מכך, גם אם הדברים אינם נאמרים במפורש, כי הם רשאים לבחור אחרת.

משתמה סקירת הפתרונות הקיימים הן בדין הישראלי והן בדין המשווה, על יתרונותיהם וחסרונותיהם, כעת אפנה להצגת יישום חובת המשקיעים המוסדיים לשקול שיקולים כלל חברתיים לעניין שוויון לנשים בדירקטוריונים.

ו. יישום חובת המשקיעים המוסדיים לשקול שוויון לנשים בדירקטוריון

במאמר עד כה הצגתי את המגמה בעולם לקראת מטרות חברה מורחבות הכוללות, לצד השיקולים העסקיים, גם התחשבות בגורמים וקהילות אחרים הקשורים בחברה העסקית. עמדתי על כך שמשקיעים מוסדיים רבים בעולם בחרו לשקול שיקולים אלה במסגרת שיקוליהם העסקיים ככלל, ולגבי גיוון מגדרי בדירקטוריון בפרט. כן עמדתי על כך שעל המשקיעים המוסדיים, כחלק מחובותיהם, להביא בחשבון שיקולים כלל חברתיים, ובהם עקרון השוויון, במסגרת מטרותיהם הייחודיות. בפרק זה איישם את התובנות הללו לגבי קידום שוויון לנשים בדירקטוריון.

בפתח הדברים אבהיר מדוע לטיעוני הנגד לחובות אלה, אותם פירטתי לעיל, אין משקל כאשר מדובר בקידום שוויון לנשים בדירקטוריון.

הטיעון הראשון כנגד שקילת שיקולים כלל חברתיים היה, כאמור, כי מדובר בשיקולים חברתיים-סביבתיים שנויים במחלוקת, אולם, בניגוד לסוגיות שנויות במחלוקת, כשמדובר בשוויון לנשים מדובר בזכות יסוד המוגנת באמנות בין-לאומיות, עליהן חתומה גם ישראל, וזכות שהוכרה כזכות יסוד (גם אם לא נכללה בחוקי היסוד). במסגרת משטר דמוקרטי-ליברלי, לא ניתן לטעון כי הזכות לשוויון לנשים היא אגינדה סובייקטיבית של קבוצה כזו או אחרת.

הטיעון השני היה כי מדובר בשיקולים מעורפלים, חסרי תוכן ממשי ובלתי ניתנים למדידה. גם שיקול זה אינו תקף כאשר מדובר בשוויון מגדרי בדירקטוריון. מדובר במטרה מסוימת ומוגדרת – שוויון לנשים, כ-50% נשים בדירקטוריון, עניין הניתן למדידה ובחינת ההתקדמות בקלות. גם האמצעים להשגת המטרה ברורים ומוגדרים – איתור ומינוי יותר נשים לדירקטוריון.

הטיעון השלישי היה כי שיקולי אחריות חברתית נושאים תג מחיר, העלול לפגוע ברווחי המשקיעים והחוסכים. לטיעון זה אין משקל כאשר מדובר בשוויון לנשים בדירקטוריון, כאשר, כפי שציננתי, מרבית המחקרים מצביעים כי ההפך הוא הנכון. חלק מהמחקרים מצביעים, כאמור על שיפור משמעותי בביצועים של החברות, אחרים סבורים כי יש תרומה מסוימת, אם כי שולית. מחקרים

אחרים מצביעים על טיוב עבודת הדירקטוריון, ועוד אחרים מצביעים על תרומה חברתית כוללת.²⁰⁵ בנוסף, כפי שצינתי לעיל, הזכות לשוויון חשובה כשלעצמה, ללא קשר לתג המחיר הצמוד לה.

לקראת סיום אפרט ואבהיר מהי החובה שאני סבורה כי יש להטיל על משקיעים מוסדיים לעניין שוויון לנשים בדירקטוריון, כיישום של העקרונות הכלליים עליהם עמדתי לעיל.

1. תוכן החובה המוצעת

כדי לעמוד בחובה זו יהיה על המשקיעים המוסדיים לשקול ולהביא בחשבון את עניין השוויון לנשים בדירקטוריונים של החברות בהן הם משקיעים בשלושה שלבים, שהם אותם השלבים במסגרתם נדרוש מהמנהלים להתחשב בנושאים חברתיים-סביבתיים כלליים ולהביא בחשבון קהילות נוספות, וכעת, ביתר שאת, לגבי ייצוג הולם ושוויוני של נשים.

