

יצחק סוארי
משה ברקת
דן גבעולי

היבטים בחלוקת דיבידנד

לאור חוק החברות החדש

מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונאות

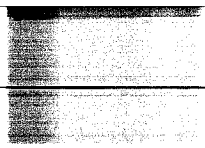


אוניברסיטת
תל-אביב



המכון
המסכים של ישראל

100
100
100
100
100



יצחק סוארי
משה ברקת
דן גבעולי

היבטים בחלוקת דיבידנד

לאור חוק החברות החדש

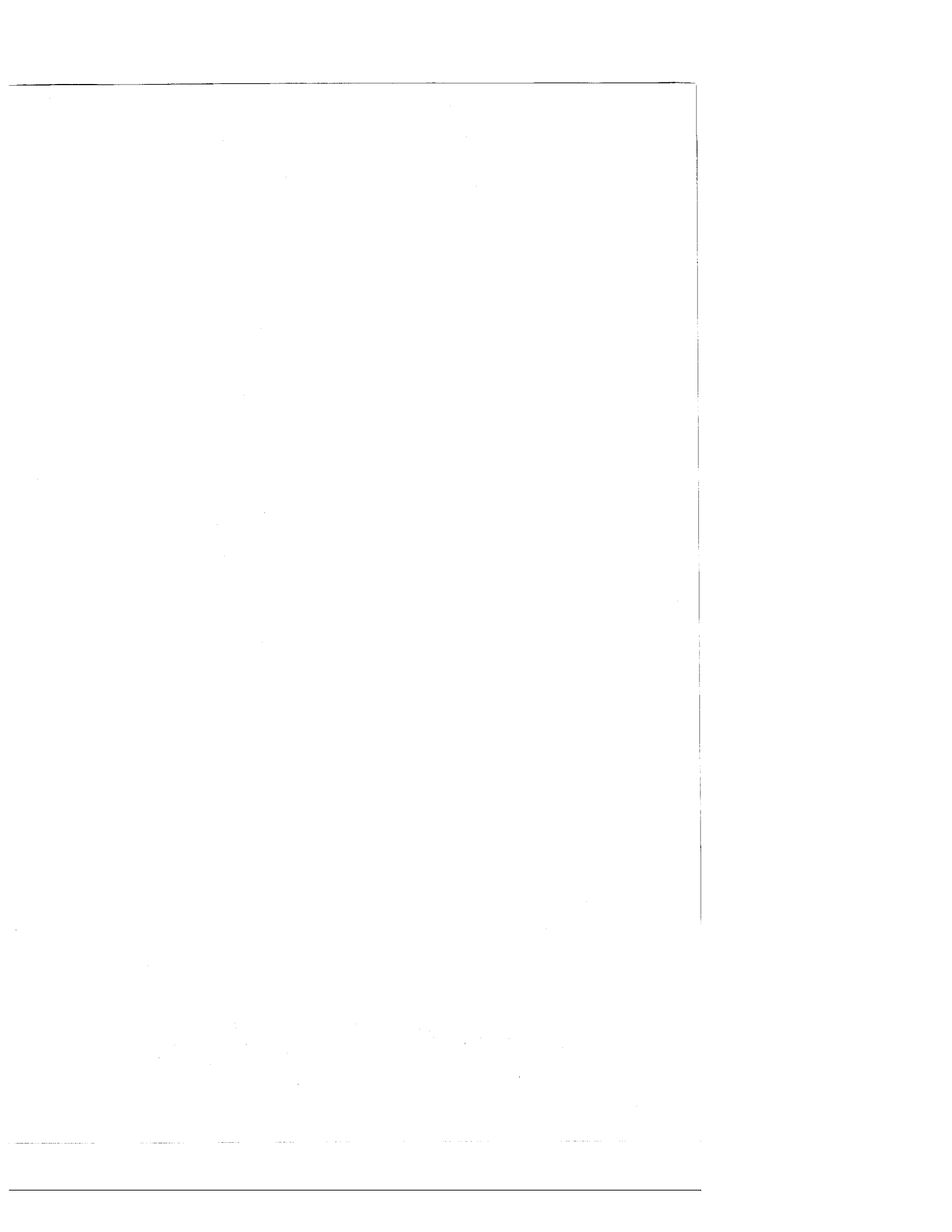
מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונאות



אוניברסיטת
תל-אביב



גלובס
עיתון העסקים של ישראל



מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות

מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות הוקם בפברואר 1990 ליד הפקולטה לניהול באוניברסיטת תל-אביב.

הקמת המכון היתה פרי יוזמה אישית של מר יוסף קסירר, מחלוצי ומבכירי מקצוע ראית החשבון בישראל. הקמת המכון נבעה מההכרה כי פיתוח תחום המחקר בחשבונאות והכשרת חוקרים וסגל מרצים הן פעולות הכרחיות לצורך קידום המקצוע בישראל. מטרתיו העיקריות של המכון הן לקדם את החשיבה והחינוך בתחום החשבונאות על ידי ייזום ימי עיון, לעודד מחקרים בנושאים תיאורטיים ויישומיים ופעילות חוקרים צעירים, וכן להפעיל המועדון לדיווח כספי וחשבונאי.

במסגרת המכון פועלת ועדה אקדמית אשר מתפקדה להבטיח את הרמה האקדמית ולקבוע את כיווני המחקר של המכון. לצד המכון מכהנת ועדה מייעצת בת עשרה חברים הכוללת נציגים של גופים משקיים בעלי ענין בפעילות המכון כולל: יו"ר הרשות לניירות ערך, יו"ר דירקטוריון הבורסה, המפקח על הבנקים בבנק ישראל, המפקח על הביטוח במשרד האוצר, נציב מס הכנסה, מנהל המכס והמע"מ ונשיא לשכת רואי חשבון. הועדה מסייעת בהכוונת פעילות המכון והידוק הקשר עם ציבור המשתמשים במחקרי המכון ובפעילותו.

מוסדות מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות

ועדה מיעצת

פרופ' ישראל צנג (יו"ר)	דיקן הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל-אביב
ד"ר יצחק טל	המפקח על הבנקים, בנק ישראל
מר מוטי אילון, רו"ח	מנהל המכס והמע"מ
פרופ' דן גבעולי, רו"ח	חוג לחשבונאות אוניברסיטת תל-אביב
מר אלכס הילמן, רו"ח	נשיא לשכת רואי חשבון
מר דורון לוי, רו"ח	נציב מס הכנסה (לשעבר)
גב' מירי כץ, עו"ד	יושבת ראש הרשות לניירות ערך
מר יוסף קסירר, רו"ח	ליובשיץ קסירר ושות'
פרופ' יאיר אורגלר	יושב ראש הדירקטוריון, הבורסה לניירות ערך
מר דורון שורר	המפקח על הביטוח, משרד האוצר (לשעבר)

ועדה אקדמית

פרופ' ישראל צנג (יו"ר)
פרופ' נסים ארניה
פרופ' דן גבעולי
פרופ' יצחק סוארי
רו"ח יוסף קסירר

נושאי תפקידים

ראש המכון	פרופ' יצחק סוארי
עמיתי מחקר	פרופ' ברוך לב, אוניברסיטת ניו-יורק
רכז אקדמי	פרופ' נחום מלומד, אוניברסיטת קולומביה
מזכירת המכון	מר אריה גנס, רו"ח
	גב' הדרה מזרחי

פתח דבר

נושא חלוקת דיבידנד נמצא במרכז הדיון בסקטור העסקי ובעולם האקדמי. הסוגיות הכרוכות בנושא חלוקת דיבידנד מעוגנות בשורשי המסגרת המשפטית-חוקית של פעילות חברות ומערכת היחסים של גופים ואינטרסים שונים בפעילות החברות: בעלי מניות, בעלי חוב, מנהלים, ספקים ועובדים.

לחלוקת דיבידנד היבטים רבים ובעיקר היבטים משפטיים וחשבונאיים (האם מותר לחלק דיבידנד), כלכליים ומיסויים (האם רצוי לחלק דיבידנד). אין ספק שההיבט המשפטי-חוקתי הינו בעל המשמעות החשובה ביותר בהסדרת נושא הדיבידנד ולכן זכה להתייחסות מרכזית בעבודה.

במהלך הכנת המחקר נחקק חוק החברות התשנ"ט-1999, אשר יכנס לתוקף החל בשנת 2000. חוק זה משנה כללי יסוד בקביעת ההסדרה של חלוקת דיבידנד. החוק מתייחס באופן מפורט לנושאים רבים אשר היו עמומים בפקודה הקיימת, כמו רכישת עצמית של מניות חברה וכן רכישה על-ידי חברת בת, סיוע ברכישת מניות וכן דיבידנד מזורז. להערכתנו החקיקה בנושאים רבים חרגה מהמסגרות החשבונאיות והמיסוייות, ולפיכך תחייב מסגרת דיווח ועדכון (כנראה בדו"ח הדירקטוריון) של הסכום המקסימלי הניתן לחלוקה כדיבידנד בכל מועד (דוח כספי).

להשפעה הכוללת של החוק החדש מספר מרכיבים:

החוק מטיל אחריות וחובות זהירות נרחבים על הדירקטוריון, ולפיכך יגביל בעתיד חלוקת דיבידנד. נראה כי יגדל מספר החברות הציבוריות אשר יתחייבו למדיניות דיבידנד, תופעה אשר תשפר את תפקוד שוק ההון לנוכח מבנה הבעלות הריכוזי. מבנה ריכוזי זה מוביל לקונפליקט בין בעלי מניות השליטה בעלי נגישות לרווח החברה גם ללא חלוקת דיבידנד ובין בעלי מניות המיעוט (הציבור) בעלי נגישות לנכסי החברה רק בעת חלוקת דיבידנד.

מעמד המס של יחידים לעומת חברות (בדרך כלל רלבנטי להחזקות של בעלי שליטה) יוצר ניגוד ענינים בכיוון הפוך, כאשר לחברות יתרון מס בחלוקת דיבידנד בעוד ליחידים חסרון מס, כך שמעמד המס מכרסם במידת מה ביתרונות הדיבידנד.

בהכנת המחקר הסתייענו בעצות נדיבות ומועילות ובהערות של מספר רב של אנשים. תודה מיוחדת לד"ר אייל סולגניק ולרו"ח אלון רוה, אשר העירו וסייעו רבות תוך קריאת מספר טיוטות של העבודה, לעו"ד דוידה לחמן-מסר, המשנה ליועץ המשפטי, משרד המשפטים, אשר נשאה בעול הכנת חוק החברות החדש

וסייעה רבות בכתיבת הפרק העוסק בנושא זה, לד"ר אבי אלטר, ד"ר יהושע רוזנצוויג, עו"ד עמנואל גבאי, רו"ח רוני עמיחי, רו"ח אורי כהן, מר אלדד ברק, מר גינצבורג אסף, מר דניאל בן-צבי, רו"ח אריה פונדק, עו"ד שירה רוזנמן, פרופ' נחום מלומד, רו"ח אריה גנס ופרופ' יוסי אהרוני, אשר סייעו בהערותיהם המועילות. לבסוף חובה נעימה להודות לגב' טלי אבנון, לגב' לילך קלי-גילעד ולגב' אורית חממי, אשר עמלו בשקידה על עבודת ההדפסה והעריכה ללא לאות, ולגב' בתיה סגל, אשר הופקדה על העיצוב הגרפי.

הוצאת הספר בשיתוף **הוצאת גלובס** עתון העסקים של ישראל.

המחברים

תל-אביב, מאי 1999

סיון תשנ"ט

תוכן העניינים

1	1. רקע ועיקרי הדברים
3	א. מהות הדיבידנד
6	ב. חלוקת דיבידנד בראייה משפטית וחשבונאית
8	ג. חוק החברות התשנ"ט-1999
9	ד. סעיפים חדשניים בחוק
11	ה. מדיניות דיבידנד בישראל
13	2. היבטים כלכליים
15	א. שיקולים בקביעת מדיניות הדיבידנד של תאגיד – הלכה ומעשה
20	ב. מורכבות מדיניות הדיבידנד
23	ג. השפעת הדיבידנד על שווי חברה ורווחיותה
27	ד. דיבידנד כמכשיר להעברת מידע – תאוריית האיתות (Signaling)
36	ה. עלות הסוכן (Agent Cost) של דיבידנד (תזרים המזומנים החופשי)
39	ו. מקומו של הדיבידנד בקונפליקט בין בעלי החוב לבעלי המניות
43	ז. רכישה עצמית של מניות ומניות הטבה כאלטרנטיבה לדיבידנד במזומן
50	ח. דיבידנד בעין (Dividend in Kind)
53	3. היבטים משפטיים
55	א. המצב המשפטי באנגליה
67	ב. הדירקטיבות של ה-EC
70	ג. המצב המשפטי בארה"ב
80	ד. המצב המשפטי בישראל
86	ה. חוק החברות התשנ"ט-1999
103	ו. חלוקת דיבידנד על ידי תאגידים בנקאיים
107	4. המבחנים לחלוקת דיבידנד
109	א. רקע
112	ב. מבחן העודפים (יתרת הרווח)
117	ג. מבחן הנזילות

- 120 ד. מבחן כושר הפירעון – השווי הנקי
126 ה. נושאים נוספים

5. היבטים חשבונאיים

- 129 א. קביעת רווחים הניתנים לחלוקה כדיבידנד
131 ב. מדידת הרווח הניתן לחלוקה לפי דוחות כספיים מותאמים או נומינליים
137 ג. מרכיבי הרווח הניתן לחלוקה כדיבידנד
146 ד. רווחים פנימיים ורווח מעסקאות עם בעלי שליטה
160 ה. הטיפול החשבונאי ברכישת מניות וניירות ערך המירים של חברת אם
על ידי חברת בת
163 ו. נושאים חשבונאיים נוספים
168

6. היבטי מיסוי

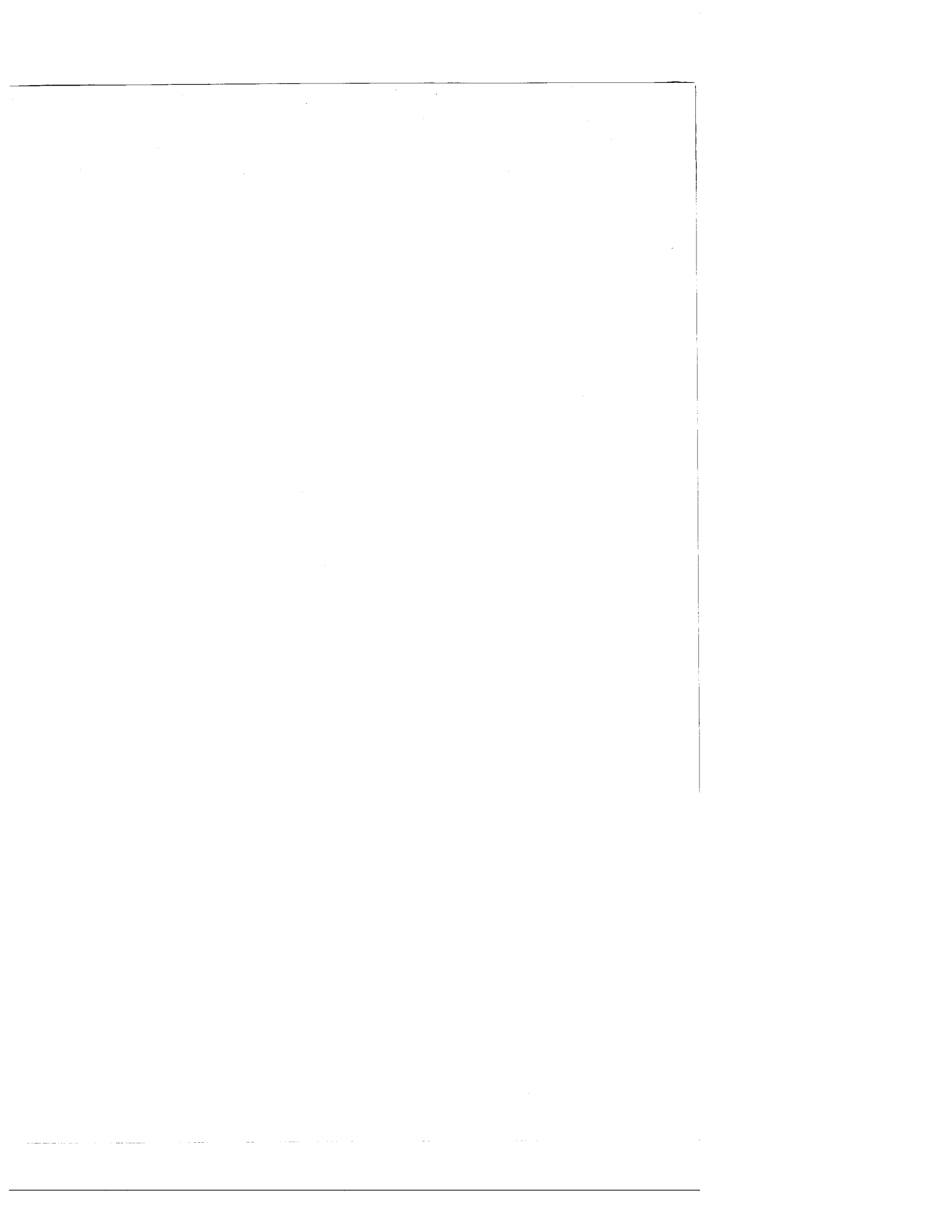
- 175 א. בעיית כפל המס על דיבידנדים והאפליה בין מיסוי דיבידנד למיסוי רווחי הון
177 ב. מיסוי דיבידנד בישראל
184 ג. היבטי מס ברכישה עצמית ובאמצעות חברת בת של מניות
וניירות ערך המירים למניות חברת אם
194

7. מדיניות חלוקת דיבידנד בישראל

- 201 א. מדיניות חלוקת דיבידנד בחברות ציבוריות
203 ב. התאמת מדיניות חלוקת הדיבידנד לעקרונות המשפטיים
215 ג. איפיונים של חלוקת דיבידנד על פי מקורות רווח
220 ד. דיבידנד בעין
228 ה. מדיניות דיבידנד בישראל
232
235 נספח - פרק שמירת ההון וחלוקה – חוק החברות התשנ"ט-1999
239 ביבליוגרפיה

1

**רקע
ועיקרי דברים**



מהות הדיבידנד

נושא הדיבידנד¹ מקפל במסגרתו את המרכיבים המרכזיים בתפקוד פירמות והצדדים השותפים בפעילותו. במעגל הצר והמייד נכללים בעלי מניות ונושי החברה ובמעגל הרחב יותר נכללים מנהלים, עובדים וספקים. נושא הדיבידנד כרוך בתכלית החברה אשר הגדרתה על פי חוק החברות התשנ"ט-1999: "היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להגשמת מטרותיה ולהשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין היתר, את ענייניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור; כמו כן רשאית החברה לתרום סכום סביר למטרה ראויה אף אם התרומה אינה במסגרת שיקולים עסקיים כאמור, אם נקבעה לכך הוראה בתקנון."

בעוד החבות לבעלי החוב (קרן וריבית) מוגדרת חוזית וידועה לכל הגופים הקשורים לחברה, הרי חלוקת דיבידנד אינה ידועה ואינה מוגדרת בסכומה ובתדירותה. לחלוקת דיבידנד לבעלי מניות מתוך נכסי החברה השלכות ישירות ועקיפות על כל המשתתפים האחרים במעגל, ולפיכך מתחייבת הסדרה מסוימת.

חלוקת דיבידנד כרוכה בהיבטים כלכליים, מימוניים, משפטיים, חשבונאיים והיבטי מיסוי הכרוכים בהם והופכים את הנושא למורכב. השאלות הבסיסיות הן האם החלוקה אפשרית (משפטית וחשבונאית), והאם היא רצויה (מבחינת היבטי המימון והמיסוי).

לא בכדי נושא הדיבידנד ומדיניות הדיבידנד, על היבטיהם השונים, מהווים כר נרחב לבחינה אמפירית ותיאורטית ולמחלוקות בקרב חוקרים ואנשי עסקים. המושג "מדיניות דיבידנד" מתאר את שיעור הדיבידנד וההתנהגות העיתית של תשלומי הדיבידנד של הפירמה, בפרט, האם הדיבידנד משולם בסכום קבוע למניה, בשיעור קבוע מהרווחים, בשיעור מינימלי משווי הפירמה, ובאיזו תדירות (מידי רבעון או שנה).

1. המושג דיבידנד מתייחס בדרך כלל לתשלום מזומנים מתוך הרווחים שצברה החברה. תשלום ממקורות אחרים מכונה בדרך כלל חלוקה (Distribution). חוק החברות, התשנ"ט-1999 משתמש בכינוי חלוקה כשם כולל לדיבידנד במזומן. דיבידנד בנכסים או כל עסקה אחרת שניתן לראות אותה כדיבידנד (כגון רכישת מניות החברה על ידי עצמה). החוק הגביל בדרך כלל חלוקה כזו לרווחים החשבונאיים המצטברים. אנו נשתמש במושג דיבידנד או חלוקת דיבידנד (במזומן, דיבידנד בעין או בכל צורה אחרת) כדי לבטא שיתוף בעלי המניות של החברה ברווחיה החשבונאיים או הכלכליים.

חלוקה מותרת

הסוגיה הראשונית היא לקבוע מתי חלוקת דיבידנד אפשרית (מותרת), ורק בעקבותיה נבחנת שאלת כדאיות החלוקה. כאמור, חלוקת דיבידנד מהווה הוצאת נכסים מן הפירמה לאחד הצדדים (בעלי מניות) מבלי שסכום החלוקה בדרך כלל הוגדר או אושר מראש. אמנם לבעלי המניות הנושאים בסיכון זכות שאריתית לאחר התשלומים לעובדים, ספקים, נושים וכו', אך מימוש זכות זו במהלך פעילותה השוטפת של חברה (להבדיל מפירוק – מצב בו מערכת הקדימויות מוגדרת) מחייב הסדרה בין הצדדים השונים. הסדרה כאמור חייבת לקבוע כללי חלוקה בהתייחס למערכת האיזונים, להבטחת האינטרסים השונים של הגופים הקשורים לפירמה, ובעיקר האיזון בין הצורך להגן על נושי החברה ובין האוטונומיה של החברה ובעלי מניותיה בפעילותם הכלכלית.

ניתן להסדיר את היחסים הכלכליים בין נושי החברה לבעלי מניותיה במספר מישורים:

1. הסדרה באמצעות מנגנוני השוק בשוק משוכלל מתקיימת מערכת ציפיות רציונליות, הן של בעלי המניות והן של בעלי החוב, באשר לרווחיות העתידית של הפירמה ומצב נזילותה. בכפוף למערכת ציפיות זו, נגזרות בשווי משקל מדיניות הדיבידנד של הפירמה ועלות גיוס ההון מבעלי המניות ומבעלי החוב. מדיניות הדיבידנד בשוק משוכלל מהווה מנגנון ליישוב הקונפליקט הבסיסי בין בעלי החוב לבעלי המניות בנושא הדיבידנד. כך, למשל, חברה אשר צופה שיפור במצבה הפיננסי ועליה ברווחיות העתידית רשאית להגדיל את שיעור חלוקת הדיבידנד מבלי לפגוע בבעלי החוב. קיימות בספרות עדויות אמפיריות למכבי, המבוססות בחלקן על נתוני שוק ההון בארצות הברית, המראות כי גידול בלתי צפוי בסכום הדיבידנד התקבל חיובית בשוק ההון על ידי שיפור הן במחירי מניות והן במחירי האג"ח. ציפיות לירידה ברווחיות יחייבו בהתאם קיצוץ דיבידנד כדי לחלק הפגיעה בין בעלי מניות ובין בעלי חוב. מנגנון ההסדרה של השוק הוא זה המבטיח כי חברה אשר לא תקצץ דיבידנד על אף הפגיעה ברווחיותה תיענש על ידי הגדלת עלות גיוס ההון שלה (גידול המתבטא בירידה בשווי המניות ועליה משמעותית במחיר ההון). על פי גישה זו, אנו קובעים כי גם בהיעדר הגבלות חוזיות או משפטיות, אין לראות את מדיניות הדיבידנד של הפירמה כנקבעת חד צדדית על ידי בעלי המניות, אלא כתוצאה של שיווי משקל בין האינטרסים של בעלי המניות ובעלי החוב, ולכן היא מסדירה את הקונפליקט ביניהם. הבעיה העיקרית של הסדרה זו היא שלא ניתן להסתמך עליה במקומות שבהם לא קיים שוק משוכלל ובמקרים שבהם המשך פעילותה של הפירמה כעסק חי מוטל בספק (לפני חלוקה או לאחריה).

2. הסדרה חוזית שיטת הסדרה אחרת המיועדת לעגן את האינטרסים של הצדדים – בעלי המניות מול בעלי החוב – היא באמצעות חוזים הקובעים מגבלות (Covenants) על פעילותה השוטפת של החברה לרבות חלוקת דיבידנד, כהגנה לנושים.

הבעיה העיקרית בצורת הסדרה זו קשורה לעלויות כריתת החוזים, המעקב אחר ביצועם ואכיפתם. שיטה זו אינה יעילה במיוחד בסביבה מרובת נושים קטנים, כגון במערכת הבנקאות ובענף הביטוח.

3. הצהרת דירקטוריון הצהרת מדיניות של דירקטוריון החברה לחלק בעתיד דיבידנד בשיעור מסוים מתוך רווחיה השוטפים של החברה. שיטה זו לוקה בכך שאינה מביאה בחשבון היבטים כלכליים אשר אינם נגזרים ישירות מרווחי החברה בעבר, ובכך שהיא כפופה לשיקולים נוספים, כך שלא ניתן להסתמך על הצהרה זו כמוחלטת.

4. הסדרה באמצעות חוק הסדרה באמצעות חוק דרושה כאשר לא ניתן להשיג הסדרה באמצעות שוק, וכאשר העלויות הכרוכות בקשירת חוזים פרטניים אינן מצדיקות הסתמכות רחבה עליהן כמכשיר הסדרה עקבי. באופיה הכללי היא נוקשה למדי או ליברלית למדי במדינות שונות, ובכל מקרה לא ברור איך היא מתקיימת בכפיפה אחת עם שיטות ההסדרה האחרות.

כדאיות החלוקה – מדיניות דיבידנד

בכפוף לכללים של חלוקה מותרת נדרשת הפירמה למדיניות דיבידנד. מדיניות זו היא תוצאה של איזון בין השיקולים השונים ותנאי הסביבה העסקית (כגון: חוקי המס, ריכוזיות השליטה בפירמות, המבנה המוסדי בשוק ההון ועוד) וכפופה לתנאים הספציפיים של הפירמה (שיעור מס שולי, גישה לשוקי הון, חוסר סימטריה באינפורמציה וכו'). מכאן שאין מתכון חד־משמעי לקביעת מדיניות דיבידנד של חברה. לכאורה ניתן לחשוב כי מדיניות דיבידנד אינה רלבנטית, שכן בעל המניות יכול להתאים לעצמו את מדיניות הדיבידנד הרצויה באמצעות רכישה ומכירה של מניות. בפועל, אין אפשרות לנתק את מדיניות הדיבידנד ממדיניות המימון הכוללת של הפירמה (מנוף פיננסי, אפשרות גיוס הון), ובמקרים רבים גם ממדיניות ההשקעה שלה. מדיניות השקעה הנגזרת לכאורה מהשוואת התשואה לאחר מס של הפירמה לתשואה לאחר מס של המשקיע בגובה עודפי הכספים (Free Cash Flow). בפועל, השוואה זו בלתי אפשרית בעיקר עקב הצורך בזיהוי שעורי המס של המשקיע.

