

# מבחן הרווח לחלוקת דיבידנד בחוק החברות: עיון מחודש

מאת  
אוריאל פרוקצ'יה ושלומי שוב\*

## תקציר

הונה של כל חברה מורכב מהשקעתם של בעלי מניותיה בתוספת הרווחים של החברה ובניכוי ההפסדים, וכן מאשראי שהוענק לה על ידי נושיה. כללי "שמירת ההון" מיועדים להותיר בקופת החברה די משאבים להבטחת זכויות הנושים, ולייעד את היתרה ל"בעליה". רשימה זו עוסקת בהתוויית הגבולות בין החלק במשאבי החברה הנדרש כדי לכבד את זכויות הנושים לבין החלק שיש להותיר לזכויותיהם "השיריות" של בעלי המניות. עיקרון זה מחייב את הפרשן להיזקק להגדרה מושכלת של מושגי "ההון" ו"הרווח", אך חוק החברות במתכונתו המקורית לא עמד במשימה ולכן שנים מספר לאחר חקיקתו הואצלה המשימה לקהילה החשבונאית, בהסתמך על ההנחה שכלליה של קהילה זו ייטיבו להתוות את קו הגבול באופן שייטיב הן עם הנושים והן עם בעלי המניות. למרבה הצער, בחינה מדוקדקת של הכללים החשבונאיים שהפכו לחלק אינטגרלי של דיני החברות חושפת כי מי שניסח את הכללים החשבונאיים לא היטיב להבין את עקרונות החוק בישראל, ולכן ה"הדבקה" של כללים אלה לחוק החברות יצרה שורה של עיוותים. רשימה זו מיועדת לחשוף את הכשלים שנוצרו מ"הדבקה" כושלת זו, מה שמחייב לערוך רפורמה נוספת בדין, ויפה שעה אחת קודם.

---

\* פרוקצ'יה הוא פרופסור אמריטוס לדיני חברות ובעל קתדרה ע"ש ווכטל, ליפטון, רוזן וכץ בפקולטה למשפטים באוניברסיטה העברית בירושלים ופרופסור מחקר בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב. שוב הוא ראש התוכנית לחשבונאות וסגן דיקן בבית ספר אריסון למנהל עסקים באוניברסיטת רייכמן, וראש (משותף) של פורום שווי הוגן הפועל במסגרת אוניברסיטת רייכמן. המחברים מודים למורן אופיר, אסף חמדני, שרון חנס, רוני טלמור, עמיר ליכט, יורם עדן ויהודית קורן על הערותיהם המועילות לכתב היד.

2	מבוא
4	א. מושגי יסוד והגדרות
	ב. מבחן הרווח: חדירתה של ההגדרה החשבונאית אל תוך
8	רקמתם של דיני החברות
	ג. המכשלות הנובעות מייבוא "כללי החשבונאות המקובלים"
11	לחוק החברות
12	1. פיצול מושג הרווח ל"רווח נקי" ול"רווח כולל אחר"
15	2. העדפת "משטר השווי ההוגן" על פני "משטר מחיר העלות"
19	3. זניחת דוחות הסולו בחשבונאות הקונצרנית
24	סוף דבר

## מבוא

שוק ההון הישראלי חווה בשנים האחרונות סדרה של התגוששויות בין בעלי השליטה בחברה (ובעלי מניות אחרים) לבין נושיה במספר ניכר של חברות ציבוריות<sup>1</sup> בנושאים הנוגעים לחלוקת ה"עוגה" התאגידית בין שתי הקהילות. מאחר שרבות מזירות המריבה הן חברות ציבוריות ממונפות,<sup>2</sup> נטל החוב המעיק על קופת התאגיד דוחק לעיתים קרובות בבעלי המניות לנכס לעצמם מתוך הקופה המשותפת סכומי כסף ניכרים, באמצעות משיכת דיבידנד, שיסייעו להם לשרת את חובותיו של התאגיד, ולעיתים קרובות גם את חובותיהם לנושיהם הפרטיים. נושי כל תאגיד, מצידם, נאלצים תדיר לעמוד על המשמר פן תדולל קופת התאגיד שבו הם מושקעים מן האמצעים שנועדו להבטיח את זכויותיהם – שלהם ולא של נושים אחרים או של בעלי השליטה עצמם – ו"לעמוד על רגליהם האחוריות" כדי להגן על קופת התאגיד המשותפת. החשש שלהם הוא שחמדנותם של בעלי המניות או מצוקתם הפיננסית לא תאפשר לחברה לשרת את חובה כמוסכם, ואכן לעיתים קרובות נגזר עליהם להסכים

<sup>1</sup> מובן שהתופעה אינה פוסחת גם על חברות פרטיות. אך הואיל ובחברות פרטיות לא קיים, בדרך כלל, "ריחוק" רב בין בעלי המניות לבין הנושים (כמו גם בין בעלי המניות למיניהם לבין עצמם), ובדרך כלל הקהילות בחברות פרטיות דואגות להסדיר את היחסים ביניהן בדרכים חוזיות, רשימה זו ממוקדת בעיקרה בעולמן של החברות שאינן פרטיות.

<sup>2</sup> "המנוף הפיננסי" הוא היחס בין תרומתם של הנושים להון החברה לבין השקעתם של בעלי המניות. למשל, אם בעלי המניות השקיעו 100 בהון החברה והנושים השקיעו 200 – המנוף הפיננסי הוא 2. המערכת הבנקאית בישראל נדרשת על ידי רשויות הפיקוח על הבנקים לשמור על מנוף פיננסי נתון (הלימות הון) התלוי בסיווגי הבנקים השונים לפי גודלם, והעומד כיום על 8 או 9. במספר רב של חברות ציבוריות בישראל המנוף הפיננסי גדול הרבה יותר מזה.

ל"תספורות"<sup>3</sup> מכאיכות. מציאות זו, העשויה רק להחריף בעיתות משבר, כדוגמת משבר הקורונה,<sup>4</sup> מחייבת את הפרשן להבין לעומקן את גבולות ה"חלוקה"<sup>5</sup> המותרת וכך להבטיח, במידת האפשר, שהקצאת נתחי העוגה בין שתי הקהילות בתוך התאגיד תתאם את כוונת המחוקק, או למצער את הכוונה שהמחוקק ניסה לקבוע בחוק בדרך המיטיבית.<sup>6</sup> רשימה זו מיועדת להשיב על שאלה זו.

רקע היסטורי קצר. בשעת חקיקתו של חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן – "חוק החברות" או "החוק") עמדה בפני מנסחי הצעת החוק כוונה למתוח את קו הגבול שבין בעלי המניות לבין הנושים בגוף החוק.<sup>7</sup>

3 תופעת התספורות, הנפוצה מאוד בשוק ההון הישראלי בשנים האחרונות, מתרחשת כאשר חברה אינה יכולה לעמוד בהתחייבויותיה בהגיע מועד פרעונן, והנושים מביעים הסכמתם למחול על מקצת החוב שמגיע להם כדי לאפשר לחברה להמשיך להתקיים, בין היתר מן הטעם שהם מעריכים שאם החברה תפורק או תעבור לבעלותם ההפסד הצפוי להם יהיה גדול יותר. בדרך כלל בעלי השליטה מפתים את בעלי המניות לתת הסכמתם להליך של תספורת באמצעות הזרמה של הון חדש לקופת החברה (אשר אין די בו כדי לאפשר לחברה לעמוד במלוא התחייבויותיה), מה שמאפשר להם לחמוק מן העין השיפוטית בהליך של פירוק או שיקום פורמליים. מאידך גיסא, הסכמתם של בעלי המניות להסתפק במה שההליך צפוי להניב להם מבטא את אי אמונם שאותו הליך, היכול להימתח על פני שנים ארוכות, יביא להם את הישועה.

4 משבר הקורונה אילץ עסקים רבים להשבית את פעילותם, כולה או חלקה, ובמידה שמאמצי החילוץ של הממשלה לא יספיקו לפצותם אנחנו צפויים לגל של פשיטות רגל שתעשינה את האמור להלן רלוונטי מתמיד.

5 המושג "חלוקה" מוגדר בחוק החברות כדרך להעברת עושר מן החברה לבעלי מניותיה, אם בדרך של תשלום דיבידנד ואם בדרך של רכישה של מניותיהם, כולן או מקצתן, בידי החברה. שתי הדרכים מכונסות יחד במושג יחיד (החלוקה) שכן תוצאותיה הפיננסיות הן דומות בשני המקרים, לפחות במקרים השכיחים שבהם הרכישה על ידי החברה של מניות שהונפקו בעבר מתבצעת באופן יחסי למספר המניות המוצאות בחברה.

6 הניסיון של המחוקק עלה במידה רבה על שרטון בשל השפעתם של כללי החשבונאות החדשים, כפי שיתואר ברשימה זאת. המאבקים בין שתי הקהילות הגיעו לא אחת בשנים האחרונות לערכאות כאשר כרגיל, אחד מן הצדדים נותר מאחור כדי ללקק את הפצעים. דוגמאות בולטות לכך כוללות את ע"א 5025/13 פרט תעשיות מתכת בע"מ נ' דדון חביב (נבו) 28.02.2016; ת"ג 47621-07-16 אמוץ חורב נ' בי קומיוניקיישנס (נבו) 18.06.2020; ת"א 48631-06-17 סאני תקשורת סלולרית בע"מ נ' אילן בן דב (נבו) 22.03.2021; ע"א 7755 אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ (נבו) 28.12.2016; ת"ג 16519-05-19 אמיר ברוט נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (נבו) 12.01.2021.

7 ראו אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות חדשים לישראל § 344 (1989). דוגמאות מן המשפט המשווה כוללות הוראות המחייבות, כתנאי מוקדם לחלוקת דיבידנד, שתיקיימו יחסים פיננסיים מסוימים במאזן החברה, כגון שנכסיה השוטפים, קרי אלה הניתנים למימוש בטווח הקצר, יהיו גדולים פי מכפיל כלשהו מהתחייבויותיה השוטפות, אלה שיש לפורען בטוח הקצר. דוגמה מעניינת מן המשפט המשווה לפתרון סטטוטורי ניתן למצוא בסעיף 500 לחוק החברות של קליפורניה (Cal. Corp. Code § 500 (2019)), מדינה שאלמלא הייתה חלק מארצות הברית הייתה כלכלתה החמישית בגודלה בעולם. הסעיף

אך הואיל וניסיון העבר, שקדם לחקיקתו של חוק החברות, היה רצוף באי הבנות מצערות, שרובן ככולן נגרמו בשל קוצר הבנתם של משפטנים לפרש הוראות סטטוטוריות בעלות משמעות חשבונאית כהלכתן,<sup>8</sup> גברה הנטייה אצל רוב חברי הוועדה להותיר את עיצובו של קו הגבול להכרעתם של חשבונאים מנוסים היודעים טוב יותר, או כך חשבו רוב חברי הוועדה, לתחום את המותר והאסור ביחסים שבין שתי הקהילות.

מאחר שהמחוקק בחר להשליך את יהבו על הקהילה החשבונאית, ואף שילב את הנחיותיה בגוף החוק, הוא קיווה שהצליח בכך להימנע ממכשלות רבות שהתגלו בפסיקה בעידן שקדם לחקיקת חוק החברות. אך כפי שרשימה זו חושפת, כוונה טהורה לחוד ודרך תחתית לחוד, וברשימה זו נבהיר כיצד ההתבטלות הגורפת של מחוקק חוק החברות אל מול כללי החשבונאות בעיצוב זכויותיהן היחסיות של שתי הקהילות החטיאה בשורה של נושאים את התיחום הראוי ביניהן.

השאלה שבה נדון ברשימה זו עוסקת בבעיה דו-צדדית: מחד גיסא, פגיעה אפשרית בנושים כאשר זכויותיהם מקופחות בכך שחלוקה רחבה מדי מעלה את הסיכון לתספורות מכאיבות, ומאידך גיסא, פגיעה אפשרית בבעלי המניות, כאשר זכויותיהם לחלוקה רחבה יותר מקופחות. בעיה דו-צדדית זו מתחדדת לאור בעיית הנציג שלפיה בעלי המניות, שאמונים על קבלת ההחלטות בחברה, מתומרצים לאשר חלוקת דיבידנד גם במחיר של הגברת הסיכון על חשבון נושי החברה. לצורך בחינת שאלה זו, נציג בתחילת דברינו את מושגי היסוד העומדים בבסיס הרשימה, לאחר מכן נסביר את חדירתם של כללי החשבונאות אל תוך רקמתם של דיני החברות ולהגדרתו של מבחן הרווח. החלק הניתוחי של הרשימה יעסוק במכשלות הקיימות בגלומות בייבוא המעין-אוטומטי של כללי החשבונאות המקובלים לדיני החברות. לבסוף, נציג את מסקנותינו והמלצותינו.

