

תוכן עניינים

מבוא	2
פרק 1. מידע פנימי – נתונים ועובדות	3
פרק 2. מידע פנימי בראי תחליפי מוסר	4
פרק 3. מידע פנימי בראי עקרונות המוסר	6
פרק 4. מידע פנימי – קווים לפתרון	8
סיכום	10
ביבליוגרפיה	11

מבוא

שימוש במידע פנימי הינו מידע על פעילות התאגיד שיכול להשפיע על רווח המנייה. מידע זה איננו מחולק באופן שווה לציבור ולרוב מי שנהנה ממידע פנימי יכול לקבל החלטות מהירות וקריטיות שמשפיעות על הרווחים האישיים שלו, כדוגמת רכישה או מכירה של מניות. מכיוון שמדובר על מעשה שאיננו שוויוני עם הציבור והדבר עשוי לפגוע באמון המשקיעים, בהגנות ובשלמות שוקי ניירות הערך ועקרונות השוק החופשי, הרי שחוקי המסחר בבורסה קובעים כי שימוש במידע פנימי הינו אסור ונחשב למעשה פלילי (Klaw, & Mayer, 2019). אף על פי כן, ישנן עדויות לכך ששימוש במידע פנימי ממשיך להתקיים בעיקר משום שהוא קשה לזיהוי ולהוכחה מול החוק (Adams, Perry, & Mahoney, 2018). מצד שני, למרות שימוש במידע פנימי, הרי שהשוק החופשי מגלה אדישות כלפי התופעה, הוא ממשיך לתפקד ונידמה כי הוא חזק יותר מאשר החשש כי מידע פנימי ישרת מספר אנשים ולא את כלל השוק. אף על פי כן, השוק החופשי עשוי לראות בכך פגם כאשר לאדם אחד ישנו יתרון ייחודי שאיננו שוויוני ואיננו חוקי ושיכול לקדם אינטרסים אישיים בעוד שאנשים אחרים באותה סביבת שוק אינם נהנים מאותו הכוח (Smith, & Block, 2016). שאלת המחקר: מהן הדילמות המוסריות בשימוש במידע פנימי?

בפרק הראשון בעבודה אציג הגדרות ומידע מקדים על תופעת המסחר במידע פנימי. פרק זה יאפשר להסביר מהו בכלל מידע פנימי וכיצד הוא מתקיים בפעילות העסקית. הפרק השני בעבודה יתמקד בתיאור תחליפי המוסר – השוק והחוק. הפרק יציג כי השוק עשוי להוקיע את תופעת המסחר במידע פנימי משום שהדבר יקשה על גיוס משקיעים בשוק; ואילו החוק יציג את האיסור לשימוש במידע פנימי. בשני תחליפים הללו יוצגו גם חולשות כמו אדישות של השוק החופשי כלפי התופעה וכן הפרשנות של החוק שמאפשרת להנציח את התופעה. פגמים אלה עשויים להחליש את יעילות תחליפי המוסר.

הפרק השלישי בעבודה יתמקד בשני עקרונות מוסר – תועלתנות וחובות. עיקרון התועלתנות יציג כי מצד אחד מידע פנימי עוזר לעיתים להטיב עם משקיעים ולמנוע לעיתים הפסדים כספיים גדולים יותר. אולם מצד שני, המידע הפנימי פוגע ביעילות השוק, בהרחקת משקיעים ושחוק באמון הציבור במסחר בניירות ערך. עיקרון החובות יתאר כי שימוש במידע פנימי מנצל את המשקיעים ככלי להשגת רווחים לטובת הארגון והשימוש במידע פנימי עלול להביא לנזרמות והתנהגויות בלתי מוסכמות מבחינה חברתית כמו שימוש בהאזנות סתר, טיפים באמצעות מעשי שחיתות, וחדירה למידע פנים ארגוני בניגוד לחוק. בכך הפרק יעזור לקבוע כי שימוש במידע פנימי איננו מוסרי.

הפרק הרביעי והאחרון בעבודה ישרטט מודל לפתרון בבעיה באמצעות מודל הניהול הקלאסי. מודל זה מתאר כי על מנהל התאגיד לראות קודם כל את האינטרסים של בעלי העניין ולפעול לקידום הרווחים של המשקיעים. הפרק יתאר כי למנהל אסור לאפשר שימוש במידע פנימי משום שהמהלך עלול לפגוע ביעילות הארגון, להטיל קנסות ועונשים על עובדי הארגון והמשקיעים שקשרו קשר לשימוש במידע פנימי. הפתרון שמוצע בפרק זה הוא להגדיל את תדירות פרסום תחזיות הרווח של הארגון, ובכך מידע פנימי יהפוך לבלתי רלוונטי.

לסיכום, נידמה כי תופעת המסחר במידע פנימי היא תופעה פסולה מבחינה חקיקתית ומוסרית, אך נידמה כי השוק לעיתים מגלה אדישות לתופעה זו. הנזק משימוש במידע פנימי הינו נרחב ומשפיע על כל השוק, הוא יוצר חוסר אמון, חוסר יעילות וחושף את הארגון ועובדיו לעונשים כבדים. לכן, בכדי לקדם את האינטרסים הארגוניים, על המנהלים בארגונים להילחם נגד תופעות של מידע פנימי שיוצאת מתוך ארגונם.

