

A decorative archway with two columns and a balcony. The columns have a twisted texture and are topped with ornate capitals. The arch is supported by the columns and has a decorative finial at the top. A balcony with a balustrade is at the bottom.

בסייעתא דשמיא

**מדריך הלכתי
בנושא כשרויות
בשוק ההון**



פנסיה, חיסכון לכל ילד,
השתלמות, קניית מניות אג"ח ועוד.

טוביה קהת

0556728734

אין בכתובת חוברת זו המלצה לביצוע השקעה כל
שהיא. ואין צריך לפנים שאין בזה משום פסיקת
ההלכה והכרעה בין שיטות.



נר זיכרון

לע"נ

זקני הר"ר שמואל
זאנוויל ב"ר אליקים
ז"ל

זקנתי מרת צפורה
פייגא ב"ר יצחק זאב
ע"ה

עמרם פריד

בני ברק

שבט תשפ"ה

בס"ד

ראיתי את החיבור **"מדריך הלכתי בנושא כשרויות בשוק ההון"** שחיברו **הגאון רבי טוביה קהת שליט"א** והוא חיבור נצרך מאוד לבני דורינו שנפוץ מאוד ההשקעות ובפרט שלכל אחד שיש לו ילדים יש כספים שנמצאים בקרנות וצריך לדעת היכן להניח את הכספים.

אמרו חז"ל (ב"מ עא) שמלוה בריבית כופר באלוקי ישראל וכן הוא בתוספתא (ב"מ פו).

וביאור הדבר שדווקא איסור ריבית נחשב כפירה הוא שאינו מאמין בקב"ה שאם היה מאמין שמזונתיו קצובים לו מר"ה עד ר"ה (ביצה טז) לא היה מלווה בריבית באופן האסור (עיין חכ"א כלל קל).

ולכן צריך לדעת היכן ההשקעות המהודרות ביותר שאין בהם חשש ריבית כלל כי אם מאמינים די בהשתדלות של השקעה באופן שאין שום חשש.

ושוב אחזור בשבח החיבור שנכתב באופן נפלא שכולם ידעו בצורה ברורה את הדרכים השונות של ההשקעות וכל דרך את הצדדים ההלכתיים שיש בה

נ"ל ש"ך

תוכן עניינים.

- א. הקשר שלי לשוק ההון.....1
- הבנת המשמעות הכלכלית של השוני בין המסלולים.
- ב. שוק ההון.....9
- הסבר בסיסי על גיוס הון דרך הנפקת מניות ואג"ח.
 - ההבדלים בין מניות לאג"ח מבחינת סיכון, ומהות ההתחייבות של החברה.
- ג. חברה בע"מ בהלכה.....19
- סוגיית הבעלות על חברה בע"מ.
 - היתר או איסור מסחר והשקעה במניות.
- ד. מוצרים שונים בשוק ההון.....33
- אג"ח מדינה ואג"ח קונצרני.
 - נגזרים - חוזים עתידיים אופציות ואג"ח להמרה: הסבר מציאותי והנידון ההלכתי.
 - קרנות מחכות מדדים: הסבר מציאותי והנידונים ההלכתיים.
 - הלוואות עמיתים: הסבר מציאותי והנידונים ההלכתיים.
- ה. ההכשרים השונים.....48
- גלאט הון
 - בד"ץ העדה החרדית.
 - תשואה כהלכה.
 - הרב דביר.
- ו. בנקים.....60
- חשבון בנק.
 - כסף וירטואלי.
 - מטבעות דיגיטליות (קריפטו).
 - הגדרות הקניין במוצרי שוק ההון השונים על פי הגדרתם ההלכתית.

הקדמה

בשנים האחרונות אנו עדים לתופעה ברוכה של מודעות גוברת והולכת בקרב הציבור לצורך בהכשרים על מסלולי ההשקעה שלהם בשוק ההון, ההשקעה בשוק ההון כמה שהיא נשמעת תלושה מהמציאות כל אחד ואחד שייך לשם הן בפנסיה והן בחיסכון לכל ילד.

כמו"כ לאחרונה גברה המודעות בציבור לאפשרויות השקעה עצמיות הן בקרנות השתלמות והן בקופות גמל שונות, (כמובן בהנחיית אנשי מקצוע) וככל שהמודעות גוברת השאלות חוזרות על עצמן שוב ושוב על איזה הכשר אפשר לסמוך, האם עדיף להחמיר או שאין עניין, האם בכלל צריך הכשר, וכו' וכו'.

בגלל המורכבות של הנושא העמום והמופשט לכאורה של שוק ההון חסרה מודעות בסיסית פרקטית בנעשה מאחורי הקלעים בחברות ההשקעה ובגופי הכשרויות. לעיתים נשמעות סתירות בין הצהרות של גוף כשרות זה למשנהו כי כל אחד רואה את הדברים מנקודת מבטו והלומד יוצא מבולבל ולא יודע מה לעשות.

כמובן מי שלא יודע מה לעשות ניגש לרב ושואל אבל גם כאן יש חסר בידיעת המציאות, וכבר שמעתי מכמה רבנים שאמרו לי ששואלים אותם שאלות על כשרויות בשוק ההון והם לא יודעים מה לענות, ובאמת אין עליהם כל טענה כי הם למדו בכולל שו"ע והם יודעים הלכות ריבית ושאר חלקי השו"ע ישר והפוך אבל מה קורה בתוך חברות ההשקעה אפילו בשימוש חכמים לא למדו על זה, אז מה הפלא שלא יודעים לענות.

ולכן ראינו צורך גדול להעלות על הכתב את המציאות העומדת מאחורי הקלעים, מה בעצם עושה כל משקיע פרטי הן בפנסיה, הן בקרן השתלמות, קופת גמל, חיסכון לכל ילד, או כל צורת השקעה שהיא בשוק ההון. העלנו בס"ד את הצדדים ההלכתיים בכל מוצר ממוצרי שוק ההון, את הנידונים שדנו גדולי הפוסקים, את הכרעותיהם המגוונות, ואת נהלי הכשרות של כל אחד מארבעה גופי הכשרות, וזאת בכדי שכל אחד יוכל להבין את אשר לפניו ולהכריע או להיות לכל הפחות בבחינת 'יודע לשאול' ולקבל החלטה ברורה בצורה מושכלת.

כאן נדגיש שוב שאין אנו באים להכריע בדברינו לשום צד, ודאי לא בנידון שנחלקו בו גדולי ההוראה, אלא רק להביא לפני הקורא את הצדדים והשיטות והבוחר יבחר. כמו"כ אין בדברינו להמליץ על שום מסלול השקעה זה או אחר ולא לקבל אחריות על כל השקעה שתהיה, בדברים אלו יש ללכת למומחים המתמקצעים בתחום.

אנצל הזדמנות זו להודות להורי היקרים על העידוד והתמיכה לאורך כל הדרך, ובפרט על חלקם המשמעותי בחיבור זה.

לאשתי היקרה על מסירותה המופלאה לכל דבר שבקדושה, ובפרט בכל מה שנוגע לחיבור זה.

ביקרא דאורייתא

טוביה יצחק הכהן קהת

הקשר שלי לשוק ההון

הבנת המשמעות הכלכלית של
השוני בין מסלולי הגמל והפנסיה

~~~~~

~~~~~

א. הקשר שלי לשוק ההון.

שאלה: האם אני קשור לשוק ההון?

תשובה: כל ילד מגיל חודש (שרשום במדינת ישראל) קשור לשוק ההון, יש לו כספים שם והוא משקיע במוצרים שיש לשוק להציע, (חיסכון לכל ילד), לכל עובד עם תלוש יש פנסיה, ויש עובדים שיש להם אוטומטית גם



קרן השתלמות כמו עובדי הוראה ועוד, כל השמות הללו הינם שמות של תוכניות השקעה, בחיסכון לכל ילד הביטוח הלאומי מפקיד עבוד כל ילד 57 ש' לחודש (ההורים יכולים הוסיף עוד 57 ש' שירד מהחשבון של קצבת הילדים) את הכסף הזה משקיעים בשוק ההון ואפשר להוציא אותו על פי החוק רק מגיל 18.

פנסיה הוא תכנית הפקדה משותפת בין המעסיק לעובד (12% / 6% סה"כ 18% מהמשכורת!! לחודש) שמופרשת למסלול השקעה בשוק ההון אפשר להשתמש בכסף רק מגיל הפרישה כקצבה חודשית מי שרוצה להוציא את הכספים קודם יש לו מס גבוה מאוד על הרווחים, וכן קרן השתלמות הוא הפרשה חודשית לצורך מימוש בתנאים שלה, כמו

~~~~~

מסלולים אוטומטיים אלו אפשר להפקיד גם באופן עצמאי במגוון מסלולים שונים שחברות ההשקעות מספקות.

ידיעות אלו נחוצות עד מאוד לכל אדם ולמורה הוראה בפרט מאחר והשאלות חוזרות על עצמם בכל יום באיזה מסלולים מותר להשקיע ולכן חייב המורה הוראה להיות בקי בזה על מנת להפריש מאיסורא את השואלים. לצורך הבנת הנושאים ההלכתיים צריך לתת רקע בסיסי על שוק ההון וצורת המסחר וההשקעות בו, וכמו שיתבאר בפרק הבא בע"ה.



### **א. הבנת המשמעות הכלכלית של השוני בין המסלולים.**

בשביל שמורה הוראה יוכל להורות כהלכה בסוגיות אלו ואף האדם הפרטי על מנת שיוכל להכריע לעצמו על איזה כשרות הוא סומך, ועל איזה לא, במה הוא מחמיר ובמה לא, הוא צריך לדעת את המשמעות הכלכלית שיש בין המסלולים השונים, שהרי אם הדברים היו חד משמעיים להקל או לאסור אין בזה נפק"מ מה שמותר מותר ומה שאסור אסור אך מכיוון שיש בזה הרבה שיטות והרבה דעות להחמיר

~~~~~

או להקל צריך לדעת איזה משמעות יש בזה, שהרי הרב המורה הוראה לא יתייחס לשאלה של דם בביצה באותו הסתכלות של שאלה על בהמה שלימה אם להכשיר או להטריף אותה, שהרי יש הרבה מקומות שמובא בהלכה שיש להקל בהפסד מרובה. ולכן על כל שאלה שבאה למורה הוראה בעניין שוק ההון וקרנות גמל למיניהן וסוגיהן המורה צריך לשקול את הצדדים הן מהפן ההלכתי של העניין והן מהצד הכלכלי שלו. שלא הרי שאלה של בחור שנתיים לפני החתונה שחוסך אלפיים ש"ח לטווח של שנתיים לצורך הוצאת רישיון כהרי זוג שמתכנן את הפנסיה שלו שכל עתידו הכלכלי מונח על שולחנו של הרב ונתון להכרעתו ההלכתית (כמובן שהכל בידי שמים).