## א. מושגי יסוד והגדרות

מן הראוי, בתחילת דיוגנו, להבהיר כמה מושגי יסוד. לכל חברה יש שני מקורות מימון עיקריים. המקור האחד תחילתו במה שהושקע בה בראשית דרכה על ידי בעליה, השקעה המהווה את "ההון העצמי" של החברה בשעת היווסדה. אל ההון העצמי

קובע אמות מידה פיננסיות לחלוקת דיבידנד, ואף שיש בו הפניה לעקרונות החשבונאיים של ה-GAAP (ולהגדרתו של מושג זה ראו להלן), אין הוא כופה התבטלות בפני העקרונות הללו אלא, בלשונו של סעיף קטן (1) c, יש לקיימם ככל שהם "reasonable under the circumstances". הצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2432, פוסחת בעניין זה על שני הסעיפים, מה שמשקף את חילוקי הדעות בין חברי הוועדה שטרחה על הכנת חוק החברות (להלן – "הוועדה"). סעיף 348 להצעה תובע, כתנאי לביצוע חלוקה, כי "רווח" יוגדר בשים לב לתקנים חשבונאיים, אך גם כלשונו של סעיף קטן (2), "שווי הנכסים השוטפים של החברה [לא] יפחת לאחר ביצוע החלוקה, מסכום ההתחייבויות השוטפות שלה".

<sup>8</sup> פרוקצ'יה, שם, בעמ' 501–502, ה"ש 37–40 והטקסט הנלווה להן.

ההתחלתי מתווספות השקעות בעלים נוספות וכן סכומים שצברה במהלך השנים ("רווחים"), ונגרעים ממנו משיכות כספים וכן "הפסדי" החברה מעת לעת, ועל כן הונה העצמי של החברה הוא מושג "נקודתי" המשקף את הונה העצמי ההתחלתי ואת התוספות לו והגריעות ממנו עם חלוף הזמן.

מקור המימון השני הוא הלוואות שניתנו לה במהלך השנים ושטרם נפרעו. כאשר החברה נוטלת הלוואות, דהיינו היא מגדילה את המנוף הפיננסי, נוצר ניגוד עניינים מובנה בין עניינם של בעלי ההון העצמי, הלוא הם בעלי המניות, לבין עניינם של הנושים. בעלי מניות בחברה בערבון מוגבל חייבים בחובותיה של החברה רק עד לסכום אשר השקיעו בה, ועל כן, כתוצאה מהמבנה המשפטי של חברות אלו, נוצרת א-סימטריה של הנשיאה בנטל ההפסדים ובעקבות כך במוטיבציה הקשורה בנטילת סיכונים. כך, למשל, אם בנקודת זמן מסוימת הונה העצמי של החברה מידלדל, ואולי אפילו מתאפס או הופך לשלילי,<sup>9</sup> והיא שוקלת אסטרטגיה עסקית פלוגית היכולה להניב לה רווח של 100 בהסתברות של חצי והפסד של 200 בהסתברות של חצי, בעלי המניות עשויים להעדיף את אימוצה של אותה האסטרטגיה, כי בתרחיש החיובי יגדל חלקם בעוגה שבשעת קבלת ההכרעה היה קטן או שלילי, ובתרחיש השלילי, אם ייווצרו הפסדים, אלה ייגרעו, כולם או בחלקם, מזכויות הנושים; מאידך גיסא האינטרס של הנושים הוא שלא להיכנס להרפתקה, כי ההימור נעשה על חשבונם, שלא לדבר על כך שתוחלתו שלילית (100 כפול חצי ועוד מינוס 200 כפול חצי, ובסך הכול מינוס חמישים). ניגוד עניינים מעין זה, שהתחשיב דלעיל רק מדגים רבים כמותו, פותח פתח רחב לניצולם של הנושים, כי על פי רוב ההחלטות העסקיות של החברה נעשות על ידי בעלי המניות ועושי דברם.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> הון החברה הוא "שלילי" כאשר היא הופכת לחדלת פירעון במובן המכונה "המובן המאזני", כלומר כאשר סך התחייבויותיה עולה בשיעורו על ערך נכסיה.

<sup>10</sup> ס' 307 לחוק החברות, התשנ"ט-1999. בעיית ניצולם של הנושים היא חריפה במיוחד כאשר הנושים אינם מחזיקים בפלח משמעותי של מניות החברה, כפי שהדבר קורה לעיתים קרובות בישראל. לעומת זאת אם הנושים הם גם בעלי מניות, וכמות המניות בבעלותם מאפשרת להם להשתתף באופן משמעותי בהחלטות ייעוד הרווחים בחברה, הנתונים האמפיריים מלמדים שהממשל התאגידי מתקרב לאידיאל "הבעלים היחיד", דהיינו דרך קבלת החלטות בחברה המדמה מצב שלפיו כל בעלי התביעות בחברה, נושים ובעלי מניות כאחד, הם אותו אדם עצמו, כך שניצול האינטרסים של אותו בעלים יחיד ב"כובעו" באחת הקהילות בא בהכרח על חשבונו של אותו אדם ב"כובעו" בקהילה האחרת. לנתונים מחקרניים ראו Wei Jiang, Kai Li and Pei Shao, *When Shareholders are Creditors: Effects of the Simultaneous Holding of Equity and Debt by Non-Commercial Banking Institutions*, 23 REV. FIN. STUD. 3595 (2010); Yongqiang Chu, *Shareholder-Creditor Conflict and Payout Policy: Evidence from Mergers between Lenders and Shareholders*, 31 REV. FIN. STUD. 3098 (2018). מחקרים אלה מרמזים על נטייה מופרזת של בעלי המניות ליטול לעצמם יותר מ"המגיע להם" מן הקופה המשותפת, אם כי יש לזכור גם כי הוראות הדין יכולות לעיתים לגרום לתוצאה ההפוכה, המאפשרת לנושים ליהנות מנתחי ה"עוגה" שהיו צריכים להיות נחלתם של בעלי המניות.

על פתרונות אפשריים שנזנחו. כיצד, אפוא, אמורה החברה לנהוג כאשר חלק מקהליה – בעלי המניות – חפצים שתנקוט צעד פלוני וחלק אחר מקהליה – נושי העסק – מעדיפים שתנהג אחרת?

הפתרון הסטוטוטורי בקליפת אגוז. לצורך שאלה זו הפנה אותנו המחוקק למערכת סטוטוטורית המכונסת בחלק השביעי, פרק שני, סימן א לחוק, והידועה ככללי "שמירת ההון". כללי שמירת ההון אינם מתיימרים לתת פתרון ממצה לתופעת ניגוד העניינים בין הנושים לבין בעלי המניות, אך הם היו אמורים לתרום תרומה חשובה להבהרתם. בעלי המניות נחשבים כבעלי הזכויות "השיוריות"<sup>11</sup> (residual claims) בחברה, ולכן אין הם אמורים ליהנות מעושרה לפני שהם מכבדים את זכויותיהם של בעלי הזכויות "הקבועות" (fixed claims) ובראשם הנושים. החוק מחייב את בעלי המניות להותיר "משהו" (להגדרתו של אותו "משהו" נקדיש דיון נרחב להלן) לסיפוק תביעותיהם של הנושים. מצד שני אין בעלי המניות חייבים להותיר יותר מאותו "משהו" לטובת הנושים, ואף אחת משתי הקהילות אינה מורשה להסיג את גבולה של האחרת. ניתן אם כן להתבונן בכללי שמירת ההון כעל מעין חוזה סטוטוטורי המעגן בחוק מה מותר ומה אסור לבעלי המניות לעשות בנכס המשותף.<sup>12</sup>

בראש ובראשונה, החוק אוסר על בעלי המניות לנכס לעצמם מעושרה של החברה אם כתוצאה ממעשיהם החברה צפויה שלא לעמוד בהתחייבויותיה בהגיע מועד פירעון. הכלל המעגן תובנה זו ידוע כ"מבחן יכולת הפירעון", והוא הוכר בפסיקה, בצדק או שלא בצדק, כמהותי יותר ביחסים בין הצדדים. למרות היותו "מהותי" אין הוא קל להפעלה, כי כדי לקבוע מה יהיה מצבה של החברה במועד בלתי ידוע בעתיד, על הפרשן להצטייד במעין "אבן חכמים" הצופה מעבר לערפילי הזמן. מכל מקום רשימה זו אינה עוסקת במבחן יכולת הפירעון.

בצד מבחן יכולת הפירעון, החוק אוסר על בעלי המניות ליטול לעצמם מעושרה של החברה אם לא מתקיים מבחן נוסף, הקרוי "מבחן הרווח". רשימה זו ממוקדת בהגדרתו הראויה של מבחן הרווח. יתרונו של מבחן זה שהוא צופה פני עבר כך שאין הוא דורש כישורים בהגדת עתידות, ואכן מי ששוקדים על חוקיותה של חלוקה נוהגים להסתמך עליו כעניין שבשגרה; ואולם גם המבחן הזה, האמור להיות קל להפעלה, טומן בחובו, כפי שיפורט להלן, מלכודות לרוב. באין הגדרה חד-משמעית למונח הרווח, קברניטי החברה השוקלים לבצע חלוקה עלולים להיכשל בהבנתו ולהתיר חלוקה אסורה העלולה לא רק לפגוע בנושי העסק, אלא גם להמיט על בעלי המניות

<sup>11</sup> "זכות שיורית" היא הזכות ליהנות ממה שנשתייר מעושרה של החברה לאחר שכיבדה את כל הזכויות האחרות (המכונות "תביעות קבועות").

<sup>12</sup> על התאוריה הממשיגה הוראות סטוטוטוריות כחלק מחוזה מכללא שנערך בין הצדדים, שתכליתן לבצר הסדרי משפט ביניהם מבלי לחייבם לשאת בהוצאות העסקה לצורך גיבושן, ראו אוריאל פרוקציה "זה חוזה? זה חפץ? זה חוק! תרומתה הקונסטרוקטיבית של הכלכלה לערפול מושגי היסוד במשפט" משפטים יח 395 (התשמ"ח). בהקשר התאגידי נכתבו על התאוריה החוזית של דיני החברות תילי תילים של רעיונות. ראו, למשל, סימפוזיון רב משתתפים שנערך בנושא זה בין טובי המומחים בדיני חברות ב-89 COLUM. L. REV. 1395ff. (1989).

ונושאי המשרה הפועלים בשליחותם סנקציות אישיות חריפות,<sup>13</sup> או לחלופין לגזור על בעלי המניות מידה של איפוק מעל ומעבר לנדרש. באופן שטחי, בעלי המניות רשאים ליהנות מרווחי החברה, אך עליהם להותיר לרשות הנושים את הנכסים שאינם חלק מ"רווחיה". הבעיה המרכזית ברשימה זו היא כיצד ראוי להגדיר את מושג הרווח, שממנו, וממנו בלבד, בעלי המניות רשאים ליטול נתחים לעצמם, והכול תוך הותרת משהו הוגן הנדרש להגנה על זכויות הנושים.

מאחר שמבחן יכולת הפירעון נחשב לעיקרי שבין שני המבחנים, יכולה להישמע ביקורת שלפיה ניתן להסתפק רק בו ולוותר על מבחן הרווח מכול וכול. הבעיה היא שכפי שצוין לעיל, מבחן יכולת הפירעון נתון להערכות סובייקטיביות ופרשנויות רבות ולכן הוא פחות אמין, ומנגד מבחן הרווח אמור לספק עוגן של ודאות – מה גם שהוא אמור להיות קל יחסית ליישום. מאחר שמבחן יכולת הפירעון נשען על הערכות ספקולטיביות, נושים רבים נוטים להתמקד במבחן הרווח במאמציהם לנטר את מצבה הפיננסי של החברה. כפועל יוצא מכך, חברות החפצות לחלק דיבידנד, וכמותן גם נושי העסק, מסתמכים כדבר שבשגרה דווקא על מבחן הרווח.

*הגדרתו של מבחן הרווח בחוק החברות כמגלה טפח ומסתיר טפחיים. לכאורה, בעוד שמבחן יכולת הפירעון, שבו לא נעסוק ברשימה זו, הוא מבחן "צופה פני עתיד" ומקובל לחשוב שאומדן יכולת הפירעון העתידית רצופה בהשערות שקשה לאמוד את מידת דיוקן, מבחן הרווח, שבו נעסוק כאן, אמור להיות מבחן נוח להפעלה: כל מה שיש לעשות, כביכול, כדי לוודא את התקיימותו, אינו אלא הצצה חטופה בשורה המתאימה (שורת העודפים) במאזן החברה: עודפים ניתן לחלק לבעלי המניות, אך מה שאינו מוגדר כעודפים אסור לחלוקה. אולם תמרור אזהרה משמעותי התגלה באחת מפסיקותיה של השופטת רות רונן, בהיותה שופטת במחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב.<sup>14</sup> באותה פרשה חילקה החברה הנתבעת דיבידנד בהסתמך על שורת העודפים במאזנה, שממנה עלה שסכום הדיבידנד שחילקה הלים מילולית את דרישות החוק. עם זאת, לטענת המבקשים שערערו על החלוקה, החברה עמדה על סף תקופה פחות מוצלחת שעיון בדוחותיה (שהיו ידועים לחברי הדירקטוריון אף שטרם פורסמו) הבהיר שהסכומים המדווחים בשורת העודפים צפויים להימחק, ושאלו הייתה החלוקה נדחית עד לאחר פרסום הדוחות העתידיים לא היו נותרים בעודפיה סכומים הראויים לחלוקה. לשיטתם של המבקשים די היה בכך כדי לשלול את התקיימותו של מבחן הרווח. השופטת פסקה כי החברה אכן לא עמדה במבחן הרווח. אומנם הדרישה הסטטוטורית התייחסה על פי לשונה לדוחות שכבר פורסמו במועד חלוקת הדיבידנד, אך ההתעלמות ממידע קיים אף שטרם פורסם, כך פסקה השופטת, צריך להיות שקול כנגד עצימת עיניים אסורה. בכך סללה השופטת, אף אם לא התכוונה לכך, אפשרות של סטייה "טכנית" מהוראות החוק כדי להשיג יעדי צדק שלשונו הדווקנית של החוק עמדה להם לרועץ.*

<sup>13</sup> ס' 311 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

<sup>14</sup> ראו תנ"ג (ת"א) 49615-04-13 רונן להב נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ (נבו) (05.11.2015).