פירמות משתמשות במדיניות דיבידנד כאמצעי איתות למשקיעים על מצב עסקי החברה בעולם של חוסר סימטריה באינפורמציה, וכמנגנון להקלת בעית הסוכן בחברות הפועלות במבנה בעלות מבוזר. עליה בסכום הדיבידנד מתורגמת לרוב כאיתות חיובי על מצב הפירמה הן לבעלי מניות והן לבעלי חוב, בעוד שקיצוץ דיבידנד מהווה אינפורמציה שלילית באשר לעתיד הפירמה.

ב

חלוקת דיבידנד בראייה משפטית וחשבונאית

ההגבלות החוקיות על חלוקת דיבידנד באנגליה, בקהילה האירופית, בארה"ב (במדינות השונות) ובישראל נסקרות בהרחבה בפרק 3 של העבודה. מערכות המשפט המודרניות מתערבות בנושא מדיניות דיבידנד של חברות, תוך קביעת כללים לחלוקת דיבידנד מותרת. הכללים נופלים באחת או ביותר מהקטגוריות הבאות:

1. מבחן העודפים, המבוסס על עקרון שימור ההון
2. מבחני מזילות
3. מבחני סולבנטיות אקזיטבלית (כושר פירעון)

האיסור לחלק דיבידנד לבעל המניות אלא מתוך רווחים, נובע מן הגישה שלפיה ההון הבסיסי של חברה הוא "כרית הביטחון של הנושים", אשר אמורה להבטיח להם רמה מסוימת של קדימות בפעילות השוטפת ובעת פירוק. לדעתנו מבחן זה אינו מספק, מאחר שההתייחסות לרווחים חשבונאיים משקפת במקרה הטוב את תוצאות העבר. מבחן זה הוא, על כן, מינימליסטי ומתייחס להון ההיסטורי תוך התעלמות מהתפתחויות שוטפות בחברה.

מבחני המזילות מקובלים בהוראות החוק במספר ארצות (לדוגמה בקליפורניה), ומאפשרים חלוקת דיבידנד בתנאי שאינה פוגעת במצב המזילות של הפירמה. מובן שמבחן זה מוגבל באופיו, מאחר שהוא מתייחס למצב המזילות במועד החלוקה ואינו משקף בהכרח את מצב המזילות בעתיד. יחד עם זאת, המבחן מאפשר חלוקת דיבידנד במקביל להנפקת מניות, גם במקרים שבהם אין רווחים לחלוקה, מאחר שהתוצאה הכוללת אינה משנה את הון החברה ו/או את מצב המזילות.

מבחן נוסף מתייחס לכושר הפירעון, ולמעשה הוא המבחן היחיד אשר מתייחס לעתיד ומחייב בחינת יכולתה של החברה לעמוד בהתחייבויותיה בעתיד. נקודת המוצא היא שבמידה שהפירמה יכולה לעמוד בהתחייבויותיה לבעלי החוב על פי תחזית תזרימי המזומנים, ניתן לחלק דיבידנד לבעלי מניות. עם זאת, קיים קושי אובייקטיבי באומדן תזרים מזומנים בעתיד.

כאמור, המבחנים האמורים דנים בהיבטים שונים של איסור חלוקה והתרתה במספר רב של ארצות (לרבות ישראל), והם כוללים יותר מהיבט (מבחן) אחד.

בחינת ההתערבות החוקית בארצות שונות מחייבת מספר הערות עיקריות:

1. נקודת המוצא של המחוקק בארצות השונות היא הצורך להגן על נושי החברה בפני חלוקת דיבידנד, אשר תוביל לאפשרות של חדלות פירעון. הגנה זו היא הגנת יתר, שכן נושה החברה לוקח על עצמו סיכון מסוים, ובמקרים קיצוניים סיכונים מהותיים (Junk Bonds), תוך תמחור הסיכון במחיר ההון. במצב זה, שיפור במצב עסקי החברה אמור להתחלק בין בעלי המניות ובעלי החוב, במובן שסיכון החוב ירד, ובעלי המניות נהנים מרווחיות נוספת. גישת המחוקק בארצות האמורות, להבטיח הגנה **מלאה** לבעלי החוב לפני חלוקת דיבידנד, מצמצמת סיכון החוב ותישב כהגנת יתר.
 2. המחוקק בארצות האמורות נמנע לחלוטין מלהתערב בקביעת הרווחים הראויים לחלוקה ומסתמך בלעדית על כללי החשבונאות מבלי להתייחס, מחד, למרכיבי הרווח (לדוגמא רווחי אקזיטי), ומאידך אינו מנסה לתקן את מדידת הרווח (לדוגמא בשל רכוש בלתי מוחשי). כך שמעשית, סוגיות מהותיות במדידת הרווח כבסיס לחלוקת דיבידנד הופכות למשניות ונבחנות לאור המבחנים הכלליים אשר אימצו המדינות השונות.
 3. חשיבות נושא הדיבידנד, כמו נושאים אחרים המכוסים בחוקי החברות, מביאה לחיפוש אחר מקום רישום המחיל כללי חלוקה ליברליים ("גן עדן תחיקתי" על משקל "Tax Heaven"). דוגמא בולטת לכך היא ריבוי חברות אשר מקום התאגדותן הוא במדינת דלוור בארה"ב, המחילה חוקי חברות ליברלים לבעלי מניות (בדלוור רשומות כיום כמחצית מהחברות הנסחרות בבורסת ניו יורק (NYSE)).
- לדוגמא, בחודש יוני 1998 הציעה לראשונה חברת אמדוקס (Amdocs), חברת בת של חברת עורק הישראלית (אשר התאגדה לפי החוק של איי גרנסי – Guernsey) את מניותיה לציבור (IPO) בבורסת ניו יורק (NYSE).
- חברת התוכנה הישראלית הונפקה לפי שווי של כ־3 מיליארד דולר, כאשר ערב ההנפקה חילקה החברה לבעלי מניותיה דיבידנד בסך כ־479 מיליון דולר, אשר יצר גירעון בסכום דומה ביתרת העודפים והביא ליתרת הון שלילית בסך כ־238 מיליון דולר בספרי החברה. גם אם מביאים בחשבון את תקבולי ההון בהנפקה, הרי שההון נותר שלילי בסך כ־40 מיליון דולר.
- חברת אמדוקס לא יכולה היתה לחלק את הדיבידנד האמור לו היתה כפופה למבחן הרווחים כמבחן לחלוקה מותרת. במקום זאת, היא כפופה לכללים המכפיפים את חלוקת הדיבידנד למבחנים כלכליים של יכולת פירעון ושווי הוגן, ולכן התאפשרה חלוקת דיבידנד המהווה כ־16% משווי ההוגן של החברה! הדוגמא ממחישה גם את הנתק בין נתוני הדוחות הכספיים ושווי השוק של פירמות רבות בעיקר בתחום ההיי טק (בעלי נכסים בלתי מוחשיים לרבות מחקר ופיתוח והון אנושי).

חוק החברות התשנ"ט-1999

חוק החברות החדש מתבסס בנושא חלוקת דיבידנד על שני מבחנים: מבחן הרווחים ומבחן הסולבנטיות האקוויטבלית (כושר פירעון).

מבחן שימור ההון מניח שהנושים מסתמכים על ההון ככרית בטחון. גישה זו יוצאת באופן כללי מהנחה, שהרווחים (לאחר ניכוי הריבית כהוצאה כנדרש) מהווים חלק מהתמורה לבעלי המניות. עם זאת, הבכורה של בעלי החוב היא גם על רווחי החברה, כך שהמידה שבה הפירמה רשאית לחלק רווחים לבעלי המניות מותנית באי פגיעה בבעלי החוב, כאשר ברור שבעלי החוב מסתמכים גם על רווחי החברה. החוק אינו דן בשאלה של מקורות הרווח ואופן מדידתו, ועם זאת הסמיך את שר המשפטים לקבוע מקורות נוספים לרווח שמהם ניתן לבצע חלוקה. כמו כן, בית המשפט רשאי לאשר לחברה לבצע חלוקה אשר לא מקיימת את מבחן הרווח. בבחינת מרכיבי הרווח נראה כי רווחי אקוויטי מחייבים התייחסות נפרדת כתוצאה מכך שהרווח התהווה בחברה מוחזקת, ולפיכך נדרש להבטיח שהם ניתנים לחלוקה כדיבידנד בחברה המוחזקת וכן כי לחברה המחזיקה השפעה מהותית על החלטת החלוקה (בחברה המוחזקת). כמו כן נראה כי ההתייחסות הזוהי בחוק החדש למקורות הרווח בקביעת הסכום המותר לחלוקה כדיבידנד לסכום המותר לחלוקה כדיבידנד מזורז אינה במקומה, לדוגמה ביחס לרווחי הון, רווחים בלתי רגילים, שכן מקורות אלה אינם מעידים בהכרח על שיפור פרמנטטי במצב עסקי החברה.

מבחן הרווח ההיסטורי הוא מבחן בסיסי (מינימליסטי) המוגבל באופיו, ולפיכך אינו יכול לשמש מבחן בלעדי לקביעת חלוקה מותרת. המבחן הנוסף שאותו קובע החוק הוא מבחן הסולבנטיות האקוויטבלית, היינו מבחן כושר הפירעון. בלשון החוק "שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה לעמוד בחביותיה בהגיע מועד פירעון". מבחן יכולת הפירעון הוא חדימשמעו ואין סמכות לגוף כלשהו להתיר חריגה או הקלה ממבחן זה. מבחן כושר הפירעון מבוסס למעשה על תחזיות לעתיד ובחינת יכולת הפירמה להבטיח החזר חובותיה. למעשה, מחייב מבחן זה בחינת תחזית תזרים המזומנים של הפירמה, או לחלופין המבחן מחייב הערכת "השווי ההוגן" של נכסי והתחייבויות הפירמה. כאמור, לדעתנו, מבחן זה הוא קיצוני בכך שהוא מבטיח הגנה רחבה (כפוף לאי ודאות) לנושים מפני חלוקת דיבידנד, ומטיל אחריות על הדירקטורים במקרה של חלוקה אסורה, אשר ספק אם מעשית הם יכולים לעמוד בה.

סעיפים חדשניים בחוק

החוק כולל מספר נושאים חדשניים, אשר החשובים שבהם הינם התרת דיבידנד מזורז, רכישת מניות עצמית וסיוע ברכישת מניות החברה.

חלוקת דיבידנד מזורז (NIMBLE DIVIDEND)

ניתן לחלק דיבידנד מעבר ליתרת העודפים של החברה בתנאי שהוא בגבול הרווח שנצבר במהלך השנתיים שקדמו לחלוקה. מכאן שפירמה שסבלה בעבר מהפסדים, ובשנתיים שקדמו לחלוקה דיווחה על רווחים, רשאית לחלק רווחים אלה כדיבידנד. אפשרות זו עשויה למשוך משקיעים ולהקטין את מחיר ההון של פירמות בשלבי יציאה ממשבר. כאמור, לדעתנו, חלוקת דיבידנד מזורז אמורה לנבוע משיפור פרמננטי במצב עסקי החברה ולא מרווחים חד פעמיים וכן היא כפופה למבחן כושר הפירעון.

רכישת מניות עצמית ורכישה באמצעות חברת בת

באותם מקרים שבהם מניות חברה נרכשו על ידה (או באמצעות חברת בת), רואים את העסקה כחלוקה ופדיון הון. כלומר, החוק רואה ברכישת מניות עצמית חלוקת דיבידנד, והיא אמורה לעמוד במבחנים החלים על חלוקה. נציין כי ברכישת מניות עצמית, להבדיל מחלוקת דיבידנד, הנהנים אינם בהכרח כלל בעלי המניות. כמו כן, ההתייחסות למניות הנרכשות באמצעות חברת בת שבה קיים מיעוט חיצוני בתקופת החזקתה יוצרת מספר בעיות וחוסר עקביות, לרבות שלילת זכויות ההצבעה ממניות אלו וכן דרך חישוב הרווח הראוי לחלוקה. בנוסף, התייחסות לניירות ערך המירים לסוגיהם כחלוקה אינה משקפת את המציאות הכלכלית שבה מרבית איגרות החוב הניתנות להמרה נסחרות כיום כאיגרות חוב.

סיוע ברכישת מניות החברה

בעוד שבפקודת החברות לפני החקיקה חל איסור על חברה לסייע ברכישת מניותיה למעט מספר חריגים (לדוגמא: עובדים), הרי שבחוק החדש סיוע כאמור מותר, אך הסיוע נחשב כחלוקה. במקרים מסויימים סיוע כזה (ערבות, לדוגמא) אינו רשום כלל בספרי החברה, ובמצבים אחרים הוא נרשם ככנס (מתן הלואה), כך שהתייחסות לסיוע ברכישת מניות כחלוקת דיבידנד חורגת ממערכת הדיווח הכספי והדיווח לצורך מס.

מערכת דיווח

החידושים בחוק החברות יצרו מסגרת של קביעת רווח הניתן לחלוקה הנפרדת (חורגת) מהמסגרת החשבונאית והמיסויית. לפיכך, נוצר צורך בדיווח שוטף ודינמי של הרווח המקסימלי הניתן לחלוקה (כנראה במסגרת דוח הדירקטוריון) אשר יעודכן בכל דוח כספי.

מדיניות דיבידנד בישראל

בפרספקטיבה של חמשעשרה השנים האחרונות ניתן לומר, כי במרבית החברות הציבוריות בישראל חלוקת הדיבידנד הן מקריות, אינן משקפות מדיניות קבועה ונובעות בעיקר מתכנוני מס ומשקולי בעלות נקודתיים. שוק ההון בישראל לא הטמיע מדיניות דיבידנד, ובכך לא הביא להסדרת חלוקת דיבידנד בדומה לשוק ההון בארצות הברית. עם זאת, על פני זמן עלה בקצב קבוע שיעור חלוקת הדיבידנד אשר הגיע לשיא בשנת 1998. עיקר הגידול נבע ממספר חלוקות אשר היו קשורות בעסקאות ממונפות, כמו: חברת דלק, אשר חילקה דיבידנד במזומן ומניות שופרסל כדיבידנד בעין (לצורך הסדרת השליטה בשופרסל), וחברת גרנית-הכרמל אשר חילקה דיבידנד במזומן בגובה כ-60% משווי השוק. מקרים נוספים הם רכישת מאקפל, קניאל ועוד. בעסקאות אלו לחלוקה השלכות מהותיות על המינוף והיקף ההשקעה.

חלוקת דיבידנד חדיפעמית בהיקפים גדולים אינה משקפת מדיניות דיבידנד. היא מעלה במלוא החריפות את הקונפליקט הבסיסי בין בעלי מניות ובעלי החוב ובין קבוצות בעלי מניות, ולפיכך מהווה תחליף גרוע לשיטות הסדרה אלטרנטיביות.

באחד מאותם מקרים, התקיימה ההסדרה באמצעות משא ומתן בין בעלי המניות ובעלי החוב. בחודש אוגוסט 1996 החליטה חברת אפריקה-ישראל להשקעות על חלוקת מניות לאומי אחזקות ביטוח כדיבידנד בעין לבעלי המניות של אפריקה-ישראל להשקעות. מחזיקי איגרות החוב של אפריקה-ישראל להשקעות טענו כי נפגעו עקב הליך ההפרדה של לאומי אחזקות ביטוח, ודרשו ערבויות לפרעון האג"ח. הבטחת הערבויות על ידי בעלי המניות אפשרה חלוקת הדיבידנד בעין.

לאחרונה בולטת התופעה של ניסיונות הסדרה והבטחת מדיניות דיבידנד על ידי חברות ישראליות, כאשר המדיניות השכיחה היא אחוז מהרווח השנתי השוטף. בין החברות אשר אימצו מדיניות כזו ניתן להזכיר את חמשת הבנקים הגדולים בישראל (50%-35%), אופיס, דלק, נתור, רוגוזין, נצבא, תשלז נכסים, צינומטל, שיכון ובינוי ודלתא.

הסדרת חלוקת דיבידנד על ידי מדיניות מוצהרת הידועה לבעלי מניות בחברה וכן לנושיה וספקיה משיגה את המטרה ומסדירה מערכת יחסי הגומלין בין הגורמים המעורבים בפעילות החברה. לעומת זאת, הסדר המבוסס על הוראות חוק החברות החדש עלול ליצור בעייתיות רבה בארבעה מישורים חשובים:

1. החוק מטיל אחריות נרחבת על הדירקטורים, אשר בידיהם אין כלים להתמודד עם תחזית זרימת מזומנים לצורך בחינת כושר הפירעון של הפירמה בעתיד.
 2. מבחן כושר הפירעון ובעיקר יישומו עמומים, ולפיכך קיים החשש כי בפועל ייושם מבחן הרווח בלבד.
 3. החוק מביא להגנת יתר על הנושים ומפקיע החלטות עסקיות מבעלי המניות.
 4. לא ברור כיצד החוק חי בכפיפה אחת עם מדיניות דיבידנד מוצהרת של חברות.
- נראה לנו, כי הוראות החוק אמורות להיות משניות להסדרת יחסי הגומלין באמצעות מדיניות דיבידנד מוצהרת, במובן שמדיניות מוצהרת היא הכלל הבסיסי המספק, כפוף למקרים של חשש מהותי לאי יכולת החברה לעמוד בפירעון חובותיה.

לסיכום, נראה כי בשוק הון המאופיין בשליטה של בעלי עניין ובשוק הון ללא מזילות מספקת ותנודתיות חריפה, יש למדיניות דיבידנד משקל חשוב בהתפתחות השוק ונכונות הציבור להשקיע בו. מבנה השליטה הריכוזי בחברות הציבוריות מדגיש קונפליקט פוטנציאלי בין בעלי מניות השליטה, שלהם נגישות לנכסי החברה גם בדרכים נוספות לדיבידנד (לדוגמא: מיזוגים), לעומת המיעוט, שלו נגישות בדרך כלל רק באמצעות דיבידנד. מעמד המס השונה בין חברות (חויב במס רווח הון במימוש לעומת פטור על דיבידנד) ליחידים (פטור ממס רווח הון בדרך כלל וחויב במס על דיבידנד) יוצר ניגוד עניינים בכיוון הפוך ומכרסם ביתרונות חלוקת הדיבידנד.

מדיניות דיבידנד מוגדרת, כפי שחברות התחייבו לה באחרונה, מבטיחה למשקיעים מקרב הציבור (מיעוט) נגישות מסויימת לנכסי החברה, ומצמצמת תלותם בתנאי השוק למימוש השקעתם (או חלק ממנה). נראה, אם כן, שהתופעה של התחייבות חברות למדיניות דיבידנד תלך ותתפשט בשוק ההון בישראל.

היבטים כלכליים



שיקולים בקביעת מדיניות הדיבידנד של תאגיד – הלכה ומעשה

מדיניות הדיבידנד של חברה מבטאת את עיתוי, תכיפות והיקף חלוקת רווחיה לבעלי המניות על פני זמן, בדרך של דיבידנד במזומן או בעין (Dividend in Kind). מהם הגורמים אשר חברה נדרשת לבחון בבואה לקבוע את מדיניות הדיבידנד? האם משקיעים מעדיפים שחברות תחלקנה את רווחיהן כדיבידנד, או שהן תשארנה אותם בחברה להשקעה חוזרת? מורכבותה של ההחלטה על חלוקת דיבידנד במזומן נובעת מהמכלול הרב של שיקולים הקשורים בה. להלן נסקור שיקולים אלו בקצרה, ובפרקים הבאים נרחיב בניתוחם¹.

1 שיקולים במישור היחסים שבין החברה ובעלי מניותיה

תשלום דיבידנד הוא חלק ממערכת היחסים שבין חברה לבין בעלי מניותיה, נושיה וגורמים אחרים הקשורים בפירמה. במסגרת זו עשויים לבוא בחשבון השיקולים הבאים:

תיאורית ה"איתות" השפעה על חלוקת המידע בין הגורמים הפנימיים בחברה (Insiders), ובפרט המנהלים, לבין משקיעים וגורמים חיצוניים אחרים. על פי תיאוריית ה"איתות" (Signaling Theory), חלוקת דיבידנד משמשת, בין השאר, להעברת מידע המצוי בידי המנהלים לידי המשקיעים (או לגורמים חיצוניים אחרים - כמו בעלי החוב). מידע זה נוגע למצבה הפיננסי של הפירמה ולרווחיותה העתידית. על פי תיאוריה זו אין ערך לדיבידנד עצמו, אלא למידע הגלום בו. לכן, למשל, אם לא קיימת אי-סימטריה בחלוקת המידע בין גורמים פנימיים וחיצוניים לפירמה, הרי שהדיבידנד אינו רלבנטי.

1. הדיון מתייחס בעיקר לחברות אשר מניותיהן נסחרות בשוק הון אשר בו קיימים מנגנוני פיקוח (כוחות השוק ומנגנון פיקוח חוקי מצד הרשויות), ומתעלם במודע מסוגיות כגון תשלום שכר לבעלי השליטה לעומת דיבידנד וכדומה.

גישות הפירמה להשקעות התשואה שאותה יכולה החברה להשיג מהשקעת המזומנים בעצמה, בהשוואה לתשואה הנדרשת על ידי המשקיעים. כלל בסיסי הוא, שכל עוד חברה יכולה להשיג על השקעותיה תשואה העולה על התשואה הנדרשת על ידי בעלי מניותיה, רצוי שהחברה תשקיע את עודפיה ולא תחלקם כדיבנד. אולם ישום מעשי של העיקרון האמור אינו פשוט כלל ועיקר; האם יש להתייחס לתשואה הנדרשת הממוצעת, או הגיוני יותר להתייחס לתשואה הנדרשת השולית? האם התשואה הנדרשת השולית זהה לכל המשקיעים? ככל הנראה התשובה שלילית, משום שהמשקיעים נבדלים זה מזה ברמת האינפורמציה וברמת פיזור תיק ההשקעות שלהם, וכן הם נבדלים בשיעורי המס על דיבנד.

אלטרנטיבות למימוש השקעת בעלי המניות האפשרות של בעלי המניות לממש את השקעתם בדרכים אחרות (למשל מכירת מניותיהם, דילול החזקותיהם על ידי הנפקת מניות חדשות וכד'), ובכלל זה, מידת הנזילות בשוק ההון, עלויות העסקה ושיקולי המס העומדים בפניהם באלטרנטיבות השונות.

עלויות סוכן עלות הסוכן של תזרים המזומנים החופשי (Free Cash Flow). חלוקת עודפי המזומנים לבעלי המניות עשויה להביא להידוק מידת הפיקוח והבקרה על המנהלים, בין היתר על ידי אילוצם לפנות לשוק לגייס הון וחשיפתם על ידי כך לבקרת השוק.

הפיכת השקעת הבעלים לנזילה דרישות המשקיעים לנזילות או להכנסה קבועה (אף ששיקול זה, המכונה לעיתים "A Bird in the Hand", נחשב נחות, מסיבות שנפרט בהמשך).

2. שיקולים במישור היחסים שבין החברה לבין נושיה, מחזיקי ני"ע המירים ורשויות פיקוח

חלוקת דיבנד במזומן מצמצמת את היקף הנכסים הנזילים וההון העצמי העומדים לרשות החברה. לפעולה כזו עשויה להיות השפעה על היחסים עם נושי החברה, מחזיקי ניירות ערך המירים, ורשויות פיקוח. להלן מספר שיקולים העשויים לבוא בחשבון בהקשר זה:

מגבלות נושים ההגבלות הישירות על חלוקת דיבנד כהגנה על הנושים: מתוקף הוראות חקיקה, הגבלות פיקוחיות או הגבלות חוזיות (Debt Covenants).

עלות הסוכן של החוב גם בהיעדר מגבלות חוזיות על חלוקת דיבנד, יש והמנהלים ירצו לשים מחסום רצוני אשר משקף את העדפותיהם בפני חלוקת דיבנד על ידי החברה, וזאת על מנת להבטיח לנושים כי הם מותירים מספיק אמצעים בחברה לפירעון החובות. פעולה כזו עשויה להזיל את עלות גיוס החוב לחברה,

משום שהיא מפחיתה את חששם של בעלי החוב הפוטנציאליים כי החברה תנשל אותם על ידי תשלום יתר של דיבידנדים לבעלי המניות.

מצב הנזילות וכושר הפירעון (סולבנטיות) של הפירמה מצב של חדלות פירעון עשוי להיווצר הן מגירעון בהון הכלכלי של הפירמה והן מחוסר נזילות שאינו מאפשר פירעון חובות במועד, ועלול להביא לפשיטת רגל.

עמידה בדרישות פיקוחיות רווחיות, נזילות והלימות הון.

ניירות ערך המירים השפעה על העיתוי וסיכוי ההמרה של אופציות לרבות אופציות למנהלים וניירות ערך המירים אחרים, אשר אינם מוגנים מפני חלוקת דיבידנד במזומן.

3. שיקולים במישור היחסים שבין בעלי המניות ובין עצמם

לחלוקת דיבידנד נודעת חשיבות רבה במערכת היחסים בין קבוצות בעלי מניות בעלי שליטה בחברה ובין בעלי מניות המיעוט הן בחברות ציבוריות והן בחברות פרטיות. חלוקת דיבידנד מקנה לבעלי מניות המיעוט נגישות מסוימת לנכסי החברה וכן קשר לתוצאותיה העסקיות. מערכת יחסים זו היא בעלת חשיבות רבה במשק הישראלי וזכתה להתייחסות גם בפסיקת בתי המשפט.

חלוקת דיבידנד במזומן עשויה גם לשרת בעלי מניות בפועל או בעלי מניות פוטנציאליים כאמצעי למימון רכישת מניות מבעלי מניות אחרים. לחלוקת דיבידנדים עשויות להיות שתי השלכות:

מימון רכישות שימוש בדיבידנד במזומן כאמצעי למימון השתלטות על חברה, תוך שימוש במקורותיה העצמיים.

מניעת השתלטות חלוקת דיבידנד במזומן על מנת לסכל ניסיונות השתלטות עוינת. מטרה זו מושגת כתוצאה ממספר גורמים:

- דילול המקורות הנזילים העשויים להיות אטרקטיביים בעיני "צידי מזומנים".
- הגדלת המנוף הפיננסי על מנת לצמצם אפשרויות של רכישה ממונפת (Leveraged Buyout).
- העברת מזומנים לבעלי המניות הקיימים לשם הגדלת החזקותיהם על ידי רכישת מניות נוספות בשוק.
- השפעה על הרכב בעלי המניות במישור בסיס המס של המשקיעים - על פי תיאוריית קהל הלקוחות (Tax Clientele), חלוקת דיבידנד גורמת ליציאת משקיעים עם בסיס מס גבוה ביחס לדיבידנד (ולכן חבות

מס נמוכה במכירה לעומת קבלת דיבידנד), ולהגדלת חלקם של המשקיעים בעלי בסיס מס נמוך ביחס לדיבידנד (וחבות מס גבוהה, יחסית, במכירה), ולפיכך מגדילה את עלות ההשתלטות ומהווה פעולת הגנה כנגדה.

4. שיקולי מימון, תקציב ורווחיות

במסגרת זו עשויים לבוא בחשבון השיקולים הבאים:
תקציב ונזילות צורכי התקציב וצורכי הנזילות של הפירמה בהתחשב בהזדמנויות ההשקעה העומדות בפניה.

תחזיות תקציביות היכולת לחזות את שיעורי הרווחיות ותזרימי המזומנים של הפירמה (ובכלל זה, חלוקת רווחים בתקופת אינפלציה, רווחים חד פעמיים לעומת רווחים קבועים וכד').