פרק 1. מידע פנימי – נתונים ועובדות

מסר פנים מוגדר בדרך כלל כרכישה או מכירה של ניירות ערך על-ידי מקורבים לתאגיד כמו עובדי תאגידים או חברים, משפחה ומכרים של עובדי התאגיד, שברשותם מידע מהותי שאינו נגיש לציבור. מידע זה בעל השפעה על קבלת ההחלטות של המשקיע שכן המידע מלמד על הצלחה עתידית של התאגיד או כישלון שלו. מידע זה עשוי להשפיע בעתיד על תנודות השוק וערך המניה של הארגון, ולכן ידע מקדים יכול להועיל למשקיע ברכישת מנייה זולה שתהפוך בעתיד ליקרה, או במשיכת השקעות לפני שהתאגיד יפרסם בפומבי תחזיות שליליות. ראוי להדגיש כי, עובדי הארגון יכולים לעסוק בסחר בניירות הערך שברשותם, אך תוכנית המכירה חייבת להיות מוגדרת מראש לפני שעובדי הארגון יהיו מודעים לשינויים עתידיים בתחזיות הרווח של הארגון (Angel, & McCabe, 2018, pp. 747-748).

שימוש במידע פנימי הינו אסור לפי חוקי נירות הערך ב-87 רשויות לניירות ערך בעולם – מרביתן מערביות (Smith, & Block, 2016, p. 52). הרשות לניירות ערך בארה"ב הגדירה כי חל איסור על שימוש במידע פנימי: "על גורמים מסחריים חובה לחשוף מידע מהותי שברשותם שאינו ציבורי לפני המסחר, או אם אינם יכולים למסור מידע כזה, להימנע מלעשות אינטראקציות מסחריות שכאלה". הגדרה זו כפי שהתברר הייתה בעיקר פרשנית והקשתה על המאבק במסחר המבוסס על מידע פנימי וחייבה לרוב מעורבות של בית המשפט לבחון האם היה שימוש במידע פנימי או לא (Klaw, & Mayer, 2019, p. 2).

הסיבות מדוע שימוש במידע פנימי הינו אסור מבוסס על תפיסת אי-ההוגנות כאשר משקיע אחד נחשף למידע מועיל ומשקיע אחר לא. כתוצאה מכך הדבר עלול להוביל לבריחת משקיעים, פגיעה באמון השוק ובמסחר בניירות ערך שיקשו על חברות לגייס הון לטובת פיתוח מוצרים ושירותים חדשים, וכן החשש כי כל השוק עצמו יאבד מיעילותו הכלכלית משום שרק חברות שיעסקו במסחר פנימי יצליחו למשוך אליהם משקיעים (Angel, & McCabe, 2018, p. 752; Smith, & Block, 2016, p. 48).

למרות כי שימוש במידע פנימי הינו אסור על בסיס חוקים שונים בסחר בניירות ערך, נידמה כי ציבור רב סבור שמדובר בתופעה נפוצה שלעיתים מלווה באדישות. בעוד שהרשות לניירות ערך במדינות רבות נלחמת נגד הסחר במידע פנימי, הרי שמעל 67% מהאמריקנים סבורים כי מידע פנימי הינו נפוץ בקרב סוחרים בניירות ערך ומשקיעים שונים. אולם יותר מזה, נמצא כי למעלה מ-55% מהאמריקנים הודו כי הם היו עוסקים בסחר במידע פנימי אם הדבר היה משרת אותם, והייתר טענו כי הם לא יעסקו בסחר במידע פנימי משום שהדבר איננו חוקי (Anderson, 2018, p. 6).

הנתונים מעלה מלמדים כי תופעת השימוש במידע פנימי עשויה להיות מאבק חסר סיכוי של הרשויות לניירות ערך, הן מהקושי להגדיר את הבעיה והן מהקושי לזהות אותה (Anderson, 2018, p. 7). דוגמה לקשיי ההתמודדות מלווה גם בנתונים אמפיריים. בשנת 2011 פתחה הרשות לניירות ערך בארה"ב כ-60 תיקים לבחינת תופעת שימוש בניירות ערך. מתוך התיקים הללו נחקרו כ-93 אנשים שנחשדו בביצוע שימוש במידע פנימי. מתוך הקבוצה האמורה 36 אנשים שלשלו לכיסיהם מעל \$100,000 רווחים, והייתר הרוויחו בין 50-100 אלף דולר. עבור מרבית החשודים, נידמה כי ראשית הדבר לא הפך אותם לעשירים בקנה מידה יוצא דופן; שנית, עבור מרבית החשודים לא הוגשו כתבי אישום מעצם הקושי להוכיח כי היה שימוש במידע פנימי בעת ביצוע העסקה (Smith, & Block, 2016, p. 52).