אולם בהלכה מאוחרת יותר, העוסקת בשאלה דומה, נזקק השופט חאלד כבוב לאקרויבטיקה משפטית כדי לסטות מהלכתה של השופטת רונן מבלי שניסה לבטל אותה כליל.<sup>15</sup> טוב היה עושה השופט, לטעמנו, לו הצטרף לגרסתה של השופטת רונן כפשוטה, וללא אפולוגטיקה מיותרת. מכל מקום, כפי שנבחר להלן מבחן הרווח המטריד, או לפחות שצריך להטריד, כל דירקטוריון בהחלטתו לחלק דיבידנד או להימנע מכך במקרי ביניים מרובים, איננו פשוט להפעלה כלל ועיקר.

## ב. מבחן הרווח: חדירתה של ההגדרה החשבונאית אל תוך

### רקמתם של דיני החברות

כדי לרדת לשורש העניין נפתח בהוראותיו הרלוונטיות של חוק החברות. סעיף 302 (א) לחוק קובע את העיקרון ש"חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה". סעיף קטן (ב) מבאר מונחים אחדים הנחוצים להגדרת מושג ה"רווח", כדלקמן:

"רווחים" מוגדרים לעניין מבחן הרווח כ"יתרת עודפים,<sup>16</sup> או עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות<sup>17</sup> לפי הגבוה מבין השניים, והכל על פי הדוחות הכספיים המותאמים האחרונים, המבוקרים או הסקורים, שערכה החברה, תוך הפחתת חלוקות קודמות אם לא הופחתו כבר מן העודפים, ובלבד שהמועד שלגביו נערכו הדוחות אינו מוקדם ביותר משה חודשים ממועד החלוקה". "דוחות כספיים מותאמים" מוגדרים כ"דוחות כספיים מותאמים למדד או דוחות כספיים הבאים או שיבואו במקומם, והכל לפי כללי חשבונאות מקובלים". לבסוף, הביטוי "עודפים" מוגדר כ"סכומים הכלולים בהון העצמי של חברה ושמקורם ברווח הנקי שלה כפי שנקבע לפי כללי חשבונאות מקובלים ושאינם הון מניות או פרמיה, שהשר קבע שיראו אותם כעודפים" (ההדגשות שלנו - המחברים).

מהם אותם "כללי חשבונאות מקובלים" המופיעים פעמיים בגוף הגדרת ה"רווחים", ושפיענוחם נדרש כדי לאפשר לחברה להבין את משמעות המושג? המדובר הוא בכללים שנקבעו על פי עקרונות התקינה החשבונאית הבינלאומית, או בלעז: ה-International Financial Reporting Standards, או בקיצור ה-IFRS, שהם

<sup>15</sup> עניין ברוט, לעיל ה"ש 6.

<sup>16</sup> ה"עודפים" השנתיים הם השורה התחתונה בחשבון רווח והפסד של אותה שנה שנערך על פי כללים חשבונאיים מקובלים, המשקף את תקבולי החברה לאחר שנוכו מהם סכומים שראוי לנכותם, ו"יתרת העודפים" הם עודפיה של כל שנה על בסיס מצטבר עם עודפי שנים קודמות.

<sup>17</sup> רווחים חיוביים שהופקו על ידי החברה בשנתיים האחרונות ניתנים לחלוקה, אף אם במבט כולל אין לה רווחים כלל, או שרווחיה נמוכים ממה שצברה בשנתיים האחרונות. חלוקה זו מכונה בספרות המקצועית "דיבידנד זריז" (nimble dividends), שתכליתו לאפשר לחברה שהמזל לא האיר לה פנים בראייה היסטורית כוללת לאותת לשוק שהרווחים בשנתיים האחרונות מבשרים על יציאתה מן המשבר, מה שעשוי לחדש את האמון בה רווחתם המשותפת של החברה עצמה ושל נושיה הפוטנציאליים.



כללים חשבונאיים שנוסחו על ידי המוסד הבינלאומי לתקינה בחשבונאות – IASB International Accounting Standards Board.<sup>18</sup> כללים אלה הוחלו בישראל לראשונה בשנת 2008 מכוח תקן חשבונאות ישראלי מספר 29 של המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית, שגם הוראתיו נכללות בגדר "כללי חשבונאות מקובלים". חשוב להדגיש שכללים אלה לא עמדו לנגד עיני מחוקק חוק החברות שעה שניסח את כללי שמירת ההון בשנת 1999, והם "הודבקו" לסעיפי החוק רק שנים מספר מאוחר יותר, מבלי שהמחוקק נתן דעתו לשאלה כיצד התקנים החשבונאיים החדשים משתלבים בעקרונות שכיוון להם כאשר ניסח את כללי שמירת ההון. לא פחות חשוב להדגיש שגם מנסחי התקנים החשבונאיים לא נתנו דעתם לסוגיה של שמירת ההון, והתוצאה הייתה שמלאכת ההצמדה של קבוצת כללים אחת (התקנים החשבונאיים) לקבוצת הכללים האחרת (זו שעמדה לנגד עיני המחוקק שעה שהתקין את כללי שמירת ההון) לא צלחה ורשימה זו מיועדת להבליט את כשליה הרבים.

*על מי חלים הכללים החדשים? כאן המקום להוסיף עוד כמה הערות מבוא.* הראשונה, שבנוסף לחברות ציבוריות, גם חברות מדווחות<sup>19</sup> (אף שאינן חברות ציבוריות) מחויבות לערוך את דוחותיהן בהתאם לכללי ה-IFRS. השנייה, כי גם חברות פרטיות שאינן חברות ציבוריות או מדווחות רשאיות, אף שאינן מחויבות, לאמץ כללים אלה באופן וולונטרי, ומשעשו כן הכללים הללו חלים עליהן באופן שווה כאילו היו חברות ציבוריות או מדווחות. ההערה השלישית היא שיש חברות שבאופן פורמלי אינן כפופות לכללי ה-IFRS אלא למערכות מקבילות. כך, למשל, המערכת הבנקאית הישראלית כפופה לכללי דיווח שנקבעו על ידי הפיקוח על הבנקים והמבוססים בעיקרם על אלה הנהוגים בארצות הברית, והידועים כ-United States Generally Accepted Accounting Principles, או בקיצור US-GAAP. ההערה הרביעית היא שגם חברות ישראליות "דואליות" רשאיות לבחור לדווח לפי כללי ה-GAAP משיקולים שונים.<sup>20</sup> לבסוף, יש לציין כי גם חברות פרטיות ישראליות שלא בחרו להחיל על עצמן מרצונן את כללי ה-IFRS כפופות לכללים שהוחלו מטעם המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית, אך אף על פי שקיימים הבדלים מסוימים בין כללי התקינה השונים<sup>21</sup> מותר,

<sup>18</sup> תקני ה-IFRS מכונים IASB. עד למועד הקמתו של ה-IFRS בשנת 2001 פעלה הוועדה הבינלאומית לתקינה בחשבונאות (IASB) אשר תקינה מכונים IAS. ה-IFRS אימץ את כלל התקנים שפורסמו על ידי ה-IFRS, ועל כן רבים מהם נותרו עדיין בתוקף.

<sup>19</sup> חברה "מדווחת" היא חברה ציבורית או חברה שאומנם לא הנפיקה לציבור מניות אלא איגרות חוב בלבד (חברות כאלה מכונות גם "חברות איגרות חוב") ושכללי הדיווח החלים בעניינה שווים לאלה החלים על חברות ציבוריות.

<sup>20</sup> חברה "דואלית" היא חברה שניירות הערך שלה רשומים למסחר גם בבורסה בישראל וגם בבורסה זרה שהוכשרה בחוק לצורך כך. חברות דואליות יכולות על כן להישלט על ידי עקרונות "הרישום הכפול" המוסדרים בפרקים 3 ו-3א לחוק ניירות ערך התשכ"ח-1968.

<sup>21</sup> בעשור האחרון התפתח הבדל מושגי מעניין כשלעצמו בין ה-IFRS לבין ה-GAAP בגרסתם האמריקאית. בעוד שב-IFRS התפתחה גישה שלפיה אין צורך בכך שרווח או

לצורך רשימה זו, להתעלם מקיומם, וכל מה שייאמר להלן חל באותה מידה גם עליהן.<sup>22</sup> עיקרם של כללים אלה, שלצורך רשימה זו נניח שהם חלים על כל חברה ישראלית, מעוגנים בהגדרת הרווח שממנו, וממנו בלבד, ניתן לבצע את מה שקרוי "חלוקה".<sup>23</sup>

הפסד שנרשם בעבר כרווח כולל אחר (להגדרתו של מושג זה ראו להלן) ייזקק בחזרה בעתיד לדוח רווח או הפסד, הרי שה-GAAP בגרסתו האמריקאית דורש ששינוי הרישום ייעשה באופן גורף וללא יוצאים מהכלל בזמן עתידי כלשהו. כך, למשל, בהתאם לתקינה הבינלאומית (IAS 19) סוגים מסוימים של רווחים והפסדים אקטואריים אינם אמורים "להתמחזר" (to be cycled) ולהירשם כרווח נקי אם בעבר הם דווחו כרווח כולל אחר. התקנים האמריקאים, לעומת זאת, מחייבים שינוי רישום כזה בהתקיים תנאים מסוימים. להגדרתם של תנאים אלה ראו את כללי הדיווח ב-IFRS 9: תקן דיווח כספי בינלאומי 9 "מכשירים פיננסיים" (31.05.2021)

<https://www.iasb.org.il/uploads/n/1641969082.4744.pdf>

נקל לעמוד על כך אם עוקבים אחרי התהליך של החלת כללים חשבונאיים בישראל. החל מתחילת שנת 2000 המדיניות של המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות, שלא השתנתה מאז האימוץ הגורף של תקני ה-IFRS עבור חברות מדווחות, הייתה מבוססת על התפיסה שהעקרונות שהדריכו את מנסחי התקנים הבינלאומיים אמורים לחול על כל החברות בישראל, אם גם בשינויים קלים שניתן להתעלם מקיומם ככל שהדבר נוגע לנאמר להלן. לצורך הדגמה, תקן ישראלי מספר 16 בנושא "נדל"ן להשקעה מתבסס על התקן הבינלאומי המקביל 40 IAS (ראו תקן חשבונאות מספר 16 "נדל"ן להשקעה" (פברואר 2007) <https://www.iasb.org.il/uploads/n/1473666078.9578.pdf>; תקן חשבונאות בינלאומי 40 "נדל"ן להשקעה" (31.05.2021)

<https://www.iasb.org.il/uploads/n/1641969119.9837.pdf>). תקן זה מאפשר לחברות פרטיות לדווח על פי עקרונות השווי ההוגן (על משמעותו של מושג זה נרחיב את הדיבור להלן) בדומה לנאמר בכללי ה-IFRS. בנוגע למדיניות מוצהרת זו נאמר באתר המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות כי "במרבית המקרים תקן הדיווח הכספי הבינלאומי מהווה את נקודת המוצא לתקן חשבונאות חדש, אך התקן מותאם לסביבה הכלכלית בישראל ולסוג החברות שהתקן חל עליהן (חברות פרטיות). בפרט, בתקן החשבונאות הישראלי נעשה צמצום של דרישות הגילוי שנכללות בתקן הדיווח הכספי הבינלאומי". ראו "מטרות ומבנה" המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות: <https://www.iasb.org.il/%D7%9E%D7%98%D7%A8%D7%95%D7%AA/> בדומה,

בהקדמה למה שכונה "המסגרת המושגית משנת 2005 של התקינה הישראלית" נאמר: "הוועדה המקצועית של המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות החליטה לאמץ את מסמך המסגרת המושגית הבינלאומית, תוך שינויים מינימליים מתחייבים בו, וזאת כחלק מן המחויבות של המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות לפעול בהדרגה לאימוץ כולל של תקני החשבונאות הבינלאומיים". ראו המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות **מסגרת מושגית לעריכת דוחות כספיים ולהצגתם - אוקטובר 2005** (2009) [https://icpas.org.il/wp-content/uploads/2009/12/XLHZWD7534misgertmusagit\\_09\\_.pdf](https://icpas.org.il/wp-content/uploads/2009/12/XLHZWD7534misgertmusagit_09_.pdf)

החוק הישראלי מתיר לחברות הנשלטות על ידו לבצע "חלוקה" מתוך "רווחיה". מושג החלוקה כולל כזכור, בצד האפשרות לחלק דיבידנד מזומן, גם אפשרות הניתנת לחברה, להבריל ממה שהיה מקובל לפני כניסתו של החוק לתוקף, לרכוש בחזרה מניות שהנפיקה בעבר, ולצרפן להון החברה כמניות "רדומות", דהיינו כאלה שאינן מקנות לחברה הרוכשת זכויות כלשהן, למעט הזכות לשוב ולמוכרן לאחרים. ס' 1 לחוק החברות,

מהו, אם כן, אותו "רווח" שממנו, וממנו בלבד, מתירים כללי החשבונאות המקובלים לבצע "חלוקה"? להלן נצביע על שלוש מכשלות עיקריות הנובעות מייבוא סיטוני של כללי החשבונאות המקובלים בעשור וחצי האחרונים אל תוך חוק החברות, ושלא עמדו לנגד עיניהם של מחוקקיו. מחדל זה גרר שיבושים מכאיבים בהסדר שהמחוקק ביקש לשבץ בתוך ה"חווה" בין בעלי המניות לבין הנושים, ואלה מועדים לשבש את ציפיותיהן הסבירות של שתי הקהילות.