אפשרויות גיוס הון היכולת לגייס הון חיצוני בזמן סביר ועלות גיוס הון כזה לעומת השימוש בכספים שנצברו בחברה.

רווחיות עתידית ההשפעה של שינוי מבנה ההון של הפירמה (הגדלת המנוף) על הרווחיות בעתיד.

עלות ההון חלוקת דיבידנד מגדילה את המנוף הפיננסי ובכך משפיעה על עלות ההון (WACC - Weighted Average Cost of Capital) ועל שיעור התשואה על ההשקעות (למשל: שיפור שיעור התשואה הפנימי על ידי שינוי תמהיל השימושים והקטנת ההון העצמי באמצעות חלוקת דיבידנד).

5. שיקולים במישור תגמול המנהלים

במקרים מסוימים עשויים תגמולי המנהלים להיות קשורים במישרין או בעקיפין לחלוקת דיבידנד במזומן, כמפורט להלן:

חוזי תגמול השפעת דיבידנד במזומן על חוזי תגמול הקשורים לביצועי המניות (כגון: Phantom Stocks) או לשיעור התשואה על הנכסים/ההון, לעומת חוזי תגמול המבוססים על סכום הרווח וחוזים הכוללים ניירות ערך המירים.

תגמולים לא כספיים השפעת דיבידנד במזומן על תגמולים לא-כספיים למנהלים (כגון: מוניטין, טובות הנאה וכד'). ראה בהמשך עלות הסוכן של תזרים המזומנים החופשי).

6. אפשרויות השימוש במכשירים אלטרנטיביים

חלוקת דיבידנד במזומן היא פעולה העשויה לשמש מטרות רבות ושונות, כאשר ניתן להשיג חלק ממטרות אלה באמצעות כלים חלופיים. במסגרת זו ניתן למנות:

- רכישת מניות עצמית על ידי החברה או על ידי שלוח שלה (לרבות חברת בת) כאלטרנטיבה לדיבידנד במזומן.
- חלוקת מניות הטבה, אופציות וזכויות.
- החלפת הון בחוב (Debt-Equity Swap).
- דיבידנד בעין (Dividend in Kind).

מורכבות מדיניות הדיבידנד

השיקולים הרבים המעורבים בקביעת מדיניות הדיבידנד והמקום המרכזי שהוא תופס בחיי חברה, מקנים לשאלה זו מימד של פאזל ענק, ואכן הכותרת "The Dividend Puzzle" מהדהדת סביב הנושא מאז ניתן לו כינוי זה במאמר המפורסם של Fischer Black מ-1978 הנושא אותו שם. מאז חלה התקדמות ניכרת בהבנת ההיבטים השונים של דיבידנד, אולם חלקים לא מבוטלים של החידה עדיין לטים בערפל, והמחקרים הנכתבים מדי שנה בנושא מוסיפים ממצאים חדשים. חלקם סותרים ממצאים קודמים, חלקם חושפים פנים חדשות לחידה. ברור, מכל מקום, שאין מתכון פשוט לקביעת מדיניות הדיבידנד ואין נתיב מוגדר להשלכות מדיניות זו ושינויים בה. השיקולים שנסקרו לעיל, כמו המודלים המימוניים שייסקרו בהמשך, מציעים מניעים שונים לחלוקת דיבידנד. שיעור הדיבידנד שיחולק ותכיפות חלוקת הדיבידנד יכולים להיקבע כתוצאה מאיזון בין השיקולים השונים, כמו גם כתוצאה של התלות בסביבה העסקית (למשל, מדיניות המיסוי של דיבידנדים ורווחי הון, ריכוזיות השליטה בפירמות, המבנה המוסדי בשוק ההון ועוד), וכתוצאה משיקולים נקודתיים של מיקומה של הפירמה לעומת הפירמות האחרות בשיווי המשקל שנוצר בשוק (למשל, שיעור המס השולי, הגישה לשוקי הון, מידת אי-הסימטריה באינפורמציה בין גורמים פנימיים לחיצוניים ועוד).

כך, למשל, קיימת עדות, מעוגנת היטב במחקרים האמפיריים שנעשו בשלושת העשורים האחרונים, לחשיבות המהותית של שינוי במדיניות הדיבידנד עבור משקיעים בשוקי הון מרכזיים בעולם: ארה"ב, יפן, בריטניה ועוד. לעומת זאת, לנושא זה חשיבות פחותה עבור משקיעים בשוקי הון בעלי מבנה פיסקלי ומבנה החזקות שונה מזה של השווקים שמזכרו לעיל [ראה למשל מחקריהם של (1989) Kaplan and Ho ו-(1997) Liu ביחס להונג-קונג].

המחקרים שנערכו לגבי מדיניות הדיבידנד של חברות בישראל אינם מספיקים כדי לאפיין את תקפות התיאוריות השונות והגדרת השיקולים הדומיננטיים המובילים חברות בישראל לחלוקה או אי חלוקה של דיבידנד, זאת כנראה משום ששנים ארוכות נמנעו חברות בישראל מחלוקת דיבידנד. הטיעון השכיח שהועלה כדי להסביר תופעה זו הוא אפליית המס בין רווחים מחולקים בהשוואה לרווחים בלתי מחולקים.

ברור שאפליית המס אינה השיקול היחיד שהניא חברות בישראל מחלוקת דיבידנדים, שכן אפליית המס מתקיימת גם במדינות אחרות שבהן שכיחה חלוקת דיבידנד. כמו כן, שכיחות חלוקת הדיבידנד ושיעור הדיבידנד המחולק בישראל עלו בשנים האחרונות, על אף שאפליית המס בישראל למשקיע שאינו חברה בע"מ גברה בהדרגה בתקופה זו - פער המס בין מצב שבו מחלקים דיבידנדים לבעלי מניות (יחידים) ובין מצב בו לא מחלקים דיבידנד היה 6% לפני שנת 1987, והוא כיום 16%. להשלכות המיסוי, כמו הפטור ממס על דיבידנד בין חברות החל משנת 1991, חלק נכבד בהסבר התנהגות חלוקת הדיבידנד בחברות בישראל, אך הן אינן ההסבר היחיד. נראה כי בישראל התפקיד המיומני שהיה לדיבידנד בעבר נובע בין היתר מריכוזיות השליטה בחברות, אשר ניטרלה את חשיבות הדיבידנד כאמצעי להעברת מידע או לפיקוח על המנהלים, ומשיעורי האינפלציה הגבוהים ששררו בישראל, אשר יצרו מצב שבו השארת הרווחים בפירמה מספקת הגנה טובה למשקיע על כספו, מחד, ומקלה על החברה בניהול תזרים המזומנים שלה, מאידך.

השאלות העיקריות מתחום המימון העולות מחלוקת דיבידנד

מההיבט המימוני, השאלות העיקריות המעסיקות חוקרים ומנהלים ביחס למדיניות הדיבידנד של חברות הן השאלות הבאות:

- השיעור הרצוי של דיבידנד במזומן מרווחים (מדיניות הדיבידנד האופטימלית)
- האם יש משמעות לתכיפות (סדירות) חלוקת דיבידנד במזומן?
- האם למשקיעים שונים העדפות שונות ביחס לחלוקת דיבידנד?
(שאלת קהל הלקוחות - Clientele Effect)
- האם חברות המחלקות דיבידנד בשיעור גבוה מהרווחים נסחרות בפרמיה/ניכיון על פני חברות שאינן מחלקות דיבידנד או שמחלקות דיבידנדים בשיעור נמוך? (השפעת מדיניות הדיבידנד על שווי הפירמה)
- האם חלוקת דיבידנד משרדרת אינפורמציה למשקיעים? אם כן, מהו תוכן האינפורמציה?
האם האינפורמציה היא באשר לרווחיות העתידית של הפירמה? תזרימי המזומנים העתידיים?
הזדמנויות הצמיחה? פרמננטיות הרווחים? הסיכון של הפירמה? האם האינפורמציה מתייחסת לטווח הארוך או לטווח הקצר?
- האם האינפורמציה עומדת בפני עצמה או שהיא צריכה להיות מלווה באינפורמציה נוספת?
- האם חברות המחלקות דיבידנד נהנות מתנודתיות נמוכה יותר של מחירי מניות (תנודתיות המשקפת סיכון)?
- האם החלוקת דיבידנדים (Dividend smoothing) משמשת תחליף, או צעד משלים, להחלקת רווחים (Earnings Smoothing)?
- כיצד משתלב הדיבידנד במדיניות הפיננסית הכוללת של הפירמה?

(שילוב דיבידנד, חוב, מניות וני"ע המירים במדיניות המימון של הפירמה)

- האם הדיבידנד הוא מנגנון יעיל בפיקוח על מנהלים? (עלות הסוכן של תזרים המזומנים החופשי)
- מהן ההגבלות שיש להחיל על חלוקת דיבידנד על מנת להגן על הנושים באופן אפקטיבי ועם זאת לא לפגוע בחופש הפעולה של הפירמה?
- האם חלוקת דיבידנד במזומן עדיפה על רכישת מניות עצמית באותו סכום?
- מהי המשמעות הכללית של חלוקת מניות הטבה?

השאלות מציגות את ההיבטים השונים הכרוכים בעיצוב מדיניות דיבידנד של חברות.

השפעת הדיבידנד על שווי חברה ורווחיותה

מרבית המודלים להערכת שווי פירמות יוצאים מההנחה שלפיה שווי האקוויטי של הפירמה זהה לערך הנוכחי של תזרים הדיבידנדים הצפוי שלה, ובכללם גם המודלים המבוססים על הרווח השולי של התאגיד (Economic Added Value או Residual Income), כמו המודל החשבונאי שהוצג על ידי Ohlson (1995). Lintner (1962) ביסס את הטענה כי:

"Any alternative valuation formula is valid if and only if it is identically equivalent to the dividend valuation formula."

נקודת המוצא למודלים להערכת חברות המבוססים על דיבידנדים היו המודלים של צמיחת הדיבידנד (Dividend Growth Models), שבהם ההתמקדות היא על צריכת העושר על ידי המשקיע, היינו חלוקת הרווחים, כאשר צמיחה זו נאמדת על בסיס ההתנהגות העיתית של חלוקת דיבידנדים. המודלים הקלאסיים של Gordon (1959) ו-Gordon-Shapiro (1956) הם תולדה של השקפה זו. הם אומדים את הצמיחה העתידית של הפירמה על ידי הכפלת שיעור הרווחים שלא חולקו באומדן התשואה להון (ROE - Return on Equity).

מרבית המודלים המקובלים להערכת חברות מדגישים את יצירת הרווחים ולא את ההחלטה על חלוקתם. ההיגיון הבסיסי המנחה גישה זו יכול להיות מוסבר באמצעות האנלוגיה הצירורית הבאה: אם ברצונך לקנות באר, אינך מתעניין כמה מים שותים כל יום בעלי הבאר, אלא כמה מים יש בבאר, ובשפה המימונית: תכונת ה-"Dividend Policy Irrelevancy", אשר נקבעה על ידי Miller and Modigliani (1961) (MM).

Ohlson (1995) פיתח את הנוסחה שלפיה שווי האקוויטי של הפירמה זהה לערך הנוכחי של תזרים הדיבידנדים הצפוי בצרוף תכונת ה"עודפים הנקיים" (Clean Surplus). התקבל מודל המבטא את שווי הפירמה כסכום של שווי ההון העצמי החשבונאי ("שווי הספרים") בתוספת הערך הנוכחי של תוחלת הרווחים של הפירמה מעל הנורמלי, מודל השקול למשוואה המקובלת שלפיה שווי השוק שווה להון העצמי החשבונאי בתוספת המוניטין. תכונת ה"עודפים הנקיים", דורשת כי השינוי בשווי הספרים בין תקופות

עוקבות ינבע מהרווחים בניכוי הדיבידנד בתוספת השקעות הוניות. תכונה זו שוללת אי הכללת שינויים בנכסים ובהתחייבויות בדו"ח רווח והפסד, ובמקום זאת זקיפתם ישירות לסעיפים הוניים (למשל, הפרשי תרגום לפי הבהרה 8 לג"ד 36 של לשכת רואי חשבון בישראל ו-SFAS 52, הטיפול בניירות ערך "Available for Sale" לפי SFAS 115, הטיפול ב-Minimum Pension Liability על פי SFAS 87 וכן SFAS 130 הדן ב-Reporting Comprehensive Income). כמו כן, ניתן לכלול במסגרת זו עסקאות עם בעל שליטה, אשר על פי תקנות הרשות לניירות ערך, הרווח מהן עובר ישירות להון.

רווחים מעל הנורמליים (או הכנסה שולית – Residual Income) הם הרווחים בפועל, בניכוי התשואה הנדרשת על ההון (במודל הבסיסי Ohlson מניח, לשם פשטות, ריבית חסרת סיכון). הדגש במודל הוא על העברת המשקל מחיזוי תזרים הדיבידנדים לחיזוי הזרם העתידי של הרווח החשבונאי מעל הנורמלי. המעבר לתפיסה זו מדגיש את חשיבותה של חשבונאות סעיפי ההון העצמי.

דיון מעמיק במודל של Ohlson הוא מעבר להיקף דיונו. מטרתנו, כאמור, להתמקד בהשפעת הדיבידנד על שווי חברה ורווחיותה.

ראשית – בחשבונאות, כמו בערכי שוק על בסיס התיאוריה של MM, שקל דיבידנד מחליף שקל שווי אקוויטי.

שנית – לדיבידנד השפעה על הרווחיות הצפויה בעתיד. לפיכך אם נרצה לחזות את הרווחים מעבר לשנה העוקבת, נדרש לאמוד את השפעת הדיבידנד על הרווח. לעומת זאת, אם נרצה לחזות את הרווחים החשבונאיים מעל הנורמלי, הרי שתזרים הדיבידנדים העתידי יהיה בלתי רלבנטי.

דיבידנד המחולק בסוף השנה אינו משפיע על רווחי השנה השוטפת, אולם משפיע על רווחי השנים הבאות. השפעת חלוקת הדיבידנד על הרווחיות העתידית הינה שלילית ועשויה להשליך על שווי הפירמה. דיבידנד הוא מקור הוני המייצר רווחים, כך שאם התשואה על הון זה - הדיבידנד שנמשך - זהה לעלות ההון ("התשואה הנדרשת", או "התשואה האלטרנטיבית" - דהיינו, התשואה שהיו משיגים המשקיעים על השקעה בסיכון זהה), הרי שלחלוקת דיבידנד לא תהיה השפעה על שווי הפירמה. לפיכך, ברור מדוע בהנחה שהתשואה הנדרשת על ההון שווה לריבית מותאמת לסיכון ובהנחה שהריבית קבועה על פני שנים (ובעולם ללא מיסים) - הדיבידנד אינו רלבנטי לקביעת השווי. אלו ההנחות שהובילו את Ohlson (1995) ו-Modigliani and Miller (1961) לגזור את הביטוי "Dividend Irrelevance". אולם אם נתיר, למשל, את ההנחה של מבנה ריבית קבוע לאורך זמן, הרי שההשלכה על מדיניות הדיבידנד, מהבחינה התיאורטית, תהיה משמעותית, זאת משום שמשכיה של שקל דיבידנד עשויה לגרום לירידה של יותר או פחות משקל בשווי החברה, עקב ההבדל בעלויות בין מימון לטווח קצר למימון לטווח ארוך. השלכה דומה יש להתרת ההנחה בדבר שער ריבית זהה ללווים ומלווים.

השפעת מיסים על תמחור חברות בהקשר של מדיניות הדיבידנד

משקלם של שיקולי המס, הן במישור האישי והן במישור החברה במסגרת שאלת הדיבידנד והשפעתו על הערכת שווי חברות הוא אחד הנושאים השנויים ביותר במחלוקת. המודלים המימוניים העיקריים בתחום זה הינם:

א. מודל קהל הלקוחות (Tax Clientele) מודל זה מניח כי משקיעים מתפלגים בין חברות בהתאם לבסיס המס שלהם ביחס לדיבידנד לעומת רווח הון. כלומר, בחברות הנוהגות לשלם דיבידנדים גדולים יחסית יחזיקו בעלי מניות אשר שיעור המס היחסי שלהם על דיבידנד נמוך יותר (וחבות מס רווח הון במכירה גבוהה יותר). שינוי במדיניות הדיבידנד יביא לתנועה של לקוחות תוך "החלפת ידיים" בין לקוחות בעלי בסיסי מס יחסיים שונים. לפיכך, בשיווי משקל, חברות המשלמות דיבידנד אינן נסחרות בפרמיה, או בניכיון, על פני חברות שאינן משלמות דיבידנד.

ב. מודל גילום המס על פי מודל זה, אשר הוצג לראשונה על ידי Brennan (1970) והורחב על ידי Auerbach (1979ab) ואחרים, המשקיעים מגלמים את שיעור המס האישי במחירי המניה. בהיעדר אפשרות אחרת לחברה לחלק רווחיה לבעלי המניות [בכפוף לכך שרכישת מניות עצמית (Dividend Equivalent) ממוסה כדיבידנד, כעמדת רשות המס הפדרלית בארה"ב], הרי שהחברה, במוקדם או במאוחר, תידרש לשלם דיבידנד. לפיכך, המשקיעים ינכו ממחיר המניה את תשלומי המס הצפויים על תזרים הדיבידנדים העתידי. המשקיעים, אשר גילמו את המס במחיר המניה, יהיו כמובן אדישים בין חברות המשלמות דיבידנד, לחברות שאינן משלמות דיבידנד.

ג. מודל ההימנעות ממס על פי מודל זה, אשר הוצג בהרחבה על ידי Miller and Scholes (1978), המשקיעים נמנעים בפועל מתשלום מס עקב חלוקת דיבידנד. זאת, בין אם באמצעות פעולות הנקטות על ידי החברה - למשל, אי תשלום דיבידנד, רכישת מניות עצמית (כאמור, אמצעי זה מוגבל משום שרכישה עצמית, הזוהה במהותה לרוב לדיבידנד, עשויה להיות ממוסה כדיבידנד), או באמצעות פעולות הנקטות על ידי בעל המניות - מציאת מקלטי מס או תכנוני מס, כדוגמת שימוש בדיבידנד כהכנסה המקוזזת כנגד הוצאות ריבית עודפות, או לקיחת הלוואות, אשר הוצאות הריבית בגינן יתקזזו כנגד הדיבידנד בעתיד.

הממצאים האמפיריים נוטים לתמוך במודל של גילום המס - היינו שמשקיעים מנכים את תשלומי המס הצפויים ממחיר הפירמה, כלומר דורשים תשואה ברוטו גבוהה יותר על חברות המשלמות דיבידנד (לעניין הממצאים האמפיריים, ראה גם סקירה בפרק 6 בנושא היבטי מיסוי).

מחקריהם של Harris and Kemsley (1997) ושל Harris, Hubbard and Kemsley (1997) משתמשים במודל הערכת הפירמות של Ohlson (1995), תוך שילוב היבט המס האישי על דיבידנד ורווחי הון, ומספקים ממצאים אמפיריים נרחבים בשוק האמריקאי ובניתוח בינלאומי, לכך שעודפים מתומחרים בניכיון לעומת הון מניות וקרנות. היינו, שקל של הון מניות וקרנות שווה יותר משקל של עודפים, משום שעודפים ניתנים לחלוקה - טיעון עקבי עם מודל גילום המס שתואר לעיל.

המחקרים האמורים לא הביאו בחשבון את ההשפעה הגלומה בחלוקת מניות הטבה. אם נאמץ את השערת המחקר ואת הממצאים האמפיריים של Harris and Kemsley (1997), הרי שחברות המחלקות מניות הטבה (Stock Dividends), פעולה אשר אינה נחשבת לאירוע מס אולם משפיעה על החלוקה הפנימית בין עודפים להון מניות וקרנות, יביאו לעלית שווי החברה. חלוקה לא צפויה של מניות הטבה תגרום, לפי ההשערות הנ"ל, לעלית מחיר המניה, עקב השפעת המס האישי של המשקיעים. הסבר זה עקבי עם התופעה שתועדה בהרחבה במחקרים האמפיריים בעשורים האחרונים, שלפיהם מחיר המניה מגיב בעלייה להודעה על חלוקת מניות הטבה.

בישראל הנחת היסוד של המודל, כי הדיבידנד "יקר" מבחינת שיקול המס האישי, אינה מתקיימת ברוב המקרים בשל מבנה השליטה בחברות וחוקי המס בישראל. ליחידים בישראל, אשר מחזיקים מניות באופן ישיר ואינם בעלי שליטה, יש בדרך כלל חיסרון מבחינת מס בקבלת דיבידנד, זאת, משום שקבלת דיבידנד כרוכה במס לעומת רווח הון הפטור ממס. מאידך, חל פטור ממס בישראל על דיבידנד המועבר בין חברות, בעוד שבדרך כלל חלה חבות במס רווח הון על החזקת מניות במסגרת חברות. לאור כך חברות עם רווחים ראויים לחלוקה יסחרו בפרמיה ולא בניכיון. תופעה זו מוסברת באפשרות של משקיעים לנצל את ההטבות הנ"ל, ומשום היותן בדרך כלל מקור משיכה להשתלטויות (הודות לאפשרות לחלק דיבידנד משמעותי אשר יממן חלק ממחיר הרכישה).

דיבידנד כמכשיר להעברת מידע – תיאורית ה"איתות" (SIGNALING)

1. כללי

מקורה של תיאוריית ה"איתות" בתורת המשחקים. תיאוריה זו מבטאת שיווי משקל, שבו ניתן להבחין בין סוגי שחקנים שונים המשתתפים ב"משחק" (Separating Equilibrium). ה"איתות" (Signaling) הוא פעולה, או אסטרטגיה, שנוקט המאותת על מנת לציין אותו לטובה מן האחרים. נניח, לדוגמה, כי קיימות שתי חברות בעלות פעילות קיימת זהה, האחת "טובה" - במובן זה שהיא נושאת רווחיות עתידית עדיפה, והאחרת "רעה". מנהלי החברה ה"טובה" מכירים בטיב חברתם וכך גם מנהלי החברה ה"רעה", (התנאי של הכרת טיב החברה הכרחי במקרה שלפנינו). בהיעדר יכולת של השוק להבחין בין החברה ה"טובה" לחברה ה"רעה", המחיר שייקבע בשיווי משקל, לפי הנחות פשוטות, יהיה מתחת לשווי האמיתי של החברה ה"טובה", ולכן מנהלי החברה ה"טובה" לא ימכרו את מניותיה (או אף ירכשו את המניות וימחקו אותן ממסחר). במצב כזה עשויות להיסחר בשוק רק חברות "רעות". פרדוקס מוכר וותיק זה מכונה פרדוקס "Market for Lemons" והוצג על ידי Akerlof במאמר הקלאסי בשם זה שפורסם ב-1970. מכיוון שלמנהלים של החברה ה"טובה" מידע פרטי אודות טיב חברתם, ירצו המנהלים להעביר מידע זה לשוק אם הוא מועיל להם. במצב כזה, למנהלי החברה ה"רעה" יהיה אינטרס לחקות את התנהגות מנהלי החברה ה"טובה". החיקוי יימנע רק אם למנהלי החברה ה"טובה" יש יכולת וכדאיות לנקוט פעולה (אסטרטגיה) אשר "תאותת" על טיב חברתם, והעלות הכוללת של פעולה כזו לחברה ה"רעה" גבוהה יותר מאשר אם תימנע מנקיטת הפעולה (במודלים רב-תקופתיים ניתן להסתמך גם על כך שמנהלים של החברה הטובה אשר ינסו "להטעות" יתגלו על פני זמן וייקנסו על ידי השוק). במצב כזה השוק ידע להבחין בין החברה ה"טובה" (שנקטה פעולה) לחברה ה"רעה" (שלא נקטה פעולה) ויוכל לתמחר אותן כראוי. יש לשים לב, כי פעולת ה"איתות" גורמת עלויות לחברה ה"טובה", אולם עלות זו (שהיא למעשה המחיר עבור אמינות האינפורמציה) כדאית לחברה ה"טובה" ולא כדאית לחברה ה"רעה", בהתחשב במחירי שיווי המשקל שיווצרו לאחר מכן².

2. לדיון מעמיק בתיאוריית ה"איתות", ראה (1977) Ross, אחד מהמחקרים הראשונים שהציגו תיאוריה זו.

ערכו של הדיבידנד כמכשיר להעברת מידע מותנה בקיומה של מדיניות דיבידנד קבועה של התאגיד (לעניין זה, גם מדיניות של אי חלוקת דיבידנד), כאשר שינויים בה נועדו להעביר מסר לבעלי המניות. ההשערה העומדת בבסיסם של מחקרים רבים שניסו לתת הסבר ל"חידת הדיבידנד במזומן" היא ששינוי בשיעור הדיבידנד מהווה פעולת איתות שנועדת לגשר על בעית אי הסימטריה באינפורמציה בין המנהלים והמשקיעים.

2. ייחודיותו של הדיבידנד כאמצעי איתות

מה מייחד את הדיבידנד כאמצעי איתות? התשובה קשורה לשלושה גורמים:

- הקשר של דיבידנד לתזרים המזומנים
- הקשר של דיבידנד לרווחים
- הקשר של דיבידנד למיסים

א. הקשר של דיבידנד לתזרים המזומנים לקשר זה שלושה היבטים: היבט ההשקעה, היבט המימון והיבט הנזילות. השלושה כרוכים יחדיו: הגדלת דיבידנד מאותנתת למשקיעים כי לפירמה נכסים והשקעות שניבו תזרימי מזומנים גבוהים בעתיד, אשר יספיקו למימון הפעולות בתקופות הבאות, ולחלוקת דיבידנד לפחות באותה רמה בשנים העוקבות. מנהלים שעמידו פנים ויגדילו דיבידנד ללא "כיסוי" עשויים להיקלע לבעיות מזילות, או שייאלצו לגייס הון נוסף בעלות גבוהה. בכל מקרה יאלצו אותם מנהלים לקצץ בדיבידנדים העתידיים או לבצע השקעות סב-אופטימליות מבחינת הפירמה. הבעיה באינטרפרטציה זו היא חוסר היכולת של המשקיעים לזהות את הזדמנויות ההשקעה של הפירמה ולכן הגדלת הדיבידנד אינה מספקת בפני עצמה איתות מספק למשקיעים. כך, למשל, אם לפירמה אין השקעות הולמות והיא מחלקת את עודפי המזומנים מסיבה זו, המשקיעים אינם יכולים להבחין בין מצב זה לבין המצב הקודם שתואר. עובדה פשוטה זו הובילה למחקרים שהראו כי קיצוץ בדיבידנד אינו מהווה בהכרח מידע רע, והגדלת דיבידנד אינה מהווה בהכרח מידע טוב. תוכן המידע הטמון בדיבידנד מותנה במידע אודות הזדמנויות ההשקעה של הפירמה [ראה בהמשך דיונונו ב־ Woolridge (1982) ו-Liu (1997)].