הנקודה העיקרית שעל הבא להכריע בשאלות מעין אלו צריך לדעת זה 'אפקט רבית דריבית'. נניח שהשואל אומר לרב שסוכן ההשקעות מציע לו מסלול שצפוי להניב 8% שנתי ומסלול אחר שצפוי



להניב 10% שנתי ומדובר על סכום של 10,000 ש"ח לטווח של 10 שנים, הרב יחשב בטעות הפרש של 2% כפול 10 שנים יצא הפרש של 2,000 ש"ח בין המסלולים, וייתכן שיאמר בהתאם לצרכים והנתונים של השואל שראוי לו

להחמיר בשביל 2,000 ש"ח, אבל אם הרב ייקח בחשבון את אפקט רבית דרבית הוא יבין שבשנה הראשונה אמנם 2% זה 200 ש"ח אבל בשנה

~~~~~

השנייה זה 2% על הקרן והרבית של שנה שעברה ובשנה השלישית ה-2% הללו יהיו על הקרן ועל כלל הריביות שהצטברו עד כה, אפקט רבית דרבית אומר שככל שהטווח ארוך יותר הסכום מכפיל את עצמו הרבה יותר, ולכן בדוגמא שלנו ההבדל האמיתי בין המסלולים לטווח לא ארוך (יחסית) של 10 שנים הוא בערך 26,620 למסלול של 10% ובערך 21,500 למסלול של 8% כלומר ההפרש הוא יותר מ-5,000 ש"ח, ואם נדבר על טווח של 20 שנה ההפרש יהיה משמעותי ביותר: כ-80,000 ש"ח למסלול של 10% ו-46,600 בערך למסלול של 8% כמעט 35,000 ש"ח הפרש, ואם הצורך של המשקיע הוא חתונות ילדים יש משמעות גדולה ל-35,000 ש"ח ויש לחשוב פעמיים על חומרא זו או אחרת אם ראוי ונכון להחמיר בה או שמא נכון דווקא להקל, ועכ"פ על המורה הוראה לשקלל את הנתונים ולדעת על מה הוא פוסק ומה בפסק שלו הוא גוזר על השואל. וכנ"ל הבא להכריע לעצמו בשאלות הנ"ל.

הדוגמאות שהבאנו הם סולידיים ביותר הן מצד הסכום והן מצד הטווח וההפרשים באחוזי המסלולים, השאלות המצויות יותר הן בפנסיה שהסכומים הרבה יותר גדולים (18% מהמשכורת 900 ש"ח לחודש למשכורת של 5,000 ש"ח בערך שכר מינימום) לטווח של 35 שנה והשאלות הם האם להסתפק במסלולים שמציעים תשואה שנתית של כ-4% או 5% או ללכת על מסלול בסיכון מוגבר שצפוי להציע כ-9% שנתי תחשבו לבד את ההפרשים. ולכן אם המורה לומד רק את ההלכה ויצא

~~~~~

לו שיש מקום ועניין להחמיר מכל סיבה שהיא הוא יחמיר למה לא? אבל אם הרב ידע ויבין את ההשלכות שתהיינה לשואל מלהחמיר חומרא כל שהיא הוא ישקול שוב את הדברים ואולי יחליט שיש מקום להקל וגם אם לא מ"מ הוא הכריע על פי שיקול דעת נכון והסתכלות אמיתית על השאלה וההכרעה.

ולסיכום שני הנקודות המשמעותיות ביותר הן ההפרשים באחוזי התשואה הצפויה, ובעיקר הטווח שככל שהטווח יותר רחוק ההפרשים גדלים.

ועוד הארה לרבנים, מורי הוראה ולכל קוראי המדריך, אם תבינו את הנקודה הזאת תוכלו להסב את תשומת ליבם של הסובבים לאפשרויות הקיימות בשוק ההון (בדברים שבין כה כולם עושים חיסכון לכל ילד פנסיה וכו') אם שמים לב שהם אינם מודעים לכך, אמנם אין הכוונה שהרב ייתן ייעוץ מקצועי להשקעה זו או אחרת אלא יכוון את השואל להתייעץ עם בעל מקצוע שיש לו את הסמכות החוקית והידע המקצועי המתאים לכך, אך בתור מראה מקום הוא לו ודאי מחובתנו להודיע למי שאינו מודע מדין השבת אבדה גמורה.



~~~~~

הסבר בסיסי על

# שוק ההון

ההבדלים בין מניות לאג"ח מבחינת  
מהות ההתחייבות של החברה.

— RF SHORT פרמיית הסיכון

— RF LONG פרמיית הסיכון

~~~~~

א. הסבר בסיסי על גיוס הון דרך הנפקת מניות ואג"ח.

נחלק את תהליך ההתקשרות בין החברות למשקיע הפרטי ל-3 שלבים.

נתחיל מהצד של החברות. **שלב א'** - ישנו עסק שבעליו רוצה להפריד את עצמו מהעסק מכל שיקול שהוא (בעיקר כדי שאם העסק ייכנס לחובות החשבון האישי שלו לא יפגע), הוא רושם את העסק כחברה בע"מ, על זה



נלאו גדולי הפוסקים בדורות האחרונים לנסות להגדיר בהלכה את מעמדה של החברה, כללו של דבר הוא שמבחינה משפטית

החברה אינה קשורה לאדם בעלי החברה אלא ישות ממונית בפני עצמה שקונה ומוכרת ועושה עסקים. כל החובות של החברה הן אך ורק על החברה ולא על האדם בעלי החברה, כמו"כ גם הזכויות של החברה שייכות לחברה, אמנם בעלי החברה הוא בעל החלטה ובכוחו לתת לעצמו ולאחרים משכורות, (אמנם אין לו אפשרות לעשות בחברה לגמרי כרצונו מאחר והרישום של חברה בע"מ כרוכה בפיקוח ממשלתי הדוק).

שלב ב' - השלב הבא הוא שהחברה גודלת בס"ד ורוצה לגייס הון נוסף לצורך הגדלת החברה, יש לה כמה אפשרויות לגייס את ההון, או בהלוואה בנקאית, או הנפקת אג"ח או בהנפקת מניות. להלן טבלה

~~~~~

שהמסכמות את ההבדלים בין האפשרויות של הלוואה בנקאית להנפקת אג"ח.

| עלות גיוס הון                             | גיוס בדרך של אג"ח                                    | אשראי בנקאי                                              |
|-------------------------------------------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| עלות האשראי - הריבית המשולמת בגין הלוואה  | גבוה - עלות הנפקה כוללת תשלומים לחתם, רו"ח עו"ד ועוד | נמוכה - מהלך עסקים רגיל של הפירמה                        |
| גמישות במועד הפירעון במקרה של קשיי נזילות | אין אפשרות לדחיית מועד הפירעון.                      | נמוכה                                                    |
| מועד התשלום הראשון בגין הקרן (גרייס)      | נקבע לפי נוחות החברה                                 | ישנה אפשרות למחזור ההלוואה או לפריסת החוב עד שנתיים ימים |
| בטחונות נדרשים                            | יתכנו מצבים שבהם השעבוד אינו שווה דבר                | בטחונות "ממשיים"                                         |

האפשרות הנוספת היא להנפיק מניות לציבור. להלן טבלה המסכמת את ההבדלים בין מעמד רוכש מניה לרוכש אג"ח.

| לסיכום ניתן להציג את ההבדלים בין מעמדו של רוכש אג"ח לרוכש מניה בטבלה הבאה: |                                                                                           |                                                             |
|----------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| פדיון                                                                      | אג"ח                                                                                      | מניה                                                        |
| נפדות במועדים קבועים לפי ערך הנקוב או בתוספת הצמדה                         | הערך הנקוב מוחזר רק אם הוחלט על פרוק החברה או הקטנת הון.                                  | הערך הנקוב מוחזר רק אם הוחלט על פרוק החברה או הקטנת הון.    |
| רווחים                                                                     | הריבית משולמת במועדים קבועים ובהתאם לשיעורים שנקבעו מראש התשלום אינו מותנה ברווחיות החברה | הדיבידנד משולם בהתאם להחלטת האסיפה הכללית רק כאשר יש רווחים |
| מעמד הבעלים                                                                | נושה                                                                                      | שותף                                                        |
| זכות הצבעה                                                                 | אין זכות                                                                                  | בעלי המניות רשאים להצביע באסיפה הכללית של החברה             |
| פירוק החברה                                                                | בעלי האג"ח קודמים לבעלי המניות                                                            | בעלי המניות מקבלים את כספם רק לאחר סילוק כל החובות          |

עכשיו החברה כבר נסחרת בבורסה. כלומר סוחרים ומשקיעים יכולים לקנות ולמכור את ניירות הערך שהנפיקה החברה להרוויח ולהפסיד משינויים בשער הקנייה והמכירה.

~~~~~

יש להשים לב לשורה המודגשת בטבלה, מבחינה חוקית ומכל בחינה קיימת, ההבדל בין בעל מניה לבעל אג"ח הוא ההבדל אם הוא שותף או לא, כלומר שחוקי המדינות שהגדירו את המושג חברה בע"מ הן הם אלו שהגדירו את בעל המניה כשותף בנכסי החברה. אך כאן באו גדולי הפוסקים ודנו מהי המשמעות הלכתית של הגדרה זו.

שלב ג' - אחרי שהחברה נסחרת בבורסה וקיים שוק גדול של חברות כאלו (הנקרא בלעז "שוק ההון"), קמו להם חברות ושמו להם מטרה לעזור ליחידים שאין להם מספיק מידע וכח וזמן להשקיע ולסחור בשוק ההון, לקבץ את כספם ולהעמיד אנשי מקצוע שהם יסחרו עבורם בשוק ההון, וכאן בא המושג פנסיה ואומר שבמקום להניח את ההפרשות לגיל שיבה מתחת לבלטות שמי יודע מה יישאר מזה בעוד 40 שנה, תביא את הכסף לחברות הללו (כגון: מגדל, מיטב דש, הראל, ועוד) הם יעמידו את אנשיהם שישקיעו עבורך את הכסף וכך תצא בסוף התקופה אם תשואה נאה ותוכל לכלכל את ביתך לעת זקנה בנחת להתכונן לקראת ה'דין וחשבון' ברוגע בלי עול פרנסה... וכמו תכנית הפנסיה כך גם תכנית קרן השתלמות וחיסכון לכל ילד או כל מסלול אחר שייבחר ע"י המשקיע הפרטי, נותנים את הכסף לחברה שיש לה אנשי מקצוע והם משקיעים עבורך את הכסף (זה כמובן לא בהתנדבות...) בתוך החברות הללו ישנם מסלולי השקעה שונים שבעצם מאפשרים למשקיע הפרטי שיש לו קצת ידע או התייעץ ויכול לבחור באיזה מסלול הוא רוצה, כלומר איזה סוג

~~~~~

וסגנון של ניירות ערך הוא רוצה לקנות. (ישנם קריטריונים שונים ויש להם השפעה על פי הטווח שלשמו צריך המשקיע את הכסף מה שנקרא סיכון גבוה וסיכון נמוך).



## **ב. ההבדלים בין מניות לאג"ח מבחינת סיכון ומהות ההתחייבות של החברה.**

הבאנו לעיל טבלה המשקפת מבחינה חוקית את ההבדלים בין מעמד רוכש המניות לרוכש אג"ח, והכלל הגדול העולה מזה שמבחינה חוקית בעל המניה הוא שותף בחברה ולכן הזכויות שלו בחברה הן לפי שוויה של החברה ואם החברה חלילה תקרוס כספו יאבד ולא בגלל שבעל חובו לא יכול לפרוע את חובו אלא כי רכשו שלו נאבד. (בדיונים שהתקיימו אצל הגאב"ד ר' אשר וייס שליט"א מול חברה שהייתה בנפילה, שאנשים רבים השקיעו בה, שמו משקל מחץ לשאלה אם ההשקעה הייתה בצורת הלוואה או רכישת מניה כי הלוואה צריך להחזיר גם אם אין כסף אבל מניה אם אין כסף בחברה אין מה להחזיר כי נסתחפה שדהו).





חוק משמעותי ביותר בהבדלים בין זכויות רוכש אג"ח לרוכש מניה היא סדר הקדימה ביניהם, החוק קובע כי בעל האג"ח קודם לבעל המניה, וההסבר פשוט, בעל האג"ח הוא נושה בבעל המניה שהוא חייב את הכסף (אמנם לא אישית אלא בחברה שבבעלותו) ולא שייך שייקח כסף לעצמו כל עוד יש עליו חוב.



[במאמר המוסגר נבאר כאן את המושג הנקרא סיכון גבוה וסיכון נמוך, שכידוע השקעה במניות נחשבות סיכון גבוה והשקעה באג"ח נחשבות לסיכון נמוך, הבנת הדברים יכולה לסייע בידינו לעמוד קצת על הגדרות הדברים.

בגלל שהשקעה במניות איננה חוב שהחברה חייבת אלא שותפות בחברה הרי שהסיכון הוא על כל הקופה, כי אם החברה בנפילה הכספים של המשקיע בנפילה ואם החברה בצמיחה הכספים של המשקיע בצמיחה ולכן הסיכויים והסיכונים הם בלי הגבלה כל שהיא. כמו"כ השוק מושפע מאוד ממצב הרוח של המשקיעים ואם הם רואים כיון של צמיחה הם יכולים ללהוט על מניות החברה שאתה מחזיק, ואז אתה יכול למכור אותם במחיר הרבה יותר גבוה משווייה האמיתי של החברה וכן להיפך.