על המשקיעים המוסדיים, במסגרת חובה זו, לקבוע **בשלב הראשון והחשוב ביותר מבחינת ההשפעה על השוק, מדיניות השקעה** מוגדרת, ולפיה הם לא ישקיעו בחברות בהן לא יהיו די נשים בדירקטוריון, תוך קביעת יעדים וטווחי זמן ריאליים וסבירים להשגת המטרה של שוויון לנשים בדירקטוריון. כך, למשל, אם בשוק אחוז הנשים הממוצע בדירקטוריונים עומד על 20%, החובה לא תהיה לדרוש בשלב זה כי שיעור הנשים בדירקטוריון יעמוד על 50%, אלא לקבוע יעד שהוא מעל הממוצע בשוק, למשל 30% בתוך שלוש שנים. כאשר השוק יגיע לממוצע של 30% יש להעלות את הרף ולקבוע במדיניות ההשקעה רף של 35%, וכך הלאה, עד להשגת השוויון המיוחל.

בנוסף, על המשקיעים המוסדיים להדגיש במסגרת המדיניות כי לא ישקיעו בחברות בהן אין מדיניות של החברה עצמה לקידום שוויון נשים בדירקטוריון, לרבות תוכנית פעולה להשגת היעד. במסגרת זו על המשקיעים המוסדיים לדרוש כי החברות יצביעו על הליך מסודר לאיתור דירקטוריות, יתחייבו כי בכל מקרה של מינוי, יהיה מספר המועמדים זהה למספר המועמדות ויתחייבו להעדפה מתקנת עד להשגת השוויון.

בשלב השני: במסגרת תהליך ההשקעה, על המשקיעים המוסדיים לבחון את מספר הנשים בדירקטוריון בחברות בהן הם מתכוונים להשקיע, כמו גם את מדיניות החברות בהקשר זה, תהליך איתור ובחינת המועמדות והמועמדים, מינוי הדירקטוריון, ועדת המינויים והאם יש תוכנית לגוון את הדירקטוריון. על המשקיעים המוסדיים לבחון שאלות אלה בין אם הם רוכשים מניות בשוק, ובין אם הם מנהלים מו"מ במסגרת גילוי נאות.

על המשקיעים המוסדיים להימנע מלהשקיע בחברות בהן אין את שיעור הנשים עליו עמדו במסגרת מדיניות ההשקעה, ובוודאי בחברות שאין בהן נשים בדירקטוריון, או שבדירקטוריון מכהנת רק אישה אחת, בדרך כלל כתוצאה מהחובה בחוק החברות הממשלתיות ובחוק החברות. ככל שמתקיים מו"מ, על המשקיעים המוסדיים לדרוש מחברות בהן הם מתעתדים להשקיע כי שליש

²⁰⁵ Williams & Conley, לעיל ה"ש 76; Clark, Feiner & Viehs, לעיל ה"ש 77.

(או אותו אחוז שקבעו במסגרת מדיניות ההשקעה) מחברי הדירקטוריון יהיו נשים כבר בעת ההשקעה, או לפחות כי החברה תציג תוכנית מעשית להגיע ליעד זה בתוך זמן סביר.²⁰⁶

בשלב השלישי: המשקיעים המוסדיים כבעלי מניות – כיוון שמשקיעים מוסדיים חייבים להשתתף בהצבעות שעניינן מינוי דירקטורים ופיטורי דירקטורים, עליהם להביא לכך ששיעור הדירקטוריות יגיע לשיעור הרצוי. עליהם גם לבוא בדברים עם בעל השליטה או בעלי המניות האחרים, בכדי לדאוג מראש למועמדות לדירקטוריון ולכוון כך את הצבעותיהם.