ב. הקשר של דיבידנד לרווחים ההשערה של המחקר המימוני לגבי הקשר בין דיבידנד ורווחיות נסמכת על הממצאים של Lintner (1956), אשר הצביע על כך שמנהלים מנסים להימנע מקיצוץ בדיבידנד, בשל ההשלכות השליליות של קיצוץ זה על שווי הפירמה ועל מעמדם האישי בחברה. מכיוון שהמנהלים מנסים לשמור על סף תחתון של שיעור הדיבידנד המחולק מהרווחים, הגדלת שיעור הדיבידנד מאותנתת למשקיעים על הערכת המנהלים בדבר עליה פרמננטית ברווחיות העתידית בהתבסס על המידע הפרטי שבידם. מהזווית החשבונאית ניתן לספק הסבר נוסף: הדיבידנד הוא מקור הוני המייצר רווחים. חלוקת

דיבידנד כיום תשפיע שלילית על הרווח בשנים הבאות (בגובה התשואה נטו על סכום הדיבידנד), ולכן היא עשויה לגרום לחברה הצגת רווח למניה נמוך יותר. מנהלים מנסים להימנע מירידת הרווח למניה, הן משום שהשוק רואה ברווח זה מדד עיקרי להערכת הפירמה (אנליסטים מספקים תחזיות שוטפות לרווח למניה), והן משום שפעמים רבות הבנוס של המנהלים קשור לרווח למניה. בהנחה זו, הגדלת הדיבידנד עשויה לאותת למשקיעים על הערכת ההנהלה (בהתבסס על המידע הפרטי שלה) בדבר עליה ברווחיות בעתיד.

ג. הקשר של דיבידנד למיסים על פי הגישה המסורתית, מחירי המניות אינם מביאים בחשבון את אפליית המס הקיימת בין דיבידנד לרווחי הון (ראה דיונו בגישה זו בפרק הדין בהיבטי המיסוי של דיבידנד בפרק 6). לכן, במערכות שבהן קיימת אפלייה כזו, חלוקת דיבידנד משיתה עלות נוספת על בעלי המניות. לפיכך, ההשערה היא כי מנהלים יסכימו להשית עלות נוספת זו על בעלי המניות, רק אם הם יכולים לפצות אותם בתשואה גבוהה יותר על השקעתם בחברה. מובן שמנהלים אשר "יעמידו פנים" ולא יספקו את התשואה הנדרשת, על אף שיצרו חבות מס עודפת למשקיעים, יסכנו את מעמדם. תיאורית איתות זו הינה בעייתית במקצת, משום שעלות האיתות במקרה זה אינה נופלת על החברה אלא במישרין על בעלי המניות (מס אישי). נציין כי לעיתים ניתן להימנע מעלות זו, וזאת במקרה שבפני המשקיעים עומדת האפשרות לממש את השקעתם לפני יום האקס ולהימנע מהמס על ידי החלפת המניות עם משקיעים בעלי בסיס מס יחסי נמוך יותר, אשר מעדיפים דיבידנד.

3. יתרונו של הדיבידנד כאמצעי איתות

מדוע הדיבידנד הוא כלי מוצלח להעברת אינפורמציה (איתות)? לכך מספר סיבות עיקריות:

אמינות העובדה שחלוקת דיבידנד כרוכה בעלויות מקנה לה את תכונת האמינות החיונית, כדי שהשוק יגיב באופן מלא למידע (העלויות נובעות ממיסים, רמת השקעה לא-אופטימלית וכד', ראה הדיון לעיל).

פשטות וניראות הפרוצדורה של חלוקת דיבידנד פשוטה יחסית, ומדובר במידע בולט ומושך תשומת לב, אשר לכאורה אינו צריך לעבור עיבוד נוסף להבהרת משמעותו. המידע שקוף לכל השחקנים בשוק.

מידה אין מחלוקת לגבי המדידה והמשמעות של שינוי בגודל הדיבידנד.

חשיפת מידע הדיבידנד הוא כלי להעברת אינפורמציה מבלי לחשוף מידע רגיש אשר עלול להגיע למתחרים.

רציפות הקשר עם המשקיעים כלי זה מאפשר ערוץ תקשורת רציף (רבעוני) עם המשקיעים. מחקרים שנעשו בעבר [ראה למשל (1986) Asquith and Mullins], טענו כי רכישת מניות עצמית נחשבת כאמצעי נחות להעברת מידע למשקיעים, משום שאינה מהווה ערוץ תקשורת רציף אתם. נראה שטענה זו תקפה פחות בשנים האחרונות, לפחות לגבי השוק האמריקאי, משום שחברות החלו לגבש מדיניות קבועה של רכישת מניות עצמית.

4. הקשר בין מדיניות החברה ושווי המניה

ההנחה הסמויה של מודל האיתות הינה כי למנהלים עניין במחיר המניה השוטף בשוק, שכן אחרת לא היו נוקטים בפעולה, ועם חלוף הזמן הופך המידע הפרטי שבידיהם לנחלת הכלל. כאשר מנהלים מאותתים באמצעות חלוקת דיבידנד, הרי שמטרתם היא שהמידע הפרטי שבידיהם ישתקף בשווי השוטף של המניה, וזאת מבלי לחשוף את תוכן המידע.

בהקשר הזה ניתן להבין מדוע בשווקים שבהם יש פיקוח רופף על סחר במידע פנים קשה להבחין בשימוש בתאורית האיתות. כך גם במערכות שבהן לא קיימת הפרדה מהותית בין הבעלות לניהול.

בחברות שבהן המנהלים לא מייחסים משקל רב לשווי השוטף של המניה מסיבות שונות (למשל, ציפיות המשקיעים ביחס לרווחיות החברה הם מעל ומעבר לגילוי שיכולים לתת המנהלים), אין לצפות לשימוש בדיבידנד כמכשיר איתות.

על רקע זה נוכל לבחון, למשל, את התנהגותה של חברת מיקרוסופט בארה"ב, אשר באופן מופגן אינה מחלקת דיבידנד. ההסבר המקובל למדיניות החברה הוא שהתשואה על השקעותיה גבוהה במידה ניכרת מהתשואה האלטרנטיבית שיכול להשיג בעל המניות ולכן, לאור הזדמנויות הצמיחה של החברה, עדיפה השארת הרווחים בחברה. הסבר זה נתקל בקושי מסוים, משום שלחברה יתרה קבועה לא מבוטלת של עודפי מזומנים ונכסים כספיים. אם אלה משרתים את פעילות החברה, הרי שהדבר מתיישב עם ההסבר האמור, אולם אם הם מהווים עודפים, הרי שלמדיניות מיקרוסופט יש הסבר אחר, העשוי להתקשר לציפיות הגבוהות של המשקיעים ביחס לרווחיות העתידית של החברה, ציפיות הגבוהות מעבר לכל מידע פרטי של המנהלים. במצב כזה ודאי שאין טעם שמיקרוסופט תיקלע למחויבות דיבידנד ולמנהלים אין שום מניע לאותת למשקיעים. במקרה של מיקרוסופט, האירוניה היא שהמנהלים מזהירים זה מספר שנים את המשקיעים מפני ירידה ברווחיות, הממאנת לבוא.

5. תיאורית ה"איתות" בראי המחקר

המחקר הראשון שהציג מודל אנליטי על חשיבות הדיבידנד ככלי להעברת מידע היה של Battacharya (1979), אולם, למעשה, כבר Modigliani and Miller הציגו במאמרם המפורסם משנת 1961 את הרעיון שדיבידנד עשוי להיות רלבנטי במצב של איסימטריה באינפורמציה בין מנהלים ומשקיעים.

John and Williams (1985) השתמשו באפליית המס בין דיבידנד לרווחי הון כעלות המאפשרת קיומו של "איתות" (Signaling או Fully Separating Equilibrium) באמצעות חלוקת דיבידנד. בשיווי משקל, שיעור הדיבידנד שמשולם על ידי חברה "טובה" (במובן שהוצג לעיל) מאזן את עלות תשלום הדיבידנד (בשל מיסים) עם התועלת, הנובעת משווי מניה גבוה יותר. מחקרם הראה, כי הגדלת שיעור הדיבידנד תוביל לעליה במחיר המניה. בנוסף, הם הראו כי לא כל החברות ה"טובות" משלמות דיבידנד (חברה "טובה" היא תנאי הכרחי אך לא מספיק לחלוקת דיבידנד), וכן הראו כי חברות "טובות" ללא עודף מזומנים חופשי יעדיפו לשלם דיבידנד ובו זמנית להנפיק מניות על מנת לגייס מזומנים, על אף עלות המס למשקיעים הכרוכה בחלוקת הדיבידנד.

כמו כן תומך מחקרם בהשערת קהל הלקוחות (Clientele Effect) – בהינתן שכל התנאים האחרים שווים – פירמות המחלקות דיבידנד יהנו מקהל לקוחות המעוניין בתזרים מזומנים שוטף (למשל, קופות גמל וקרנות פנסיה).

Miller and Rock (1985) הגדירו סוג עלות שונה המאפשר איתות. במודל שלהם, עלות הדיבידנד לחברה היא העלות של רמת השקעות מתחת לאופטימלית, ביחס לאופטימום הנגזר ממצב של סימטריה באינפורמציה. התועלת הנובעת מהאיתות הינה העברת מידע שיביא לכך שהרווחים האמיתיים ישתקפו במחיר השוטף של המניה. אחת ההשלכות האמפיריות ממחקר זה היא שתשלום דיבידנד אינו הגיוני בחברה שבה לגורמים הפנימיים (Insiders) מידע פרטי שלילי אודות תזרימי המזומנים העתידיים בפירמה. חברות עם רווחיות עתידית נמוכה צריכות לעצור את הדיבידנדים (או לפחות לקצץ בהם) על מנת לחסוך את עלות ה"איתות" ולנתב את ההשקעות לפרוייקטים רווחיים.

תיאורית סדר ההנפקה (Pecking Order) של Myers and Majluf (1984) מעמידה, בהנחה של איסימטריה באינפורמציה, הנפקת אקוויטי במדרגה נמוכה, כשלפניה הנפקת חוב מסוכן והנפקת חוב חסר סיכון. הכוונה לכך שחברה תעדיף להנפיק מניות בזמנים שבהם רווחיותה בעתיד מצוייה ברמת אידואות גבוהה יחסית (או צפויה לרדת ברמת ודאות גבוהה), בעוד שבעת ציפייה לזמנים טובים יותר, החברה תעדיף להנפיק חוב ולא לשתף אחרים בשיפור הצפוי. ההשלכה לגבי חלוקת דיבידנד ברורה: באופן פשטני, אפשר לראות את חלוקת הדיבידנד כפעולה הפוכה להנפקת אקוויטי מבחינת השפעתה על מקורות המימון של הפירמה, ולפיכך היא מאותתת מידע חיובי למשקיעים.

Ambarish, John and Williams (1986) הציגו מודל הבוחן את המצרף של מדיניות דיבידנדים ומדיניות השקעה כאמצעי איתות להעברת מידע פרטי למשקיעים. ממצאיהם הראו, כי החברות ה"רעות" לא יחלקו דיבידנד באופטימום וישקיעו בכל הפרוייקטים עם ערך נוכחי נקי חיובי.

Bar-Yosef and Huffman (1986) הציגו מודל רב-תקופתי שבו עלות ה"איתות" היא התגמול העתידי של המנהל. במידה שווה ניתן לגזור מודל שבו עלות ה"איתות" היא המוניטין או ההעסקה העתידית של המנהל.

6. תוכן המידע המועבר על ידי דיבידנד

אחת השאלות שלא זכתה לתשובה חד משמעית במחקרים אשר נסקרו לעיל, היא מהו תוכן המידע המועבר על ידי הדיבידנד. האם המידע הינו אודות רווחיות עתידית? Miller (1986) מטיל ספק בכך. על מנת שזה יהיה אכן המקרה, נדרש קשר מובהק בין דיבידנד לרווחיות עתידית. הממצאים האמפיריים בנקודה זו (למשל Watts (1976), Pettit (1977), Penman (1983)) סותרים ולא מצביעים על קשר מובהק. באותה מידה המידע יכול לספק אינפורמציה מדויקת יותר לגבי הרווח ה"אמיתי" - השערה זו הועלתה על ידי Miller and Rock (1985) (ראה לעיל). Kane, Lee and Marcus (1984) נימקו אותה השערה בזהות שבין מקורות ושימושים, כאשר הרווח נראה כמקור והדיבידנד כשימוש.

השערה נוספת שהועלתה על ידי Lintner (1956) היתה שהדיבידנד מספק אינדיקציה לגבי הפרמננטיות של רווחי העבר. Lintner מצא כי המנהלים נוהגים להתאים את הדיבידנד בהתאם לשינוי ברווחים, משמע, שגידול פרמננטי ברווחים עשוי להביא לגידול, מאוחר יותר, בדיבידנדים. Lintner (1956) הציג את המחקר האמפירי הראשון של מדיניות הדיבידנד בחברות אמריקאיות, והסיק, לאחר מחקר מקיף, אשר כלל ראיונות ושאלונים למנהלים, שחברות נוטות ל"החליק" דיבידנדים ביחס לרווחיהן. כלומר חברות יימנעו מהעלאת דיבידנדים, אלא אם הן בטוחות שחלה עליה פרמננטית ברווחים, שתאפשר באופן קבוע חלוקת דיבידנד גבוה יותר. כמו כן, חברות נמנעות מקיצוץ דיבידנדים כאשר רווחיהן יורדים. מסקנות המחקר של Lintner הן: לחברות יש מטרה של חלוקת דיבידנד בשיעור מוגדר מרווחיהן, והן מתאימות באופן הדרגתי את הדיבידנד לרווחים על מנת להשיג מטרה זו.

Fama and Babiak (1968) הרחיבו את הניתוח של Lintner. הם בחנו מספר מודלים אלטרנטיביים, ובסופו של דבר דיווחו על ממצאים התומכים במסקנתו של Lintner כי מנהלים מגדילים דיבידנד רק לאחר שהם משוכנעים בעלית הרווח בעתיד.

Aharony and Swary (1980) בחנו אמפירית את התיזה, שלפיה מספקת חלוקת הדיבידנד מידע

למשקיעים מעבר למידע הגלום בדוחות הכספיים. תוכן המידע על שינוי בלתי צפוי בדיבידנד על בסיס רבעוני נבחן על ידם, לאחר שנעשתה בקרה לגבי תוכן המידע בדוחות כספיים, אשר פורסמו לפני הודעת הדיבידנד ולאחריה. הממצאים הראו תשואה חיובית (מותאמת לסיכון) בעקבות הגדלת דיבידנד בלתי צפויה ותשואה שלילית (מותאמת לסיכון) בעקבות קיצוץ בלתי צפוי בדיבידנד, וזאת ביומיים לפני ואחרי ההודעה על הדיבידנד. הממצאים תומכים בהשערה, כי שינויים רבעוניים בלתי צפויים ברמת הדיבידנד מכילים מידע שהינו מעבר לזה שנמצא בדוחות הכספיים הסמוכים למועד החלוקה.

ממצא בולט של המחקרים שנזכרו לעיל הוא שהתגובה לקיצוץ דיבידנדים חריפה יותר מהתגובה להעלאת דיבידנדים, ובדרך כלל מתקבלת על ידי המשקיעים כאינדיקציה להרעה משמעותית במצב עסקי החברה. מספר מחקרים שנעשו בעשור האחרון יצרו מחדש תחושת חוסר ודאות באשר למשמעות האינפורמציה המועברת כאשר חברה מקצצת דיבידנדים.

ראוי לציין את מחקרו של Woolridge (1983), אשר מצא כי קיצוץ דיבידנד עשוי להוות "חדשות טובות", כאשר לפירמה יש הזדמנויות השקעה רווחיות, אולם המימון החיצוני יקר מדי. הודעה על קיצוץ דיבידנד המלווה בהודעה כי הקיצוץ נועד לממן השקעה של הפירמה גרמה לתגובה שלילית בטווח הקצר, אולם בטווח הארוך המחיר חזר לקדמותו - תופעה ש-Woolridge פירש כאי-רלבנטיות הדיבידנד בטווח הארוך.

DeAngelo, DeAngelo and Skinner (1992) ו-Healy and Palepu (1988) מצאו, שהקטנת דיבידנד היתה מלווה בעליה משמעותית ברווח בתקופה העוקבת, ממצא הסותר את הטענה בדבר האיתות על שינוי בדיבידנד לגבי רווחיות עתידית של הפירמה.

Aharony and Dotan (1994) מצאו, כי בחברות שהגדילו (הקטינו) את הדיבידנד הרבעוני חלה, בממוצע, עליה (ירידה) ברווח הבלתי צפוי בשלושת הרבעונים העוקבים, וזאת לעומת חברות שלא שינו את רמת הדיבידנד שלהן.

Jensen and Johnson (1995) בחנו מאפיינים שונים של פירמות שלוש שנים לפני פעולה של הקטנת דיבידנד ושלוש שנים אחריה, ומצאו, כי רווחי החברות נופלים לפני הקטנת הדיבידנד ועולים לאחריה. עם זאת נמצא, כי לאחר הקטנת הדיבידנד פירמות נטו גם לצמצם השקעות הוניות, להקטין הוצאות מחקר ופיתוח ולפטר עובדים. בנוסף מכרו הפירמות הללו בדרך כלל יותר נכסים קבועים, והציגו הכנסות נמוכות ממכירות לאחר הקטנת הדיבידנד. ממצאים אלה הצביעו על כך, כי בתקופה שלאחר הקטנת דיבידנדים נפגע כושר התחרות של הפירמות ומכאן התגובה השלילית של השוק. עם זאת, על בסיס הממצאים, החוקרים מעלים את הסברה, כי הקטנת דיבידנד מסמלת את סיום תקופת הדעיכה של הפירמה ומהווה חלק מארגון מחדש.

מחקרים נוספים מעוררים סימני שאלה בדבר תוכן המידע שמשדרים שינויים בדיבידנד למשקיעים. כך למשל מבקשים Leftwich and Zmijewski (1994) לברר ולחדד את שאלת המידע השולי הגלום בשינויים בדיבידנד מעבר למידע הגלום ברווחים. לטענתם, המידע הגלום ברווחים עולה על המידע הגלום בדיבידנד, ואילו המקרים שבהם הדיבידנד שיקף תוספת מידע שולי נבעו מתת-מדגם של קבוצת התצפיות, שבו הרווחים מצביעים על מידע חיובי (חדשות טובות) ואילו הדיבידנדים השוטפים מצביעים על מידע שלילי (חדשות רעות).

נתיב אחר של מחקר מנסה לבחון אם שינויים בדיבידנד מספקים מידע בדבר שונות הרווחים במקום מידע בדבר רמת הרווחיות העתידיות [ראה למשל (1995) Thomas]. הממצאים בתחום זה טרם הגיעו לרמה מספקת בתחום האמפירי ולא זכו להתייחסות תיאורטית.

לבסוף, Liu (1997) ערכה השוואה מענינת לגבי מדיניות הדיבידנד בשני שווקים בעלי מבנה פסקלי ומבנה שליטה שונים: ארה"ב לעומת הונג-קונג. בהונג-קונג בניגוד לארה"ב, אין מיסוי על דיבידנד ורווחי הון, ומבנה השליטה בחברות הוא ריכוזי. בנוסף, נבחנה השפעת הדיבידנד בשווקים אלו בטווח הקצר ובטווח הארוך.

ממצאי המחקר

- חברות בארה"ב שהעלו את שיעור הדיבידנד השיגו תשואה עודפת (ביחס לתשואת השוק) הן בטווח הארוך (שנה) והן בטווח הקצר (מספר ימים) לאחר ההודעה. חברות אשר קיצצו את הדיבידנד השיגו תשואה נמוכה מהשוק בטווח הקצר, אך תשואה זהה לשוק בטווח הארוך.
- הבחנה נוספת על פי השינוי ברמת ההשקעה הראתה, כי גורם זה רלבנטי ויש לבחון את ההודעה בדבר הדיבידנד יחד עם המידע אודות מדיניות ההשקעה.
- ממצא זה אינו מפתיע, לאור המסקנה הבסיסית של Modigliani and Miller, שלפיה מדיניות הדיבידנד רלבנטית רק בהינתן מדיניות ההשקעה. אבחנה זו קריטית להבנת הבסיס לתיאוריה של Modigliani and Miller
- המחקר הראה כי פירמות אשר קיצצו בדיבידנד ובהשקעות השיגו ביצועים גרועים במידה ניכרת מהשוק.
- המחקר הצביע על כך כי, בניגוד לארה"ב, השוק בהונג-קונג היה אדיש לשינויים במדיניות הדיבידנד. ההבדל בהתייחסות המשקיעים לדיבידנד מוסבר בשוני המבני והפיסקלי בין השווקים, ועקבי עם הטענה בדבר הרלבנטיות המועטת של הדיבידנד בשוק ריכוזי.

- בעוד שבהונג-קונג קיצוץ בדיבידנד שוטף הוסבר על ידי מתאם חלקי עם תשואת הדיבידנד בשנה הקודמת, הרי שבארזה"ב הוא הוסבר במתאם חלקי עם משתנה זה אך גם עם גודל הפירמה, היחס בין שווי השוק לשווי הספרים ותשואה עודפת מותאמת לסיכון. ממצא זה הצביע על כך שבהונג-קונג קיימת גמישות רבה יותר בשינוי מדיניות הדיבידנד.

ניתן לראות במחקר זה אינדיקציה מסויימת לחיזוק הטענה בדבר המשמעות המוגבלת שיש לשינויים בחלוקת דיבידנד על ידי חברות בישראל, בעיקר משום המבנה הריכוזי של השליטה בשוק הישראלי.

עלות הסוכן (AGENT COST) של דיבידנד (תזרים המזומנים החופשי)

הגורמים העיקריים שלהם זיקה לנכסיה של החברה הם: בעלי המניות, בעלי החוב, המנהלים והעובדים. למרות שחלוקת תזרימי המזומנים של החברה מוסדרת באמצעות חוזים בין בעלי זכויות אלו, הרי שתזרימי המזומנים לקבוצה אחת של בעלי זכויות עשוי להיות מושפע מפעולות אופרטוניסטיות של קבוצה אחרת. הפסד השווי הנובע מכך, לרבות העלויות הכרוכות במזעור הפסד זה, כגון עלויות בקרה, פיקוח ואכיפה, הטלת מגבלות ועיצוב חוזים, מצויים תחת הכותרת של עלויות סוכן, כפי שהגדירו אותן Jensen and Meckling (1976).

שתי מערכות יחסים שבין שלוח (Agent) לשולחו (Principal) רלוונטיות למדיניות הדיבידנד: האחת - זו שבין בעל החוב (השולח) לבין בעל המניות (הסוכן של בעל החוב בקשר להוננו), והשניה היא בין המשקיעים (בעלי ההון שאינם מנהלים) לבין המנהלים, אשר ניתן לראותם כלכלית כסוכני בעלי המניות. על פי עקרונות המשפט, אחריותם השלוחית של המנהלים היא כלפי החברה ולא כלפי בעל המניות, אך זו אינה סותרת את חובות הזהירות והנאמנות כלפי בעלי המניות. בפרק זה נדון במערכת היחסים בין בעלי המניות ובין המנהלים, ובפרק הבא - במערכת היחסים שבין בעלי החוב ובין בעלי המניות.

Jensen (1986) הגדיר את "תזרימי המזומנים החופשיים" (Free Cash Flows) של הפירמה כתזרימי המזומנים העודפים על אלו הנדרשים לממן את כל הפרוייקטים בעלי ערך נוכחי נקי חיובי. למנהלים יש אפשרות לצרוך הטבות שונות מתזרימי המזומנים החופשי שלא חולק לבעלי המניות. הטבות אלו עשויות להיות הטבות כספיות - כמו הטבות שכר או קבלת שירותים, וכן הטבות או שימוש במקורות הכספיים של החברה לצורך הנאות לא כספיות - כמו תרומות והשקעות, אשר המוניטין הגלום בהן למנהל עולה על התועלת לחברה. כמו כן, המנהלים עשויים להשקיע עודפי מזומנים בהשקעות לא יעילות, על מנת לא להיתפס כחסרי יכולת לאתר השקעות (תוצאות שליליות של ההשקעה עצמה לא בהכרח יפגעו במנהלים, משום שמרבית ההשקעות כרוכות באי-ודאות והמנהל יכול לכאורה "להסתתר" מאחורי ההתנהגות הסטוכסטית של הפרמטרים שעליהם אין לו שליטה).

במקרה שפעילות המנהלים אינה בפקוח, הם יעדיפו לא לחלק דיבידנד כלל ולהפנות את תזרימי המזומנים החופשיים לטובתם האישית. בעלי המניות שאינם שותפים לניהול נותרים במצב זה חסרי אונים: הם יכולים למכור את המניות, לנסות להפעיל לחץ משפטי על המנהלים או להמתין למיזוג או השתלטות מצד קבוצה שתנהל טוב יותר את החברה. המשקיעים ושוק ההון מתמחרים במצב זה את המניות בניכיון, המבטא את עלות הסוכן בקשר לתזרים המזומנים החופשי.

החברה עלולה להיפגע במצב זה במידה שתידרש לגייס הון נוסף, ולפיכך עשוי להיות לבעלי המניות מניע לפתור את בעיית הסוכן האמורה. חלק מהדרכים האפשריות לפיתרון הבעיה נראה (Easterbrook (1984) ו־Jensen (1986) הן: יצירת התחייבות של החברה לחלוקת דיבידנד והגדלת המנוף הפיננסי, למשל בדרך של רכישת מניות עצמית או החלפת הון מניות בחוב. חלוקת דיבידנד משמעותית לא רק שתקטין את כמות המזומנים שהמנהלים יכולים לנתב לשימושים אינטרסנטיים, אלא גם תילאץ אותם לפנות לגיוס הון חיצוני ותעמיד אותם למבחן השוק. לפיכך, דיבידנד עשוי לשמש כאמצעי לאלץ את המנהלים להקטין את עלות הסוכן שלהם. Rozeff (1982) הציג לראשונה את המודל התיאורטי ואת הממצאים האמפיריים לבחינת תפקיד הדיבידנד בניטרול עלות הסוכן בחברות בעלות מבנה שליטה מבוזר.

Rozeff גם הראה, כי שיעור הדיבידנד המשולם עמד ביחס הפוך לשיעור ההחזקה על ידי גורמים פנימיים בחברה (Insiders) וביחס ישר למספר בעלי המניות, ומסביר זאת בעלות הסוכן של המנהלים. הסבר זה של ניצול הכספים לאינטרסים של המנהלים – בעלי השליטה על חשבון המשקיעים עשוי להיות רלבנטי לעובדה שחברות בישראל ממעטות לחלק דיבידנדים (ראה בענין זה הדיון בפרק 7).

בנוסף למחקרו של Rozeff, נערכו בנושא מחקרים חשובים נוספים. Spiegel (1985) הציג מודל המציע כי את הדיבידנד חורש בעל המניות החיצוני הגדול כאמצעי לפיקוח על ההנהלה. Jensen (1986) הראה כיצד חוב יכול להיות תחליפי לדיבידנד בפיתרון בעיית עלות הסוכן של תזרים המזומנים, זאת כאשר החוב מחליף הון מניות, אם בצורה ישירה של Swap, ואם בצורה עקיפה כאשר החוב משמש לרכישה עצמית של מניות. באמצעות פעולה זו המנהלים יוצרים מנגנון אכיפה לתשלום תזרימי מזומנים למשקיעים, שהפכו כתוצאה מהפעולה לנושים. מנגנון זה שונה מהפיתרון המושג על ידי דיבידנד בעיקר בכך שהוא מעוגן בהסכם חוזי.

עם זאת ראוי לזכור שבשוק משוכלל, כמו השוק האמריקאי, המנהלים מוענשים, בדרך כלל, אם הם מאכזבים את המשקיעים - למשל בדרך של קיצוץ הדיבידנד, כך שעל אף שלא מופעל מנגנון משפטי במקרה של דיבידנד, הרי שהשוק מספק מנגנון ענישה שעשוי להרתיע את המנהלים מהבטחות שוא בדבר הגדלת תזרימי המזומנים העתידיים למשקיעים.