~~~~~

בשונה ממניות, באגרות חוב הסיכון הוא נמוך כי החברה חייבת את הקרן פלוס הרבית הנקובה באג"ח ללא כל קשר לרווחיה ולשוויה של החברה ולכן הסיכון היחיד הוא רק אם החברה פושטת רגל ואין לה מהיכן לשלם שזה סיכון רחוק יותר (בפרט אם קונים מגוון רחב של אג"ח מחברות שונות). אך גם להיפך אפשרויות הרווח מוגבלות לאחוזי הריביות הנקובות באג"ח, ואמנם השוק מושפע ממצב הרוח של המשקיעים כאמור אך גם המצב רוח של המשקיעים יציב ביחס לאג"ח כי בבסיס אין לו כל כך סיכויים וסיכונים גדולים ולכן מצב הרוח לא מרחיק לכת הרבה מעבר לשווי האמיתי של האג"ח.



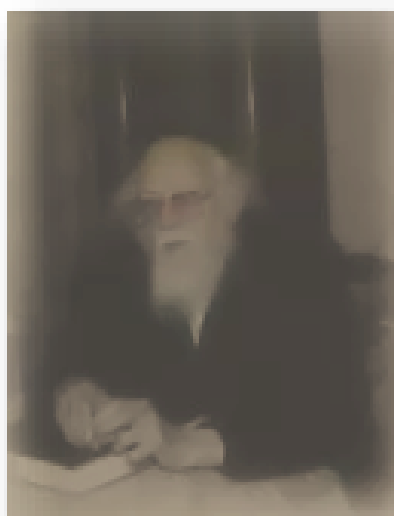
חברה בע"מ בהלכה

בעלות על חברה בע"מ והאם יש איסור
בהחזקתה

~~~~~

## א. סוגיית הבעלות על חברה בע"מ בהלכה. נפק"מ להיתר או איסור מסחר והשקעה במניות.

דנו גדולי הפוסקים בשאלה ההלכתית האם יש לבעל מניה מעמד הלכתי



הרב אלישיב

של בעלים בחברה או לא, ונפק"מ רבתי להרבה סוגיות, כחמץ בפסח שאם הוא בעלים על חברה שחלק מנכסיה הוא חמץ הרי שעבר על בל יראה וחמץ זה נאסר בהנאה כדין חמץ שעבר עליו הפסח. וכן כל שאר איסורי הנאה שממונו מרוויח מכחם (כערלה, כלאי הכרם, שביעית וע"ז שתופסת את דמיה). וכן איסורי רבית שמתחוללים

בחברה נחשב שהוא עשאו מאחר והוא מבעלי הממון (וכידוע לכל צורב בהלכות רבית שכיום כל עסק אם אין לו היתר עיסקה או מודעות רבה עובר בשופי על איסורי רבית מהם דאורייתא). וכן איסור סחורה בשביעית ואיסורים (כנבלות וטריפות שיש בהם איסור סחורה), דיני טבילת כלים ועוד.

חוץ מבעיה נוספת של מסייע לעוברי עבירה שהרי מכח הכסף שהוא קנה את המניה החברה יכולה לעשות את מעשיה ולמשל מי שמשקיע בחברת 'גוגל' הרי הוא מסייע להם במעשיהם ואוי לה לאותה בושה...

~~~~~

באגרו"מ אבה"ע ח"א סי' ז' פסק להקל לקנות מניות מאחר ואין כל שליטה בהחלטות החברה, ומתבסס בעיקר על זה שהבעלות של בעל המניה כל כך קטנה עד שאין לראות בזה בעלות כלל על גוף החברה אלא רק קונה רווח והפסד לפי המסחר (כלומר שאפילו קניין לעניין רווח והפסד אין לו אלא הוא כעין משחק שכל העולם משחק וכיון שאנשים מוכנים לתת על זה כסף הוא גם שם על זה כסף על מנת שאחרים יקנו ממנו ביוקר), בנוסף אומר שם האגרו"מ שגם בדיני קניינים אין על זה שם קניין כי הוא דבר שלא בא לעולם ורק מצד קנייני דיני המדינה. ומסיים שאכן לקנות כמות גדולה של מניות שמאפשרת שליטה אסור דבזה יש קניין.

ואני הגמד ליד הענק כתלמיד הדן בפני רבו עפר ואפר בפני האש הגדולה לא זכיתי להבין את דבריו, שהרי כאמור מבחינה משפטית יש לבעל המניות קניין בחברה, בנוסף יש מושג הנקרא 'דיבידנד' שהוא רווחים מכספי החברה עצמה הניתנים לבעלי המניות על פי החלטות החברה, (והיינו שאינו רק שותף ברווח והפסד שיהיה במסחר אלא שותף גם ברווחים שיהיו בחברה עצמה וכמובן גם בהפסדים) כמו"כ במקרה של פירוק החברה הוא יקבל את כספו מכספי החברה (במידה ונשאר שם משהו).



מרן בעל האגרו"מ

ומה שכתב שאין אפשרות החלטות בחברה אפילו שיש חוקית זכות החלטה אין אפשרות ממשית לבצע את ההחלטה, לא זכיתי להבין האם יש דין שבעלות ללא אפשרות החלטה אינה בעלות, וכי אם יש כמה שותפים והרוב רוצה משהוא אחד והמיעוט משהוא אחר האם נאמר שלמיעוט חסר בבעלות, ואם נאמר שיש להם זכות בחירה וחזי לאיצטרופי, נאמר שיש שני שותפים אחד גדול ואחד קטן והתנו ביניהם שהגדול מחמת גדלותו יהיה אחראי על ההחלטות ולקטן יהיה רק זכויות ברווחים האם מחמת זה אינו בעלים. ולכאורה נראה יותר בביאור דברי מרן האגרו"מ שחסרון הבעלות אינו מחמת חסרון השליטה אלא מחמת שהבעלות נראית כחוכא והיתלולא וראיה לזה חוסר השליטה בפועל. וכמו שכתב שמטרת המשקיע לא להיות בעל החלטה בחברה אלא להרוויח מתנודות השוק, והן אמת שהמטרה של המשקיעים הוא ליהנות מתנודות השוק, ותנודות השוק אינם בהכרח קשורות לשוויה אמיתי של המניה. אך מ"מ לענ"ד יש להציג פן נוסף של העניין, שאם לא היה בעלות אמיתית בחברה אלא רק בועת אוויר שהעולם רודף אחריו הרי שסופה להתפוצץ, היום העולם רודף אחרי בועה זו ומחר אחרי בועה אחרת ואיך ייתכן ששוק המניות אינו מתפוצץ אלא רק עולה ועולה זה שנים רבות, הרי שוודאי המניע הפנימי של השוק הוא להיות שותף אמיתי בחברה אמיתית ויציבה, שותפות הניתנת למימוש אמנם בתנאים רחוקים אך קיימים. וכידוע לכל מי שמתעסק בעניין שהערכת שווי החברה הוא אבן יסוד בשביל לדעת לסחור ולהשקיע מאחר וההיגיון

~~~~~

אומר שהשוק ישאף להגיע לשם (דהיינו אם המניה נמכרת ב-100 ש"ש ושווי האמיתי של החברה בשיעור המניה הוא 110 ש"ש שווה לקנות כי ההיגיון אומר שהשווי שוק יגיע לשווי האמיתי בסוף, ואם הפוך אז הפוך) והיינו כי השווי האמיתי של החברה הוא זה שמשפיע על תנודות השוק לאורך זמן למרות שלטווח הקצר השוק מושפע ממצב רוח של המשקיעים, אלא על כרחך שאחרי שווי החברה העולם רודף וברור שזה לא סוף המטרה, שהרי סוף המטרה הוא להרוויח את כספם מתנודות השוק אך מ"מ מחזיק משמעותי למסחר במניות הוא נקודת האמת שבדבר, האם נאמר על סוחר נדל"ן שכל מטרתו אינה אלא לקנות ולמכור וליהנות מהשינויים בשוק שאין בזה קנייה אמיתית?

עוד יש להעיר במחילת כבודו של הגרמ"פ זצוק"ל מחוצפתי הרבה, על מה שכתב שהמניות הם דבר שלא בא לעולם, לענ"ד גם כאן יש להציג פן נוסף, דהרי יש להקשות למה זה דבר שלא בא לעולם הרי החברות חיות וקיימות ונמצאות, אמנם הן לא מוחשיות לרוכש בעין וביד כאן ועכשיו, אבל החברה קיימת, יש לה בניינים ורכוש ולמה לא שייך בה קניין, ולכאורה צריך לפרש דבריו שכיון שצורת המקח כאן בצורה של דבר שלא בא לעולם שהרוכש לא יודע היכן נמצא הנכס שקנה ולעיתים אפילו לא יודע כלל מה קנה אלא רק מספרים וגרפים תיאורטיים במחשב (בזמן האגרו"מ המסחר כמעט לא היה מקוון ובוודאי לא בזמן כתיבת התשובה הנ"ל בשנת תש"כ) ולכן ס"ל לאגרו"מ שהרי זה כדבר שלא בא לעולם, אך

~~~~~

גם זה צ"ע ובמיוחד בזמנינו (האגרו"מ לא היה בדור שכל כולו מקוון) שכל העסקאות הגדולות ביותר יכולות להתבצע דרך אמצעים ממוחשבים חתימות על חוזים רבי משקל, חשבונות בנק ומשכורות, תחומי עבודה ובתי עסק שלמים שהכל לא קיים במוחש המציאותי אלא רק בצורה מקוונת ולמה ייפלא קניית מניות משאר התחומים שנאמר בהם שהם דבר שלא בא לעולם, אם זה העולם אז הם באו לעולם וצ"ע.

יש שרצו לומר שאין בקניית מניה גם מצד מסייע כיון שהוא רק אחוז קטן ביותר, ויש לי להעיר בזה שהרי מאז שהמסחר נהיה מקוון המסחר תפס תאוצה והכלכלה נהייתה חזקה מחמת רוב המשקיעים, ברמה שלא היה לה תקדים, מאחר ויש אפשרות גישה לכל אחד מהבית לקנות ולמכור, ולכן יש לעיין בזה שכיון שהיחיד הוא חלק גם אם קטן מהגורמים המשפיעים על חוזקם של המניות.