## ג. המכשלות הנובעות מייבוא "כללי החשבונאות

### המקובלים" לחוק החברות

המכשלה הראשונה עוסקת בהבחנה הנקוטה בידי מנסחי התקינה החשבונאית בין רווחים "רגילים" לבין מה שמכונה במינוח החשבונאי "רווח כולל אחר". הרווחים "הרגילים" המופקים על ידי החברה נרשמים במסגרת הרווח הנקי שנובע מהדוח על הרווח או ההפסד, ועל כן נרשמים במסגרת ה"עודפים" שבמאזן. לעומת זאת תכונותיו הבסיסיות של "הרווח הכולל האחר" דומות, אך אין הוא מוצא את מקומו בהגדרת ה"עודפים". סעיף 17 להלן מוקדש להבהרת הסוגיה הזו ולמכשלות שהיא גורמת. המכשלה השנייה, שפרק 2 להלן ממוקד בה, נובעת מהשימוש הנרחב של התקינה הבינלאומית בשיטת המדידה של מה שמכונה "השווי ההוגן", שהוא שיטה להערכת שווי הרצופה במהמורות פרשניות, במיוחד בהקשר של פריטים שאינם נסחרים, המאפשרת לתאגידים להכיר ברווחים או בהפסדים רעיוניים אך בלתי ממומשים שנבעו משיערוך נכסי החברה, ולהתייחס אליהם כאילו מומשו.<sup>24</sup> אף שניתן להבין את הרציונל העומד ביסוד מודל השווי ההוגן,<sup>25</sup> ההשלכות הנובעות מכך לעניין ה"חלוקה" עלולות לגרום, וכפי שמסתמן מן הראיות בשטח אכן גורמות, לתקלות משמעותיות.

התשנ"ט-1999 (סעיף ההגדרות), מגדיר את מושג החלוקה כך: "חלוקה" – מתן דיבידנד או התחייבות לתיתו, במישרין או בעקיפין, וכן רכישה; ולענין זה, "רכישה" – רכישה או מתן מימון לרכישה, במישרין או בעקיפין, בידי חברה או בידי חברה בת שלה או בידי תאגיד אחר בשליטתה, של מניות החברה או של ניירות ערך שניתן להמירם למניות החברה או שניתן לממשם במניות החברה, או פדיון של ניירות ערך בני פדיון שהם חלק מהונה העצמי של החברה בהתאם לס' 312(ד) לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ולרבות התחייבות לעשיית כל אחד מאלה, והכל, ובלבד שהמוכר אינו החברה עצמה או תאגיד אחר בבעלותה המלאה של החברה".

<sup>24</sup> להבהרת המושג רווח "רעיוני" (notional) נתאר לעצמנו שהחברה רכשה נכס במחיר פלוני וכך גם נרשם בספריה בעת הרכישה. עם חלוף הזמן ה"שווי ההוגן" של אותו נכס האמיר. התקנים החשבונאיים מאפשרים בנסיבות מסוימות לחברה לדווח על הנכס כאילו החברה מכרה אותו לעצמה, כך שאם השווי ההוגן בעת המכירה הרעיונית עלה על עלות רכישתו ההיסטורית, ניתן לדווח על ההפרש כעל "רווח".

<sup>25</sup> על הרקע ההיסטורי להולדת המושג של "השווי ההוגן". המקרה השכיח ביותר הנידון בפרק זה מתרחש כאשר העלות ההיסטורית של רכישת נכס, אף אם היא צמודה למדד,

המכשלה השלישית והאחרונה שנעסוק בה ברשימה זו עומדת במרכז הדיון בפרק 3 להלן. המכשלה נובעת מקיומם של כללים חשבונאיים החלים על אשכול חברות (קונצרן) הנדרש לדווח על בסיס כלל-קונצרני בלבד. הכלל החשבונאי פוטר את הקבוצה מן החובה לדווח דיווח נפרד על שאר החברות שבקונצרן ("דוחות "סולו"), ואין הוא נכלל במה שמכונה "דוחות כספיים ראשיים", אם כי החברה שבצמרת רשאית למסור מידע על ביצועיהן הכספיים של אותן חברות באופן וולונטרי במסגרת "מידע כספי נלווה".

## 1. פיצול מושג הרווח ל"רווח נקי" ול"רווח כולל אחר"

לפי כללי החשבונאות שנהגו בעבר, בכל תקופה היה נערך דוח רווח או הפסד שעיקרו היה שנוכו מהכנסות החברה באותה תקופה כל הוצאותיה, כך שהשורה התחתונה שיקפה את "הרווח הנקי" (חיובי או שלילי) לאותה תקופה שהצטרף, בנוסף לסכומי השקעה או משיכה של בעלי המניות, להונה העצמי של החברה כ"עודפים". מתוך העודפים האלה החברה הייתה רשאית, מבחינת מבחן הרווח, לבצע חלוקה. עיקרון זה לא השתנה גם בעקבות אימוץ כללי ה-IFRS, אך דרך חישוב העודפים השתנתה, שכן הכללים המתייחסים לניכויים מסך התקבולים השתנו אף הם. הכללים החדשים עיצבו ועיגנו מושג חדש הקרוי "רווח כולל אחר", או באנגלית Other Comprehensive Income, או בקיצור OCI, כך שחלק מרווחי החברה או הפסדיה נזקפים כעת לשורת העודפים במאזן (המותרים מבחינת מבחן הרווח לחלוקה), וחלק אחר מהם נזקף ישירות לשורת הרווח הכולל האחר במאזן (שממנו לא ניתן לבצע חלוקה).

מבלי לנסות להקיף את כל המקרים שבהם קיימים כיום רווחים המודרים משורת הרווח הנקי בדוח רווח או הפסד ומוצאים, תחת זאת, את מקומם ישירות בשורת הרווח הכולל האחר, ניתן בכל זאת לציין את הדברים הבאים, הנחוצים לרשימה זו. מלאכת סיווגם של רווחים או הפסדים לקטגוריה זו או אחרת איננה נשענת על מסגרת עיונית או מושגית איתנה ואחידה שניתן להסתמך עליה בכל המקרים. תקנים חשבונאיים אחדים מייחדים את הדיבור לשאלת הסיווג לנימוקים פרטניים, פרטיקולריסטים, המיוחדים לאותו תקן, ולאותו תקן בלבד. די לנו בכמה דוגמאות, המובאות בהערות השוליים. יתר התקנים החשבונאיים אינם מספקים אפילו הסבר קלוש, כנראה מתוך הנחה ש"הדברים מדברים בעד עצמם" ודי לחכימא ברמיזא.<sup>26</sup> החשוב לענייננו הוא

---

יכולה להיות שונה מן "השווי ההוגן" של אותו נכס מעת לעת, למשל כתוצאה מהשבחת ערך הקרקע או משינויים אחרים, לטובה או לרעה, ההופכים את מושג העלות ההיסטורית ללא עדכני.

<sup>26</sup> כך, לדוגמה, בהתאם ל-IFRS 9 השקעה במניות שאינה מקנה השפעה מהותית (בדרך כלל עד שיעור החזקה של 20%) נדרשת להימדד בשווי הוגן, אך במועד ההשקעה קיימת אפשרות לחברה לבחור בין שני מסלולים ככל שמניות אלה משוערכות: רישום הפרשי השיעור ברווח הנקי (דוח רווח או הפסד) או רישום הפרשי השיעור במסגרת הרווח

שאף אחד מן ההסברים הללו, גם אם יש כזה בגוף התקן, איננו מתייחס לסוגיה של שמירת ההון, והרושם המתקבל הוא שגופי התקינה הבינלאומית לא נתנו דעתם להשפעת התקן על סוגיה זו. מעבר לכך, המטרה הראשית שעומדת בבסיס המגוון הרחב של התקנים החשבונאיים היא אספקת מידע שימושי לצורכי קבלת החלטות השקעה, ואין היא אפילו מתיימרת להסדיר את הסוגיה של שמירת ההון. ניתן למצוא אמירות המדגישות את חשיבות ההצגה החשבונאית, אך הן אפילו אינן "פוזלות" אל עבר בעיית הנציג המסעירה לעיתים כל כך קרובות את היחסים המתוחים בין בעלי המניות לבין הנושים.<sup>27</sup>

די אמרנו כדי להבליט את הטענה המרכזית בפרק זה, והיא שפיצול מושג הרווח לשני ראשים, זה המוצא את ביטויו בשורת העודפים במאזן וזה הנזקף לשורת הרווח הכולל האחר, איננו מתואם עם מגמת המחוקק לאפשר לבעלי המניות ליטול לעצמם מהון החברה כמידת השתבחותו אך לא יותר מזה, ולשריין עבור נושי העסק את מה שנשתייר.

**הנזקים שנגרמו מפיצול מושג הרווח לשני ראשים.** עתה אנו עוברים להארת הנזקים המועדים להתחולל ביחסים בין בעלי המניות לבין הנושים הנגרמים מפיצול זה של מושג הרווח שנעשה, כאמור, מטעמים דיווחיים גרידא. קל להבין שנזקים אלה צפויים להתגלות בשני מצבים הפוכים. המצב האחד הוא ששורת העודפים במאזן אינה כוללת

---

הכולל האחר. הבחירה במדיניות חשבונאית כזו או אחרת לא רק נותנת יד חופשית לכל חברה, אלא אף אינה מחייבת עקביות בין השקעות שונות באותה חברה. לשם המחשה, נניח כי קיימות שתי חברות זהות שהשקיעו השקעה זהה – חברה אחת בחרה במסלול רווח נקי והאחרת בחרה במסלול רווח כולל אחר. נניח כעת שההשקעה נמחקה במלואה – המשמעות היא שלחברה השנייה, שבחרה במסלול רווח כולל אחר, יתרת הרווח לחלוקה תהיה גבוהה יותר בגובה ההשקעה, שכן תוצאות המחיקה לא תותרנה כל רישום בשורת העודפים במאזן. בדברי ההסבר של IFRS 9, הרישום ברווח כולל אחר מנומק בכך שלעיתים החזקה במכשיר הוני לא נועדה לעליית ערך המכשיר אלא להשגת תכליות אחרות, ולכן יש לרשום ברווח הנקי רק את עליית הערך של המכשירים שזו מטרת החזקתם. מכשירים אחרים שמטרת החזקתם לא נועדה לעליית ערכם יימדדו אף הם לפי שווי הוגן, אך ההפרשים ייזקפו לרווח כולל אחר.

אם ננסה למצוא בכל זאת מעין מכנה משותף רעיוני בין כל המקרים שבהם התקנים מחייבים רישום של רווחים כרווח כולל אחר ולא כרווח נקי, ניתן לשער שמושג הרווח הכולל האחר נועד לייצג תנועות כספיות הנובעות מאירועים חיצוניים, אקסוגניים, לפעילות החברה כדוגמת שינוי בריבית השוק, תופעה שאין לצפות שתשכפל את עצמה בתקופות דיווח עתידיות. לעומת תנועות אקסוגניות מעין אלה, חשבון רווח או הפסד אמור לשקף תנועות כספיות שמועדות לחזור על עצמן בעתיד, והעיון בהן יכול לסייע למשקיעים פוטנציאליים לערוך תחזיות של רווחים עתידיים או להעריך את שווייה של החברה. מדוע, אם כן, סברנו שהסיווג של רווחים לשני סוגים אינו נשען על מצע רעיוני אחיד? כי למרות האמור בהערת שוליים זו, לא כל המקרים מתאימים להשערה. כך, למשל, שיערוך של נדל"ן להשקעה כתוצאה משינוי הריבית חסרת הסיכון בשוק נכלל בדוח רווח או הפסד ולא ברווח כולל אחר. מעבר לכך, יכולה להתקיים גם תחלופה בין הרווח הנקי לבין הרווח הכולל האחר כבחירה של מדיניות חשבונאית הנתונה לשיקול דעתה של כל חברה.

27

רווחים שהיו צריכים להיות פנויים לחלוקה, והדבר מקפח את בעלי המניות אל מול הנושים ומציבה חיץ בינם לבין רכושם הלגיטימי; המצב ההופכי הוא שהפסדים שיש בהם כדי לשחוק את ההון העצמי של החברה אינם באים לידי ביטוי בשורת העודפים, כך שאלה עומדים במלואם לרשותם של בעלי המניות החפצים לבצע חלוקה, והדבר מקפח את הנושים אל מול בעלי המניות. כדי להמחיש את הטענה השנייה הזו, נבחן פרשה מרכזית אחת שעלתה לכותרות בישראל ונעריך את מידת הנזקים שהיו יכולים להתחולל בעטייה.