Ravid and Sarig (1991) מראים כי דיבידנד והגדלת חוב הם אמצעים שקולים לאותה מטרה. Dempsey and Laber (1992) חזרו על הבחינה האמפירית של Rozeff לגבי השנים 1981-1987, והראו תוצאות דומות אשר הצביעו על תקפותה האמפירית של תיאורית הסוכן. Moh'd, Perry and Rimbey (1995) בחנו מודל דינמי של הקשר בין תיאורית הסוכן למדיניות הדיבידנד תוך שימוש במדגם על פני חברות (Cross-Section) ועל פני זמן. ממצאיהם הראו שמנהלים מתאימים את מדיניות הדיבידנד שלהם בתגובה להשתנות הפרמטרים הקובעים את עלות הסוכן, הן בחתך של חברות והן על פני זמן. Liu and Ho (1997) ערכו השוואה בינלאומית של מדיניות הדיבידנד אשר כללה את ארה"ב, בריטניה, יפן וגרמניה. שיעורי הדיבידנד ששולמו מרווחים במדינות אלו היו דומים בשנות ה'70, אך נעו במגמות שונות בשנות ה'80. בעוד שבארה"ב ובבריטניה שיעורי הדיבידנד (Payout Ratio) עלו בשנים אלו, הרי שבגרמניה ובין הם ירדו. החוקרים מסבירים הבדלים אלה בזיקה לפעילות הערה של שוק ההשתלטויות והמיזוגים (Corporate Control) בארה"ב ובבריטניה באותה תקופה, לעומת היקף נמוך יותר בגרמניה ויפן. טענתם היא כי הממצאים עקביים עם תיאורית הסוכן, משום שתשלום דיבידנדים נדיבים הוא המחיר שחברות שיש להן בעיית סוכן חמורה נדרשות לשלם על מנת להפחית את ההסתברות להשתלטות עוינת. מחקר זה לא הביא בחשבון את הסיבה החשבונאית השונה של המדינות שנבחנו ואת ההשפעה האפשרית של שינויים בסביבה החשבונאית של אותן מדינות בתקופה הנסקרת ובפרט שינויים בקביעת הרווח, אשר להם השלכה ישירה על יחס הדיבידנד מרווחים (Payout Ratio).

מקומו של הדיבידנד בקונפליקט בין בעלי החוב לבעלי המניות

הקונפליקט הבסיסי בין בעלי החוב לבעלי המניות נובע מכך שבעל המניות הוא בעל השליטה הישירה בהון שהזרים בעל החוב לחברה. במקרים רבים בעל החוב אינו יכול לעקוב אחר השימוש שנעשה בכסף, זאת, משום שההחלטות הנוגעות לחברה נתונות בידי בעל המניות וכן משום שלבעל החוב אין בדרך כלל נגישות לאינפורמציה מלאה בדבר פעולות המנהלים. הפיתרון החוזי לקונפליקט שבין בעל המניות לבעל החוב הוא שבעל החוב יקבל את הבכורה לתזרים המזומנים של החברה ובעל המניות יקבל את הזכות השאריתית בחברה. בדרך זו, בעל המניות נושא ראשון בתוצאות שליליות של החלטותיו לגבי החברה [ראה לדוגמה (Fama and Jensen (1983b)]. עם זאת לבעל המניות שתי אפשרויות מילוט: האחת היא העירבון המוגבל המוטל על אחריותו, והשניה היא תשלום דיבידנד. הגבלת האחריות מאפשרת לבעל המניות להנות מהתפלגות א-סימטרית מועדפת של התשואה על השקעתו, בדומה לחוזה אופציה: רווח פוטנציאלי גדול, אך הפסד מוגבל.

כתוצאה מכך, בעל המניות נוטה לקחת סיכונים גדולים יותר, על חשבוננו של בעל החוב. אחת הדרכים לפתור בעיה זו היא להגביל חוזית, או בדרך אחרת, את הסיכון שיכול בעל המניות ליטול על עצמו במסגרת החברה. תשלום דיבידנד, לעומת זאת, עשוי להסיט את סדרי העדיפויות שנקבעו לחלוקת המזומנים בין בעל החוב לבעל המניות. בעלי המניות יכולים לקבל תזרימי מזומנים מהחברה לפני שמוכסב החוזר לבעל החוב. במקרה הקיצוני עלול בעל המניות לרוקן את החברה מנכסיה על ידי מימושם ותשלום דיבידנד (אם כי מצב כזה עשוי לקבל הגנה במסגרת דיני הפירוק והאיסור על הברחת נכסים). לכן נוצר הצורך של בעל החוב להגביל במסגרת חוזה ההלוואה (Loan Covenant) את תשלומי הדיבידנד אשר עשויים להיות מחולקים לבעל החוב. ככל הנראה, בעלי החוב יעדיפו במרבית המצבים שלא יחולקו דיבידנדים כלל. אם לא יצליחו בכך, האלטרנטיבה העומדת בפניהם היא לתמחר את הסיכון הכרוך, מבחינתם, בחלוקת דיבידנד. מכיוון שבעלי המניות ירצו להוזיל את עלות ההון החיצוני, הרי שיש להם אינטרס לפתור את הקונפליקט ולהפחית את הסיכון העומד בפני בעלי החוב בגין חלוקת דיבידנד. לפיכך ההגבלה על חלוקת דיבידנד היא, במקרים רבים, תוצאה של שיווי משקל בין האינטרסים המנוגדים והמשותפים של שני

הצדדים באופן שבו בו-זמנית כל אחד מהם משיא את התועלת האישית שלו עד לנקודה שבה שינוי בחלוקת דיבידנד תפגע באחד הצדדים (פרטו-אופטימום).

מנקודת מבטם האישית, יעדיפו המנהלים במקרים רבים למזער את הדיבידנד, מהסיבות שנמנו בפרק הקודם (אפשרות לניתוב עודפי המזומנים של הפירמה לתועלתם האישית והפחתת הפיקוח על פעולותיהם). הגבלה חיצונית, מצד הנושים, על חלוקת דיבידנד עשויה לשמש אמתלה טובה להימנעות מתשלום דיבידנד, אף על פי שבאופן טבעי היא מצמצמת את דרגות החופש שלהם ולכן, לכאורה, עדיפה פחות מהימנעות מחלוקת דיבידנד באופן בלתי כפוי. מנקודת מבט החברה, השאלה תלויה ומעורפלת, משום שלא ברור כיצד מוגדרת "טובת החברה". אם טובת החברה היא הארכת חייה, אפשרות שאינה נראית לנו סבירה, אזי, מחד ברור שמתן אפשרות לבעלי המניות לפעול לריקון נכסי החברה ולמעשה לפירוקה, נוגדת את טובת החברה. מאידך, שלילת אפשרות חלוקת דיבידנדים עשויה גם היא להוביל את בעלי המניות להחליט על פירוק החברה. אם טובת החברה תוגדר כמקסום השווי הכולל של הפירמה (אקוויטי פלוס חוב), הרי שאפשר כי הגבלת הדיבידנד כלל אינה רלבנטית לשווי הפירמה, מפני שהיא נוגעת לחלוקת עושרה של החברה בין בעלי הזכויות השונים ולא משנה את הסך הכולל של מקורות ההון (הון עצמי + חוב). עם זאת, קיומן של עלויות פירוק או פשיטת רגל, עשויה להביא לכך שהגבלת דיבידנד תשפיע באופן חיובי על השווי הכולל של הפירמה. כמו כן, אם קיימת מדיניות דיבידנד אופטימלית המשיאה את ערך הפירמה, הרי שאילוץ נוסף על פונקציית המטרה עלול להסיט את החברה מהאופטימום והגבלה על חלוקת דיבידנד, בפרט אם היא שרירותית, עשויה להשפיע באופן שלילי על השווי הכולל של הפירמה. אם נאמץ את ההנחה שהגבלה על מדיניות הדיבידנד אינה משפיעה על טובת החברה ונצרף את נקודת המבט של בעלי החוב והמנהלים, כפי שתוארה לעיל, הרי שבדרך כלל נגיע למסקנה שבמשולש בעלי מניות-מנהלים-בעלי חוב, מי שאינו מעוניין בהגבלת הדיבידנד הם בעלי המניות. לכן, במקום שבו הדבר ניתן, הם יהיו מעורבים במשא ומתן בין בעלי החוב ומנהלי הפירמה, על שיעור ההגבלה של הדיבידנדים.

עלינו לסייג את ההנחות לעיל:

א. בעלי החוב עשויים להעדיף במצבים מסוימים חלוקת דיבידנד. למשל - אם חלוקת הדיבידנד תמנע מהחברה להיכנס לפרוייקט מסוכן (בעל סף השקעה גבוה). המזומנים החופשיים שבידי החברה עשויים לעודד את הפירמה להתקשר בפעולות של החלפת נכסים. כמו כן בעלי החוב עשויים להיות מעוניינים בכך שהחברה תגייס הון נוסף מבעלי המניות, כדי לשחרר אותם באופן חלקי או מלא מהחוב, אך הגבלה קשה מדי על חלוקת דיבידנד עשויה להרתיע משקיעים פוטנציאליים ולמנוע מהחברה גיוס הון אופטימלי.

ב. המנהלים עשויים להעדיף חלוקת דיבידנד על מנת להפחית את עלות הסוכן של תזרים המזומנים החופשי, אשר יושג בדרכים אלטרנטיביות.

לפיכך האינטרסים של הצדדים למשא ומתן בענין ההגבלה על שיעור הדיבידנד אינם בלתי תלויים
בנסיבות, וההגבלה עשויה להיקבע כפיתרון של שיווי משקל בין שלושת הצדדים (בעלי המניות,
המנהלים ובעלי החוב).

Kalay (1980) בחן אם הקטנת שיעור הדיבידנד היא צעד וולונטרי של מנהלים, או צעד שנאכף עליהם על
ידי הנושים. הפרופורציה הנמוכה של אכיפה הביאה אותו למסקנה כי המדובר בצעד וולונטרי ולכן בעל
משמעויות אינפורמטיביות.

Kalay (1982) בחן פירמות עם הגבלה על חלוקת דיבידנדים עקב הנפקת אג"ח (Bond Covenants). הוא
בחן את ההגבלות החלות על תשלומי דיבידנד העשויים לדלל את בעלי החוב (תשלומים הממומנים
מהקטנת השקעות או מהנפקת חוב בכיר). הממצאים תומכים בהשערה שההגבלות על דיבידנד נועדו
לפיתרון הקונפליקט בין בעלי החוב לבעלי המניות. בנוסף, נמצא כי ברוב המקרים ההגבלות לא היו
אפקטיביות - היינו, בעלי המניות לא חילקו דיבידנד ברמה המקסימלית המותרת.

הסיבה לכך היא כי התחייבות המנהלים לא לשלם דיבידנד כלל (או לשלם בשיעור נמוך) עשויה לעורר
בעייה של השקעת יתר (Over Investments), היינו השקעה בפרוייקטים עם ערך נוכחי נקי שלילי. בנוסף,
במידה ותשלום דיבידנד קרוב למגבלה, הסיכון (ההסתברות) של הקטנת דיבידנד בעתיד גדולה יותר. כדי
למנוע זאת ניתן למנהלים מרווח מסוים מהמגבלה.

מכיוון שהמגבלות על חלוקת דיבידנד מנוסחות בדרך כלל בהתייחס לנתונים החשבונאיים (רווחים, שווי
ספרים וכד'), קיים לכאורה חשש כי מנהלים שירצו לחלק דיבידנד ישפיעו על הנתונים החשבונאיים כדי
למנוע את הפרת המגבלות. בנוסף לכך, בפירמות שבהן השווי הכלכלי מבוסס בעיקרו על נכסים בלתי
מוחשיים (חברות אינטרנט לדוגמא), מגבלות אלה הן בעלות תוכן כלכלי מוגבל ביותר.

Healy and Palepu (1988) ו- Begley (1990) מראים כי חברות הקרובות למגבלת הדיבידנד שלהן אינן
נוטות לשנות את השיטות החשבונאיות שלהן יותר מחברות אחרות, ולפיכך הם תומכים בהשערה
שהמגבלות על דיבידנד משמשות כמנגנון הסדרה יציב לקונפליקט בין בעלי החוב לבעלי המניות. מנגנון
זה אינו מתערער עקב השליטה של הפירמה ומנהליה על הספרים.

עם זאת, המחקרים הללו לא ערכו בקרה לקיומו של סעיף "Fixed GAAP" בחוזה, אשר קיומו מנטרל את
המניע לשינוי השיטות החשבונאיות.

הקשר שבין הקונפליקט בין בעלי החוב לבעלי המניות לבין תגובת השוק בגין שינוי בלתי צפוי במדיניות הדיבידנד

המחקרים שנסקרו לעיל לא התבססו על התיזה שמדיניות הדיבידנד משמשת מנגנון הסדרה ליחסים בין בעלי המניות לבעלי החוב ולא הסתמכו על ההנחה שלבעלי החוב (כמו גם לבעלי המניות) ציפיות רציונליות בדבר תזרים הדיבידנד העתידי של הפירמה. הנחה זו כאמור מסייעת להסביר את ההשפעה של שינוי בלתי צפוי במדיניות הדיבידנד של הפירמה (הגדלת דיבידנד או הקטנת דיבידנד) על שווי האקוויטי שלה תוך שימוש במודל (Black and Scholes (1973). מאחר ומדיניות דיבידנד משמשת לצורך תמחור אופצית Call על פי המודל האמור, וניתן להקביל את שווי האקוויטי של חברה ממונפת לשווי אופציית Call על נכסיה, הרי ששינויים בציפיות למדיניות דיבידנד ישפיעו על שווי האקוויטי.

רכישה עצמית של מניות ומניות הטבה כאלטרנטיבה לדיבידנד במזומן

1. כללי

הגבלות חוקיות וחוזיות, שיקולי מס ושיקולי נזילות הביאו חברות לתור אחר אמצעים אלטרנטיביים לתגמול בעלי המניות במקום חלוקת דיבידנד במזומן. רכישה עצמית של מניות וחלוקת מניות הטבה הן שתיים מהדרכים המצוטטות בספרות כאלטרנטיבה לדיבידנד במזומן. עם זאת, מדובר בשתי עסקאות שונות מהותית מבחינה כלכלית, וכיום מכירים חוקי החברות במרבית הארצות בשוני הכלכלי ביניהן. הדמיון בין שני סוגי העסקאות הללו הוא בכך שהן מאפשרות לבעל המניות להינות בסופו של התהליך מתזרים מזומנים בדרך של מימוש חלק מהשקעתו בחברה (במקרה של חלוקת מניות הטבה מימוש תזרים המזומנים נעשה על ידי מכירת מניות ההטבה שהוקצו לאחר קבלתן).

השוני העיקרי בין העסקאות הוא בכך, שברכישת מניות עצמית, מועברים מזומנים מהחברה לבעל המניות, בעוד שמכירת מניות ההטבה שהוקצו, לאחר קבלתן, גוררת העברת ערכים כלכליים ומזומנים בין בעלי המניות לבין עצמם.

בדרך כלל לא ניתן לראות את מניות החברה כנכס בידי החברה עצמה. לכן רכישת מניות עצמית תיראה ברוב המקרים כהעברת מקורות מהחברה לבעלי מניותיה. מניות הטבה, לעומת זאת, הן למעשה "עסקת נייר" שבה לא מועבר מזומן ואין לכך תוכן כלכלי.

האם מבחינה כלכלית מדובר במקרים הנ"ל בדיבידנד?

במקרה של רכישת מניות עצמית מדובר בראש ובראשונה בהחזר הון שהושקע בפירמה. חלק מההשקעה (ההון העצמי) עשוי לכלול כמובן עודפים שהושארו בפירמה, אשר נמשכים על ידי בעלי המניות. אולם כל ניסיון לראות כל רכישת מניות עצמית כדיבידנד הוא מאולץ ואינו תואם את המהות הכלכלית בחלק מהמקרים שנסקור להלן. לגבי מניות הטבה, ההבחנה חדה עוד יותר. מדובר, כאמור, ב"עסקת נייר"

אשר במהותה הכלכלית מהווה עסקת פיצול מניות (Stock Split), שלה ההשלכות הנובעות מדרישת היוון הרווחים הנלווית אליה על פי חוק. אין מדובר בהחזר הון או בדיבידנד כלכלי, וניסיון לראות חלוקת מניות הטבה כפעולה כזו הוא שגוי.

2. רכישת מניות עצמית (REPURCHASE)

בדומה לחלוקת דיבידנד, גם רכישה עצמית של מניות כרוכה בזרימת מזומנים מהפירמה אל בעלי מניותיה. שלא כמו בחלוקת דיבידנד, הנהנים מחלוקת מזומנים זו אינם בהכרח **כלל בעלי המניות** שכן הפירמה יכולה לבחור באופן סלקטיבי ממי לרכוש מניות. כלכלית, במצבים מסויימים לא ניתן להבחין בין חלוקת דיבידנד לרכישת מניות עצמית.

מחקרים אחדים הישוו בין דיבידנד לרכישה עצמית של מניות (ראה למשל (Asquith and Mullins, 1986)), בעיקר ביחס למידע הגלום בפעולות אלה ביחס לרווחיות החברה בעתיד. המוטיבציה העיקרית לבחינה כזו, בהקשר של רכישת מניות עצמית, היא ההצהרה השכיחה של מנהלי חברות כי ביצעו את הרכישה משום שהמניות נסחרו מתחת לשווי הכלכלי.

סיבות אחרות המסבירות במקרים מסויימים את הכדאיות של רכישה עצמית של מניות על פני חלוקת דיבידנד הן:

- א. יתרונות מס לרכישת מניות עצמית על פני חלוקת דיבידנד במזומן.
- ב. הסדרת יחסים בין בעלי מניות.
- ג. ההשערה שבנקים להשקעות קידמו מוצר זה מתוך אינטרסים אישיים. לאור נוכחותה של תופעה זו בשווקים למעלה משני עשורים, ולמעשה התגברותה בשנים האחרונות, קשה לתמוך בסברה זו.

רכישת מניות עצמית מתבצעת בשתי צורות עיקריות: הצעת רכש (Tender Offer) ורכישה בשוק הפתוח. הצורה האחרונה היא השכיחה יותר כיום.

Vermaelen (1981) תיעד את תגובת מחיר המניות להודעה על הצעת רכש ולרכישת מניות בשוק הפתוח. הוא מצא במקרה של הודעה על הצעת רכש³ תשואה עודפת של 17% ביום ההודעה. במקרה של רכישה בשוק נמצאה תשואה עודפת של כ-3%.

3. Cumulative Abnormal Return - מבטא מדד מצרפי של התשואה העודפת שהשיגו החברות במדגם סביב האירוע הנבחן, כאשר התשואה העודפת של כל חברה הינה ביחס לתשואה החזויה שלה על פי מודל ה-CAPM. מדד זה מקובל במחקרים העוקבים אחר תגובת מחירי מניות לאירועים מסויימים - Event Studies.

תוצאות אלו עקביות עם התוצאות שהתקבלו לגבי הודעה ראשונית על דיבידנד במזומן (תשואה עודפת של 3% ביום ההודעה) ולגבי הודעות לגבי הגדלת שיעור הדיבידנד במזומן⁴.
בכל המקרים, הממצאים מצביעים על כך שהן חלוקת דיבידנד והן רכישה עצמית של מניות מגלמים מידע רלבנטי בעל מתאם חיובי לשווי הפירמה.

מבחינת היבט המס, רשויות המס אינן מתייחסות לרכישת מניות עצמית (או פדיון מניות) כדיבידנד, אלא רואות אותה כעסקה במישור ההוני. זאת, למעט אם הרכישה (הפדיון) זהה במהותה לדיבידנד. סיווג העסקה כדיבידנד הוא בעייתי בדרך כלל, משום שלבעל המניות יש עלות כנגד המניות שמכר ובמקרים רבים יש לייחס עלות זו למכירה. בנוסף, במקרים רבים ברור שמדובר בהחזר חלקי של ההון עצמו ולא בתשואה על ההון, ולכן ראית העסקה כדיבידנד בעייתית. האם ניתן להבחין בין המצבים השונים? ניתן לכאורה לפנות למבחנים של כוונת ההנהלה וכדומה, אך נראה כי הבעייתיות הכרוכה בכך רבה. פתרון אפשרי הוא במישור של התאמת שיטת המיסוי כך שתמוסה יצירת הרווחים ולא חלוקת הרווחים.
במצב הקיים כיום מרבית יועצי המס בארה"ב⁵ ממליצים לחברות על רכישה עצמית של מניות על פני חלוקת דיבידנד, בפרט משום שאם העסקה נעשית באופן של הצעת רכש, ניתנת אופציה לבעל המניות לממש את הצעת הרכישה ("קבלת דיבידנד") או להשאיר את השקעתו בפירמה בהתאם לשיקולי המס האישיים שלו. דיון בנושאים נוספים הקשורים לרכישת מניות עצמית ודיון רחב יותר בהיבטים הכלכליים של עסקה כזו ניתן למצוא במחקרם של סוארי וכהן (1995).

3. חלוקת מניות הטבה והשוואתה לפיצול מניות

פיצול מניות (Stock Split) - המטרה של פיצול מניות היא להגדיל את מספר המניות המונפקות של הפירמה, בדרך כלל על מנת לשפר את רמת סחירותן של יחידות הבעלות בפירמה. סברה מקובלת בקרב הסוחרים בשוק ההון הינה שחברות מבצעות Split על מנת להשיג מחיר "אופטי" נמוך יותר למניותיהן.

עקרונית, קיימות מספר דרכים לבצע פיצול מניות:

- א. על ידי הפחתת הערך הנקוב למניה. למשל, פיצול של 100% על ידי הפיכת מניה של 2 ש"ח ערך נקוב ל-2 מניות בנות 1 ש"ח ערך נקוב כל אחת.
 - ב. על ידי הנפקת מניות נוספות ללא ערך נקוב.
- כשתברה מחויבת להנפיק את כל מניותיה עם ערך נקוב, או להנפיק את כולן ללא ערך נקוב, כפי שנדרש גם בחוק החברות החדש, פיצול המניות ייעשה באופן הבא:

4. ראה למשל (Aharony and Swary (1980).

5. ראה למשל (Scholes and Wolfson (1992).

אם כל מניות החברה הן ללא ערך נקוב – הפיצול נעשה על ידי הנפקה נוספת של מניות לבעלי המניות הקיימים, על בסיס שיווינוי (Pro-Rata) וללא תמורה (הפיצול במקרה זהה לחלוקת מניות הטבה).

אם כל מניות החברה הן בעלות ערך נקוב – הפיצול בדרך זו יכול להיעשות על ידי החלפת המניות עם ערך נקוב במספר מניות גדול יותר ללא ערך נקוב, תוך שמירת זכויותיהם של בעלי המניות הקיימים.

ג. על ידי חלוקת מניות הטבה.

ההבדל בין שתי הדרכים הראשונות לבין השלישית הוא בכך שבדרכים הראשונות לא נדרשת הגדלה של הון המניות (הנפרע, או הרשום (Stated)), בעוד שבדרך השלישית (חלוקת מניות הטבה) נדרשת הגדלת הון המלווה בהיוון של סכומים מתוך העודפים או קרנות ההון של הפירמה.

נדרש להבהיר את המשמעות של מניות הטבה וההשלכה שלהן על ההון. קיימת טענה כי "אם היו לנו מניות ללא ערך נקוב לא היינו צריכים את מניות ההטבה"⁶. טענה זו אינה מושלמת, מפני שהרעיון של מניות הטבה אינו קשור להיותן של המניות בעלות ערך נקוב או חסרות ערך נקוב. התפיסה העומדת מאחורי ההבחנה בין פעולת Split לפעולה של חלוקת מניות הטבה היא שחלוקת מניות הטבה מהווה חלוקה נוספת של יחידות המהוות ראייה לבעלותו של בעל המניות בפירמה (ראה גילוי־הדעת האמריקאי ARB 43 והטיפול החשבונאי הנגזר בעקבותיו), או אלטרנטיבית, שגלומה בהן מעין חלוקת דיבידנד שחזר מיד לחברה ושימש לרכישה נוספת של מניות מונפקות⁷. כך למשל, על פי הפרקטיקה המקובלת בארה"ב, חלוקת מניות הטבה תביא להיוון סכומים השווים לשווי השוק של המניות שחולקו, ללא תלות בשאלה אם המניות שחולקו הן בעלות ערך נקוב או חסרות ערך נקוב (כפוף למהותיות).

פיצול מניות, לעומת זאת, נחשב לפעולה המגדילה את מספר המניות של הפירמה ותו לא. לכן פעולה זו אינה דורשת רישום בספרים, מלבד ציון ההשפעה על מספר המניות. אנו סבורים שההבחנה בין פיצול מניות לבין חלוקת מניות הטבה הינה מלאכותית במקרים רבים, זאת, בעיקר אם מנטרלים את ההיוון שנכפה על מניות הטבה. יתרה מזו, בעניין חלוקת מניות ההטבה התהפכו היוצרות בין סיבה למסובב והניתוח הכלכלי נשלט על ידי פעולת ההיוון, במקום שההחלטה בדבר הצורך להוון תהיה תוצאה של הניתוח הכלכלי (כפי שקורה גם בעניין ההסתמכות על ההון לצורך הגבלת חלוקת דיבידנד).

6. ראה למשל דבריו של פרופ' י. גרוס, "רואה החשבון" ל"ז (6), בעמוד 643.

7. ראה ביטוי לתפיסה זו בע"א 30/64 תוצרת מזון א"י בע"מ נ' מנהל המכס והבלו, פ"ד - יח (4), 85.

מתי חברות מחלקות מניות הטבה? האם מניות הטבה מעניינות משקיעים? ומדוע חברות מעדיפות לעיתים חלוקת מניות הטבה על פני חלוקת דיבידנד במזומן?

1996 - Accounting Trend and Techniques (AICPA) מדווח, כי מתוך 600 חברות שנסקרו בארה"ב, 444 שילמו דיבידנד במזומן ורק 11 חברות חילקו מניות הטבה. היחס הזה אינו ממצא מקרי של שנת הדיווח, אלא מהווה מצב מייצג על פני שנים (כך למשל, בשנת 1990 דיווח אותו מקור כי מתוך 600 חברות שנסקרו 475 שילמו דיבידנד במזומן ו-10 חברות חילקו מניות הטבה).

הספרות החשבונאית והניהולית מרבה לציין, כי מנהלים המעוניינים להשאיר את הרווחים בפירמה על בסיס פרמננטי נוטים לחלק מניות הטבה משום שאקט זה גורם להיוון רווחים בפירמה המונע את חלוקתם כדיבידנד⁸. אולם מכיוון שההחלטה על חלוקת דיבידנד היא בידי המנהלים, לא ברור מדוע נדרשת פעולה של היוון רווחים על מנת להבטיח הישארותם בפירמה. ההסבר השכיח הוא שמכיוון שמנהלים אינם רוצים להסתכן בהקטנת שיעור הדיבידנד במזומן וכיוון שהשוק יודע זאת, חלוקת מניות הטבה, המגבילה את יכולת המנהלים לחלק דיבידנד במזומן, מעידה על צפי לעליה ברווחים העתידיים של הפירמה (זהו ה"איתות" שאותו הזכרנו בפרקים הקודמים). ממצאי המחקרים שבחנו תיאוריה זו לא היו חד משמעיים [ראה למשל (1986) Anson]⁹

טענה נוספת שהועלתה היא כי חלוקת מניות הטבה מאפשרת מתן אופציה לבעלי מניות לקבל "דיבידנד" (באמצעות מכירת המניות בשוק), בעלות מס נמוכה יותר (בהנחה שהמס על רווחי הון נמוך מהמס על דיבידנד) ומבלי להוציא מזומנים מהפירמה.