בפועל רוב הפוסקים מסתמכים על ההיתר שאין בעלות ללא אפשרות הצבעה בהחלטות החברה, בפועל בהתאם למציאות ישנן כמה סוגי מניות שכל סוג מקנה זכויות שונות לבעליהן, ישנם מניות המקנות זכות ברווחי החברה ובקבלת דיבידנדים (תשלומים עונתיים המחולקים לבעלי המניות בהתאם לרווחים של החברה), ישנם מניות המקנות זכויות החלטה, וישנם מניות שכל הזכויות של המחזיק בהם זה הזכות למנות דירקטוריונים, (מניות אלו אינם סחירים ומשמשים ככח שליטה

~~~~~

על מדיניות החברה) הצד השווה בכולם שמבחינת החוק כאמור ההבדל בין המחזיק אג"ח של החברה למחזיק במניית החברה הוא שבעל האג"ח הוא נושה ובעל המנייה הוא שותף, וכמקובל בכל שותפות יש תנאים שונים ולכל אחד יש זכויות אחרות, במקומות רבים בחו"ל ישנם חברות בעלי סוגי מניות שונות, אך בארץ ישנו חוק הקובע "מניה אחת קול אחד" שאומר שלכל מניה יש זכות הצבעה אחת במשקל של קול אחד, ואי אפשר לרשום חברות בארץ אם יש להם מניות ללא זכות הצבעה (חוץ ממניה חריגה המוגדרת כ'מניית בכורה' שהיא מקנה זכות לדיבידנדים ולא להצבעה) וזאת ע"מ לאפשר לחברות להתנהל בצורה דמוקרטית על פי מי שיספוג בסופו של דבר את ההשלכות של החלטות אלו ואחרות המשפיעות על צמיחתה של החברה. ולכן כשמשקיע פרטי משקיע כמה עשרות שקלים במניה סביר להניח שלא יהיה לו זכות בחירה עצמאית כי יש לו פחות ממשקל של קול אחד (אא"כ יתאגד עם כמה משקיעים), אבל כשאדם משקיע דרך חברות השקעה שהם משקיעים עבור הציבור מיליארדי שקלים נוצרה התאחדות של כמות משקיעים רבה וודאי שנוצרת זכות הצבעה ואפשרות מעשית לכך.

ישנה גישה נוספת להתיר את המסחר במניות והיא שכיון שעל פי חוקי המדינות המושג חברה בע"מ מטרתה להוציא את הבעלים הפרטיים מהבעלות הישירה על החברה ולכן הגדירו שהוא רק בעלים על החברה ולא על נכסי החברה, כלומר החברה היא אישיות בפני עצמה שיש לה

~~~~~

נכסים ובעל המניות או בעל החברה הוא הבעלים של החברה ולא של הנכסים וכך אם החברה חייבת כסף למישהו אין חשבונו האישי משתעבד לכך. הגדרה זו חוץ ממה שהיא מחודשת בפני עצמה מה שיש לדון הוא, למה לא נאמר כעין מה שקנה עבד קנה רבו, וגם אם החברה היא אישיות משפטית בפני עצמה מ"מ כיון שהוא הבעלים עליה מה שקנה עבד קנה רבו וצ"ע.

סיכום השיטות מגדולי הפוסקים נחלקים ל-3 מחלקות:

א'- המקלים ביותר שסוברים שאין בעלות כלל על נכסי החברה אלא רק על החברה, כי החברה היא אישיות משפטית בפני עצמה. (מהרי"א הלוי, ועוד ובדרכם הגר"ח פ' שיינברג, מו"ר הגר"א ז"ו וייס שליט"א).

ב'- המחלקים בין מניות המאפשרות שליטה בחברה למניות שאינן מאפשרות שליטה, אך בתוך מחלקה זו יש כמה שיטות, **שיטת האגרו"מ** (שם ועוד) **והרב אלישיב** (קובץ תשובות ח"ג סי' קכ"ד) שרק למי שיש את רוב המניות וההחלטות שלו משפיעות בפועל הוא נחשב בעלי החברה ולא בעלי המניות הקטנות, (גדולים אלו לא התייחסו למקרה שאין אחד שיש לו את רוב המניות ובעלי המניות כולם משפיעים במידה זו או אחרת) וכן סובר הגר"מ שטרנבוך שליט"א. **שיטת הגר"ק** (בחוט שני הלכות טבילת כלים) כל מניה המזכה את בעליה באפשרות בחירה כל

~~~~~

שהיא הרי שיש בעלות גמורה, ואם אין אפשרות בחירה כלל יש בעלות הנקראת בעלות על הממון ולא על הגוף (ויש לעיין מה כוללת הגדרה זו, והגאון הנ"ל כתב שזה פוטר אותו מאיסור ריבית, ולכאורה כוונתו לבעלות כעולי בבל) **שיטת הגרשז"א** לכאורה כהרגנ"ק אך יש סתירה כ"ש בדבריו (יעוי' מנח"ש קמא סי' כ"ח שנקט שבעלי המניות הם הבעלים ולא חילק, ובתניינא סי' ק' כתב שלא נחשב גבינות גויים כיון שאין לו שליטה בהם ויל"ע בדבריו). **שיטת המנחת יצחק** (ח"ג סי' א') שאם יש בחירה יש בעלות ואם אין בחירה אין בעלות.

ג'- המחמירים ביותר נקטו שברגע שבעלי המניות מרוויחים מעליית החברה ומפסידים מירידתה ויכולים למכור את חלקם בחברה, הרי שהם בעלים גמורים לכל דבר, וכמו שהארכנו לבאר את סברתם (כ"כ בשבט הלוי ח"ה ס' קע"ב, ברית יהודה פ"ב הערה נ"ט).

והנה למעשה הרבה גדולי ישראל קבלו את שיטת האגרו"מ (הרב



מרן הגרש"פ שיינברג זצוק"ל

אלישיב, הגרש"פ שיינברג ועוד) אך בהוראה המעשית והנחיות רוב הכשרויות (גלאט הון, בד"ץ העידה החרדית, תשואה כהלכה) קבלו לא להכשיר קניית מניות, וטענתם בפיהם, כל מה

שהאגרו"מ וסייעתו התירו קניית מניות היא רק למשקיע פרטי אבל חברה שמאגדת בתוכה המוני משקיעים כיון שיחד הם מגיעים לסכום נכבד ואחוז נכבד במניות החברות שבהם הם משקיעים ויש להם אפשרות בחירה מעשית בהחלטות החברות אזי שנפל כל ההיתר כי יש אפשרות החלטה מעשית וכמו שכתב האגרו"מ בעצמו.

(אמנם יש לי להעיר, דאם כל ההיתר מבוסס על קטנות המשקיע הפרטי הקטנות הזאת עדיין קיימת, ולמשקיע הפרטי עדיין אין אפשרות הצבעה בהחלטות החברות, מה יעזור זה שהוא חזי לאיצטרופי הרי גם קודם הוא היה חזי לאיצטרופי, ומה שמצטרף בפועל לכמה אנשים ומכח ההצטרפות יחד ניתנת זכות בחירה מעשית לאדם שמאגד אותם לכאורה הייתי אומר שזה רק גילוי מלתא על מה שהיה קודם ההתאגדות במשקיע הפרטי, ועכ"פ למעשה למשקיע הפרטי



הרב אלישיב

עדיין אין אפשרות הצבעה מעשית. ויש לעיין בזה.)

**מראי מקומות נוספים:** מהר"ם שיק יו"ד קנ"ח, מהרש"ג יו"ד ג'. מהרי"א הלוי ח"ב סי' נ"ד, וסי' קכ"ד. שו"ת הרי בשמים ח"ב תניינא סי קט"ו. צפנת פענח סי' קפ"ד. קיצור שו"ע כלל ס"ה סעיף כ"ח. אמרי יושר ח"א קפ"ט.

~~~~~

אגרו"מ יו"ד ח"ב ס"ב ס"ג ח"ג מ"א. בניין ציון סי' ס"ה, שואל ומשיב
מהדורה א' ח"ג סי' ל"א.



מוצרים שונים בשוק ההון

אג"ח, נגזרים, אופציות, קרנות
מחכות מדדים, הלוואות עמיתים.



~~~~~

~~~~~

א. אג"ח מדינה ואג"ח קונצרני (חברות).

הנושא בקניית אג"ח פשוט מאוד, מאחר ומדובר כאן בהלוואה ברבית קצוצה הרי שחייבים שהאג"ח יהיה על פי היתר עסקה, ולכן באג"ח ממשלתיות מתירים לסחור ולהשקיע כיון שיש למדינת ישראל היתר



עסקה, אג"ח של מדינות אחרות מתירים מצד רבית לעכו"ם (למרות שיש לדון שנכסי המדינה שייכים לתושביה ואם חלק מאזרחי המדינה הינם יהודים הרי שמלווים ברבית קצוצה גם ליהודים, נידון

זה קיים גם בחברה שרובה גויים אך חלק מבעלי המניות הם יהודיים לפי הצד שבעלי מניות הינם בעלי החברה, לכאורה ממון לא בטל ברוב והלווה ומלווה לחברה זו ברבית נחשב הלוואה בישראל, ולמעשה יש סברה שאומרים שהולכים אחרי שם הדבר ושם החברה נחשבת של גויים כי רובה גויים, וסברה זו קשה להבנה אך במדינה היא יותר ניתנת לעיכול).

באג"ח קונצרניות (כלומר אג"ח של חברות שהנפיקו אג"ח ע"מ לגייס הון וכמו שהסברנו לעיל) הרי שאין כל היתר לקנות ולהשקיע בהם אם החברה שייכת ליהודי אם אין על האג"ח היתר עסקה (והיתר עסקה שיש לחברה על כל עסקאותיה מועיל בזה) ועל זה הכשרויות כולם מקפידים

~~~~~

(יתכן והרב דביר לא מקפיד על זה לשיטתו שחברה בע"מ היא גוף בפני עצמו ולא קשור לבעלי המניות ולכן אין בו איסור רבית כי אינו ישראל, אך איני יודע בוודאות, שמעתי ממו"ר הגאון הרב אלחנן פרץ שליט"א ששאל את הגר"ח פ"פ שיינברג האם צריך היתר עסקה בבנק ואמר לו שלא, שאלו אז מה זה שעושים, ענה לו "ביטול תורה" עכ"ד, יסוד דבריו דסבר שאין לבעלי המניות כלל שייכות בחברה ואין בזה איסור רבית וכנ"ל וכן שמעתי ממנו שמעיקר הדין אי"צ הכשר כלל על השקעות בשוק ההון).

יש קולא של האגרות משה שאומר שהלוואה לחברה בע"מ אינה הלוואה כיון שאין שיעבוד הגוף, דהיינו אין אדם שלוקח אחריות אישית על החוב אלא רק נכסי החברה, ולכן אין בזה איסור ריבית, אך חלקו עליו גדולי הפוסקים, ומ"מ סברה זו חזי לאצטרופי בצירופי אחרים. (עוד הערה יש להעיר כנגד זה בעניין היתר עסקה כללי לגבי הלוואה לחברה שיש בזה גריעותא הרבה יותר מאשר ללוות מהבנק ולהסתמך על הית"ע כללי, כיון שכשאדם לווה מחברה או בנק ההית"ע כביכול לרעת הבנק ויש מקום גדול שהית"ע כזה תופס, אבל אם הוא לרעת הלקוח צריך שההית"ע יהיה ממש בתקנון הבנק כדי שהוא יחייב, ובפועל הוא אינו ממש בתקנון הבנק).

נושא נוסף שיש בזה חילוקי דעות מה קורה כשיש חברת אם שיש לה היתר עסקה ויש לה חברת בת שאינה חתומה באופן אישי על היתר

~~~~~

עסקה האם ההיתר עסקה של חברת האם מועילה לחברת הבת. הסברות להקל בזה הם מאחר וחברת האם אחראית על ההתנהלות הכללית של חברת הבת, ובהיתר עסקה של חברת האם כתוב שהוא כולל גם את חברות הבת וכן מצד חוקי המדינה ההתחייבויות של חברת האם שכוללות את חברת הבת מחייבות גם את חברת הבת, ממילא החתימה מול חברת האם תקפה מול חברת הבת. אך יתכן ויש חולקים בזה.