החל משנת 2008 החלה חברת כור, שהייתה אז בשליטתו של איש העסקים נוחי דנקנר, שעסקיו כשלו, להשקיע סכומי עתק במניותיו של הבנק השוויצרי Credit Suisse Group AG, ולימים (עד שנת 2011) הצטברו בהשקעה זו הפסדי עתק של כמיליארד ש"ח. ההפסדים שנבעו מן ההשקעה מצאו את מקומם, באמצעות מעבר מהתקן החשבונאי הבינלאומי שעמד בתוקפו באותה עת (IAS 39) לתקן החדש (IFRS 9) מחוץ לדוח הרווח או ההפסד של החברה. מאחר שהפסדים אלה לא מצאו את ביטויים בריוח הנקי של כור, לא היה בהם כדי לגרוע מעודפיה במאזן, מה שהיה מאפשר לבעל השליטה, לולא נמצאה תושייה חפוזת ברגע האחרון, להשתמש בעודפים ולהכריז על חלוקה כדי לשרת את חובותיה הכבדים של החברה (או לכל מטרה אחרת). אין צריך לומר שבראייה כוללת, המשקפת את החוזה מכללא בין בעלי המניות (כולל, כמובן, בעל השליטה עצמו) לבין נושיה של כור, חלוקה מעין זו הייתה צפויה, אילו התרחשה, לשבש באופן גס את ציפיותיהם של הנושים.

למרבית המזל רשויות הפיקוח עמדו במקרה פרטי זה על המשמר, ומנעו את הנזק מבעוד מועד. שר המשפטים, הממונה על ביצוע חוק החברות, פרסם תקנות מכוח סמכותו לפי סעיפים 302 (ב) ו-366 לחוק<sup>28</sup> אשר קבעו באופן נקודתי כי השקעה הונית כשל כור, שבהתאם לתקנים הבינלאומיים שעמדו בתוקפם באותה שעה הייתה אמורה לתת את ביטויה בשורת הרווח הכולל האחר, תדווח בכל זאת כהפסד "רגיל" ותיגרע משורת העודפים במאזנה של כור. כידוע לנו, קבוצת אי די בי, שחברת כור הייתה חלק ממנה, לא ראתה ברכה בעסקיה חרף העובדה שנמנע מדנקנר לדלל את משאביה כפי שחפץ, וכפי שיכול היה לעשות אילו היה התקן החשבונאי המקורי נותר על מכונו. בכך הצליח מחוקק המשנה לקטוע את שרשרת התספורות שנחתו על נושי חברת כור ולצמצם אותה במשהו.

מעבר לכך, ואולי זה העיקר, עצם הצורך בהמצאת מעין פתרון משפטי לעת מצוא (ad hoc) במקרה ספציפי זה (אך לא בהכרח במקרים אחרים) יכול היה להסב נזקים כבדים לנושים חסרי ההגנה: התקנות שהותקנו כדי להושיע את נושיה של כור מתייחסות רק להשקעה במניות בהתאם ל-IFRS 9 ואינן מתייחסות כלל למקרים דומים אחרים בהתאם לתקנים בינלאומיים אחרים, כמו למשל במקרה של רווחים או הפסדים אקטואריים שנוקפים לרווח כולל אחר ללא אפשרות "הפשרתם" בעתיד לדוח רווח או הפסד בהתאם ל-IAS-19, או למקרים של שיערוך של רכוש קבוע לפי מודל של הערכה

<sup>28</sup> תקנות החברות (סכומים אחרים הכלולים בהון עצמי שיראו אותם כעודפים), התשע"ב-2012.

מחדש שגם הוא נזקף לרווח כולל אחר ללא יכולת "הפשרה". המצב שנוצר הוא שהפתרון בתקנות חל רק במקרה הנקודתי שהתעורר באותו עניין מבלי שנעשה מאמץ להחילו גם במקרה הכללי, כך שבכל המקרים העתידיים שאינם מכוסים בתקנות צפוי להיגרם עוול לאחת הקהילות. אנו מציעים, אפוא, לצד האימוץ הגורף של תקני ה-IFRS בישראל, לעגן בחקיקה כי ככל שהדבר נוגע לדיני חלוקה חישוב העודפים במאזן ייעשה על פי הרווח הכולל כולו.

## 2. העדפת "משטר השווי ההוגן" על פני "משטר מחיר העלות"

*מושג "השווי ההוגן": רקע היסטורי.* עד לתחילת שנת 2008, עת הוחלו בישראל תקני ה-IFRS, דווחו נכסי החברה בעיקר במחירי העלות שלהם, למעט במקרים מובהקים כמו ניירות ערך סחירים שערך השוק שלהם התפרסם בכל יום מסחר, והוא הוחזק כ"נתון אובייקטיבי" הידוע לכול. הבעיה התעוררה עקב העובדה שאין עליה עוררין ששוים האמיתי של נכסים רבים, ולא רק של ניירות ערך סחירים, אינו נותר קבוע במקומו, והוא מועד לעלות לפרקים ולרדת לפרקים בהתאם לתנאי השוק. מוסדות התקינה הבינלאומית נתנו דעתם לתופעה זו, ומתוך מגמה שדוחותיה הכספיים של החברה ישקפו את מצבה ה"אמיתי", המירו את העיקרון שערכי הנכסים צריכים להימדד על פי עלותם ההיסטורית ויצרו מושג חדש הקרוי "שווי הוגן".<sup>29</sup> יש לציין כי התפתחות מקבילה התרחשה גם בתקינה האמריקאית, אם כי לא באותה מידה. יכולה לעלות ביקורת נגדית שלפיה דווקא השווי ההוגן צריך להוות בסיס מדידה לכלכלי נכון יותר מאשר בסיס העלות עבור מערכת היחסים שבין בעלי המניות לבין הנושים. אנו מודעים לטענה זו, אם כי סבורים כי ההגדרה הערטילאית של שווי הוגן בחשבונאות, כמו גם החשש הרב הקיים ממניפולציות שונות ומשונות הקיימות בפרקטיקה, צריך להוביל לכך שכללי המשחק בין בעלי המניות לבין הנושים יעמדו על קרקע בטוחה וודאית. אחרת, יכולים להיווצר מצבים שבהם יתבצעו שיערוכים הולכים ומתמשכים ויגויסו חובות על גבי חובות בכדי לממן חלוקת דיבידנד, עד כדי יצירת מגדלי קלפים שנפילתם היא רק עניין של זמן. לשם השוואה נציין כי חוקי המס, שלכאורה גם בהם קיים היגיון כלכלי במיסוי רווחים בראייה כלכלית רעיונית, ממשיכים לדבוק במודל העלות כך שהרווחים ממוסים רק בעת מימושם.

*"השווי ההוגן" ועולם הערכות השווי.* וגם: על מושג המכירה הרעיונית. מהו אותו שווי הוגן שהדיווח עליו אמור להחליף את המחירים המעוגנים במחירי העלות? כדי

<sup>29</sup> דוגמה לתקן חשבונאות בינלאומי המאמץ את מודל השווי ההוגן, אם כי הוא גם מאפשר לסטות ממנו, הוא תקן חשבונאות בינלאומי מספר 40 בדבר נדל"ן להשקעה, לעיל ה"ש 22. תקן זה קובע שבסיס המדידה העדיף מבחינה חשבונאית לסוג זה של נכסים הוא מודל השווי ההוגן ולא מודל העלות; אך ראו את הנאמר בהערה 34 להלן.

להשיב על שאלה זו במידה סבירה של ביטחון יש לבצע מהלך של הערכת שווי,<sup>30</sup> שבעקבותיו ניתן יהיה להחליף מחירי עלות שאבד עליהם הכלח ברישום חשבונאי אחר ההולם את מושג השווי ההוגן. כאמור, ככל שהמדובר הוא בניירות ערך סחירים, מלאכת ההמרה אינה דורשת תחכום רב, שכן מחיריהם של נכסים אלה מדווחים לציבור ומספקים עיגון אובייקטיבי להתאמה הנדרשת. אך ישנם סוגי נכסים אחרים שהמעבר החשבונאי ממחירי עלותם לשוויים ההוגן מסובך יותר, ומידת התסבוכת נעה על פני ציר המוליך מקטגוריה של מקרים שבהם השיערוך נשען על מדדים פחות או יותר אמינים למקרים אחרים שבהם ההתאמה נושאת אופי הרבה יותר ספקולטיבי.<sup>31</sup> בהקשר זה, חשוב לציין כי בהתאם ל-IFRS העוסקים בכללי הדיווח על פי עקרונות השווי ההוגן נקבעה היררכיה בת שלוש רמות להגדרתו של מושג זה, הנעשות על בסיס מידת האובייקטיביות והאמינות של האומדנים. הרמה הראשונה מתייחסת לנכסים שמחיריהם מצוטטים בשוק פעיל של נכסים והתחייבויות זהים. רמה זו רלוונטית בדרך כלל כשהנכס או ההתחייבות נסחרים בבורסה, ואז מחיר הבורסה הוא האומדן הטוב ביותר. הרמה השנייה מתייחסת לנכסים שיש להם מחירי שוק שאינם מצוטטים. ברמה זו נכללים למשל נתוני שוק פעיל של פריטים דומים בתכונותיהם, שלגביהם נרשמו עסקות המעידות על ערכן בשוק. הרמה השלישית היא הנחותה ביותר, ובה נמצאים נתונים שאינם נצפים בשוק. הערכות שווי של נדל"ן להשקעה בישראל מסווגות בדרך כלל ברמה השלישית.

הכלי המושגי המרכזי שתקני החשבונאות נאחזו בו לעניין זה הוא מושג המכירה "הרעיונית" שהשימוש בו מאפשר לערוך את השיערוכים הנדרשים. בקצירת האומר,

<sup>30</sup> כל הערכת שווי היא פרובלמטית מעצם הגדרתה, שכן אין בנמצא מדע מדויק היכול לשמש קנה מידה לאיכות הדיווח, והוא בהכרח מבוסס על אומדנים והנחות. ידוע שקיימים פערים ניכרים בין מעריכי שווי שונים הנותנים דעתם לאותו נכס. ראו לעניין זה: שמואל האוזר "על ערכים ועל הערכות שווי בפרספקטיבה של רשות ניירות ערך" (הרצאה בערב עיון בנושא הערכות שווי, במרכז הבינתחומי הרצליה) [https://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_8184.pdf](https://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_8184.pdf). ברשימה זו לא נתעמק בכשלים העומדים בדרכם של מעריכי שווי, ונותיר זאת להזדמנות אחרת.

<sup>31</sup> ברע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' שאל ממן (נבו 28.08.2012) הכריז בית המשפט העליון כי השיטה של הערכת השווי המועדפת עליו היא שיטת היוון תזרים המזומנים של החברה, או באנגלית DCF, שהוא קיצור המילים discounted cash flow. ביסוד השיטה טבועה ההנחה ששווי של כל נכס כלכלי שווה לערך המהוון של התשואה הצפויה ממנו. למשל, דירה להשכרה שאורך חייה עשר שנים שווה לערכם של דמי השכירות המהוונים הצפויים ממנה למשך עשר שנים. אולם השימוש בנוסחה זו רחוק מלהיות פשוט כפי שהוא נחזה. הקושי נובע מן הצורך לאמוד באופן סובייקטיבי משתנים מספר שהם חיוניים להפעלת החישוב. בראש ובראשונה צריך לאמוד, כמעט אמרנו "לנחש", את התשואה הצפויה מן הנכס בכל תקופה; ואז צריך להניח כי התשואה תמיד מספר כלשהו של תקופות; ולבסוף צריך להניח מהו אחוז הניכיון שיש לחשב לצורך ההיוון בכל תקופה, ובכל אחד משלושה אלמנטים אלה צריך להניח הסתברויות של אי יכולת מימוש שוויו של הנכס, ולהשתמש בהסתברויות אלו לצורך האומדן הסופי. בהינתן התמריצים של מעריכי השווי ושל לקוחותיהם – קברניטי החברה – לא קשה לנחש לאיזה צד צפויה להתרחש ההטיה.



הכללים מאפשרים לחברה לדווח על ערכי הנכסים כאילו נמכרו לה במחיר החדש, ה"הוגן", בתמורה למחיר ההיסטורי שהתיישן. ככל שהערך החדש, ההוגן, עלה (או ירד) בשיעורו ביחס למחיר ההיסטורי, הדבר מאפשר לחברה לרשום רווח (או הפסד) רעיוני בסכום ההפרש, כך שבעיקרון החברה מורשה להוסיף (או לגרוע) את ההפרש מעודפיה, כך שניתן להרחיב (לצמצם) את הקרנות הפנויות לחלוקה.