לאור היתרונות הרבים, בעיקר חברתיים, שיש לשוויון לנשים בדירקטוריון, על המשקיעים המוסדיים לשקול זאת הן במסגרת מדיניות ההשקעה, הן בהליך ההשקעה, הן בהצבעותיהם למינוי דירקטורים. אם לא יעשו כן, יפרו הן את חובת האמונים, הן את חובת הזהירות אותה הם חבים לחברה ולמשקיעים ולחוסכים, ויהיו צפויים לסנקציות משפטיות, במרכזן תובענות ייצוגיות ונגזרות.²⁰⁷

בהקשר של תפקיד המאסדר, עליו עמדתי לעיל,²⁰⁸ ניתן לקבוע בהוראות שוק ההון למשל, שמשקיע מוסדי לא ישקיע בחברה שאין בה 35% דירקטוריות או תוכנית ישימה להגיע ליעד זה.²⁰⁹ זאת, תחת קביעת מכסה לפיה על כל חברה ציבורית למנות 35% נשים לדירקטוריון. בניגוד לקביעת חובה מוחלטת על כלל החברות כאשר מדובר ברגולציה של החברות עצמן, במקרה של משקיעים מוסדיים ניתן להגביל שיעורים, לאפשר רכישה אם תוצע תוכנית רב שנתית לעניין זה או לדרג את היעדים. באופן זה מנטרלים גם את ההתנגדות המרכזית לקביעת מכסות – שלילת שיקול הדעת של בעלי המניות למנות דירקטורים, תוך פגיעה בזכות הקניין שלהם.

באוגוסט 2018 פרסמה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, חוזר בנושא: "דירקטוריון גוף מוסדי".²¹⁰ סעיף 10 לחוזר מתייחס ל"ייצוג הולם לשני המינים" וקובע ש"בדירקטוריון גוף מוסדי יינתן ייצוג הולם לשני המינים".²¹¹ אולם, מדובר בגוף המוסדי עצמו, ולא בחובה לשיקול את הגיוון המגדרי במסגרת שיקולי ההשקעה וההצבעה, שכן פה גלום החידוש בפתרון המוצע במאמר זה.

אני סבורה כי ככל שהמשקיעים המוסדיים בארץ לא יעמדו בחובה זו לקדם שוויון לנשים בדירקטוריונים של החברות בהן הם משקיעים, על המאסדר לקבוע חובה זו במפורש (בין בחקיקה ראשית, בין בתקנות או חוזרים מכוח חקיקה קיימת). כך ניתן לעשות גם במקומות אחרים בעולם כדי להבהיר חובה זו.²¹²

²⁰⁶ אדגיש כי אין מדובר בציווי קטגורי, ייתכנו מקרים בהם תיקרה לפני משקיע מוסדי הזדמנות שלא תסולא בפז לרכוש ניירות ערך של חברה במחיר מציאה, ואז יוכל לעשות כן מבלי להפר חובה זו, כיוון שעדיין מטרת המשקיע המוסדי היא להשיג תשואות למשקיעים ולחוסכים. אולם סביר להניח כי מדובר יהיה במקרים נדירים, ומכל מקום על המשקיע המוסדי יהיה להבהיר במפורש מדוע עשה כן.

²⁰⁷ שאלת הסעד והנוק היא מורכבת בעניינים אלה, שכן מדובר בהפרת זכות חוקתית שקשה לאמוד במדויק. לצורך כך ייתכן שיש להכיר בעוולות חוקתיות. ראו לעניין זה: עלי בוקשפן "אופייה הציבורי והרגולטורי של התובענה הייצוגית בעידן התאגידי – הקרן למימון תובענות ייצוגיות כזכוכית מגדלת" **משפט ועסקים** (צפוי להתפרסם ב-2020).

²⁰⁸ בפרק ג.4 במאמר זה – השלמת התמונה – תפקיד המאסדר.

²⁰⁹ לאופן האסדרה הנדרש ראו: אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" **משפטים** מ 309, 344 (2011).

²¹⁰ חוזר גופים מוסדיים 2018-9-31 "דירקטוריון גוף מוסדי" (26.8.2018).

²¹¹ טיוטת חוזר גופים מוסדיים 2017-540 "דירקטוריון גוף מוסדי" (4.3.2018).

²¹² Rosenblum, *California Dreaming*, לעיל ה"ש 172, בעמ' 1451.

ז. סיכום

במאמר זה אני מבקשת לתרום לקידום השוויון לנשים בדירקטוריונים, כשמטרת העל היא לקדם חברה מודרנית ושוויונית יותר. עיקר החידוש במאמר הוא בקריאה להכיר בחובתם של המשקיעים המוסדיים, בכובעם כמשקיעים (בעתיד או בהווה) בחברות ציבוריות, להטמיע במדיניות ההשקעה שלהם הוראות שמגשימות תכליות אלה וכן לפעול למטרה זו בהליך ההשקעה, ובחברות בהן הם בעלי מניות, באמצעות זכות ההצבעה שלהם באספה הכללית של החברה הציבורית בה השקיעו. כפי שהובהר בחיבור זה, תפקיד המוסדיים לשקול שיקולי טווח ארוך מאוד, לטובת חוסכים ומשקיעים מכלל הציבור, ולאור זאת להביא בחשבון שיקולים כלל חברתיים. תפקידם זה עולה בקנה אחד עם מגמה המתחזקת היום בנוגע למטרת החברה – המביאה בחשבון שיקולי אחריות חברתית. הצעה זו מתבססת על שני אדנים.