טענות אלו אינן תואמות בהכרח את הנסיבות הכלכליות, אשר מצביעות במקרים רבים על היעדר מגבלה אפקטיבית לחלק רווחים. למשל, ביחס לטענה הראשונה - חברות בדרך כלל לא ממצות את כושר חלוקת הדיבידנד שלהן ויש להן רוזבות מספיקות אשר ימנעו את הקטנת שיעור הדיבידנד מהרווח בכל מקרה. כמו כן, בדרך כלל אין לבעלי המניות מגבלה על ניצול האופציה לקבל "דיבידנד" בשיעור מס נמוך יותר גם לגבי המניות הקיימות, בלי צורך לקבל מניות נוספות. מחקר אמפירי שערכה הבורסה בניו יורק בשנת 1976 הראה שמשקיעים רבים, בעיקר גופים מוסדיים, אינם אוהבים לקבל מניות הטבה משום עלויות העסקה והטרדה האדמיניסטרטיבית הכרוכה בהן בלא קבלת ערך ממש. לפיכך, הסירו משקיעים אלה מתיקי ההשקעות שלהם חברות אשר חילקו מניות הטבה באופן תדיר יחסית.

8. ראה למשל (1997) Kieso and Weygandt בעמוד 806.

9. תיאוריה זו נבחנה גם בישראל על ידי דיאמנט ושגיב (1996), אשר מצביעים על אינדיקציות לכאורה לנכונותה בשוק ההון הישראלי. המדגם שנבחן בעבודה זו קטן יחסית, וכן עולות שאלות נוספות אשר מטילות ספק בנחרצות קביעה זו.

נימוק נוסף בעד חלוקת מניות הטבה זהה לנימוק המקובל בעד פיצול מניות (Split) - הטענה היא שמניות הטבה מקלות על המסחר במניה, מגמישות את האפשרויות של בעלי המניות ומוסיפות בעלי מניות לחברה, באופן שמקטין את תנודתיות המחיר ומגדיל את הסחירות.

על בסיס טיעון זה אין הבדל כלכלי בין מניות הטבה לפיצול מניות. הבורסה בניו־יורק וכללי החשבונאות האמריקאיים (ARB 43) גורסים, עם זאת, כי יש להבחין בין שני סוגים של חלוקת מניות הטבה. חלוקת מניות הטבה בשיעורים גבוהים יחסית (מעל 25%) יש לראות, על פי דעתם של גופים אלה, כעיסקה זהה ל־Split. לעומת זאת, חלוקת מניות הטבה בשיעורים נמוכים (מתחת ל־25% על פי הבורסה בניו־יורק ובדרך כלל מתחת ל־20% על פי ARB 43), יש לראות כחלוקת דיבידנד בסכום השווה לערך ההוגן של המניות שחולקו.

על פי התפיסה האחרונה, לחלוקת מניות הטבה, שהן לכאורה דיבידנד, הייתה צריכה להיות השפעה כלכלית דומה לזו של דיבידנד במזומן, אך זה לא היה הממצא הרווח במסגרת המחקרים שבדקו את תגובת השוק לחלוקת מניות הטבה.

מאמרם המפורסם של Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969) בחן, בין היתר, את נושא חלוקת מניות הטבה. ממצאי המחקר מצביעים לכאורה, כי כאשר מביאים בחשבון את השפעת דיבידנד במזומן, הרי שלמניות הטבה אין כל השפעה נוספת על תגובת המניות ולכן אין להן ערך כלכלי.

כאמור, מחקרים מאוחרים יותר לא תמכו חד-משמעית בממצא זה.

Chottiner and Young (1971), Millar (1977) ו־Nichols (1983) בחנו את תגובת השוק לחלוקת מניות הטבה לעומת התגובה לפיצול מניות (Split). בכל המחקרים הללו נמצא, כי לא ניתן להצביע על הבדל שיטתי בין התגובות בשני המצבים.

Anson (1986) בחן את השערת ה"איתות", שהוזכרה לעיל, לגבי מניות הטבה ומצא השפעה חיובית כפי שמנבא המודל. בניגוד לאחרים, הוא גם מצא הבדל מהותי בין תגובת השוק לחלוקת מניות הטבה (אשר נמצאה חיובית כאמור) לבין תגובת השוק לפיצול מניות (למעשה חוסר תגובה).

אחד ההסברים להבדלים בממצאי המחקרים השונים נעוץ באופן הסיווג של מניות הטבה כ־Split בעוד ש־Millar (1977) ו־Nichols (1983) השתמשו בהגדרות החשבונאיות, הרי ש־Anson (1986) זנח את הסיווג החשבונאי לטובת סיווג בהתאם לדרך שבה הוצגה החלוקה בהודעת הפירמה לבעלי המניות.

לסיכום, אם נתעלם מהשערה בדבר איתות, הרי שקיימת הסכמה כמעט מלאה, שחלוקת מניות הטבה אינה שונה כלכלית מפיצול מניות.

לפיכך, אנו סבורים כי יש להתייחס לחלוקת מניות הטבה, בכל המישורים, כ"עיסקת נייר" - היינו כ־Split - ולטפל בה בהתאם, חוקית וחשבונאית. אנו סבורים שאין צורך בהגבלה כלשהי על חלוקת מניות הטבה

משום שהיא אינה כרוכה בהוצאת נכסים מהפירמה ולכן אינה פוגעת בנושי הפירמה או בבעלי המניות. בנוסף, אין לדרוש היוון אוטומטי בגין חלוקת מניות הטבה במערכת משפטית אשר זנחה את עקרון הדבקות בערך הנקוב. לבסוף, נראה שהמונח "הטבה" עשוי להטעות משום שהטבה ממשית אינה גלומה בחלוקת המניות הללו.

דיבידנד בעין (DIVIDEND IN KIND)

המושג דיבידנד בעין מתייחס להעברת נכסים שאינם מזומן מהחברה לבעלי מניותיה כתחליף לחלוקת דיבידנד במזומן. ההבדל העיקרי בין דיבידנד במזומן לדיבידנד בעין הינו שחלוקת דיבידנד בעין מעבירה לבעל המניות נכס, אשר הרווחים (או תזרימי המזומנים) שהיו אמורים להיות מופקים ממנו בעתיד הובאו בחשבון בהערכת יכולת הפירעון של הפירמה. יש להבחין הן מההיבטים הכלכליים והן מהיבטים אחרים (חשבונאיים, משפטיים והיבטי מס) בין דיבידנד בעין, שבמסגרתו מועבר נכס שלא במסגרת ארגון מחדש של עסקי החברה, לבין עסקת פיצול חברות (Spin-off), שבמסגרתה התאגיד מעביר לבעלי מניותיו מגזר פעילות שלם, ולפיכך עשויות להיות לו השלכות הנוגעות לסינרגיה בין עסקים והשלכות על המניעים (Incentives) להשקעה עקב חלוקה אופטימלית של החוב בין האם לחברות שפוצלו. הסבר נוסף מספקים Schipper and Smith (1983), הטוענים כי פיצול נובע מכך שהשוני בעסקים לפני הפיצול גורם לחסרונות כלכליים - סינרגיה שלילית. דיבידנד בעין, כאמור, מתייחס להעברת נכסים שאין לה השלכות רחבות על המבנה והאופי של פעילות החברה המעבירה. המחקרים בנושא דיבידנד בעין מועטים, ונראה שהספרות הפיננסית לא ייחסה עד היום ייחוד לדיבידנד בעין על פני חלוקת דיבידנד במזומן, למעט השלכות המדידה והשלכות המס השונות.

Fields and Wilkins (1996) בחנו את תגובת מחירי המניות להודעה על דיבידנד בעין במניות של חברות מוחזקות (הכינוי הרווח בארה"ב לחלוקה כזו הוא "Stock Dividend in Kind", אולם יש להיזהר מעירוב מושג זה עם Stock Dividend - מניות הטבה, אשר כאמור אין להן דבר עם העברת נכסים מהחברה לבעלי מניותיה, ולכן אינן בגדר דיבידנד).

החוקרים מצאו, כי חברות אשר חילקו דיבידנד בעין היו בעיקר חברות השקעה (מעל 80% מהחברות שנדגמו), שחילקו את הדיבידנד האמור כאשר היו סבורות כי מחיר המניות המחולקות הגיע לשיא. נמצא, כי חברות אשר הכריזו על דיבידנד בעין, כאמור, נהנו מתשואה חיובית מעל הנורמלי סביב יום ההודעה. החברות אשר מניותיהן חולקו סבלו מתשואה שלילית מעל הנורמלי באותה תקופה משום שפעילות החברה שהחזיקה במניותיהן מעידה לכאורה על כך שמחירן הגיע לשיא.

הספרות רואה בחלוקת דיבידנד בעין תחליף לדיבידנד במזומן. עם זאת, נטען כי חברות מסוימות מעדיפות דיבידנד בעין על פני דיבידנד במזומן משתי סיבות:

א. משום שהדיבידנד האמור מהווה איתות למשקיעים שהחברה סבורה שמחיר המניות (שאותן היא מחלקת כדיבידנד בעין) הגיע לשיא.

הסבר זה אינו מוצא תימוכין ראויים במחקר, ובפרט לא ברור מדוע האיתות דרוש ומה עלותו. לפיכך, כריכת דיבידנד בעין עם שאיפה להעברת אינפורמציה אינה עקבית עם הנתונים, בפרט לאור המספר המועט של עסקאות כאלו (מדגם המחקר כלל 38 חלוקות דיבידנד בעין בארה"ב על פני התקופה 1989-1972). בנוסף, דיבידנד בעין הוא חד-פעמי באופיו ואינו מהווה איתות נמשך.

ב. חברה המעבירה מניות כדיבידנד בעין נמנעת על פי החוק האמריקאי מתשלום מס רווחי הון על מכירת המניות, ואילו המשקיעים ממוסים לפי שיעור מס נמוך יותר על דיבידנד. בנוסף - בסיס העלות של המניות למשקיעים לצורך חישוב רווחי הון בעת מכירת המניות הוא בגובה השווי של המניות **בעת ההעברה**, ולא השווי המקורי שבידי החברה שחילקה את הדיבידנד (כך שאם שווי המניות ירד ממועד ההעברה עד מועד המכירה בידי המשקיעים - יזוכו המשקיעים גם בהחזר מס בגין הפסד ההון).

היבטים חשובנאיים והנסיין בישראל בחלוקת דיבידנד בעין נידונים בחלקים אחרים בספר.



3

**היבטים
משפטיים**



המצב המשפטי באנגליה

1. הקדמה

להלכות המשפט האנגלי השפעה משמעותית על דיני החברות בישראל. חוק החברות האנגלי שימש בסיס לפקודת החברות הקיימת בישראל (פקודת החברות התשמ"ג-1983, המהווה נוסח חדש של פקודת החברות משנת 1929). עד לשנת 1980 – מועד ביטולו של סימן 46 לדבר המלך במועצתו (משנת 1922) – היה המשפט האנגלי המקובל בסיס חוקי להלכות הנהוגות בישראל בעניני חברות. מאז 1980 חל ניתוק הדרגתי מיסודות המשפט האנגלי. חוק יסודות המשפט, התש"ם-1980, קבע את סמכותו של השופט הישראלי להשלים את החסר בחקיקה ולפתח את "המשפט המקובל בישראל". אל הפסיקה הישראלית בדיני חברות החלו לחלחל יותר ויותר יסודות מקוריים (כמו בנושאי הצמדה והתאמה לאינפלציה) והשפעה של מקורות זרים אחרים (כמו המשפט האמריקאי).

ההצעה לחוק חברות חדש בישראל קבעה¹ כי חוק החברות הישראלי החדש יעמוד על רגליו הוא, ללא כל זיקה פרשנית למשפט האנגלי. עם זאת מכירה ההצעה בכך כי המשפט המסחרי שלנו הוא בעיקר אנגלי, וכי הלך דעתו של המשפטן הישראלי מושפע רבות מהמשפט המקובל. על מנת להבטיח רציפות והמשכיות בשיטת המשפט, נשמרה במקרים רבים הזיקה למשפט האנגלי. על כן, יש חשיבות לבחון בהרחבה את העקרונות המנחים את המשפט האנגלי ואת ההתפתחויות בהם בשנים האחרונות.

באנגליה עצמה חלו תמורות משמעותיות בחקיקה מאז 1929. בשנת 1948 נכנס לתוקף חוק חברות חדש בעקבות המלצותיה של ועדת Cohen. שינוי נוסף חל ב־1967 בעקבות המלצתה של ועדת Jenkins. שינויים משמעותיים בחוק האנגלי, הנוגעים לנושא שימור ההון וחלוקת דיבידנד, הונהגו בעקבות אימוץ הדירקטיבות השונות של השוק האירופי.

המועצה האירופית (EC) התוותה תוכנית שאפתנית להרמוניזציה של חוקי החברות במדינות החברות, ואנגליה מצאה עצמה מאמצת דירקטיבות רבות אשר שינו את חוק החברות שלה: הדירקטיבה הראשונה,

1. ראה דברי הסבר להצעת חוק החברות התשנ"ו-1995, עמוד 5.

ב־1968, אשר שינתה את דוקטרינת ה־Ultra Vires, הדירקטיבה השניה, ב־1980, אשר כללה שינויים בנושא שמירת ההון וחלוקת דיבידנד, הדירקטיבה הרביעית, ב־1981, בענייני ניהול חשבונות, דיווח ועוד.

בשנת 1985 פורסם מעין "נוסח משולב" של כל השינויים שנתרחשו בידי החברות עד אז לקובץ בשם Companies Act 1985 (להלן – הפקודה או CA 1985). נוסח משולב דומה פורסם ב־1989.

בנוסחים אלה אומצה הדירקטיבה השניה אשר הושפעה בעיקר מהחוק הצרפתי והגרמני והביאה להצגה מחדש של הגנות למעניקי האשראי, אשר זנחו במשפט האנגלי כבר במאה ה־19 (כמו למשל, הדרישה להון מינימלי).

2. שמירת ההון במשפט האנגלי

הלכות שמירת ההון במשפט האנגלי נקבעו בעבר בעיקר על ידי הפסיקה. עם אימוץ הדירקטיבה השניה, הלכות אלו היו לסטוטוריות ומחמירות יותר (פרקים 4 ו־5 של CA 1985).

ההתייחסות להון (Capital) אינה להון העצמי המשתנה של הפירמה, אלא לערך מינימלי של נכסים שהפירמה מגייסת ושאותם היא חייבת לשמור במידת האפשר, בעסק. כללי שמירת ההון נועדו, בראש וראשונה, להגן על הנושים, אולם נועדו גם להגנה על בעלי המניות, הקיימים והעתידים, כנגד פעולות המנהלים.

העיקרון הראשון של שמירת ההון קובע, כי מניות לא יונפקו בכיוון מהערך הנקוב הנומינלי שלהן (ס' 100 לפקודה). המניות יכולות להיות משולמות במזומן או בשווה ערך (כגון מוניטין, ידע וכד'). כלל זה שומט את הבסיס לטענה שההון הנשמר חייב להיות מזיל. במקרה של חברות ציבוריות, הערכת הנכסים שהוכנסו לחברה תמורת המניות חייבת להיעשות על ידי המבקר הבלתי תלוי של החברה, או על ידי מומחה שעליו הוא רשאי להסתמך (ס' 108 לפקודה).

דרישה להון מינימלי חברות ציבוריות נדרשות להחזיק בכל זמן הון מניות מינימלי של 50,000 ליש"ט. דרישה זו להון מינימלי בחברות ציבוריות נכללה בחוק האנגלי עם אימוץ הדירקטיבה השניה, בעיקר עקב השפעת החוק הצרפתי והגרמני, ולא נמצא לה תקדים בפסיקה האנגלית שלאחר המאה ה־19.

פרמיה על מניות לפני 1948 פרמיה על מניות טופלה באופן נפרד מהון המניות ונחשבה כחלק מהמקורות הניתנים לחלוקה כדיבידנד.

נושא זה תוקן על ידי החוק ופרמיה מטופלת כחלק מההון. עם זאת עדיין יש חובה לדווח על פרמיה בנפרד מהון המניות.

בנוסף נעשו בחוק האנגלי ההבחנות הבאות בין פרמיה להון מניות:

- ניתן לחלק מניות הטבה (המונח האנגלי הוא Bonus Shares) מפרמיה על מניות.
- ניתן לזקוף הוצאות יסוד והוצאות הנפקה כנגד הפרמיה.

יש לומר כי הבחנות אלו אינן יכולות להחשב כמהותיות על מנת להתוות קו הפרדה ברור בין הון מניות וקרנות, ולכן החוק האנגלי כיום למעשה אינו מצדיק הפרדה כזו.

ההלכה הקיימת באנגליה (על פי תיקון פקודת החברות בנושא זה משנת 1980) אוסרת על חברה להפחית את הונה (הכולל הון מניות וקרנות הון, לרבות פרמיה וקרנות לפדיון מניות ברוט'פידיון), למעט אם מסמכי התאגיד מאפשרים זאת ומתקבל אישור בית-המשפט (סעיפים 135-138 ל-CA 1985). במקרה של הפסדים המפחיתים מההון המינימלי הנדרש מחברה ציבורית, ברוב המקרים היא תידרש להשלים את ההון החסר או להפוך לחברה פרטית (סעיף (2) 118, CA 1985). יתר על כן, במידה שערך הנכסים נטו במאזן של חברה ציבורית יורד מתחת למחצית מההון הנפרע שלה עקב הפסדים, דורש סעיף 142 לפקודה לכנס אסיפה כללית שלא מן המניין תוך פרק זמן קצר יחסית (כשלושה חודשים מעת שנודע לדירקטוריון על כך) על מנת לדון בצעדים לטיפול במצב. הנחיה כללית זו אינה מחייבת את החברה להוציא לפועל צעדים כלשהם, כך שהיא בעלת משמעות מוגבלת.

3. רכישת מניות עצמית ופדיון מניות

ההלכה האנגלית מימים ימימה גרסה כי אל לה לחברה לרכוש את מניותיה² וכך גם השתרשה ההלכה בחוק החברות בישראל. הלכה זו היתה נוקשה מהנהוג במדינות אחרות ומדייקטיבה השניה של EC. אי לכך שונה החוק האנגלי בשנים 1980 ו-1981 בנושא זה. סעיף (1) 143 ל-CA 1985 קובע את האיסור הכללי כי:

“(A company) shall not acquire its own shares whether by purchase, subscription or otherwise.”

סעיף (3) 143 מונה חמישה הליכים חוקיים המהווים חריג לכלל זה, אולם החריגים המהותיים לכלל מצויים בפרק השביעי של החלק החמישי לפקודה משנת 1985 (סעיפים 181-159), העוסק בין היתר בפדיון מניות בנות-פידיון ורכישת מניות עצמית.

2. ראה למשל פסק הדין המפורסם Trevor V. Whitworth משנת 1887.

פדיון מניות הנפקת מניות בנות פידיון הותרה החל משנת 1929, אולם רק לגבי מניות בכורה. החל משנת 1981 הותרה הנפקת מניות רגילות בנות פידיון. אפשרות הפדיון יכולה להינתן לחברה או לבעל המניות (סעיף 159, CA 1985). הנפקת מניות בנות פדיון כפופה לכך שהחברה תנפיק גם מניות שאינן בנות פדיון [סעיף 159(3)]. האפשרות להנפיק מניות בנות פדיון ותנאי הפדיון יופיעו במסמכי התאגיד. פדיון מניות יעשה (בכפוף לחריגים הנוגעים לחברות פרטיות, ראה בהמשך). אך ורק מתוך רווחים ראויים לחלוקה או מתוך תקבולי הנפקה חדשה (סעיף 160, CA 1985). כל פרמיה שתשולם על הפדיון תנבע מתוך רווחים ראויים לחלוקה, אלא אם הפדיון הוא מתוך תקבולי הנפקה חדשה – במקרה זה תשולם הפרמיה על הפדיון יכול להיזקף לתקבולים עד גובה הפרמיה, בהנפקה החדשה או בספרים, כנומך שבהם.

סכומים שנקצפו לפדיון המניות מתוך הרווחים הראויים לחלוקה יועברו לקרן בשם "קרן לפדיון הון", שתהווה חלק מקרנות ההון שמהן לא ניתן לחלק דיבידנד במזומן. לעומת זאת ניתן לחלק מ"קרן לפדיון הון" מניות הטבה (ובכך להפוך את הסכום שחולק להון מניות ופרמיה).

רכישת מניות עצמית ברכישת מניות עצמית יש שני היבטים בעלי ענין למחוקק. האחד – אפשרות הפגיעה בעקרון שמירת ההון, והשני – יכולת המנהלים להשתמש בחברה ככלי לויסות מחירי מניותיה והשפעה על השליטה בה.

מבחינת ההיבט הראשון אין למעשה הבדל עקרוני בין רכישת מניות עצמית לפדיון מניות, ואכן תיקון הפקודה האנגלית משנת 1981 מתייחס לשתי העסקאות באופן דומה בנוגע לעקרון שמירת ההון. זאת, בכפוף לכך שרכישת מניות ופדיון מניות נבדלים באופן מהותי ביניהם, משום שבפדיון מניות ניתנת אפשרות לאחד הצדדים לכפות על הצד השני את תנאי הפדיון בתנאים שנקבעו מראש. לעומת זאת, עסקת רכישה על תנאים מותנית בהסכמת שני הצדדים.

סעיף 162 לפקודת החברות האנגלית (CA 1985) קובע, כי חברה רשאית לרכוש את מניותיה (לרבות המניות הניתנות לפדיון) מתוך רווחים ראויים לחלוקה או מתוך תקבולי הנפקה חדשה, בתנאי שלאחר הרכישה לא יחזיקו חברה רק מניות שאינן ניתנות לפדיון.

בניגוד לפרקטיקה הנהוגה בארה"ב, מניות שנרכשו ברכישה חוזרת על ידי החברה יבטלו [סעיף 162(2)], ואינן יכולות להיות מוחזקות כמניות באוצר לשם מכירתן מחדש על ידי החברה. דרך זו נבחרה על מנת למנוע מהחברה להיות "עושה שוק" במניותיה.

כפי שנעשה בעת פדיון מרווחים ראויים לחלוקה, כך גם בעת רכישת מניות מאותו מקור, יהוונו הסכומים המתייחסים לקרנות הון אשר מהן לא ניתן לחלק דיבידנד במזומן (סעיף 170).

על אף האמור לעיל, מעניק החוק האנגלי הקלה לחברות פרטיות הרוצות לרכוש או לפדות את מניותיהן,

כיוון שהחוק מכיר בכך שבמקרים רבים יהיה זה בלתי אפשרי לחברות פרטיות לרכוש או לפדות מניות אלא מתוך ההון, והוא מבקש להעניק להן מסלול חליפי, זול ופשוט יותר מאשר הפחתת הון באישור בית המשפט, תוך שמירה על עוגני בטחון מתאימים³.

סעיף 171 ל-CA 1985 מאפשר לחברה פרטית לרכוש או לפדות מניות בסכומים אשר מעבר לתקבולי הנפקה חדשה ורווחים ראויים לחלוקה, בתנאי שסכומים אלה לא יעלו על "תשלומי ההון המותרים" (Permissible Capital Payment) שמגדיר הסעיף.

"תשלומי ההון המותרים" הם הסכום בו עולה המחיר הכולל של המניות שנרכשו או נפדו על ה"רווחים הזמינים" (Available Profit) של החברה ותקבולים מהנפקה חדשה אשר בוצעה לשם הרכישה/פדיון. אם "תשלומי ההון המותרים" נמוכים מהערך הנקוב של המניות שנרכשו/נפדו, יועבר ההפרש לקרן פדיון/רכישת ההון. אם לעומת זאת הם עולים על הערך הנקוב האמור, הרי שהון המניות והקרנות יופחת עד לגובה "סכום תשלומי ההון המותרים".

סעיף 172 מגדיר את המושג "רווחים זמינים" לצורך סעיף 171: רווחי החברה הראויים לחלוקה כמשמעותם בפרק השמיני של הפקודה (הדן בחלוקת דיבידנד). אולם רווחים אלו לא יחושבו בהתאם לסעיפים המתייחסים בפרק זה (270-275), אלא באופן המתואר בסעיף 172: החשבונות שעל בסיסם יקבעו "תשלומי ההון המותרים" יהיו ערוכים לתאריך בטווח של שלושה חודשים לפני יום ההכרזה על הרכישה/פדיון, וכל חלוקה ("חלוקה" מוגדרת בפקודה לרבות רכישת מניות) אשר נעשתה בין מועד עריכת החשבונות למועד ההכרזה תנוכה מסכום ה"רווחים הזמינים".

סעיפים 173-177 נותנים הגנות נוספות לנושים ומשקיעים, עקב החלוקה על פי סעיף 171 הגורעת מהון החברה. על פי סעיף 173 על החברה להכריז על "תשלומי ההון המותרים" שינבעו בעסקת הרכישה/פדיון. כמו כן מחוייבים הדירקטורים לתת הצהרה, לאחר שבחנו וחקרו באופן מלא את עסקי החברה ותוכניותיה העתידיות, כי הם גיבשו דעתם כי לחברה יכולת פירעון במובנים הבאים:

א. מיד לאחר התשלום לא יהיה בסיס לסבור כי החברה לא תוכל לשלם את חובותיה.
ב. בשנה העוקבת החברה תהיה מסוגלת להמשיך בפעילותה העסקית כ"עסק חי" ולשלם את חובותיה עם הגיע מועד פירעונם לאורך שנה זו.

בנוסף חלות דרישות בדבר אופן קבלת ההחלטה על הרכישה/הפדיון ואופן ההודעה לנושים ולמשקיעים.

3. ראה הדיון ב- Gower's (1997), בעמוד 258.

ההוראות המנויות לעיל הן בעלות חשיבות רבה מבחינה מושגית לדיון בנושא התרת החלוקה. כאן ההלכה האנגלית אינה מסתפקת בעקרון שימור ההון המסורתי ואיסור החלוקה מרווחים, וקובעת הגנות אלטרנטיביות על הנושים והמשקיעים שיסודם במבחנים כלכליים של סולבנטיות ונזילות בנוסף לדרישות גילוי נאות.

מעניין כי הפקודה האנגלית לא בחרה להמשיך בקו בו נקטה כאן לגבי חלוקת רווחים כדיבידנד, ולא החילה את התפיסה האמורה, אלא לגבי חברות פרטיות, אשר לגביהן הפיקוח הציבורי ותקנת השוק פחות חמורות באופן משמעותי בהשוואה לחברות ציבוריות. לא ברור מאלו טעמים בחר המחוקק האנגלי לתת הגנה שונה לבעלי הענין (בעיקר הנושים) בחברה ציבורית. יתרה מזו, לגבי חברות ציבוריות, כפי שתואר לעיל, הדרישות נוגעות למבחן רווחים ראויים לחלוקה (נתעלם לעניין זה מהאפשרות להסתמך על תקבולי הנפקה חדשה). המחוקק לא דרש כי המבחנים המתוארים בסעיף 173 יחולו גם הם, ולכן יתכן שהמחוקק מניח, במשתמע, כי הכללים הללו חייבים לחול גם לגבי רכישה/פדיון כאמור בחברה ציבורית, הנחה אלטרנטיבית היא כי ההגנה שהוא מספק לבעלי הענין (נושים ובעלי המניות) בחברה ציבורית היא בזיקה ישירה לרווחים הראויים לחלוקה בלבד, בהתעלם ממבחנים אחרים. אם מתקבל ההסבר השני, בעיקר לאור הצהרת הכוונות של המחוקק בהחלטת סעיפים 171 ואילך, הרי שהמחוקק האנגלי עשוי להעניק הגנה פחותה, וכנראה לקייה, לחברה ציבורית לעומת חברה פרטית.