*על הפרקטיקה השכיחה כ"מכירות רעיוניות".* הפעלת המשטר הרישומי החדש מצריכה להיזקק לשתי תובנות מרכזיות. התובנה האחת היא אובייקטיבית, והיא נגרמת מן הנתונים המצביעים על כך שאילו היו כל המכירות הרעיוניות מתבצעות בהתאם לכללים החדשים, ברובם הגדול של המקרים ניתן היה לצפות שהללו יגדילו את כמות העודפים ולא יקטינו אותה, בשל העובדה הפשוטה שהמחירים ההיסטוריים נוטים לטפס כלפי מעלה עם חלוף הזמן. התובנה השנייה, המעוררת בעיה חריפה יותר, היא סובייקטיבית, והיא נגזרת מעולם התמריצים. לעיתים קרובות נושאי המשרה בחברה מתמריצים לדווח על "הצפת ערך", דהיינו על מגמות עלייה בערכה של החברה. התמריץ ניוון הן מן המגמה לשאת חן בעיני המשקיעים, והן מן השאיפה להגדיל את חבילת השכר תלוי הביצועים של נושאי המשרה, השווה בעיניהם יותר ככל שהחברה מצטיירת בדוחותיה הכספיים כמצליחה יותר בעסקיה. בהינתן שתי התובנות האלה, אין זה בלתי סביר להתנבא שרבים מן המעברים לשיטת הערך ההוגן ייטו להגזים בשיעור עליית ערכה של החברה ולמעט, במקרים המתאימים, בשיעור ירידת ערכה. ככל שיתברר בדיעבד כי אותה אופטימיות הייתה מוגזמת, הדבר עלול לנגוס בזכויות הנושים מטעמים מובנים. על כל אלה יש להוסיף כי במקרים מספר הכללים החדשים מאפשרים, אך אינם מחייבים, את החברה לעבור ממשטר רישומי של מחירי עלות למודל השווי ההוגן.<sup>32</sup> ככל שנושאי המשרה בחברה מונעים על ידי התמריצים הנ"ל, כך ניתן לצפות להתגברות תאבונם לשערך ערכים היסטוריים כלפי מעלה, אך להימנע מעשות זאת במקרים של ירידת ערך.<sup>33</sup> חששות אלה מתעצמים אם נשווה לנגד עינינו כי עצם המושג של הערכת שווי הוא מושג מחורר ככברה ונתון למניפולציות רבות. תעיד על כך העובדה שצדדים יריבים בהליכים משפטיים המחייבים הערכות שווי מצטיידים תדיר בהערכות המסופקות להם בידי מי שאמורים להיות בעלי מקצוע אמינים בתחום זה, שלמרות יומרתם לאובייקטיביות מקצועית מועדים בדרך כלל לספק ללקוחותיהם הערכות שווי שונות הנבדלות זו מזו בעשרות רבות של אחוזים. כמצופה, ברובם הגדול של המקרים מעריכי שווי מקצועיים מצדדים בעמדתם של מי ששכרו את שירותיהם. לכל המצוי בתחום זה לא קשה להתחקות אחר הסיבה לכך.

<sup>32</sup> כך לדוגמה, בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי מספר 40 בדבר נדל"ן להשקעה (לעיל ה"ש 22), ישות מדווחת יכולה לבחור בין יישום מודל השווי ההוגן או מודל העלות לגבי הנדל"ן להשקעה שלה. דוגמה נוספת היא תקן חשבונאות בינלאומי מספר 16 (לעיל ה"ש 22) אשר מאפשר לאמץ את מודל ההערכה מחדש למדידת רכוש קבוע על פני מודל העלות.

<sup>33</sup> ראו רחלי בינדמן "הערכות שווי מנפחות את שווי החברות ב-50% כלכליסט <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3634221,00.html> (23.03.2014)

אם כל ההשערות האלה נכונות, הדבר אמור להתבטא בהגברת השכיחות של חברות ציבוריות הנקלעות להליכי חדלות פירעון או הנזקקות ל"הסדרי חוב" שבאים לידי ביטוי, כזכור, ב"תספורות" על חשבון הנושים, לצילילי מיליארדי שקלים הנגזלים מהם. האם התופעה הזו אכן מתרחשת הלכה למעשה? מחקר שערכו נדב שטינברג מבנק ישראל, ד"ר אילנית גביוס מאוניברסיטת בן גוריון בנגב וד"ר אסתר חן מהמרכז האקדמי פרס ופורסם בשנת 2017 מצביע על ראיות אמפיריות מוצקות להתרבות תופעת התספורות, בד בבד עם מתן ההיתר לחברות ישראליות להפעיל את שיקול דעתן אימתי ברצונן לדווח על בסיס השווי ההוגן.<sup>34</sup> ממצאים אלה ושכמותם עוררו את רשויות הפיקוח מתרדמתן,<sup>35</sup> ואף על פי שאף אחת מהן לא הציעה לזנוח את משטר השווי ההוגן ככל שהדבר נוגע לדיני החלוקה, הן יזמו, באופן קוואליטטי, פתרונות טלאי כאלה או אחרים.

כאמור לעיל, סוגי הנכסים שכללי החשבונאות מאפשרים את שיערוכם נחלקים לשלוש רמות, כאשר הרמה הראשונה, ה"אובייקטיבית" או השמרנית ביותר, מתייחסת לנכסים שניתן לשערוכם על בסיס של נתונים מוצקים, כמו מחירים מצוטטים בבורסה. לעומת זאת שתי הרמות הבאות אחריה, ובעיקר זו השלישית, מתייחסות לנכסים שהאפשרות לשערוכם אינה נתמכת בנתונים מעין אלה, ולכן הערכת שווים "ההוגן" היא יותר ספקולטיבית ונתונה לשיקול דעת סובייקטיבי. אנו מציעים, אפוא, שלצורך דיני שמירת ההון ניתן יהיה להכיר רק בשיערוכים מן הקטגוריה הראשונה בלבד, מה שיקנה ממד של אמינות להצדקת המרתם של ערכים היסטוריים בערכים משוערוכים.

<sup>34</sup> אילנית גביוס, אסתר חן ונדב שטינברג **דיווידנדס מרווחים בלתי ממומשים והסיכון לחדלות פירעון** (בנק ישראל, חטיבת המחקר, 2017)

<https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/28-6-17.aspx>

המחקר עוסק בהיתר להכיר ברווחים בלתי ממומשים שנובעים משיערוך לפי השווי ההוגן – נדבך מרכזי בתקני ה-IFRS – והוא מתמקד בסוגיה שטרם נחקרה: האם חלוקת דיווידנדים מתוך רווחים אלה משפיעה על הסיכון של פירמה להיקלע לחדלות פירעון? ממצאי המחקר העלו כי חלוקת דיווידנד מרווחים בלתי ממומשים מגדילה ביותר מפי שלושה (!) את ההסתברות של חברה להיקלע להסדר חוב. כמו כן, נמצא כי הסיכון המוגבר אינו מתומחר במרווחי התשואות על האג"ח של החברות שחילקו דיווידנד ואינו משתקף בדירוגי האג"ח שלהן. החוקרים מציינים כי ממצאי המחקר עשויים לספק תמיכה להצעה לתקן את חוק החברות, מתוך מטרה למנוע חלוקת דיווידנד מרווחים שטרם מומשו.

<sup>35</sup> בשלהי שנת 2016 הוכן במשרד המשפטים תזכיר חוק לתיקון חוק החברות שמטרתו למנוע חלוקת דיבידנדים מרווחים רעיוניים, עם זאת תזכיר החוק לא קודם בסופו של דבר על ידי שרת המשפטים דאז איילת שקד. במקביל פרסמה רשות ניירות ערך עמדה דומה (אם כי לא זהה) על הצורך לתיקון החוק בעניין.

## 3. זניחת דוחות הסולו בחשבונאות הקונצרנית

חשבונאות "סולו" של כל יחידה המוכרת כאישיות משפטית לעומת חשבונאות "מאוחדת" של האשכול כולו. כאשר חושבים על אשכול חברות הכולל, בנוסף לחברת האם שבצמרת, גם חברות נוספות (בנות, נכדות וכדומה), מתעוררת בעיה חשבונאית מיוחדת. לכאורה, כל אחד מן התאגידים הללו הוא ישות משפטית נפרדת ולכן במבט שטחי ניתן היה להסתפק בכך שאותו תאגיד ידווח כאילו עמד לעצמו ("חשבונאות סולו"). אך מזה זמן רב השתרשה המחשבה שמנקודת המבט של החברה שבצמרת, ומתוך מגמה לספק מידע שימושי למשתמשים בדוחותיה הכספיים (כלומר, בעלי המניות והנושים של החברה האם), יש להציג את דוחותיה על בסיס מאוחד.<sup>36</sup> מגמה זו הוקצנה ב-IFRS עד כדי כך שתקנים אלה מחייבים את הצגת הדוחות הכספיים על בסיס מאוחד, ואין הם אפילו מחייבים הצגה של דוחות הסולו – מה שיוצר מעין העלמת עין מצורכייהם של הנושים. התופעה היא מתמיהה, בעיקר בשל העובדה שרוב הנושים, כולל מוסדות בנקאיים, נוהגים לנתח בעיקר את דוחות הסולו מן הטעם שהדוחות המאוחדים יכולים להטעות אותם (מאחר שהם כוללים נכסים שאינם בבעלותה המשפטית של החברה שבצמרת).<sup>37</sup> עם זאת, בהתאם לתקנה 9ג' לתקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים, התשנ"ג-1993), המשקפות את הבנת חשיבותם של דוחות הסולו לנושי החברה, קיימת מזה זמן דרישה לספק גם את דוחות הסולו כמידע נלווה (אם כי מחוץ לדוחות הכספיים ה"ראשיים").

**הדיווח ה"מאוחד": צרותיהם של הנושים.** בעוד שמסיבות אלה או אחרות עקרון הדיווח המאוחד הוא שימושי עבור בעלי המניות של החברה שבצמרת, הרי שהוא בעייתי מנקודת הראות של נושיה, וניתן להדגים באופן פשוט מאוד את הקושי הזה. נשווה לנגד עינינו חברת אם ולה חברת בת אחת, שהיא הנכס היחיד שלה. לחברה הבת יש רווחים, אך היא מנועה מלחלקם בשל מגבלות המוכתבות על ידי אמות מידה פיננסיות ("קובנטים") שהתקיימותן נדרשת כתנאי לחלוקת דיבידנד.<sup>38</sup> התקינה

<sup>36</sup> בהתאם ל-IFRS 10 בדבר דוחות כספיים מאוחדים, ישות נדרשת להציג דוחות כספיים מאוחדים ככל שיש לה חברת בת אחת לפחות (חברת בת מוגדרת כישות מוחזקת שנמצאת בשליטת הישות המדווחת). ראו תקן דיווח כספי בינלאומי 10 "דוחות כספיים מאוחדים" (31.05.2021) <https://www.iasb.org/uploads/n/1641969080.7280.pdf>.

<sup>37</sup> רשות ניירות ערך עמדה על חיוניות הצגת דוחות הסולו כמענה לציפיותיהם של הנושים. לאחרונה הציעה רשות ניירות ערך לחייב גם את הצגתם של דוחות הסולו בנוסף לחובה להציג גם את הדוח המאוחד, אך הצעתה "נתקעה" בשל המצב הפוליטי הסבוך שלפני סבב הבחירות האחרון. בהצעתה ציינה הרשות כי בשל עקרון הישות המשפטית הנפרדת, הרשות סבורה כי קיים קושי לנתח את מצב הנזילות וכושר הפירעון בהתבסס על הדוחות הכספיים המאוחדים בלבד.

<sup>38</sup> בעולם הפיננסי מקובל שכאשר חברה מגייסת חוב, הנעשה בדרך כלל בתיווכו של נאמן (הפועל למען קבוצה גדולה של נושים הרוכשים את איגרות החוב של החברה) דיני שמירת ההון שבחוק החברות אינם מספקים את הנאמן, ובמשא ומתן בינו לבין החברה

הבינלאומית אינה מחריגה קבוצות חברות מעין אלה מחובת הדיווח המאוחד, ולכן הרווח שהופק בידי החברות הבנות אף שאינו זמין לחלוקה מופיע בדוחות המאוחדים ומאפשר לחברת האם לבצע חלוקה.

דוגמה שיכולה להמחיש את הבעייתיות הנובעת מדרך הצגת הדוחות המאוחדים הייתה ה"הפתעה" שליוותה את היקלעותה למשבר של חברת אפריקה ישראל השקעות בע"מ ב-2008, בשל חוסר יכולת למחזר חוב, על רקע ירידת ערך נכסים ומשבר בשוק האשראי. ערב ההסדר, יתרת הנכסים הפיננסיים השוטפים במאזן המאוחד לסוף שנת 2008 הייתה כ-3.3 מיליארד ש"ח, מה שהעיד לכאורה כי יש בידי אפריקה ישראל מספיק אמצעים נזילים כדי לפרוע את תשלומי האג"ח ב-2009. אך לא היה זה אלא מקסם שווא, לאור העובדה שסך הנכסים הנזילים בדוחות הסולו היה 305 מיליון ש"ח בלבד, והיתרה נבעה מחברות בנות בלא יכולת משיכת דיווידנד שיספיק לכיסוי החוב השוטף בחברת האם. את הנורות האדומות שהבהבו מעל קשיי הנזילות הצפויים של אפריקה ישראל היה ניתן לזהות רק דרך דו"חות הסולו: כבר בתום 2007, בשיא אופוריית הנדל"ן, חשפו דוחות הסולו גירעון בהון החוזר של יותר מ-0.8 מיליארד ש"ח, אף שההון החוזר המאוחד היה אז כ-3.2 מיליארד ש"ח.<sup>39</sup>

הבדל משמעותי נוסף בהקשר זה בין הדוחות המאוחדים לבין דוחות הסולו נוגע לתפיסת "הישות האחת" שעליה מושתתים הדוחות הכספיים המאוחדים, שהיא תפיסה חדשה יחסית (בת כעשור) בעולם החשבונאות. בהתאם לתפיסת הישות האחת רואים את בעלי מניות המיעוט בחברות המוחזקות על ידי החברה האם אך שאינן מקנות שליטה באותן חברות (המכונות בראשי התיבות של מושג זה "זשמ"ש" – זכויות שאינן מקנות שליטה) כחלק אינטגרלי מבעלי המניות של הקבוצה. כפועל יוצא מכך, עסקאות בין בעלי המניות בחברת האם לבין בעלי מניות המיעוט (זשמ"ש) בחברת הבת מטופלים בדוחות הכספיים המאוחדים במישור ההוני, כלומר ללא השלכות של הפעולה על דוח רווח או הפסד. בהתאם לכך, שינויים בשיעור ההחזקה בחברת בת ללא איבוד שליטה בה מדווחים בדוחות הכספיים המאוחדים במישור ההוני – בדומה להנפקת מניות וללא כל השפעות נוספות.