ב. נגזרים - חוזים עתידיים: הסבר וביאור הנידון ההלכתי ומסקנת ההיתר.

נגזרים = חוזים סינטיים, והכוונה בזה לחוזים שונים שנחתמו בין חברות אלו ואחרות ובין משקיעים, חוזים אלו נושאים את תשואת המניות שעליהם הם כתובות אך אינם קונות את המניות עצמם. ויש בזה כמה אפשרויות.

~~~~~

**חוזים עתידיים = חוזה בין שני אנשים/ חברות שכותב החוזה מתחייב**

לספק לקונה החוזה בזמן מאוחר המסוכם מראש מניה או מטבע מסוים או סחורה מסוימת לפי שער מסוים שקבעו, ונמצא שאם בזמן המימוש, המניה או המטבע מתייקר הקונה הרוויח כי כך יוכל לקנותה בזול ולמוכרה עכשיו ביוקר, ואם המניה או המטבע יוזל המוכר הרוויח שקונים ממנו ביוקר.



ישנו סוג נוסף של חוזה עתידי הנקרא אופציה, גם אופציה הוא חוזה שכותב האופציה מתחייב למכור לקונה מניה או כל דבר אחר במחיר מימוש מסוים

אבל הקונה לא חייב לקנות, ולכן אם המוצר מתייקר הקונה מרוויח ובוחר באפשרות של קניית המוצר, אבל אם שווי המוצר ירד יש לקונה אפשרות לבחור לא לקנות. בזמן חתימת האופציה כותב החוזה מקבל עמלה כל שהיא (אחוז קטן כ-5% משווי המניה עכשיו) ועמלה זו לא חוזרת במידה והמניה יורדת והקונה בוחר לא לבצע את קניית המניה. אך אם המניה עולה והוא בוחר כן לממש את זכות הקניה, העמלה מתקזזת ממחיר המימוש.

נמצא שהרווח של כותב האופציה הוא העמלה שמקבל מיידית שתישאר אצלו במידה והמניה תרד בזמן המימוש, ובמידה והמניה שהתחייב

~~~~~

תעלה הוא מפסיד את ההפרש בין מחיר המניה בזמן המימוש למחיר המימוש. הרווח של הקונה הוא באם המניה תעלה ירוויח את ההפרש בין מחיר המימוש לשווי האמיתי, הסיכון הוא אם המניה תרד שיפסיד את העמלה ששילם.

אופציה נוספת הפוכה (הנקראת בלעז 'פוט' POT ביחס לאופציה הראשונה הקרויה 'קול' CAL) שהכותב מתחייב לקנות מניות לזמן פלוני במחיר פלוני תמורת עמלה, והיה אם המניות ירדו הרי שקונה החוזה מוכר לכותב החוזה את אותם מניות במחיר יקר ממחיר השוק, ואם הם עלו הרי שבוחר שלא למכור.

המטרה בקניית חוזים אלו הם באופציה עולה (קול) היא הרווח בעליית המניה בסיכון יחסית נמוך, באופציה יורדת (פוט) היא השמירה מפני ירידת המניה וכן להרוויח מירידת המניה. הרווחים של כותבי החוזים הם העמלות במקרה של אי מימוש.

יש להבחין בין אופציה אמריקאית לבין אופציה אירופאית, שבזמן שבאופציה אירופאית אפשר לקנות את המניות עצמם בזמן המימוש באופציות אמריקאיות לא קונים את המניות עצמם אלא אם הקונה רוצה לממש את האופציה הוא מקבל ישר מכותב האופציה את ההפרש בין שער המימוש לשער הנוכחי.

~~~~~

**עכשיו נגיע לפן ההלכתי בס"ד**, בשם הגאון ר' יעקב בלוי בעל הפתחי חושן אומרים שהקב"ה ברא בעולם את הנגזרים כדי לאפשר לנו להשקיע בהיתר. שהרי יש כאן אפשרות לקבל את הרווח שיש בקניית מניה שהרי שוק הנגזרים דומה מאוד לשוק המניות עליהם הם כתובים כי אם המניה עולה יהיה יותר ביקוש לקניית אופציה עולה ואם היא יורדת יש יותר ביקוש לאופציה יורדת ומחיר אופציה עולה יורד, ובסיכון מועט יחסית, וכל זה בלי לקנות את המניה עצמה אלא רק התחייבות, אמנם בהגיע זמן המימוש אסור לממש וצריך למכור את האופציה למשהו אחר (מדין רוב גוי שישמח לממש אותה).

השאלה שנידונה במסחר באופציות היא האם העמלה שמשלם הקונה למוכר האופציה היא כעין הקדמת מעות שעבור זה מתחייב מנפיק האופציה את עליית שער המניה / המטבע / הסחורה, ואז הרי יש כאן הלוואה ברבית (אמנם לא קצוצה כי יתכן שלא יבא לידי מימוש אם השער ירד ונמצא שהקונה הפסיד את כספו אך על הצד שכן יהיה מימוש שמא יש כאן איסור ריבית).

למעשה כל הפוסקים התירו את המסחר באופציות וראו בזה ייעוד משמים לדרך המסחר והשקעה ליהודים שומרי תורה, יסוד ההיתר מתבסס על דברי הריב"ש שהובאו דבריו בשו"ע ביו"ד סי' קע"ג סעיף י"ט, שמותר לאחד לתת לחברו כ' ליטרין בעבור שיבטיח ק' ליטרין שיש לו

~~~~~

בספינה, ובמילים שלנו "ביטוח", שאדם משלם סכום פרמיה לחברת ביטוח וקונה פוליסת ביטוח שאם רכבו יינזק הם ישלמו לו, ואומר הריב"ש שזה אינו רבית למרות שייתכן וחברת הביטוח יחזירו לרוכש הפוליסה יותר ממה שנתן להם מ"מ זה מותר כיון שאין כאן הלוואה אלא מכירה, כלומר הרוכש קונה מחברת הביטוח את האחריות, ואומר הט"ז שם (ס"ק ל"ב) מתי אומרים שקניית התחייבות זה הלוואה ומתי קניית התחייבות זה מכירה, כשלא שייך לומר שהתגמול עבור הפרמיה ששולמה בהתחלה זה עבור המתנת המעות, מחמת גודל התגמול, כלומר לא ייתכן שאדם משלם 3,000 ₪ ומקבל תמורת ההמתנה 30,000 או יותר, וע"כ שצריכים להסביר בעסקה זו שהיה כאן קניית מוצר שקוראים לו אחריות או ביטוח.

וכמו"כ גם באופציות מאחר ולא ייתכן שעבור 5% ששילם בהתחלה מתחייב לפרוע לו אחרי כן את ההפרש בין סכום המימוש למחיר המניה בפועל בשוק, שיכול להגיע לסכומים גבוהים ממש, ולכן ע"כ שסכום הפרמיה מהווה כעין תשלום על קניית ביטוח שגם אם מחיר המניה יעלה הוא ישמור לו את המחיר. יש לציין שכל היתר זה מבוסס על תנאי נוסף שייתכן שהקונה לא יקבל כלל את כספו בחזרה וכמו בכל ביטוח שבדרך כלל הקונה לא מקבל את כספו חזרה וגם כאן אם שער המניה ירד הרי יפסיד את הפרמיה שקיבל נמצא שיש כאן מכירה שהרי שילם תשלום

~~~~~

גמור וע"כ שתשלום זה הוא תמורת ה'ביטוח' ולא תמורת הכסף שיקבל חזרה.

ויש לפלפל ולדון בזה הרבה ולחלק בין זה לפנסיה תקציבית (שהאדם מפריש כל חודש לקרן הפנסיה והם מתחייבים לפרנס אותו בגיל הפרישה ולא משנה כמה כסף הצטבר בקרן, פנסיה זו מצויה רק בקרב עובדי מדינה שהתחילו לעבוד לפני שנת 2000 (בערך) כיום הפנסיה כן מוגבלת לסכום שהצטבר בקרן הפנסיה) שמבואר בפת"ש סי' ק"ס סק"ה בשם שאלת יעב"ץ שיש בזה לפחות הערמת ריבית. ויש לדון בזה ומ"מ למעשה הכרעת כל הפוסקים להיתר בזה ולכן כל מדדי המניות שקבלו הכשר מהודר משתמשים באופציות כדי להשיג את תשואת המדד.

לגבי חוזים עתידיים, יש לחלק בין אם התשלום מועבר מיידית שיש בזה בעיה של פסיקה וצריך לזה התרי פסיקה (יצא השער, יש לו) או היתר עסקה בין חותמי החוזה, למצב שלא מועבר תשלום מיידית שאין בזה בעיה כלל, וה"ה אם משולמת פרמיה כל שהיא שמקובל לומר שאין לה דין של הקדמת מעות ואיסור פסיקה. כמדומני שהמציאות היא שלא מועבר כל תשלום בעת חתימת החוזה והחוזה מהווה רק התחייבות דו צדדית לקניית או מכירת המוצר במחיר המסוכם מראש.



סוג נוסף של נגזרים שקיים הוא 'אג"ח להמרה' (אגל"ה), שזה בעצם אג"ח אלא שניתן ביד ברוכש להמיר אותו בתנאים מסוימים למניות בחברה המנפיקה, זה נכנס לשוק הנגזרים כיון שהתשואה בזה חופפת לתשואת המניות עצמם, כיון שבאג"ח רגיל התשואה אינה נובעת משוויה של החברה אלא מהרבית שהחברה התחייבה ואם הרבית היא 3% ושווי החברה עולה ב-8% הרי שבאג"ח רגיל אין קשר בין עליית שווי החברה לתשואה המובטחת שזה 3%, (שווי החברה משפיע על חוסנן של האג"ח שלה שהרי אם היא תפשוט רגל הרי שגם את הקרן רוכש האג"ח לא יראה) אבל באג"ח להמרה כיון שהיא ניתנת להמרה למניות הרי ששווי החברה הוא משפיע ישיר על שוויות האג"ח והתשואה שאפשר להשיג ממנה,

אג"ח זה הינו פתרון טוב לשומרי התורה שלא רוצים להחזיק במניות החברה מאחר והיא מחללת שבת רח"ל או עוסקת באיסורים אחרים אבל מצד האג"ח יש לה היתר עסקה טוב, ולכן אפשר לסחור ולהשקיע באג"ח זה על מנת למכור אותו לאחרים ולא על מנת להמיר אותו למניות, ולהרוויח את התשואה שדומה לתשואה של המניות.

~~~~~



ג. קרנות מחכות מדדים: הסבר מציאותי והנידונים ההלכתיים.

קרנות מחכי מדדים: ישנם בין מסלולי ההשקעה בחברות ההשקעה מסלולים כשרים שהם מסלולים מחכי מדדים, וצריך לבאר אם הסקנו שיש בעיה בקניית מניות לחלק מהשיטות איך אנחנו משקיעים בכל הכשרויות במסלול מדדי מניות.