היבטים נוספים ברכישת מניות עצמית

בנוסף להוראות הנוגעות לשמירת ההון, קיימת בעיה נוספת בענין רכישת מניות עצמית, והיא החשש ליוסות מחירי המניות והשליטה בחברה על ידי הדירקטורים. סעיפים 163-169 לפקודת החברות האנגלית מטפלים בסוגיה זו, ואנו נסקור הנחיות אלה בקצרה משום שנושא זה מהווה סטייה מענינו.

קיימת הבחנה בין עסקאות רכישה מבעלי מניות אשר בוצעו בבורסה לעומת כאלו שנעשו "מחוץ לשוק". רכישה ב"שוק" מוגדרת, לצרכים פרקטיים, כעסקה בבורסה. ההנחיות הנוגעות לרכישות מבעלי מניות מ"חוץ לשוק" מכוונות בעיקר לסכל העדפת בעלי מניות וניצול לרעה של כוחם של הדירקטורים להשפעה על הבעלות והשליטה בחברה. ההנחיות הנוגעות לרכישה ב"שוק" מכוונות בעיקר למניעת השפעה על מחירי המניות.

קניית אופציה לרכישה עצמית של מניות סעיף 168 קובע בין היתר כי תשלומים ששילמה החברה לקניית אופציה לרכישה עתידית של מניותיה ינבעו אך ורק מרווחים ראויים לחלוקה. החוק האנגלי רואה את מחיר האופציה כחלק מעסקת רכישה בתשלומים של המניות, ולכן מחיל על הסכומים ששולמו בגין האופציה כללים דומים לאלו החלים על סכומים ששולמו עבור רכישה עצמית של מניות, בהבדל אחד:

החוק גורס, כי הסבירות שהחברה תבצע הנפקה חדשה למימון רכישת האופציות קלושה, ולכן רכישת האופציות יכולה להיעשות רק מתוך רווחים ראויים לחלוקה.

רכישת מניות החברה בידי חברת בת ההיגיון הכלכלי, אשר אומץ בין היתר על ידי החוק הישראלי, מתיר רכישת מניות בחברה על ידי חברת בת וגורס, כי אין הבדל עקרוני בין רכישת מניות על ידי החברה עצמה לבין רכישת המניות על ידי חברת בת. החוק האנגלי אימץ גישה זו בתיקון לפקודת החברות משנת 1948.

חברה המשתלטת על חברה המחזיקה במניותיה מקרה מעניין הוא כאשר חברת האם רוכשת שליטה בחברה המחזיקה במניותיה. בפסק הדין *Acatos & Hutcheson V. Watson* משנת 1995 אומר השופט Lightman, כי אין בחוק המקובל ובסעיף 143 לפקודת החברות (ראה דיוגנו לעיל) איסור על חברה A לרכוש את מניותיה של חברה B באופן המקנה לה את השליטה על מניות חברה A המוחזקות בידי חברה B, גם כאשר החזקה זו מהווה חלק מהותי מהון המניות המונפק של חברה A ומסך הנכסים של חברה B.

הסבר המקובל לפסיקה זו⁴ הוא שפסיקה שונה היתה מקנה לחברות אפשרות הגנה אולטימטיבית כנגד השתלטות עוינת של חברות אחרות. זאת על ידי רכישת מניות במועמדים פוטנציאליים להשתלטות. על אף פסק הדין האמור, נראה כי יש לנהוג משנה זהירות בטרם מאשרים את ההלכה הפסוקה הזו ככלל במשפט האנגלי, זאת משום הפגיעה האפשרית בעקרון היסוד של שמירת ההון, כאשר ברור כי רכישת מניות חברת האם בידי חברת הבת מהווה הפחתת הון. זהו גם הנימוק העומד ביסודה של טיוטת החוק הישראלי בנושא זה.

סיוע פיננסי של חברה לרכישת מניותיה ההלכה האנגלית בנושא זה, אשר עמדה ברקע חקיקתה של פקודת החברות האנגלית בשנת 1929, ואשר השפיעה רבות על עיצובו של חוק החברות הישראלי, מצאה ביטוי בהמלצותיה של ועדת גרין (Greene) משנת 1926. שם נקבע, כי סיוע פיננסי של חברה לרכישת מניותיה עומד בניגוד גמור לעקרון שמירת ההון שנקבע בהלכת *Trevor V. Whitworth* (1887). בניגוד לכך ועדת Jenkins פטרה את הקביעה הזו:

“(Had the ban) been designed merely to extend that rule, we should have felt some doubt whether it was worth retaining”. (Jenkins Committee, 1962)

למרות זאת, ההוראות הנוגעות לנושא זה עדיין כלולות בפקודת החברות האנגלית משנת 1985 בפרק שמירת ההון.

4. ראה *Gower's* (1997), בעמוד 249.

למעשה, הבעיות העולות בנושא זה הן שונות בתכלית⁵. בדרך כלל לא קיימת השפעה שלילית ישירה על ההון ושווי הנכסים של הפירמה (אשר למעשה עשוי אף לעלות) כתוצאה מהסיוע הפיננסי.

4. חלוקת דיבידנד – ההלכה לפני 1980

נראה שההלכה ששררה לפני תיקון הפקודה האנגלית בשנת 1980 לא חייבה עמידה בעקרון שמירת ההון. העיקרון גורס כי לא ניתן לחלק דיבידנד אם כתוצאה מכך ירד ערך הנכסים נטו מהון המניות והקרנות (פרמיה וקרנות לפדיון/רכישת הון).

אמנם בתי-המשפט קבעו בפסיקתם כי דיבידנד לא ישולם מתוך ההון אלא מרווחים בלבד, אולם הם לא מילאו קביעות אלו בתוכן כלכלי ברור שישרת את המטרות שלשמן הן נועדו, והותירו את הגדרת הרווחים לחשבונאים ואנשי העסקים [דברי השופט Lindley בענין זה בפסק הדין Lee V. Neuchatel Asphalte Co. (1889) צוטטו תדירות בהרחבה כה רבה, עד שאין לנו צורך להביא אותם כאן].

את ההלכה ששררה באותן שנים, ואשר עיקרה נקבע בפסיקה, ניתן לסכם באופן הבא:
א. כל עוד ספרי החברה מציגים רווח שוטף מפעולות (Trading Profit), רווח זה יכול להיות מחולק מבלי להתחשב בהפסדי העבר. היינו, התאפשרה חלוקתו של מה שמכונה במשפט האמריקאי "דיבידנד מזורז" (Nimble Dividend).

ב. רווח הון שמומש יכול גם הוא להיות מחולק.

ג. רווח הון משיערוך נכסים קבועים הותר לחלוקה באנגליה על-פי הלכת פסק הדין Dimbula Valley v. Laurie (1961), אולם נאסר בפסק הדין הסקוטי Westburn Sugar v. IRC (1960). פסק הדין בענין Dimbula זכה לביקורת חריפה מצד ועדת Jenkins משנת 1962. הלכה זו שונתה על ידי חקיקה מאוחרת באנגליה.

ד. רווחים נצברים מתקופות קודמות יכולים גם הם להיות מחולקים, בתנאי שלא הונו עקב חלוקת מניות הטבה או העברה לקרן פדיון הון.

ההלכה כי אין להתחשב בהפסדי עבר נפסקה באנגליה בענין Ammonia Soda Co. v. Chamberlain (1918) בדברי השופט Warrington שם, כי אינו מוצא יסוד בחוק למגבלה על חלוקת רווחים שוטפים גם אם נוצרו בעבר הפסדים.

5. הבעיות הן בדרך כלל במסגרת ניצול לרעה של כוח השליטה או הניהול על ידי שימוש במקורות הפנימיים של החברה לשם השתלטות עליה. הבעיה נפוצה בדרך כלל בעסקאות השתלטות ממונפות (LBO'S).

עם זאת הוא, ממשיך ואומר כי אופי העסק וגובה הסכומים של הפסדי העבר עשויים להיות כאלה, שאף איש עסקים ישר וסביר לא היה חושב על חלוקת דיבידנד במזומן מבלי לכסות תחילה את הפסדי העבר.

לדעתו של פרופ' גרוס (1988), ההלכה האנגלית האמורה אינה מייצגת את יישומו הנכון של הכלל לשימור ההון, וכל עוד ההון אינו עומד לפחות על הסכום שהושקע על ידי בעלי המניות, עקב הפחתתו שנבעה מהפסדים מפעילות בשנים הקודמות, הרי יש למעשה בכל חלוקת דיבידנד משום פגיעה בהון, אשר תמנע מהחברה את האפשרות לחזור להונה המקורי.

כנגד טיעון זה אומר השופט Scrutton בפסק הדין האמור, כי הפסדי העבר כבר הפחיתו את הונה של החברה, ואם ההון כבר הופחת בעבר ואינו קיים, אין מקום להתייחס לתשלום דיבידנד "מתוך ההון", כי הוא ממילא איננו.

נראה כי יישום נכון של עקרון שמירת ההון, מבלי לערער בשלב זה על נחיצותו, חייב לתמוך בנימוקים שהעלה פרופ' גרוס. בכל הכבוד לשופט Scrutton, הטיעון כי הפסדי העבר הפחיתו את הונה של החברה ללא שוב אינו עקבי עם ראיית ההון כעוגן ברזל לנושים, מבלי להתחשב באיזו נקודת זמן הם הפכו לנושים.

ההלכה האנגלית לפני שנת 1980 כללה אם כן פרצות בעקרון שימור ההון. הדירקטיבה השנייה של ה-EC כללה חוקים נוקשים יותר לשמירה על עיקרון זה, והביאה את האנגלים לתקן את פקודת החברות שלהם בשנים 1980 ו-1981. תיקונים אלה מקבצו בפרק השמיני בפקודת החברות משנת 1985.

5. חלוקת דיבידנד – ההלכה באנגליה כיום

הפרק השמיני ב-CA 1985 פותח בסעיף 263, אשר חל על חברות פרטיות וציבוריות כאחד ועל כל חלוקה של נכסיהן, במזומן או בצורה אחרת, למעט:

- הנפקת מניות הטבה.
- רכישה או פדיון של מניות לפי הפרק השביעי בחלק החמישי של הפקודה (ראה דיונו הקודם).
- הפחתה חוקית של ההון.
- חלוקת נכסים בפירוק.

ההלכה האנגלית בעניין זה ממשיכה להיות מונחית על ידי עקרון המהות על פני הצורה. כך למשל, מכירה של נכס בפחות משווי ההוגן לחברה אחרת בשליטת בעלי המניות העיקריים של החברה המוכרת ייחשב כחלוקה [ראה למשל פסק הדין (1989) Aveling Baroford v. Perion]. חלוקה לא תיעשה אלא מתוך "רווחים זמינים למטרה זו" [סעיף (1) 263].
מונח זה מוגדר בפקודה (סעיף(3) 263) כ:

"Accumulated realized profits, so far as they not previously utilized by distribution or capitalization, less its accumulated, realized losses, so far as not previously written off in a reduction or reorganization of capital duly made."

הפקודה, אם כן, דורשת להתחשב בהפסדי עבר. לא ניתן עוד על פי הפקודה לחלק דיבידנד מרווחים שוטפים כאשר ישנם הפסדי עבר. בנוסף, נכלל המושג של מימוש (Realization) הן לגבי רווחים והן לגבי הפסדים, כך שרווחים אשר ברור כי לא "מומשו", כגון רווחי שיערוך נכסים קבועים, אינם מותרים לחלוקה כדיבידנד, אם כי ניתן לחלקם כמניות הטבה [סעיף (2) 263].

יש להדגיש בנוסף, כי הפקודה המתוקנת מבטלת את ההבחנה בין רווחים מפעולות (Trading) לרווחי הון. הבחנה זו תהיה רלבנטית רק במקרה של חברות השקעה (ראה התייחסות להלן). בנוסף, ברור כי מסמכי התאגיד יכולים לצמצם את יכולת החברה לחלק דיבידנד במזומן (למשל הגבלת החלוקה לרווחים מפעולות בלבד), אך אינם יכולים להרחיבה.

הקביעה של מימוש רווחים או הפסדים לכאורה נראית שלא במקומה, שכן היא מטילה על המחוקק את הצורך להתערב בכללים החשבונאיים. הפקודה נמנעת מכך באמצעות ההוראה בסעיף (3) 262, כי רווחים או הפסדים אשר מומשו לצורך הפקודה הם רווחים או הפסדים אשר מומשו, על פי כללים חשבונאיים מקובלים, בתאריך עריכת הדוחות.

המחוקק מותיר אם כן את הקביעה לחשבונאים, אולם בסעיף משנה הוא מסייג זאת לגבי מקרים שבהם קבעה הפקודה הוראות ספציפיות.

חלוקת רווחים בחברות ציבוריות מעבר לדרישה שצויינה לעיל, חייבת חלוקה בחברה ציבורית לעמוד בקריטריונים שנקבעו על ידי הדירקטיבה השנייה של ה-EC, שלאחר החלוקה לא יפול שווי הנכסים נטו, בערך מאזני, מסכום הון המניות והקרנות.

סעיף 264 מחיל את ההתאמה הדרושה וקובע, כי בנוסף לעמידה בסעיף 263, על החלוקה להיות כזו שלפניה ולאחריה סכום הנכסים נטו של החברה לא יהיה נמוך מסכום הון המניות הנפרע בתוספת קרנות ההון. לצורך סעיף זה נכסים נטו משמעותם סך הנכסים של החברה בניכוי סך התחייבויותיה. החוק מבהיר כי המונח התחייבויות לענין זה כולל "הפרשות" (ועתודות) כמשמעותם בסעיף 89 ללוח 4 המצורף לחוק, היינם:

"Any amount retained as reasonably necessary for the purpose of providing for any liability or loss which is either likely to be incurred or certain to be incurred but uncertain as to amount or as to the date on which it will arise."

במסגרת הקרנות (המונח המדויק בסעיף הוא "Undistributable Reserves") יכללו לא רק פרמיה וקרנות לרכישה / פדיון הון, אלא גם בנוסף:

- א. עודף רווחים שלא מומשו, ואשר לא הונו, על הפסדים שלא מומשו (ואשר לא נמחקו כתוצאה מהפחתת הון חוקית או רהיזציה).
- ב. כל רזרבה אחרת שהחברה מנועה מלחלק על פי כל דין, הסכם, או על פי הרשום במסמכי התאגיד.

חלוקת דיבידנד ביניים הפקודה אינה מחייבת עריכת דוחות לצורך חלוקת דיבידנד ביניים. כל עוד החברה עומדת בקריטריונים של סעיפים 263, 264 או 265, בהתבסס על דוחותיה השנתיים, הרי שהיא יכולה לחלק דיבידנד ביניים. לעומת זאת, אם הדוחות השנתיים האחרונים אינם מצדיקים חלוקת דיבידנד ביניים, הרי שהחברה תידרש לערוך דוחות ביניים, אשר על בסיסם תציג את יכולתה לחלק דיבידנד שוטף (לדוגמא, במקרה של רווח הון שמומש, אשר לא הופיע בשנה קודמת ומועמד לחלוקה כדיבידנד ביניים).

חלוקת דיבידנד בעין סעיף 274 קובע, כי במקרה של חלוקת דיבידנד בנכסים אשר אינם מזומן, ניתן יהיה לחלק דיבידנד גם מרווח שלא מומש על אותם נכסים שהועברו. חריג זה אינו בעל משמעות מהותית ואינו רלבנטי לצורך כללי שמירת ההון. זאת משום שהדיבידנד יכול היה להיזקף באותה מידה בעלות הנכס המועבר. הסכום נטו שנגרע מההון העצמי זהה בשני המקרים.

חלוקת מניות הטבה הפרק השמיני של פקודת החברות האנגלית משנת 1995 הוציא באופן מפורש מהגדרת "חלוקה" חלוקת מניות הטבה. בזאת נעשתה הבחנה, אשר לא הייתה קיימת בעבר, בין חלוקת רווחים לחלוקת מניות הטבה. על פי החוק הקיים, לא ברור שקיימת מגבלה כלשהי על חלוקת מניות הטבה.

מסעיף 278 משתמע, כי חלוקת מניות הטבה תוכל להיעשות מרווחים אשר מומשו או מרווחים שלא מומשו, אולם לא ברור אם חל איסור לחלק מניות הטבה בחברה שאין לה מקורות כאלו. בכל מקרה ברור מלשון החוק כי חלוקת מניות הטבה מרווחים תלווה בפעולת הון.

6. חלוקת רווחים בקבוצת חברות: שיטת איגום זכויות (POOLING OF INTERESTS) לעומת שיטת הרכישה (PURCHASE)

סעיף 130 לפקודת החברות האנגלית משנת 1986 (סעיף 56 בחוק שלפני 1980) אינו מאפשר לראות ברווחים שנצברו בתאגיד נרכש ערב הרכישה (Pre-Acquisition Profits) עודפים ראויים לחלוקה בתאגיד הרוכש. אם הרכישה בוצעה כנגד הקצאת מניות של התאגיד הרוכש, הרי שההפרש בין הערך ההוגן של המניות שנרכשו לערך הנקוב של המניות שהוקצו יירשם כפרמיה. תוצאת טיפול זה הוא חסימתם של הרווחים שהיו ראויים לחלוקה בתאגיד הנרכש ערב הרכישה, בפני חלוקה על ידי התאגיד הרוכש. בית המשפט האנגלי דבק בעמדה זו גם כאשר התאגיד הרוכש יישם בספריו את שיטת איגום הזכויות, בפס"ד Shearer v. Bercaim (1980). החוק שונה בשנת 1981, וכיום מכיר המחוקק האנגלי בשני חריגים לכלל האמור בסעיף 130. החריג הראשון מתייחס למיזוג הידוע בכינויו הרחב "Merger Relief". סעיף 131 בפקודת החברות 1985 מאפשר אי החלתו של סעיף 130 כאשר החברה הרוכשת קנתה בעקבות המיזוג 90% לפחות מכל סוג ממניותיה של החברה הנרכשת בתמורה להקצאת מניותיה בפרמיה. כלומר, אם נעשה מיזוג, כאמור לעיל, החברה הממזגת (הרוכשת) תוכל לחלק את הרווחים שנוצרו בחברה שמוזגה (הנרכשת) לפני המיזוג. לעומת זאת אם נעשתה רכישה ולא מיזוג כאמור, רווחים אלה לא יוכלו להיות מחולקים, אלא בעת מימוש ההשקעה בחברה הנרכשת.

קביעת קריטריונים לחלוקה על בסיס דוחות סולו

בכפוף לאמור לעיל, ההלכה האנגלית היא שהקריטריונים לחלוקה ייקבעו על בסיס דוחות הסולו של החברה ולא על בסיס הנתונים המוצגים בדוחות המאוחדים⁶. על פי הלכה זו, רווח בין-חברתי שרשמה חברה מוחזקת במכירות למעלה (Upstream) או לצדדים (Lateral) ייחשב כרווח בר חלוקה באותה חברה. לעומת זאת, רווח זה לא יותר לחלוקה בחברה המחזיקה, משום שהוא יבוטל גם בדוחות הסולו של החברה המחזיקה, הערוכים בשיטת האקוויטי.

6. ראה למשל Wainman (1995), בעמוד 289.

הדירקטיבות של ה־EC

הדירקטיבה הנוגעת לענייננו היא הדירקטיבה השנייה של הקהילה האירופית בנוגע להאחדת דיני החברות שפורסמה בדצמבר 1976, שלפיה, חברה ציבורית מנועה מלחלק דיבידנד לבעלי מניותיה אם כתוצאה מחלוקה זו שווי הנכסים נטו, כפי שהם מוצגים במאזן, יפחת מההון הנפרע בצירוף קרנות הון.

הלכה זו היא כללית ונוגעת לחברות ציבוריות בלבד, אולם היא מכתיבה את הכלל העקרוני של שמירת הון. מכיוון שהחוק האנגלי, כפי שתוקן בשנים 1980 ו־1981 הושפע באופן מהותי מאימוץ הדירקטיבה השנייה של ה־EC, התייחסנו בפרק הקודם לנושאים השונים הנוגעים להנחיות הקהילה האירופית וחזרה עליהם כאן תהיה מיותרת. לכן, נסקור בקצרה את הסעיפים העיקריים בדירקטיבה השנייה והדיון יתמקד בנושאים שטרם לובנו בפרק הקודם.

הון מינימלי Article 6 של ההנחיה קובע כי חברה לא תנהל עסקים ללא הון מינימלי של 25,000 European Units of Account. הגדרת יחידות המטבע נקבעה בהחלטת המועצה 3289/75/ECSC (כידוע, החלתו של מטבע אירופאי אחיד הופעלה בינואר 1999, אולם היחידה התקנית של המטבע נקבעה וניתן היה לתרגם אותה ליחידות מטבע מקומי של כל מדינה). ההון המושקע בפירמה תמורת מניות אינו חייב להיות במזומן, אלא בנכסים הניתנים להערכה כלכלית (למעט התחייבות לספק עבודה או שירותים לחברה אשר הוצאו מהגדרה זו, ראה Article 7). הערכת הנכסים תעשה על ידי אנשי מקצוע בלתי תלויים או על ידי משפטנים אשר אושרו על ידי רשות מנהלית או שיפוטית (Article 10). חשוב להתעכב על נקודה זו של יצירת ההון, משום שעקרון שמירת ההון מתייחס פעמים רבות להון הראשוני שנוצר בפירמה. הון זה אינו חייב להיות נזיל ועשוי להיות מבוסס על הערכה כלכלית. אשר לנושא הנזילות, משתמע כי המחוקק לא התכוון שהפירמה תיצור רזרבה נזילה כנגד ההון המוגן בכל עת (וראה, בהקשר זה, המשכו של סעיף 10 הדורש יצירת רזרבה לפחות בגובה ההון הנקוב של המניות שהונפקו תמורת הנכסים שהועברו. אין להסיק כי מדובר ברזרבת נזילות). אשר לביסוס ההון המושקע על הערכה כלכלית, ההסתמכות על הערכות כלכליות של גורם מקובל (מומחה בלתי תלוי וכד') אינה זרה למחוקק בקביעת ההון הראוי להגנה.

הנפקה בניכיון כמו החוק האנגלי והישראלי, גם הדירקטיבה השנייה קובעת, כי אין להנפיק מניות בפחות מערך הנקוב הנומינלי, או במקום שאין ערך נקוב נומינלי – בערך נקוב אחר. הכוונה בערך נקוב

אחר – לערך הניתן למדידה (Accountable Par). במקרה שאין ערך נקוב (No Par), כמו שמאפשרים חוק החברות החדש בישראל והחוקים האמריקאים (אך לא הדירקטיבה השניה והחוק האנגלי), מובן שאין תוקף לאיסור כזה.

הקריטריונים לחלוקה מפורטים ב־Article 15:

לא תיעשה חלוקה כאשר בתום השנה הפיננסית האחרונה (יום המאזן) כאשר:

- א. ערך הנכסים (נטו) בספרים לאחר החלוקה, נמוך מערך ההון המונפק בתוספת קרנות אשר אינן ניתנות לחלוקה על פי חוק [Article 15(1) (a)].
- ב. סכום החלוקה עולה על סכום ה"עודפים" במאזן ("עודפים" מוגדרים כאן כיתרת רווח בתוספת קרנות הניתנות לחלוקה ובניכוי סכומים שהונו) [Article 15(1) (c)].

למעשה מדובר פה בעיקרון אחד, שלפיו לפני החלוקה או לאחריה לא יהיה שווי הנכסים נטו, על פי ערכם בספרים, נמוך מההון המוגן (הון מונפק בתוספת קרנות שאינן ניתנות לחלוקה). זהו קריטריון מקביל להלכה הנהוגת בישראל כיום (לפני חוק החברות החדש), המחילה את מבחן העודפים, היינו, באופן כללי אוסרת חלוקה שלא מרווחים (כלומר, מההון), כאשר כלי המדידה הוא חשבונאי (ערך ספרים). אין בדירקטיבה השניה איזכור למבחנים אחרים, כגון סולבנטיות ונזילות, או לבסיס מדידה אלטרנטיבי – שוויון או אחר.

סעיף מעניין בדירקטיבה השניה הוא הטיפול החריג הניתן לחברות השקעה ("Investment Companies" "with Fixed Capital"), שהן, על פי הגדרה, חברות המשקיעות בניירות ערך, מקרקעין או נכסים אחרים מתוך כוונה לפזר את סיכון ההשקעה, בתנאי שמניותיהן נסחרות בבורסה.

על חברות אלו לא יחול סעיף (a) 15(1) (ראה לעיל), אולם על אף האמור, החוק לא יתיר חלוקה בכל מקרה בו סך הנכסים יהיה פחות מ־1.5 מסך ההתחייבויות במאזן (Article 15).

הדירקטיבה השניה אינה מגדירה חלוקה, אולם מציינת ב־Article 15.1, כי חלוקה כוללת תשלום דיבידנד וריבית המתייחסת למניות (היינו, כולל דיבידנד לבעלי מניות בכורה). כן היא מוציאה מגדר חלוקה מניות הטבה (Article 15).

רכישת מניות עצמית מקבלת התייחסות נפרדת ב־Article 19. התייחסות היא לרכישה עצמית על ידי החברה או באמצעות שלוח לטובתה (On Behalf of the Company), היינו השלוח יכול לפעול בשמו, אך לטובת החברה). אין התייחסות מפורשת (וניתן שגם לא במשתמע) לעניין רכישת מניות חברת אם על ידי חברת בת. המבחן הוא אם הרכישה נעשתה בכדי לשרת את חברת האם.

Article 19 קובע סף לכמות המניות שניתן לרכוש – הערך הנקוב של סך המניות שנרכשו לא יעלה על 10% מהערך הנקוב של ההון המונפק.

בנוסף, חל איסור על רכישה כאמור אם היא עשויה להפחית את סכום הנכסים נטו מתחת לסכום האמור ב־ Article 15(1) (a) (היינו, מגבלה מקבילה לחלוקת דיבידנד).

הדירקטיבה השניה קובעת, כי ניתן להתיר חריגה מכללים אלו אם הרכישה הכרחית למניעת פגיעה חמורה ומיידית בחברה. בכך מאפשרת הדירקטיבה השניה לחברה להתגונן בפני השתלטויות מהסוג העלול לפגוע בה (אף כי האפיון של ניסיון ההשתלטות ככזה עשוי להיות בעיה לא פשוטה).

הדירקטיבה השניה מבהירה, כי רכישת מניות עצמית גורעת מהעודפים הניתנים לחלוקה. גם אם המניות שנרכשו נרשמו כנכס, על החברה שמניותיה נרכשו ליצור קרן באותו סכום, אשר אינה ניתנת לחלוקה.

Article 24 קובע, כי קבלת מניות החברה כביטחון על ידי החברה או שלוח הפועל לטובתה תטופל כרכישה, היינו יחולו האיסורים והכללים המנויים לעיל. כלל זה לא יחול על בנקים וחברות פיננסיות לגבי עסקאות במהלך עיסוקיהן הרגיל.

בדומה לחוק האנגלי, החוקים האמריקאים וחוק החברות החדש בישראל, הדירקטיבה השניה מחילה אחריות בגין חלוקה אסורה לא רק על הדירקטורים, אלא גם על בעלי המניות אשר ידעו או שהיו אמורים לדעת כי החלוקה אסורה, וסכומי החלוקה שקיבלו יושבו על ידם לחברה.

דיבידנד ביניים הדירקטיבה מתייחסת באופן מפורש לדיבידנד ביניים.

Article 15.2 קובע כי דיבידנד ביניים יחולק:

א. בתנאי שהמקורות לחלוקה מספיקים.