**המחשת הטענה.** לשם המחשה, נניח כי חברה א' מחזיקה 80% מהון המניות של חברה ב' החל ממועד הקמתה. נניח כי חלקה של חברה א' בעלות ההקמה של חברה ב' היה 8 מיליון ש"ח. נניח שההון העצמי של חברה ב' עמד על 100 מיליון ש"ח (מתוכו 10 מיליון ש"ח הון מניות ופרמיה) ושווייה 500 מיליון ש"ח. יתרת הזשמ"ש בדוחות המאוחדים עומדת לכן על 20 מיליון ש"ח (=100\*20%). כעת, נניח שחברה א' מוכרת 20% מהון המניות של חברה ב' (כלומר, רבע מהשקעתה) תמורת 100 מיליון ש"ח (=500\*20%). בהתאם לתקנים הבינלאומיים הרלוונטיים תדווח חברה א' בדוחות הכספיים המאוחדים שלה על פעולה זאת באופן הבא (בהתעלם ממיסים):

המנפיקה מוסכם על אמות מידה פיננסיות נוספות (המכונות "קובננטים") לחלוקת דיבידנד. ראו: What are Financial Covenants? CORPORATE FINANCE INSTITUTE <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/financial-covenants/> (last visited 05/07/2022).

<sup>39</sup> ראו אפריקה ישראל להשקעות בע"מ דוח תקופתי ושנתי לשנת 2007 (2008).

יתרת המזומנים תגדל ב-100 מיליון ש"ח, יתרת הזשמ"ש תגדל ב-20 מיליון ש"ח (=100\*20%) ותסתכם כעת ב-40 מיליון ש"ח וההפרש – 80 מיליון ש"ח – ייזקף לקרן הונית שתוצג במסגרת חלקם של בעלי המניות של החברה האם בהון הקבוצה. כלומר, לפעולה זו אין כל השפעה על דוח רווח או הפסד.

מנגד, ככל שחברה א' הייתה עורכת דוחות סולו בהתאם ל-IFRS על בסיס מודל העלות (כלומר, ההשקעה בחברה הבת הייתה מדווחת על פי עלותה כ-8 מיליון ש"ח), הרי שכתוצאה מפעולת המכירה תרשום חברה א' (בהתעלם ממיסים) רווח של 92 מיליון ש"ח (=100-8). אין ספק כי רווח זה הוא רווח שמומש מנקודת המבט של בעלי המניות של החברה האם אשר אמור להיכלל בשורת העודפים במאזנה. חשוב להדגיש כי עיוות דומה היה מתקיים אילו היה מדובר בהפסד.

*דוגמה מן הפסיקה.* בהקשר זה ניתן לתאר את קורותיו של סכסוך משפטי שהגיע לערכאות בשנים האחרונות,<sup>40</sup> ואף נתעכב על השאלה כיצד פירש בית המשפט, שראה עצמו כבול לסמנטיקה הסטטוטורית שבחוק החברות, את מילות החוק כפשוטן, אך בכל זאת החמיץ את ההזדמנות שנקרתה על דרכו לעשות צדק במישור היחסי שבין הנושים לבין בעלי המניות.

חברה פלוגנית החזיקה בחבילת מניות גדולה (כשלושים אחוז) ממניותיה של חברה אחרת ("החברה הנשלטת") ומכרה את מקצתן במחיר העולה על מחיר רכישתן בסכום קרוב למיליארד ש"ח. בעקבות המכירה ירד אחוז אחזקותיה בחברה הנשלטת ועמד על מעט יותר מעשרים ושישה אחוזים. האם ההפרש בין מחיר המכירה לבין מחיר הרכישה, אף אם נניח שהמדובר הוא (כנדרש) במחירי כסף קבועים, ראוי להצטרף לעודפיה של החברה המוכרת ולאפשר לה לבצע חלוקה בהתאם?

אם ניצמד לכללי החשבונאות המקובלים התשובה היא שלילית, לאור תפיסת הישות האחת כאמור לעיל. IFRS 10 קובע מפורשות כי "כאשר החלק היחסי של ההון המוחזק על ידי הזכויות שאינן מקנות שליטה משתנה, הישות תתאים את הערכים בספרים של הזכויות המקנות שליטה ושל הזכויות שאינן מקנות שליטה כדי לשקף את השינויים בזכויות היחסיות שלהן בחברה הבת. הישות תכיר במישרין בהון בהפרש כלשהו בין הסכום שבו מתואמות הזכויות שאינן מקנות שליטה לבין השווי ההוגן של התמורה ששולמה או התקבלה ותייחס אותו לבעלים של החברה האם." ייחוס ההפרש לבעלים של החברה האם "משמעו שההפרש מצטרף (או נגרע) מחלקם של הבעלים בהון החברה, כלומר הוא הופך לחלק אינטגרלי מן "ההון העצמי" בחברה, ולכן אינו נחשב ל"רווח".

בשלב זה צריך לקחת נשימה עמוקה ולהבין את משמעות המילים הרלוונטיות הנ"ל ב-IFRS-10. התקן בוחר להשקיף על העסקה כעל גיוס הון נוסף של החברה האם אף על פי שלא הייתה לה כל כוונה להגדיל את הונה. התוצאה של מהלך חשבונאי זה גוררת את התוצאה שהגיוס הפיקטיבי אינו מוצא את ביטוי ברווח הנקי. מבלי לנקוט עמדה בשאלת נאותות תפיסת "הישות האחת" הרואה את מכירת המניות של החברה

<sup>40</sup> ראו עניין חורב, לעיל ה"ש 6.

הנשלטת כגיוס הון של הקבוצה כולה, יש לזכור כי בשעה שהנושים בחרו לתת אשראי לחברה הם הסתמכו על ההון העצמי שהיה לה באותה עת. הדבר מבליט את גסות ה"הלחמה" בין דיני שמירת ההון לבין הסד החשבונאי שהמחוקק יצר בנושא. לשון אחרת, גם אם לאור התפיסה שיש להשקיף על שני התאגידים מבחינה חשבונאית כאילו היו ישות אחת, אין בעניינו ספק כי תוצאה זו אינה הולמת את תכליתם של דיני שמירת ההון. אף על פי שהדוגמה האמורה מציגה פגיעה בזכויות בעלי מניות, באותה מידה יכול להיות מקרה הפוך שבו שווי המניות של החברה הנשלטת נמוך יותר, ועל כן הדבר פועל לטובת בעלי המניות, שהרי הם אינם נושאים ב"הפסד" שנוצר. הונה העצמי של החברה, בין אם הוא מסווג מבחינה חשבונאית כעודפים ובין אם ככל צורה אחרת, מהווה "חגורת ביטחון" להבטחת זכויות הנושים, והדבר מוביל אותנו לשקילה מחדש של עקרונות ראשוניים, כדלהלן.

*בחזרה לעקרונות היסוד: מה בעצם מעניין את הנושים? כיצד משפיעה איתנותה של אותה חגורת ביטחון על שיעור הריבית שהנושים מצפים לה בהתקשרותם עם החברה? כידוע, שיעור ריבית כלשהו, ולא רק ביחסים בין נושיה לבעלי מניותיה של החברה, כולל שני מרכיבים עיקריים. המרכיב האחד ניתן להמשגה כמעין דמי שכירות שהלווה משלם בעד השימוש בכסף לאורך תקופת חייה של ההלוואה. אך מאחר שצפיפותיו של המלווה לקבל את כספו בחזרה בהתאם לתנאי ההלוואה עשויות להיות מהולות בחששות שהלווה לא יוכל להשיב לו את כספו במועד המוסכם, צפוי שיבקש לחייב את הלווה בפרמיה על אותו סיכון. ככל שהלווה יציב יותר מבחינה פיננסית כך צפוי שיעור הפרמיה להיות מתון יותר, ולהפך: ככל שמעמדו הפיננסי של הלווה מעורער יותר כך יצפה המלווה לשיעור פרמיה גבוה יותר, שיפצה אותו על הסיכון המוגבר. שיעור הפרמיה אינו תלוי בשאלה האם הונה העצמי של החברה משתקף בשורה התחתונה של דוח רווח או הפסד, או שהוא משתנה בשל תמורות החלות בקרן ההונית הנ"ל. ככל אחד משני המקרים הנושים שמו מבטחם בהונה העצמי המצרפי של החברה בעת קבלת האשראי. אם כתוצאה מפעולה חשבונאית כלשהי רואים את הונה העצמי של החברה בתאריך הקובע כסכום קטן מזה, נגרם עוול לנושים, ששמו יהבם בהון גדול יותר, וכן להפך: אם כתוצאה מפעולה חשבונאית כלשהי רואים את הונה העצמי של החברה כסכום גדול מזה, אך כתוצאה מפעולה חשבונאית אין מביאים זאת בחשבון, הדבר מעניק מתת חינום לנושים על חשבון בעלי המניות.*

*עשיית צדק מול ייקוב הדין את ההו. ניתוח זה לא הרשים את השופטת רות רונן בשבתה במחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב.<sup>41</sup> הנימוק העיקרי של השופטת נאחז במילותיו של תקן IFRS 10 המאפשרות העברת רווחים או הפסדים לסעיף העודפים במאזן רק בתנאי שהם מצטברים בדוח רווח או הפסד, והשופטת הדגישה כי בכך היא מקדמת את מטרתו של מבחן הרווח, קרי להיות נוח וקל להבנה על ידי עיון פשוט בסעיף העודפים במאזן.*

יש לציין כי ככל שמכבדים את לשון התקנים הרואים את התאגידים בקבוצה כישות אחת, פסיקה זו איננה עולה בקנה אחד עם פסיקה אחרת שלה (בעניין להב שאזכור

<sup>41</sup> שם.

לעיל)<sup>42</sup> שבה השופטת חייבה את החברה לפזול אל מעבר לשורת העודפים במאזנה, ולתת משקל לתנועות כספיות עתידיות שטרם נכללו במאזן. אכן, בעניין להב הדרישה להרחיק ראות אל מעבר למאזן לא הצריכה מאמץ רב, שכן ההפסדים העתידיים כבר היו ידועים לחברי הדירקטוריון בעת ההחלטה על חלוקת הדיבידנד. מאידך גיסא, גם בעניין חורב לא נדרש מאמץ אינטלקטואלי כלשהו כדי להביא בחשבון עליית ערך שהשתקפה בחשבונותיא ההוניים של החברה, עליית ערך שלא רק הייתה ידועה בעת ההחלטה על חלוקת הדיבידנד אלא גם דווחה ככזו כדן. כל מה שנדרש לא היה אלא לאמץ את דעתו של פרופסור יוסף גרוס, שנתן דעתו לסוגיה וקבע כי "מבחינה תכליתית, ביקש המחוקק לאמץ את ההגדרה החשבונאית (של העודפים) [סכומים אשר מקורם ברווח הנקי של החברה]... מבלי שקבע את החובה שעל סכומים אלה להירשם ברווח רווח והפסד קודם העברתם להון העצמי על מנת שייחשבו כעודפים. בפני המחוקק בישראל עמד כבר התיקון לחוק החברות האנגלי מ-1985 והוא העדיף שלא לאמץ את עקרונות הדין האנגלי האוסרים חלוקה במקרה כזה".<sup>43</sup> תחת זאת נאחזה השופטת בהנחה שהמחוקק אימץ מבחן חשבונאי להגדרת הרווח המותר לחלוקה,<sup>44</sup> ואף שהייתה מודעת לכך שקיים פער בין "רווח חשבונאי" לבין "רווח כלכלי" העדיפה לתת את הבכורה לרווח החשבונאי<sup>45</sup> כי לדעתה בית המשפט צריך לראות את עצמו כבול ללשון החוק<sup>46</sup> ולא להיתפס לפרשנויות הסוטיות מן הסמנטיקה שלו.

עמדתה העקרונית של השופטת רונן עומדת בסתירה לעקרונות פרשנות אחרים, המסרבים להכיר בסמנטיקה כעומדת לעצמה, ותובעים לתת לה פשר תכליתי העולה בקנה אחד עם כוונת המחוקק.<sup>47</sup> מי שמקבל עמדה זו כופר בהכרח באפשרות של קיום

42 עניין להב, לעיל ה"ש 14.

43 יוסף גרוס "חלוקה בעידן העקרונות החדשים של ה-IFRS" **תאגידים** ה'3/3, 30 (2008).

44 עניין חורב, לעיל ה"ש 6, פסקה 37 לפסק הדין.

45 שם, פסקות 47 ו-56 לפסק הדין.

46 שם, פסקה 61 לפסק הדין.