המדד הוא חברה חיצונית שעושה מדידה בשוק המניות, למשל מדד ת"א 35 המדד מודד את 35 החברות הגדולות שנסחרים בבורסת ת"א ומודדת



את ממוצע התשואה שהמניות של 35 חברות אלו עשו, מדידה זו נותנת איזשהו תמונת מצב על שוק המניות, וכאן בא המושג קרן מחכה מדד, כלומר כיון שיש מדד שזה תשקיף מסוים על חלק מסוים מהשוק ולפי התשקיף של המדד

השוק יכול לתת ממוצע של תשואה כך וכך, אזי הקרן מנסה לחכות את התשואה של המדד, בדרך כלל כדי להשיג את התשואות של המדד צריכה הקרן לרכוש את מניות המדד עצמו, אבל לא בהכרח שהרי אם מנהל הקרן הינו איש מקצוע הוא יוכל להגיע לתשואה של המדד בדרכים

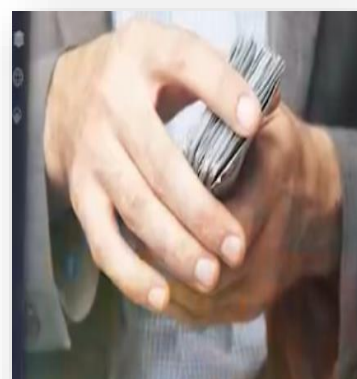
~~~~~

אחרות, ישנם קרנות מחכי מדדים אקטיביות שמנסים להשיג את המדד ולעקוף אותו, כלומר לעשות תשואה יותר ממה שהמדד עושה, בדרך ככל אנחנו מדברים על קרנות פסיביים שרק מחכים את המדד ולא משיגים אותו.

כיון שמנהלי הקרן לא חייבים לרכוש דווקא את מניות המדד עצמו יכולים ראשי הכשרויות לקבוע להם נהלים במה מותר להם להשקיע, וכגון בנגזרים של מניות אלו שיתנו תשואה דומה למניות עצמם שבזה רוב הכשרויות משתמשים לצורך השגת המדד.

#### ד. הלוואות עמיתים: הסבר מציאותי והנידונים ההלכתיים

ישנם קרנות השקעה שיש אפשרות למשקיע לקבל הלוואה מחברת ההשקעות על קרן ההשקעה, כלומר כיון שיש אצל קרן ההשקעה את הכספים של המשקיע יש להם משכון שהם יכולים להסתמך עליו ועל סמך זה הם מלווים לו ברבית נמוכה יחסית, המלווה בהלוואה זו הם כלל המשקיעים האחרים בקרן (הרי הסברנו לעיל שחברות ההשקעות מאגדים תחתיהם מאות אלפי ומיליוני משקיעים קטנים ויחד הם משקיעים את כספי כולם כל אחד לפי המסלול שבחר) כלומר אחד



~~~~~

מאפיקי ההשקעה שהקרן משקיעה את הכסף זה בהלוואות ברבית לעמיתים עצמם, וכך כולם נהנים כלל המשקיעים נהנים מהרבית וגם המשקיע שלקח את ההלוואה הרוויח שיש לו הלוואה ברבית נמוכה יחסית לשוק הריביות.

הנידונים בזה הם משני כיוונים, א' - מצד המשקיעים, ב' - מצד לוקח ההלוואה.

מצד המשקיעים כמובן יש בעיה של רבית הן בעצם ההלוואה ברבית ואין לי להשקיע בקרן שחלק מההשקעות הם הלוואה ברבית אם אין שם היתר עסקה טוב, וגם מצד הלוואת חברים 'הלווני ואלווך' שבעבור שהאחרים מלווים לי אני מלווה גם לאחרים (כלומר אפילו שהרבית כאן זולה איסור רבית כאן לא יותר זול כי כנגד ההוזלה ברבית יש רבית אחרת של 'הלווני ואלווך' אמנם יש בזה שתי שיטות ברמ"א ואכמ"ל), בעיה זאת ניתנת לפתרון ע"י החתמת היתר עסקה את החברה שכל ההלוואות שנתינות ע"י הכספים של המשקיעים הם רק על פי היתר עסקה (בהלווני ואלווך לא מועיל היתר עסקה של פלגה מלווה ופלגא פיקדון ויצטרכו היתר עסקה של כולו פיקדון, בהיתר עסקה ברית פנחס כתוב שאם לא מועיל פלגא מלווה יהיה כולו פיקדון ואכמ"ל) אמנם יש כאן את הסוגייה של היתר עסקה כללי וייתכן שיש מקום לכל משקיע לחתום היתר עסקה פרטי מול החברה.

מצד לוקח ההלוואה יש בעיה שגם אם החברה חתומה על היתר עסקה יש אומרים שייתכן ואין לו תוקף וזה מאחר ויש חברות שמאשרים הלוואה ממסלולים אחרים שאינם בהכרח מסלולים כשרים, וטוענים הרבנים האוסרים שאין להיתר עסקה הכללי של החברה תוקף מאחר והמלווים לא מעוניינים בכך וזה מסכן את כספם במידת מה, והגם שהגוף הפועל התחייב שלא לעשות שום פעולה שכרוכה באיסור רבית ללא היתר עסקה מ"מ הם רק שליחים ולא המלווים ויתכן שהמלווים לא מעוניינים בכך, ויש מתירים בזה. מ"מ אם בחוזה ההלוואה עצמו כתוב סעיף היתר עסקה פרטי ודאי יועיל שהרי על סמך זה היה ההלוואה והלווה לא התחייב יותר מזה.

לכן כל מי שלוקח הלוואה מחברת השקעות יראה לנכון לחתום על היתר עסקה פרטי, ויש בזה צורך גדול יותר מההקפדה על היתר עסקה פרטי מול הבנק במשכנתא וכו' כי בבנק המלווה עצמו (הבנק) חתום על היתר עסקה הכללי וכאן רק השליח.



~~~~~

# ההכשרים השונים

גלאט הון, העדה החרדית, תשואה  
כהלכה, הרב דביר.

~~~~~

א. ההכשרים השונים.

ישנם ארבעה גופי כשרות מקובלים נשתדל בפרק זה לבאר את ההבדלים בנהלי הכשרויות השונות. כאן נציין שאין אנו באים לתת חלילה לגיטימציה או להיפך לכשרות זו או אחרת, אלא לתת למשקיע שבא לבחור בעצמו היכן הוא רוצה להשקיע את האפשרות לבחור את רמת הכשרות מתוך ידיעה והבנה.

הכשרויות הם: גלאט הון, בד"ץ העדה החרדית, תשואה כהלכה, הרב דביר.

המחלוקת הגדולה בין הרב דביר לשאר הכשרויות היא בנושא הארוך של בעלות על מניות (שהרחבנו בזה בפרק ג') האם לרוכש מניות יש בעלות ואחריות על הנעשה בחברה או לא, הרב דביר ייסד את כשרותו על פי מה שקיבל מהרב אלישיב שאין לרוכש המניות בעלות ולא אחריות על הנעשה בחברה ולכן אין מניעה מלקנות מניות אפילו שהם מחללים שבת או עוברים איסורים כאלה ואחרים, מ"מ כיון שיש בקניית מניה לתא דמסייע לעוברי עבירה וגם קצת חילול ה' לכן מפקח הרב דביר על המניות הנסחרות תחת השגחתו שלא יהיה עיקר עבודתם בחילול שבת ואיסורים, וכגון חנויות שרח"ל פתוחות בשבת, ומתיר מניות של חברות שיש בהם רק



~~~~~

תמיכה טלפונית בשבת רח"ל<sup>1</sup> וכדו'. לעומת זאת שאר הכשרויות לא מתירים לקנות מניות שיש בהם כל איסור שהוא. מחמת החשש שיש בקניית מניה בעלות על נכסי החברה ומשום כך אחריות על הנעשה בה.

**בר"ץ העדה החרדית** כאמור אוסרים לקנות מניות מכל סוג שהוא מחשש שמא יש בו חילול שבת ואיסורים אחרים, וכל השקעתם מתמקדת בנגזרים ובאגחי"ם של חברות שחתמו על היתר עסקה.



**גלאט הון** החמירו יותר מהעדה החרדית ואישרו רק אג"ח מדינה ולא אג"ח קונצרני (של חברות) אפילו אם הם חתמו על היתר עסקה מאחר והוא היתר עסקה כללי שהלווה לא חתום עליו, הקפדה זו חומרא היא אך לא מצד הדין מאחר וגם באופן כללי מתירים להסתמך על היתר עסקה כללי מאחר והוא



נכנס לתנאים של החברה, אך כשמדובר באג"ח הרי אין המלווה חותם כלל על מתן ההלוואה אלא מקבל איגרת חוב חתומה בידי הלווה בלבד דהיינו החברה, ואם היא חתמה על היתר עסקה לכאורה הרי דינה כהיתר עסקה פרטי. ומ"מ אג"ח מדינה התירו גלאט הון בהסתמך על צירוף היתר עסקה וגם תלמידי החזו"א שטענו בשמו שאין איסור רבית

<sup>1</sup> הזעזוע מהחילול שבת ולא מההיתר להשקיע בהם ופשוט.

ביחס למדינה כי אין למדינה בעלים. (עוד הבדל היה בעבר בין גלאט הון לבד"ץ העדה החרדית והוא תעודות סל שהבד"ץ התירו וגלאט הון אסרו אך כיון שבזמנינו לא נוגע הדבר מאחר ואין בארץ תעודות סל לא הארכנו בדבר<sup>2</sup>).

<sup>2</sup> ומ"מ במילה אחת ראוי להתייחס לזה מאחר ויש בזה נפק"מ לאג"ח מדינה, תעודות סל הכוונה שחברה פלונית מנפיקה חוזה בו היא מתחייבת לרוכש החוזה לתת לו את תשואת מדד מסוים, דעת הבד"ץ העדה החרדית הייתה להתיר כיון שזה מוגדר כהלוואה ברבית (דהיינו החברה היא בעלת חוב כלפי הרוכש והיא כדי לקיים את חובה משקיעה את הכספים לצרכה) ואם יש היתר עסקה הרי שהדבר מותר. אך גלאט הון אסרו זאת בטענת ממה נפשך, אם מתבססים על היתר עסקה הרי שאין כאן הלוואה אלא השקעה דוה יסוד היתר עסקה, ואם זה השקעה בנכסים שהחברה משקיעה הרי שהחברה משקיעה בנכסים אסורים, ואם כתוב בהיתר עסקה שהוא שותף בנכסים המותרים בלבד (כמו שכתוב בהיתר עסקה מול הבנקים) הרי זה מבטל את כל ההיתר עסקה כי רוב הנכסים אסורים ובאנו לאיסור רבית ולכן ממ"נ הדבר אסור. לאחרונה התפרסמה רפורמה חדשה בנוגע לאג"ח מדינה שיש לה דמיון מה לתעודות סל אך את זה נהגו להתיר, עיקרון הרפורמה הוא שהכספים שמתקבלים תמורת השקעה באג"ח מדינה לא יגיעו למדינה אלא החברה תשקיע אותם, אלא שהמדינה אחראית על התשואה והרבית של הרוכשים, ובמושכל ראשון הדבר דומה לתעודות סל, שיש חברה שמתחייבת על תשואה והיא משקיעה לעצמה את הכספים, אך הפוסקים חבירו כולם להקל בזה, והחילוק בין תעודות סל לאג"ח מדינה שבתעודות סל יש קריטריונים ברורים היכן החברות רשאיות להשקיע כדי להשיג את התשואה המובטחת, ולכן לא יתכן להתנות בהיתר עסקה שהמלווה שותף רק בנכסים המותרים, אבל באג"ח מדינה תנאי זה יכול להתקיים ואם כן יש כאן הלוואה ברבית למדינה בהיתר עסקה.