הראשון הוא מידת השפעתם של המשקיעים המוסדיים על השוק ועל כספי הציבור. לאורה, ניתן להסיק שמוצדק להחיל על המשקיע המוסדי, ועל הדירקטור המכהן שבו, חובות רחבות יותר מאלה המוטלות על חברה ציבורית "רגילה", ועל נושא המשרה שבה, ואף להחילן כלפי הציבור, ולא כלפי מושא ההשקעה – החברה (society). ועוד, בבחינת תכלית החברה המסחרית והגדרתה לפי חוק החברות הישראלי, ממילא ניתן לשקול את עניינם של צדדים שלישיים. משכך, יודגש כי אין בכוונת ההצעה לחטוא ללשון החוק, אלא היא תחול רק במקרים בהם החברה מגשימה את תכליתה והיא משיאה רווחים – אז, ורק אז – אין כל מניעה לחייב את המשקיע המוסדי לשקול שיקולים של אחריות חברתית בכלל, וכהונת נשים בתפקידים בכירים בעולם העסקי בפרט.

במסגרת זו הוצגה מגמת המעבר של ארגונים בין-לאומיים ומדינות נוספות לעבר תפיסת הגישה ההוליסטית (או לגישת הביניים), ולפיה מאפשרים שקילת אחריות חברתית בטווח הרווח גם אם ההתחשבות היא ברווחים או הטבות לטווח ארוך. לפיכך הוצגו גם טיעוני המתנגדים למעבר למגמה – מהות השיקולים שנויה במחלוקת; שיקולים מעורפלים שאינם ניתנים למדידה; הצמדת תג מחיר בדמות פגיעה ברווחי החברה או המשקיע המוסדי. אולם, ביקשתי להראות ששיקולים אלה אינם תקפים ככל שמדובר בפגיעה בשוויון לנשים בכלל, ובדירקטוריונים בפרט. השוויון מבטא לטעמי את הנימוק המרכזי לקידום שוויון לנשים בדירקטוריון, אם כי התמיכה בו, או ביתר הנימוקים שהוצגו, נגזרת מתפיסת מטרת החברה העסקית.

השני, היעדר פתרון חלופי ישים. אף על פי שקיימים פתרונות מעשיים, הם לא הצליחו עד היום להוביל לשינוי של ממש, במרבית מדינות העולם. מסקירת הדין המשווה עולה שהכלי היחיד שצלח הוא קביעת מכסות בחקיקה. לאור זאת, הועלו בישראל כמה הצעות חקיקה דומות שכשלו, כולן. ככל שייקבעו בסופו של יום מכסות בחקיקה, הרי יהיה על החברות עצמן להגיע למכסות אלה. בנוסף, גם הליכים של דו"ח ממשל תאגידי תקין לא צלחו. לראיה, הוראות חוק החברות שנחקקו במסגרת תיקון מס' 16, שביקשו לקדם ממשל תאגידי תקין, לא הביאו לשינוי ממשי, וכך גם באשר לשיעור כהונת הנשים בדירקטוריוני חברות ציבוריות.

לפיכך, הצעתי היא להשריש אחריות חברתית במסגרת הרחבת החובות המוטלות בדין הקיים על משקיעים מוסדיים, היינו, כשיקול רוחבי לגבי כל חברה מושא השקעתם. ככל שהמשקיעים

המוסדיים לא ייענו לאתגר לקדם מינוי נשים כחלק מחובותיהם, על המאסדר להתערב ולחייב אותם לעשות כן, במסגרת החובות הקיימות המוטלות עליהם הנגזרות באופן ישיר מתכלית החברה להשיא רווחים.

יש לקוות כי בכך יבוא לידי ביטוי מה שנכתב על השלט לצד הפסל שהציבה State Street :
²¹³ **“Know the power of women in leadership. SHE makes a difference”**

²¹³ כאשר SHE הוא גם סמל הזיהוי של החברה בנאסדק.