47 למעשה, הגישה המקובלת בפרשנות הנוהגת בישראל היא שיטת "הפרשנות התכליתית", שמטרתה להעדיף פירוש המקדם בצורה הטובה ביותר את תכליתו של הטקסט מושא הפרשנות, מבלי לתת מעמד מכריע לסמנטיקה הטקסטואלית. יפים לעניין זה דבריו של פרופסור אהרן ברק בספרו **פרשנות תכליתית במשפט**, שם הוא קובע את דרכי הפרשנות המקובלות עליו, והרי זו גם ההלכה שעוגנה על ידו (ועל ידי שופטים אחרים) בשבתם על כס המשפט: "הפרשנות התכליתית שולפת מתוך מגוון המשמעויות הלשוניות של הטקסט המשפטי את אותה משמעות משפטית המגשימה את התכלית של הנורמה. בין הלשון לבין התכלית קיים קשר הדוק. התכלית היא המטרה. הלשון היא האמצעי...". ראו אהרן ברק, **פרשנות תכליתית במשפט** 136 (2003). נכון הוא שגם לשיטתו של פרופסור ברק התכלית גוברת על הסמנטיקה רק במקרים שבהם קיימת מידה מסוימת של עמימות בטקסט שיש לפרשו, בעוד שתקני החשבונאות הבינלאומיים הם ברורים. אך אל לנו לשכוח שמטרתם של כל כללי שמירת ההון, שגם להם יש אחיזה בחוק, נועדו למתוח את קו הגבול הרצוי בין שאיפותיהם של בעלי המניות למשוך דיבידנד לבין זכותם של הנושים שכספם לא יונח על קרן הצבי; לכן בסוגיה זו קיימת התנגשות בין שני סטים של

סתירה בין לשונו של החוק לבין תכליתו, שהרי תפקידה של הלשון אינו אלא לסייע בהגשמת התכלית. התכלית שהמחוקק ביקש להשיג איננה אלא שהיחסים בין בעלי המניות לבין הנושים "יצלמו" את מצבם הפיננסי בעת קבלת האשראי. זו דעתם גם של מלומדים זרים.<sup>48</sup> לעומת זאת פסיקתה של השופטת מאפשרת מצב שבו יגדל הונה העצמי של החברה מבלי שהדבר יטביע את חותמו על זכותם של בעלי המניות למשוך רווחים. במקביל, כך יש לשער, אילו היה הונה העצמי של החברה קטן יותר מבלי שהדבר היה מותיר את חותמו על סעיף העודפים, הדבר היה מאפשר לבעלי המניות ליטול לעצמם משאבים לא להם, ועיניהם של הנושים רואות וכולות. כפועל יוצא, אנו סבורים שנדרש שינוי חקיקה כדי להתמודד עם בעיות אלה. בהקשר זה, נראה כי יהיה זה נכון להתייחס לדוחות סולו שההשקעה בחברות הבנות (וכן בחברות הכלולות) מוצגת בהם על פי מודל העלות – לפי החלופה המותרת לכך ב-27 IAS העוסק בדוחות כספיים נפרדים. על פי מודל זה, רק כאשר החברה הבת מחלקת דיבידנד לחברת האם שלה תוכל חברת האם לדווח על הדיבידנד שהתקבל כהכנסה, ועל כן הוא יירשם בדוח רווח או הפסד ויתווסף לשורת העודפים; במילים אחרות, להבדיל מן התוצאה המתקבלת מיישום שיטת השווי המאזני,<sup>49</sup> במודל העלות לא נרשם באופן שוטף חלקה של החברה האם ברווחי החברות המוחזקות ("רווחי אקוויטי") "כרווח", וכך נמנעת הבעיה של חלוקת רווחים או הפסדים רעיוניים שמקורם בתוצאות של חברות בנות וכלולות.

## סוף דבר

באיוז מידה, אם בכלל, יש לפרש את ההגדרות בחוק החברות המתייחסות למבחן הרווח כמחייבות? את השאלה הזו ניתן לחלק לשני חלקים. כללים וסטנדרטים בפרשנות חשבונאית. תחילה נניח שהמחוקק אינו חפץ לכפות הוראות חשבונאיות שאינן עולות בקנה אחד עם עקרונות אחרים שבחוק, ולכן קריאתן של ההוראות החשבונאיות אינה מחייבת את הפרשן לצמידות סמנטית דקדקנית. אל המסקנה האפשרית הזו ניתן להגיע בשתי דרכים חלופיות. הדרך האחת צועדת במסלול פרשני מקובל התובעת מן הפרשן לבחור בין הוראות חוק אחדות העומדות בסתירה

הוראות סטטוטוריות מנוגדות, מצב שיש בו עילה להעדיף את התכלית על פני הסמנטיקה.

<sup>48</sup> עמדה זוהי מתועדת היטב גם בספרות הזרה. כך למשל, John Coffee-1 William Klein, מחשובי המלומדים בדיני החברות האמריקאים, כותבים: "The intent of the trust fund doctrine is to protect creditors against the possibility that shareholders will pay large dividends to themselves, thereby stripping the firm of its assets while its debts are still unpaid or at least increasing the level of risk to which its creditors are subject" JOHN COFFEE & WILLIAM KLEIN, BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE, LEGAL AND ECONOMIC PRINCIPLES, 197 (3d ed. 1988).

<sup>49</sup> שיטת שווי מאזני היא שיטה חשבונאית שלפיה החברה המחזיקה רושמת באופן שוטף את חלקה ברווחי החברות המוחזקות שלה (חברות בנות וחברות כלולות). השיטה מעוגנת ב-28 IAS.



אלה לאלה. כך גם בענייננו, אם נפרש את כוונתו של מחוקק כללי שמירת ההון כהוראה המחייבת את הצדדים, דהיינו בעלי המניות והנושים, לכבד את היחסים ביניהם כמשקפים את הסיכון המוטל על הנושים בעת קבלת האשראי, אך היצמדות להגדרה החשבונאית של "רווח" משבשת את כוונתם, על הפרשן לבחור לאיזו קבוצה של כללים הוא מעדיף להיצמד, אף אם היצמדות זו "עולה לו" בפרשנות שאינה רצויה על בני הקבוצה האחרת.

הדרך השנייה להיחלץ מן המיצר היא לפרש את כללי החשבונאות הרלוונטיים כ"סטנדרטים" ולא כ"כללים" ברורים. כידוע, "כלל" הוא הוראה משפטית (או חשבונאית) בעלת רזולוציה גבוהה, כגון קביעת מהירות הנהיגה המרבית המותרת. נהגים יוצאים חובת הכלל הזה אם מהירות נסיעתם אינה עולה ולו במשהו על המקסימום הקבוע בחוק, אך הם מפריים את הדין אף אם מהירות נסיעתם עלתה ולו במעט על אותו רף. "סטנדרטים", לעומת זאת הם הוראות משפט בעלות רזולוציה נמוכה, כגון ההוראה הקובעת שיש לקיים חוזים בדרך מקובלת ובתום לב, או שרמת הזהירות הנדרשת בדיני הנזיקין נקבעת על פי הכלל של "האדם סביר". לכל אחד משני הסוגים הללו של הוראות משפט יכולים להיות יתרונות וחסרונות בנסיבות שונות. אם ידוע כבר "בשלב החקיקתי" כי מרווח הנסיבות המפריד בין מקרה למקרה הוא מצומצם, יעיל יותר שהמחוקק ייתן דעתו לעניין ובמחוי הוראת חוק אחת יסיר כל אי-ודאות היכולה להתעורר בעתיד. אם לעומת זאת השוני בין המקרים העשויים להתעורר בעתיד הוא מרובה, יעיל יותר שהמחוקק ימחל על כבודו ויאציל את ההכרעה לשופטים היושבים בדין, הנהנים ממידע מקיף יותר על הנסיבות הרלוונטיות. הרציונל של ההבחנה, לפחות מנקודת הראות של הגישה הכלכלית למשפט, הוא ברור. במקרה הראשון ניתן לחסוך בעלויות באמצעות כללים, כי הוראת דין היפה לנושא המוסדר מתאימה (פחות או יותר) למגוון של נושאים סמוכים שיאה להם לחסות תחת כנפי הכלל. במקרה השני השוני בין הנושאים הוא כל כך רב שהשונות ביניהם אינה יכולה להידחס לתוך מיטת סדום של הסדר אחיד, ולכן למחוקק לא נותרת ברירה אלא להקצות את מלאכת הסדרתם לשופטים היושבים בדין, על מנת שיתאימו, תוך הפעלת שיקול דעתם ובשים לב למידע שלפניהם, את הפתרון הראוי לכל אחד מהם. האם ראוי להתייחס לחשבונאות הבינלאומית כאוסף של כללים או של סטנדרטים במובן דלעיל? מאחר שלא קיים מכנה משותף במגוון הרחב של המצבים המוסדרים על ידם יש לשקול ברצינות את ההתייחסות אליהם כסטנדרטים ולא ככללים; כך בדרך כלל, וכך גם, מקל וחומר, כאשר מדובר בסוגיה של שמירת ההון, שלא עמדה כלל לנגד עיניהם של שושביני ה-IFRS.

לסיכומה של נקודה זו, מחוקק חוק החברות הפנה, לצורך הגדרת המונח "רווח", לכללי ה-IFRS, שהם הסטנדרטים החשבונאיים המקובלים, וכך גם כללי ה-GAAP, העוסקים בעקרונות (principles), מונח שבפי החשבונאים מקביל למילה standards. אם נפרש את כללי החשבונאות על פי כינוים יהיה בזה צעד משמעותי לקראת נתינת תוקף להבחנה בין סטנדרטים אלה לבין כללים פרטניים. גם מבחינת הצורך לכבד את כוונת המחוקק שהתקין את כללי שמירת ההון עלינו לשוות לנגד עינינו את הפרשנות

הסבירה, שלפיה רצונו היה לאפשר לצדדים לתמחר את עסקת האשראי בשים לב לסיכונים הרובצים על הנושים במועד קבלת האשראי, המתאימה ל"עובייה" של חגורת הביטחון החוצצת בינם לבין מצבים של חדלות פירעון. מיטת הסדום המתבקשת מהליכה בתלם אחרי הסמנטיקה תוך הזנחת התכלית החקיקתית איננה תורמת ליעד זה.

*קו ההגנה האחרון: רפורמה חקיקתית כדיני שמירת ההון.* דומה שהדרך הבטוחה יותר ליציאה מן המצר תחייב תיקוני חקיקה שישנו את כללי המשחק, וזוהי אכן המלצתנו ברשימה זו. השלמות חקיקתיות מעין אלה מקובלות במדינות רבות. כך לדוגמה הולנד מאפשרת לסוגים שונים של חברות להיצמד לכללי ה-IFRS או לבחור במקומם את הסטנדרטים של ה-GAAP בגרסתם ההולנדית (Dutch-GAAP), עם התאמות חקיקה רבות.<sup>50</sup> דוגמה נוספת היא ה-Companies Act 2006 באנגליה שלפיה רווחים הניתנים לחלוקה הם הרווחים המצטברים שמומשו (realized profits) בניכוי ההפסדים המצטברים שמומשו.<sup>51</sup> אם נלך אף אנו במסלול זה, המלצתנו היא פשוטה בתכלית. בצד האימוץ הגורף של תקני ה-IFRS בישראל, יש לקבוע בחוק כי ככל שהדבר נוגע לדיני החלוקה, חישוב העודפים במאזן יעשה על פי הרווח הכולל (דהיינו תוך הכללת רווחים והפסדים שמוסוגים ב-IFRS כ"רווח כולל אחר"); שלצורך החלוקה לא יובאו בחשבון רווחים או הפסדים רעיוניים; וכן שתשומת הלב תמוקד ברוח הסולו של התאגיד המבצע חלוקה (כאשר ההשקעות בחברות בנות וכלולות נמדדות על פי עלותן). בהקשר זה, וכפי שצוין לעיל, אנו ממליצים להגדיר רווחי והפסדי שיערוך ככאלה המבוססים על מחירי העלות, למעט במקרים שבהם האומדן מסווג ברמה 1 – כלומר, מחיר בורסאי מצוטט – כמו למשל במקרה של השקעה בניירות ערך הרשומים למסחר.

אנו מודעים לכך שלמידע על יתרת הרווחים לחלוקה קיימת חשיבות מרבית בעיני המשקיעים, נותני האשראי ומשתמשים אחרים בדוחות הכספיים. על כן, כדי להקל על הדירקטוריון המאשר את החלוקה, ולאור החשיבות של המידע למשתמשים השונים בדוחות הכספיים, יש לדעתנו לכלול בדוחותיה של הישות המדווחת כגילוי נוסף מידע על יתרת הרווחים הראויים לחלוקה. כתוצאה מכך, מבחן הרווח יישאר קל להפעלה, וזאת מבלי שכללי חשבונאות שנועדו לצרכים אחרים יקדיחו את התבשיל.

<sup>50</sup> ראו סקירה ממצה של פירמת החשבונאות הגלובלית PWC : An overview of financial reporting in the Netherlands, PWC, <https://www.pwc.nl/nl/audit-assurance/assets/documents/pwc-overview-financial-reporting-in-the-netherlands-2020.pdf> (last visited 07/05/2022)

<sup>51</sup> ראו פרסום של לשכת רואי חשבון באנגליה ובווילס משנת 2017 : ICAEW, GUIDANCE ON REALISED AND DISTRIBUTABLE PROFITS UNDER THE COMPANIES ACT 2006 (2017) <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/technical-releases/legal-and-regulatory/tech-02-17bl-guidance-on-realised-and-distributable-profits-under-the-companies-act-2006.ashx>