~~~~~

לאחרונה גם גלאט הון הכניסו מסלולים בסיכון גבוה שמתבסס על היתר עסקה פרטי (ע"י חברות שחתמו מול כל מי שיחתום, אפשר לחתום בנדרים פלוס על היתר עסקה מול כל החברות שחתמו). הם מדגישים זאת לשואלים ובמערכות המידע שמסלולים אלו שונים מהמסלולים האחרים שלהם.



תשואה כהלכה: בשנת תשע"ז חברו גדולי הרבנים ע"מ להקים גוף כשרות חדש וזה ע"מ לאפשר לציבור יראי ה' להגיע לתשואות גבוהות יותר, וזאת בגלל שעיקר התשואות נעשות ע"י קניית מניות בפועל, ואת זה מפסידים שומרי התורה,

ולכן הוקמה ועדת הרבנים תשואה כהלכה והקימו גוף כשרות מופלא שמפקח באופן תמידי על המניות אותם הם מאשרים לקנות, שהרי הכשרויות עד עתה שאסרו קניית מניות שיש בהם איסור הוציאו את אפיק קניית מניות לגמרי כיון שאין אפשרות לברר כל מניה ומניה אם היא מותרת בקניה או אסורה, וכאן באו תשואה כהלכה והקימו גוף שיפקח ברמה יום יומית על כל החברות שנסחרות דרכם.

אך מן הראוי לציין כמה הסתמכויות שיש לכשרות תשואה כהלכה להקל באופנים מסוימים.

אחד הבעיות הגדולות בקניית מניות זה השרשור, דהיינו שהרבה חברות גדולות מחזיקים בבעלותם מניות של חברות אחרות וזאת כדי לייצב את רכוש החברה (כי אם החברה עוסקת בתחום מסוים הרי שאם תחום זה ירד היא תפסיד אבל אם היא מושקעת בתחומים אחרים יש לה פיזור נכסים ויציבות), ולכן יש כאן בעיה שגם אם נפקח על מניה אחת ונראה שהיא כשירה מ"מ המניות שהיא קנתה אינם בהכרח מפוקחות, וגם אם נפקח על החברה השנייה הרי גם היא מחזיקה תחתיה מניות אחרות וכך עד בלי סוף, כאן הסתמכו רבני תשואה כהלכה על כמה צדדים להקל, והיינו שעל המניות הראשונות שבבעלות החברה הנסחרת הם מפקחים שלא יהיה עיקר עיסוקם באיסור, ולגבי איסורים צדדיים סמכו לקולא בצירוף דעת הרב אלישיב שאין כלל בעלות על מניות, וכן גם אם יש בעלות שמא בעלות על מניות המחזיקות מניות שזה כבר "כלי שני שאינו מבשל" וכן על ברירה של השואל ומשיב ועוד סברות, ואחרי הכל התנו תשואה כהלכה עם החברות המנהלות שאם יש בהשקעות איסור הרי שאותו כסף שהושקע באיסור הינו כהלוואה בידי החברה ברבית שכנגד התשואה של המסלול בהיתר עסקה, וכך החברה לוקחת על עצמה להיות בעלים על האיסורים ולא המשקיע הפרטי, (מ"מ תנאי זה לא פותר את בעיית מסייע וכו').

מקום נוסף ששם מסתמכים על התנאי הנ"ל הוא בחברות בת שאין להם היתר עסקה אך יש לחברת אם, (הזכרנו נושא זה בפרק ד' לגבי אג"ח)

~~~~~

אבל לא לעניין אג"ח החברה עצמה אלא לגבי קניית מניות חברת האם שהרי אם חברת האם בעלת המניות של חברת הבת הרי הקונה אותה הוא בעלים על חברת הבת שאין לה היתר עסקה, ולעניין זה לא חששו דהיינו שגם נאמר שיש בעלות משתלשלת, וגם נאמר שהיתר עסקה של האם לא תקף לבת, ולרווחא דמלתא מסתמכים על התנאי הנ"ל.

**ולסיום יש לציין דבר חשוב:** כשאדם ממלא טופס ובוחר מסלול השקעה כתוב רק על אחד המסלולים שהוא מסלול הלכה, ואין להסתמך על זה בלבד מאחר ולא כתוב איזה הכשר (למי שמקפיד על הכשר מסוים) וכן ישנם מסלולים כשרים ומפוקחים שלא כתובים עליהם מסלול הלכה, ולכן צריך להתעדכן במשרדי הכשרויות מהם המסלולים שנתנו להם הכשר ואיך הם נקראים. להלן מספרי טלפון של משרדי הכשרויות:

תשואה כהלכה: 0733573888

גלאט הון: 0733572619

בדץ העדה החרדית: 026700200

הרב דביר: נמצא אצלי טלפון אישי של הרב.



# בנקים

כסף וירטואלי, חשבונות בנק,  
קריפטו, ביטקוין.

~~~~~

~~~~~

### א. בנקים ומטבעות דיגיטליות.

ישנה שאלה בגדר חשבון בנק אם הוא מלווה אצל הבנק או פקדון או כסף ממש, ויש בזה הרבה נפק"מ: האם יש רבית אם הבנק מתגמל את בעלי החשבונות שמתנהלים אצלו, האם צריך לעשות פרוזבול על חשבון בנק, האם נחשב ראוי או מוחזק לגבי ירושת בכור, העברה בנקאית אם



נחשבת כנתינת כסף או מכירת חוב ונפק"מ לבכור שלא נפדה בשטרות, ולכל הדברים שצריך גופו ממון (כשבועה, פיקדון, פדיון הבן, פדיון הקדש).

ותחילה נציג בס"ד את היסטוריית התפתחות הבנקים כדי להבין את מטרתם ומהותם<sup>3</sup>.

יסוד השימוש בכסף הוא למטרת חליפין, דהיינו במקום שהירקן יספק פירות בשביל לקבל מהחייט בגדים ומהאופה לחם ומהחלבן חלב, וכן כל אחד יספק את מרכולתו כדי לקבל את מרכולתם של חבריו, יצרו בני האדם את הכסף שהוא חומר יקר שקל לאחסן כמויות גדולות ממנו בצורה קומפקטית וכן לחלק אותו לפי גודלו ושוויו שמטבעות שונים

<sup>3</sup> על פי שיעורו של הגאון ר' אשר וייס שליט"א לקול הלשון.

~~~~~

המתאימות לצרכים שונים. הצורך בכסף הינו חיוני להצלחת המסחר כיון שהחייט לא יכול לקבל רק פעם בשנה ירקות מתי שלירקן נקרעה החליפה וכו' ולכן עשו שיש חומר שאמנם אין הכל צריכים את השימוש הרציף בו אך ישתמשו בו ככלי חליפין אמצעי, וכך יוכל הירקן לקנות חליפה כשיצטבר באמתחתו סכום כסף סביר כשווי החליפה.

בגמרא (ריש פרק הזהב) מבואר שיש לכסף שני תכונות מרכזיות, א'- הוא חומר חשוב, ב'- הוא סחיר, דהיינו העולם רגילים להשתמש בו כאמצעי תשלום ולא כנכס וכלי. בגמרא מבואר **תכונה נוספת** שיש לעיין בה אם היא עניין מציאותי או דיני, שמחיר הכסף לא משתנה אלא כלל המוצרים בשוק נקבע שווים לפי ערך הכסף כלומר כמה כסף אפשר להשיג ע"י מכירת המוצר. בזמנינו יש כלים למדידת ערך הכסף מה שלא היה בזמנם, ויש לעיין אם שינוי המציאות משפיע על ההגדרה של כסף בהלכה או לא (נפק"מ לרבית שמותר הלוואת כסף רק כי ערכו לא משתנה אבל בזמנינו שהוא כן משתנה שמא יהיה חשש להלוותו, כמ"כ אם ערך הכסף השתנה בין ההלוואה לפירעון כמה צריך להחזיר ע"פ חו"מ).

לפני כארבע מאות שנה התחילה להתפתח תעשיית הבנקים, מאחר והיו שני מרכזי שוק גדולים וסוחרים היו צריכים להעביר סכומי כסף גדולים

~~~~~

מכאן לשם והפוך, והיה חשש לעבור בדרכים עם סכומים גדולים, לכן קמו הבנקים והציעו את שירותם כשמירה על כספם של האנשים ונתינת שטר מוכיח שמחזיק השטר זכאי לקבל מהבנק סכום כסף לפי הכתוב בשטר, שטר זה היה קביל בשני הבנקים הממוקמים באזורי המסחר הגדולים. בזמנם שטר זה היה סחיר במידת מה אבל תכונתו היה זכאות לקבלת כסף מהבנק.

כבר לפני כמאתיים שנה דנו הפוסקים בהגדרת השטר הזה אם דינו ככסף או כשטר (ונפק"מ לבכור ושאר מה שצריך גופו ממון) יעויין חת"ס יו"ד סי' קל"א וחו"מ סי' קפ"ו, עונג יו"ט סי' ק"ב, חזו"א יו"ד סי' ע"ב סק"י. כמדומני שמסקנת החת"ס והחזו"א שיסוד דין כסף תלוי במסחר בו, ואם השטר סחיר ועובר לסוחר גם אם מהותו הוא ראייה על חוב שיש לבנק מ"מ דינו כדין כסף וגופו ממון. (החת"ס אומר שכסף מקבל את דינו מדינא דמלכותא).

עם הזמן נוצר מצב שכל המסחר הוא רק בשטרות הללו, אבל עדיין היה בבנק את מלא הסכום שיש למפקידים בזהב, ותיאורטית היה שייך לפדות את הזהב באמצעות השטרות אך הזהב כבר לא היה עובר לסוחר, ונמצא ששני תכונות הכסף שהבאנו לעיל נפרדו דרכם, היה את הערך העצמי החשוב שהוא הזהב וזה לא היה עובר לסוחר, והיה את השטרות

~~~~~

(או מטבעות ממתכת פשוטה) שזה היה עובר לסוחר אך אין לו שווי עצמי רק ככלי לשלם ולקבל מוצרים אחרים. אך גם כאן היה למטבע שווי מצד עצמו בגלל המוסכמה שהוא מבטא זכות זהב, ושייך תיאורטית לפדותו בזהב.

בזמנינו נוצר מצב שאין לבנק שום זהב ולא כל דבר ערך אמיתי ברשותו, וכל הכסף מבוסס רק על הצורך האנושי לכלי שיהווה מתווך בין קנייה למכירה ולא יצטרכו להשתמש בחליפין. צורך זה כל כך חזק שהוא מחזיק את ערך הכסף כבר שנים רבות בכל העולם כולו. (ואינו ככל בועת השקעות שאין לה ערך ריאלי ומבוסס רק על ביקוש יתר, ששם ההיסטוריה מראה שלאחר זמן מה זה מתפוצץ כאן הערך מבוסס על הצורך באמצעי קנייה וזה ערכו גם אם אין לו שווי עצמי).



מציאות זו מחזקת במידת מה את דברי החת"ס והחזו"א שהתכונה העיקרית של 'כסף' הוא הסחירות ולא דווקא שוויו האמיתי. כיום אין מי שיגיד שלמטבע או שטר הסחיר בזמנינו אין דין כסף אפילו שאין לו שווי עצמי.

~~~~~

בזמנינו בפרט לאחר התפתחות הרשתות המקוונות שייך לומר שרוב המסחר דווקא לא נעשה בשטרות ומטבעות אלא בצורה מקוונת במספרים דיגיטליים בבנק, העברות בנקאיות לסוגיהן (העברה בנקאית, אשראי, צ'ק) רוב המשכורות אינן משולמות במזומן אלא בהעברה בנקאית או צ'ק, רוב העסקאות הנעשות בבתי עסק ומכירות אינם משולמות במזומן אלא באשראי או צ'ק. יתירה מזאת, בשנים האחרונות הועבר חוק שאסור לבצע עסקאות גדולות (כמדומני 11,000 ₪) במזומן מחשש להלבנת כספים, וחייבים לבצע אותם בצורה בנקאית כל שהיא כדי שלמדינה יהיה פיקוח עליהם.

כשמדובר במספרים בבנק התעוררו הפוסקים לדון אם דינם כדין כסף ממש או רק חוב. יעוי' בתשובות והנהגות למרן ר' משה שטרנבוך ח"ג סי' תמ"ז שכתב שצריך פרוזבול על יתרת זכות בבנק, לעומת זאת הראשל"צ הילקוט יוסף (קיצור שו"ע ח"ב בעניין שמיטת כספים) כשדיבר על צ'ק שצריך פרוזבול לא דיבר על בעל הצ'ק שצריך פרוזבול על יתרת הזכות ונראה מסתימתו שסבר שלא צריך ע"ז פרוזבול. לעומת זאת לעניין ראוי ומוחזק כתב בתשובות והנהגות ח"א סי' תתנ"ב שעו"ש נחשב מוחזק ובכור יורש פי שניים.

~~~~~

לענ"ד יש לדון כאן מציאות חדשה שאינו לא חוב גמור ולא מוחזק גמור, מה שלא היה לעולמים שהיה כסף נזיל למלווה ובו זמנית הלווה יכול להשתמש בכסף, ולכן לעניין שמיטת כספים יש מקום להבין שאי"צ פרוזבול כיון שאינו מחסר גוביינא, וכן לעניין מוחזק לירושת בכור, אך לעניין רבית נחשב הלוואה כיון שס"ס הבנק יכול להשתמש בכסף. אך מ"מ נראה לענ"ד שיש בזה דין גופו ממון ולא חוב בעלמא לעניין פדיון הקדש ופדיון הבן כיון שהוא נזיל ויוצא בהוצאה.



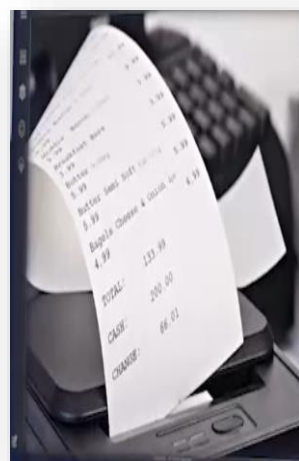
ב. מטבעות הקרפטו (מטבעות דיגיטליים).

בשנת תשס"ט (2009) הומצאו המטבעות הדיגיטליות (קרפטו, ידועים יותר בשם המטבע הפופולרי ביותר - 'ביטקוין'), המטבעות הללו הומצאו מחמת צורך בצורת תשלום דיגיטלית אך שלא תצטרך לעבור דרך צד ג' שינהל את החשבון (הבנק) אלא כל אחד יוכל להחזיק בארנקו (הדיגיטלי כמובן) מטבעות ללא הגבלה ויוכל להשתמש במטבעות אלו לצורך תשלומים ורכישת מוצרים בלי הגבלת כמות, מרחק, וזמן, אחד המטרות

~~~~~

של החיסכון בניהול צד ג' הוא עלות של הפעולות, הגבלת סכום וזמן, (ויתכן גם הפיקוח ההדוק על כל כסף גדול שעובר בו).

למעשה אין כל מדינה שעומדת מאחורי המטבעות הללו, וכמו גם שאת המטרות שלשמן הומצא המטבע לא כולם מומשו, אך עכ"פ הנושא העיקרי מבחינה חוקית וכלכלית אם להחשיב את מטבעות הקרפטו למטבע או מוצר השקעה מתבסס על יציבות המטבע. המדינות השונות מבינים שבהקדם או במאוחר הן יצטרכו לעמוד מאחורי המטבעות הללו ולתת להם גב ופיקוח כדי למנוע העלמות מס, וכן שימוש לא חוקי



בכסף (עבריינות טרור ופשע).

הנושא העיקרי עליו עומדות המדינות הוא איך לייצב את ערכו של המטבע, וישנם שני אפשרויות קיימות, או ע"י שליטה מרחוק של החברה המנפיקה, כלומר החברה המנפיקה את המטבעות אם תראה שהוא מתייקר מדי תנפיק עוד בכמות גדולה כדי להוזיל אותו ואם מוזל תפסיק להנפיק כדי ליקר אותו, שיטה זו הוכחה כלא יעילה כל צורכה, השיטה השנייה היא התחייבות של החברה המנפיקה לפדות את המטבעות בנכס יציב כל שהוא (כמטבע של מדינה של שהיא). בכך החברה נותנת

~~~~~

למטבע הדיגיטלי שווי 'אמיתי' יותר ממה ששווה ע"י בועת הביקוש שיכולה ליפול באחת ולהסתיים.

המציאות היא שבגלל החוסר ביציבותם של מטבעות קרפטו רבים הם אינם נחשבים בעיני ההמונים כמטבע (בצורה מעשית של קבלת תשלומים על מכירות וכו') כי מי ייתן מוצר עם שווי שוק קיים ויציב יחסית בעד נכס שיציבותו תלויה במצב הרוח של השוק, ולכן המטבעות הדיגיטליות נחשבים בעיני העולם ברובו כנכס להשקעה אמנם יש מטבעות שבמקומות שונים התקבלו כמטבע.

ההשקפה ההלכתית איננה רחוקה מזו המדינית ועד שלא תוכרז יציבותו של כל מטבע בצורה חזקה והמטבע יתחיל לשמש את הציבור בפועל לצורך קנייה ומכירה אין לו דין של מטבע אלא של מוצר להשקעה.

ויש לעיין אם נחשבים המטבעות הדיגיטליים כגופן ממון (לעניין פדיון הבן, פדיון מע"ש וכו') מאחר ואין לו שווי אמיתי אלא סביבתי, ושמה יש לחלק בין מטבע שאפשר לפדותו בכסף למטבע שערכו מתייצב ע"י הנפקה במינון מכוון. שהרי אם אפשר לפדותו הרי שיש לו שווי אמיתי. ואם לא הרי שוויו נקבע רק בגלל בועת הביקוש. ויש לעיין בזה.

~~~~~

### ג. הגדרות הקניין בניירות ערך למיניהם.

יש להקדים שכל פרק זה הוא לפלפולא בעלמא מאחר והקניין המועיל בכולם הוא סיטומתא, דהיינו כשאדם נותן פקודה במחשב שרוצה לקנות, ופקודה זו היא המקנה לו את הני"ע המבוקש ומכאן ואילך כל הרווחים שלו וכל ההפסדים שלו ומאחר וכך נהגו יש לזה תוקף של סיטומתא. אך אנו מפלפלים לו יצויר אם היו רוצים לקנות בקניינים אחרים איך יקנו כל סוג של נייר, וזאת בכדי להבין יותר טוב את מהות עניינים של כל מוצר ממוצרי השוק.

**מניה:** נחלקו הפוסקים האם בקניית מניה קונים את נכסי החברה או רק את החברה ולא את נכסיה (יש פוסקים שאומרים שגם את החברה לא קונים אלא רק את הזכות לרווחים וצ"ע), **לשיטות** שיש בעלות על הנכסים עצמם קונים קרקעות ומטלטלים שייך קניין כסף על קרקע ואגב על המטלטלין, כמו"כ שייך קניין סודר, **לשיטות** שאין בעלות על נכסי החברה אלא קונים את החברה יש לעיין מה זה 'חברה' ומה גדרי הקניין האמורים בה. לכאורה קניין סודר ודאי מועיל שמועיל בכל דבר. לשיטות שלא קונים כלל את החברה אלא רק זכות לרווחים יש לעיין בגדר קניין זה, ושמא גדרו כגדר פרה לכפילה שלכאורה קניינם כקניין הפרה, וכאן יש לעיין אם קנה את ה'חברה' לרווח, או את נכסי החברה לרווח וצ"ע.

~~~~~

אג"ח: שטר חוב, קניינו ככל קנייני שטרות (שטר ממרני) - מעמד שלשתם (לא שייך במציאות כמעט), כתיבה או מסירה כדין שטר ממרני (יעוי' חו"מ סי' ס"ו סעיף א' הנפק"ת אג"ח חל ע"י קניין התחייבות).

המרת אג"ח למניה: הנאת מחילת מלווה. (נחלקו הרמב"ם ותוס' אם קניין במלווה צריך דווקא בהנאת המחילה ולא במעות המלווה עצמם או שגם במעות המלווה עצמם שייך לקנות, וקניין זה מהני גם על מטלטלין כיון שהוא מידי דלא שכיח ולא גזרו רבנן שלא יקנה, יעוי' גמ' ב"מ דמ"ו: בהג' הגר"א שם, ובשו"ע ורמ"א סי' קצ"ט ס"ב ובב"י הגר"א שם סק"ה, ולכאורה מבואר שם שמלווה קונה רק כשהמלווה מחמת מכר ולא מחמת חוב גם אם הקניין בהנאה עיי"ש וצ"ע).

אופציה וחוזים עתידיים: יש לחלק בין המסחר בה - כמכירת שטרות. לכתיבתה - קניין התחייבות. (דהיינו ככל התחייבות הלווה יותר ממה שחייב להחזיר מצד קבלתו את הכסף) ויש לעיין אם שייך להתחייב על מכירת דבר ולכאורה הוא דבר שאין בו ממש (יעוי' סי' ס' סעיף ו', סי' רמ"ה ס"א, סמ"ע סי' ר"ו סק"א).

ועל הכל יש קניין סיטומתא שקונה הכל (ויש לעיין אם קונה גם דבר שאין בו ממש ובפת"ש סי' ר"א סק"ב מביא מחלוקת לגבי דבר שלא בא לעולם

~~~~~

ויש לעיין אם זה דומה או שבדשלבל"ע שייך קניין אלא שלא סמכא דעתיה אבל בדבר שאין בו ממש לא שייך קניין כלל וצ"ע).

יש לעיין אם משקיעים בחברת השקעה שמנהלי ההשקעות בה גויים איך שייך קניין הא אין שליחות לגוי, וי"ל ע"פ דברי הפת"ש סי' קצ"ב סק"ב שפועל גוי יכול לעשות קניינים עבור המעביד שלו ויש לזה כח יותר משליחות.

עוד יש לעיין אם שייך להפקיר ניירות ערך, וכגון שיש לאדם כספים במסלולים שאינם כשרים ורוצה בינתיים עד שיעביר למסלול כשר להפקיר את כספו כדי להינצל מהאיסורים הכרוכים בזה, ויש לדון בזה מאחר ואין לזה משמעות כיון שעל פי הרישומים זה שייך לו ואין רשות לאף אחד בלעדיו לעשות פעולות ולהשתמש בזה.



~~~~~

**אמר רבא בשעה
שמכניסין אדם
לדין אומרים לו:
"נשאת ונתת
באמונה?"**

(מסכת שבת ל"א.)