ב. בתנאי שסכום החלוקה לא יעלה על סך ה"עודפים" [כהגדרתם בסעיף (9) (15(1) לעיל] **ביום החלוקה**.

היינו, לכאורה משתמע כי יש לערוך דוחות כספיים ליום החלוקה ולקבוע את סכום העודפים, אולם דרישה זו לא נקבעה במפורש, ולא אומצה על ידי המחוקק האנגלי ולכן הפרשנות לגביה סתומה.

המצב המשפטי בארה"ב

המשפט האמריקאי תופס מקום נכבד בדיונונו, בעיקר משום השפעתו הגוברת בשנים האחרונות על מערכת המשפט בישראל, בפרט בנוגע לדיני מסחר, ניירות ערך ודיני חברות. בעניין זה נקבע בפסק דין קוסו⁷ כי המשפט הישראלי יכול להסתמך על עקרונות מהדין האמריקאי.

1. הגדרת דיבידנד על פי המשפט האמריקאי

המשפט האמריקאי הגדיר דיבידנד כ:

"Distribution of corporate property to the shareholders on a pro rata basis, based on their ownership of shares."

על אף הגדרה זו, תוכר גם חלוקה שאינה על בסיס שיווני (Pro-Rata) כדיבידנד אם כל בעלי המניות מסכימים לכך⁸.

מודל MBCA (המודל שלפני 1980) עושה הבחנה בין דיבידנד, המשולם מתוך רווחים לבין חלוקה אחרת, לרבות רכישת מניות עצמית, אשר ניתן לשלם מתוך קרנות הון (ראה MBCA 1971 סעיפים 6-45). לעומת זאת, מודל RMBCA (מודל חוק החברות שלאחר 1980) כולל במסגרת חלוקת דיבידנד גם רכישת מניות עצמית ומחיל עליה כללים דומים.

הצורך בהבחנה בין דיבידנד ובין תשלומים אחרים התעורר מספר פעמים בדיוני בתי המשפט האמריקאים. הכרזה רשמית על דיבידנד נחשבה ראייה לכך שהחלוקה שבוצעה הינה בגדר דיבידנד, אולם בתי המשפט קבעו שניתן לחלק דיבידנד גם ללא הכרזה. כך למשל הגדיר בית המשפט כדיבידנד תשלומים לבעלי מניות, שהיו גם מועסקי החברה, מעבר לסכום הרגיל שהיו מקבלים עבור העסקתם. גם תשלומי ריבית בגין חוב של בעל המניות ורכישת רכב לשימושם סווגו כדיבידנד.

7. ע"א 817/79 קוסו ואח' נ' בנק יל. פויכטונגר בע"מ ואח', פ"ד לח (3) 253.

8. הלכה זו נקבעה בפסקי הדין:

Allied Supermarkets, Inc. v. Grocers Dairy Inc. (1974), Speier v. United States (1935)

וכן ב-RMBCA סעיף (a) 7.32.

בתי־המשפט קבעו בסוגיה זו שני קווים מנחים: הכלל הראשון הוא כי קיום התחייבות של החברה לשלם סכום לבעל המניות (בניגוד לכוונה לשלם את הסכום), יגדיר אותו כדידידנד. הכלל השני הוא כי כאשר החברה אינה מקבלת הנאה כלכלית עבור סכומים ששילמה והמוטב הוא בעל המניות, הישיר או העקיף, הרי שבדרך כלל יסווגו הסכומים ששולמו כדידידנד.

עם זאת הדגישו בתי־המשפט, כי לא כל הטבה המועברת לבעל המניות היא דידידנד וקבעו מספר חריגים לכללים האמורים. כך למשל נקבע כי עסקת Spin-off, אף אם העברת המניות בעסקה נעשית על בסיס שוויוני לבעלי המניות (Pro-Rata), עשויה שלא להיחשב דידידנד, אלא כורח של ארגון מחדש של הפירמה.⁹ בדומה, העברת מניות בחברה מוחזקת לבעלי המניות כתוצאה מצו בית־משפט למכירת המניות הוצאה מהגדרת דידידנד¹⁰ (לעומת זאת כאשר חברת Dupont אולצה למסור את החזקותיה בחברת General Motors, על פי צו בית־משפט, היא בחרה לחלק את החזקותיה ב־GM לבעלי המניות תוך הכרזה על החלוקה כדידידנד).

2. עקרון שימור ההון

פסק הדין האמריקאי Berks Broadcasting Co. v. Craumer משנת 1974 מספק הצהרה דומה לזו של המשפט האנגלי בדבר עקרון שימור ההון:

“One of the basic principles of corporation law is that the capital of a corporation must not be impaired in any manner, except, of course, as such as impairment may involuntarily occur through losses resulting from the operation of the company’s business. It is illegal to declare and pay dividends from other than a surplus consisting of an excess in the value of assets over the aggregate of the liabilities and the issued capital stock. The object of this prohibition is to afford a margin of protection for creditors in view of the limited liability of the shareholders, and also to protect the interest of the shareholders themselves by preserving the capital so that the purpose for which the corporation was formed may be carried out.”

הצהרה זו, מבטאת את ההלכה במשפט האמריקאי לפני המודל המתוקן של פקודת החברות הרווח כיום ברבות מהמדינות בארה״ב, אך בפועל זנח המשפט האמריקאי המודרני בהדרגה את עקרון שימור ההון ההיסטורי (במובן של שימור ההון הנומינלי) לטובת מבחנים כלכליים יותר, כמו יכולת הפירעון (לרבות נזילות) ושיווי נקי.

9. ראה למשל פסק הדין (Minn. 1967). Stephenson v. Plastics Crop.

10. (Del.1996). Fulweiler v. Spruance.

3. חוקיות חלוקת דיבידנד

חוקי החברות בארה"ב מוסדרים על ידי חוקי מדינה (State Laws) וכך גם הכללים של חלוקת דיבידנד. עם זאת החוקים במדינות השונות מושפעים באופן מהותי ממודלים של חקיקה רחבה יותר – Model Business Corporation Act – אשר נקבעו על ידי ועדה של ה־American Bar Association ואשר במקרים רבים אומצו, בגירסותיהם השונות, על ידי המדינות. הגרסה הראשונה של ה־Model Business Corporation Act, להלן MBCA, הותקנה בשנת 1950 ומאז עברה תיקונים שונים. אנו נתייחס למודל זה כפי שתוקן עד 1971 (לעיתים נכנה אותו המודל של 1950, המודל שלפני 1980, או MBCA). רביזיה משמעותית של מודל חוק החברות האמריקאית נערכה בשנת 1980 והתפרסמה בשנת 1984 כ־Revised Model Business Corporation Act (אנו נתייחס למודל זה כמודל של שנת 1984, המודל שלאחר 1980, או RMBCA).

קבוצה גדולה של מדינות בארה"ב, 22 במספר, מיישמת את המודל של 1950 (MBCA), אשר מתנה את החלוקה בכך שהתאגיד אינו חדל פירעון. כושר הפירעון שאליו מתייחס המודל הוא כושר פירעון מההון (Equitable Solvency), המוגדר כיכולת התאגיד לשלם את חובותיו, בהגיע מועד פרעונם, במהלך העסקים הרגיל. בכפוף לתנאי זה, ניתן במדינות אלו עקרונית לחלק דיבידנד מיתרת רווח או (על פי תיקון משנת 1965) גם מרווחים שוטפים.

קבוצה גדולה נוספת, המונה 18 מדינות, מיישמת את המודל המתוקן, המודל של שנת 1984 (RMBCA), או כללים דומים לו. כלל שמירת כושר הפירעון מההון חל גם במדינות אלו, אולם עקרון שימור ההון, או חלוקת דיבידנד מרווחים, נזנח לטובת הכלל שסכום החלוקה לא יעבור את שווי הנכסים בניכוי ההתחייבויות. שווי זה יכול להיות שווי הספרים, אך יכול להיות גם השווי ההוגן של הנכסים נטו (ראה הרחבה בהמשך). יוצא מכאן, שעל פי המודל המתוקן אין הכרח להיצמד לערך הספרים של ההון, לערכים החשבונאיים של הנכסים, או לרווחים הנרשמים על פי עקרונות חשבונאיים מקובלים. אלה נזנחו לטובת תפיסה המכירה בערכים כלכליים, גם אם הם אינם מתיישרים עם עקרון העלות ההיסטורית, וגם אם מימוש השווי הכלכלי חל בתקופה עתידית. דהיינו, מדובר בזוית כלכלית טהורה.

יש לזכור, עם זאת, שהמקור הראשוני למעקב ודיווח אחר עסקאות החברה ומצבה הכספי הם הדוחות הכספיים, אשר זוכים לחותמת נוספת של אמינות בזכות היותם מבוקרים. לכן כל מבחן כלכלי שיערך לא יכול להיות מנותק מהמידע הכלול בדוחות הכספיים. אנו נרחיב את הדיון בנושא זה בהמשך.

למרות קיום המודלים המנחים לחוק החברות, על גירסאותיהם השונות (MCBA ו-RMCBA), ניתנת דרגה רבה של חופש למדינות לקבוע כללים משלהן. מגוון האפשרויות של המבחנים והכללים השונים שנמצא במדינות השונות הוא רב. להלן מספר דוגמאות:

- א. איידהו, דרום־דקוטה ומערב־וירג'יניה דורשות כי חלוקת הדיבידנד תעמוד הן בקריטריון כושר הפירעון והן במבחן יתרת הרווחים.
- ב. במסצ'וסטס הקריטריון היחיד לחלוקה הוא כושר פירעון.
- ג. במיין נדרש שהחלוקה תעמוד במבחן כושר הפירעון ובאחד מהמבחנים: יתרת רווחים או חלוקה מרווח שוטף (Nimble Dividend).
- ד. בדלוור ובניו־יורק ניתן לחלק דיבידנדים מכל סוג של עודפים וקרנות הון. בדלוור נדרש כי סכום החלוקה יהיה נמוך מהעודפים וקרנות ההון, או, אלטרנטיבית, שהחלוקה תעמוד במבחן הרווח השוטף.
- ה. בקליפורניה אומצו שני מבחנים אלטרנטיביים לחלוקת דיבידנד: קיום יתרת רווחים חיובית (מבחן יתרת הרווחים) או מבחן כפול הדורש שהיחס בין הנכסים להתחייבויות יהיה לפחות 1¼ ושהיחס השוטף (נכסים שוטפים להתחייבויות שוטפות) יעלה על אחד.

יש לציין כי 34 מדינות מספקות הגנה גם לבעלי מניות הבכורה, וזאת באמצעות הגבלת הדיבידנד למניות רגילות. הכלל הנהוג בא להבטיח שמירת הון מספיק (שווי נכסים נטו), כך שהחברה תוכל לפרוע את התחייבויותיה ולאחר מכן גם את התשלומים לבעלי מניות בכורה, זאת, כמובן, בטרם תחלק את הדיבידנד לבעלי מניות רגילות (הכוונה לכל התשלומים שלגביהם יש לבעלי מניות הבכורה עדיפות על פני בעלי המניות הרגילות).

4. מודל חוק החברות האמריקאי לפני 1980

המודל הראשון לחוק חברות פורסם בשנת 1950 והוא פרי מאמציה של ה־ American Bar Association Committee on Corporate Law לספק קו מנחה בדיני חברות למדינות השונות בארה"ב. מאז פרסומו הוכנסו תיקונים שונים למודל, אך עד 1980 לא נרשם שינוי יסודי בעקרונות ובתפיסה שהנחיל מודל זה. אנו נתייחס למודל משנת 1971 (MBCA 71). מודל זה כולל תיקון המאפשר חלוקה של דיבידנד מזורז (Nimble Dividend), היינו דיבידנד מרווחים שוטפים במצב של יתרת הפסד (עודפים שליליים). המודל אוסר על חלוקה כאשר התאגיד חדל כושר פירעון אקוויטבילי, היינו אם לפני או לאחר החלוקה הוא אינו יכול לפרוע את חובותיו במהלך העסקים הרגיל, בהגיע מועד פירעונם. בנוסף קובע המודל כי אין לחלק דיבידנד מתוך הון המניות הנקוב או ההון המוצהר (Stated Capital).

ההון המוצהר מוגדר על ידי MBCA 71 כסכום הון המניות הנקוב (היינו הערך הנקוב של מניות בנות ערך נקוב) והסכומים שהתקבלו תמורת מניות ללא ערך נקוב, בניכוי אותם סכומים מתוך אותה תמורה שהוקצו כחוק לקרנות הון, ובתוספת סכומים שהונו (למשל, כתוצאה מחלוקת מניות הטבה).

הדרישה שלא לחלק מההון המוצהר אינה אפקטיבית ברוב המקרים משום שהחוק מאפשר בדרך כלל להקטין את ההון המוצהר ולהמירו לקרנות הון. המודל מאפשר, עקרונית, חלוקה מתוך יתרת רווחים (Earned Surplus), אולם תחת מגבלות מסוימות ניתן לבצע חלוקה גם מתוך קרנות הון. המגבלה המשמעותית מבין אלו היא, כי לאחר החלוקה יתרת הנכסים, בניכוי ההתחייבויות ובניכוי הסכום המשקף את הזכויות העדיפות בפירוק של בעלי מניות בכורה, תעלה על ההון הנקוב. בנוסף, נדרש שחלוקה כזו תאושר במסמכי התאגיד ותקבל גילוי נאות. המודל משתמש בכינוי "דיבידנד" כאשר הוא מתאר חלוקה מתוך רווחים, ובכינוי "חלוקה" במקרים שבהם מותרת חלוקה גם שלא מרווחים, אולם זוהי הבחנה סמנטית בלבד ומוכן כי "חלוקה" כוללת גם דיבידנד. המגבלות האפקטיביות על חלוקת דיבידנד על פי המודל הן על כן כושר פירעון אקוויטבילי ומבחן מאזני, היינו, לאחר החלוקה ערך הנכסים בניכוי ההתחייבויות ובניכוי סכומים המשקפים את זכויותיהם העדיפות בפירוק של בעלי מניות הבכורה יעלה על ההון הנקוב. במידה שמקור החלוקה הוא רווחים, הרי שהמבחן לא יכלול את הסכומים המתייחסים לבעלי מניות בכורה.

רכישת מניות עצמית המודל מלפני 1980 מתייחס לרכישת מניות עצמית בנפרד, אך מחיל עליה כללים דומים לחלוקת דיבידנד.

הרכישה צריכה לעמוד במבחן כושר הפירעון כפי שהוגדר לגבי חלוקת דיבידנד ובכפוף לכך, רכישה זו יכולה להיעשות מעודפים או מקרנות הון, אך לא מההון הנקוב או המוצהר. יש לציין, כי גם פידיון מניות צריך לעמוד במבחנים שצויינו לעיל לגבי חלוקת דיבידנד.

דיבידנד מזורז (NIMBLE DIVIDEND) תיקון מודל חוק החברות איפשר חלוקת דיבידנד גם כאשר לחברה יתרת הפסד (עודפים שליליים), וזאת מתוך הרווח המצטבר של השנתיים האחרונות. המודל האמריקאי מכפיף חלוקת דיבידנד מזורז לכך שהתאגיד סולבנטי על פי הגדרתו. הגדרה זו, כפי שראינו לעיל, כוללת בתוכה גם את מבחן הנזילות משום שהיא מתייחסת למהלך עסקיו הרגיל של התאגיד.

5. מודל חוק החברות האמריקאי לאחר 1980

כאמור, בשנת 1980 נערך שינוי משמעותי במודל חוק החברות האמריקאי אשר החיל עקרונות מודרניים, המבוססים על מבחנים כלכליים. השינויים הסופיים פורסמו בשנת 1984 בקובץ הקרוי Revised Model Business Corporation Act. השינוי העיקרי במודל נוגע לתפיסה של ההון החוקי ועקרונות שימור ההון. דו"ח הוועדה שעסקה בתיקון המודל מתייחס למהות שינויים אלה:

"The amendments ... reflect a complete modernization of all provisions of the Model Act concerning financial matters..."

It has a long been recognized by practitioners and legal scholars that the statutory structure in which "par value" and "stated capital" are basic to the state corporation statutes does not today serve the original purpose of protecting creditors and senior security holders, and may, to the extent security holders are led to believe that it provides some protection, tend to be misleading. In light of this recognized fact, the committee... deleted the mandatory concepts of stated capital and par value."

המודל החדש החיל את השינויים העיקריים הבאים:

- ביטול התפיסה של שימור ההון הנקוב (Par Value) או הון מוצהר (Stated Capital).
- שינוי הגדרת חלוקה באופן שתכלול דיבידנדים, רכישת מניות עצמית ודומיהם.
- שינוי הקריטריונים לקביעת חלוקה מותרת.

המודל החדש השאיר על כנה את הדרישה העקרונית לכושר פירעון אקוויטבילי שהופיעה במודל 1950, כלומר הדרישה היא שהתאגיד יהיה מסוגל לפרוע את חובותיו בהגיע מועד פירעונם במהלך עסקיו הרגיל. עם זאת המודל של 1980 מציג מבחן נוסף השונה מעקרון שימור ההון שהוחל במודל 1950: הדרישה הינה כי סך נכסי התאגיד לאחר החלוקה יעלה על סך ההתחייבויות בתוספת סכום המשקף את הזכויות העדיפות בפירוק של בעלי מניות בכורה.

מדידת הנכסים יכולה להיות מבוססת על:

- דוחות כספיים הערוכים על בסיס פרקטיקה חשבונאית ועקרונות חשבונאיים סבירים בנסיבות הקיימות.
- שווי הוגן, או שיטה אחרת הסבירה בנסיבות הקיימות.

המודל האמריקאי המתוקן מאפשר למעשה סטיה מעקרונות חשבונאים מקובלים בשני מישורים:

- א. מערכת המשפט יכולה לקבוע כי עקרונות חשבונאיים, או פרקטיקה חשבונאית, אינם סבירים בנסיבות מסוימות, על אף שהם כלל חשבונאי מקובל.
- ב. החוק מאפשר במפורש סטיה ממדידה חשבונאית ושימוש בשיטות מדידה אלטרנטיביות. כלל זה עורר חשש שמא מערכת המשפט דוחה, למעשה, את כללי החשבונאות המקובלים.

דוח הועדה שעסקה בחוק החברות מנסה "לרכך" את השלכות החוק בעניין זה בניסוח הבא¹¹:

¹¹ "The Report of the Committee on Corporate Laws", *The Business Lawyer* (July 1979), p. 1867-1889.

"This does not mean that the statute is intended to reject the use and reliance upon GAAP. On the contrary, it is expected that their use would be the basic rule in most cases."

המבחן מספק מעין Debt Covenant רחב לנושי הפירמה ובעלי מניות הבכורה. אמנם המבחן הוא נקודתי, אך יש לזכור שהוא מבחן משלים למבחן כושר הפירעון. מבחן זה, המכונה גם מבחן "השווי הנקי", אינו יכול לשמש כמבחן יחיד העומד בפני עצמו. כך למשל חברה בעלת כושר פירעון אשר נוקטת צעדים שונים המגדילים את סיכון פשיטת הרגל שלה, אך בו זמנית מגדילים את הסיכוי לרווחים גבוהים, יכולה להינות מ"שווי נקי" גבוה בגין פרמית הסיכון. יש להבהיר כי המבחן, כהגדרתו במודל החוק, כרוך בבעייתיות הנובעת מהתייחסותו למדידת הנכסים בניכוי ההתחייבויות, במקום קביעת מדידה של השווי הנקי של עסקי הפירמה. כך, למשל, לא ברור מהמבחן המוצע אם עלויות פרוק צפויות, מצד אחד, או סינרגיה בין נכסי הפירמה מצד שני, יובאו בחשבון בקביעת השווי. ברור, כי בתייהמשפט יהיו רגישים למצב שבו השווי שעליו הסתמכו לצורך קביעת דיבידנד גבוה באופן משמעותי מהשווי הכלכלי של מצבור הנכסים.

המודל שלאחר 1980 מאפשר רכישת מניות עצמית, כפוף לאותם תנאים החלים על חלוקת דיבידנד. למעשה המודל מגדיר במסגרת חלוקה גם רכישת מניות עצמית, בדומה לטיטות החוק הישראלית.

6. החוק במדינות: ניו-יורק, דלוור וקליפורניה

כפי שציינו, חוק החברות שונה בין מדינות שונות בארה"ב. המדינות השונות עוקבות אחר מודלים שונים (בעיקרון, המודל שלפני 1980 או זה שלאחר 1980), או מחילות כללים סטטוטוריים עצמאיים בזיקה למודלים הקיימים או תוך גיבוש מבחנים חוקיים חדשים. אנו נסקור את החוק בשלוש מהמדינות: ניו-יורק, שבה החוק שמרני יחסית ועקבי עם המודל שלפני 1980, דלוור, אשר קבעה עקרונות ליברליים יותר, אך בזיקה לאותו מודל, וקליפורניה, אשר קבעה מבחנים מודרניים בזיקה לחוק שלאחר 1980. סקירה זו תאפשר ראייה מקיפה של המצב הקיים והמגמות הסטטוטוריות בארה"ב.

מדינת ניו-יורק

סעיף 510 בחוק החברות של מדינת ניו-יורק מחיל שני מבחנים מצטברים באשר לחלוקת דיבידנד: מבחן כושר הפירעון האקוויטבילי ומבחן עודפים וקרנות הון. חברה אינה יכולה לחלק דיבידנד אם לפני החלוקה או כתוצאה ממנה היא תהיה חדלת פירעון. כפוף לתנאי זה חברה יכולה לחלק דיבידנד מעודפים או מכל קרן הון. מדינת ניו-יורק מחילה את עקרון שימור ההון המוצהר (Stated Capital), ההון המוצהר הוא ההון הנקוב ותקבולים מהנפקת מניות ללא ערך נקוב, אשר לא הוקצו לקרנות הון באופן שהחוק מתיר. הגדרות אלה

זהות להגדרות שמחיל מודל חוק החברות האמריקאי שלפני 1980. החוק מטיל תנאים זהים לגבי רכישת מניות עצמית. החוק במדינת ניו יורק אינו מתיר חלוקת "דיבידנד מזורז" כאשר תנאי שימור ההון המוצהר אינו מתקיים. היינו, אם יתרת ההון העצמי נמוכה מההון המוצהר, לא תותר חלוקת דיבידנד גם אם יש רווחים שוטפים.

מדינת דלוור

החוקים הליברליים של מדינת דלוור הפכו אותה ל"ליכטנשטיין של ארה"ב". למעלה מ-50% מהחברות הגדולות בארה"ב וכ-50% מהחברות הנסחרות בבורסה של ניו יורק רשומות במדינה זו.

סעיף 154 בחוק החברות של מדינת דלוור קובע כי הון המניות הוא הסכום שקבע הדירקטוריון כהון מתוך תקבולי הנפקת מניות, ובלבד שסכום זה לא יהא נמוך מהערך הנקוב של מניות בנות ערך נקוב. סעיף 170 לחוק קובע את כללי חלוקת הדיבידנד: דיבידנד יחולק מתוך עודף השווי הנקי של נכסי הפירמה על הון המניות, היינו שווי הנכסים בניכוי ההתחייבויות והון המניות, כאשר שווי הנכסים יכול להיקבע על בסיס שווי הוגן.

בהיעדר עודף כזה, ניתן לחלק דיבידנד מזורז מתוך הרווח השוטף של השנה ו/או מתוך הרווח השוטף של השנה הקודמת.

האם החוק במדינת דלוור נותן מענה לדרישה של הגנת הנושים? בניגוד למודלים שנסקרו, ולנהוג ברוב המדינות בארה"ב, החוק של מדינת דלוור אינו מכפיף חלוקת דיבידנד ליכולת התאגיד לפרוע את חובותיו בהגיע מועד פירעונם. באי הכללת תנאי זה יש פוטנציאל לפגיעה בנושים. בנוסף, החוק מאפשר לחברות ובעלי המניות חלוקה מכל קרן הונית, לרבות מקרן שיערוך. הוא מתיר את הקשר שבין מדידת הרווחים החשבונאית לבין חלוקת דיבידנד, **אולם מותר על כנו את עקרון שימור ההון בערכו הנקוב**. קשה לראות מה טעם ראה המחוקק במדינת דלוור לדבוק בתנאי זה, שזכה לכל ביקורת אפשרית אשר ליכולתן לספק הגנה ראויה לנושים. נציין, כי גם העיקרון של שימור ההון בערכו הנקוב אינו נשמר ללא סייג, מאחר שהמחוקק מאפשר חלוקת דיבידנד מרווח שוטף באחת משתי השנים האחרונות, גם במחיר של פגיעה ב"הון החוקי" של הפירמה. לאור כל זאת, מובן כי המודל של מדינת דלוור מגן על נושי החברה במידה פחותה מהמודלים האחרים הקיימים בארה"ב.

מדינת קליפורניה

קליפורניה עדכנה את חוק החברות שלה בשנת 1977.

סעיף 500 בחוק החברות במדינת קליפורניה מחיל איסור על תאגיד או על חברה בת שלו לבצע חלוקה (כאשר חלוקה כוללת בין היתר דיבידנד בעין ורכישת מניות עצמית), למעט אם יתרת הרווח של התאגיד לפני החלוקה שווה לפחות לסכום החלוקה. אם תנאי זה לא מתקיים, ניתן לבצע חלוקה כאמור בהתקיים שני תנאים מצטברים המתייחסים למצב שמיד לאחר החלוקה:

1. סכום הנכסים יהיה גדול לפחות פי 1/4 מסכום ההתחייבויות.
2. סכום הנכסים השוטפים יהיה לפחות בגובה ההתחייבויות השוטפות.

סעיף 501 לחוק מכפיף את החלוקה לעמידה בתנאי כושר הפירעון האקוויטבילי. עם זאת הסעיף משמיט את הסיפא הכלול במודלים של החוק האמריקאי ואינו דורש כי העמידה בתנאי הסולבנטיות האקוויטבילית תהיה במהלך העסקים הרגיל. נראה כי השמטה זו אינה סמנטית בלבד, אלא בעלת משמעות כלכלית. ננתח משמעות זו במסגרת הפרק העוסק במבחן הסולבנטיות האקוויטבילית. יש לציין כי חוק החברות החדש בישראל הלך בנושא זה בעקבות החוק במדינת קליפורניה.

ראויה להדגשה דבקות החוק במדינת קליפורניה במדידה החשבונאית של רווחים ונכסים. מדידה בשווי הוגן אינה אפשרית על פי חוק זה. בנוסף, זהו החוק היחיד, ככל הידוע לנו, הקובע מפורשות כי המבחנים ייושמו על בסיס הדוחות המאוחדים של התאגיד.

עם זאת, נעשתה בחוק סטיה מסוימת ממדידה חשבונאית מקובלת, וזאת ביחס למבחן הנזילות – החוק מאפשר לכלול במסגרת מבחן זה לא רק נכסים שוטפים כפי שהם מופיעים במאזן, אלא בתנאים מסוימים, גם תקבולים חזויים במזומן בטווח השנה הקרובה, כאשר עלויות הקשורות אליהם יש לרשום במסגרת התחייבויות שוטפות. בנוסף נדגיש, כי מבחן הנזילות בחוק של מדינת קליפורניה מופיע כמבחן אלטרנטיבי ולא כמבחן נוסף למבחן הרווחים.

יש לשים לב, כי לכאורה מדינת קליפורניה זנחה לחלוטין את עקרון שימור ההון, זאת משום שגם בהיעדר רווחים ניתן להחזיר את ההון לבעלי המניות, בכפוף למגבלה שסכום הנכסים יהיה גדול לפחות פי 1/4 מההתחייבויות. מאידך, המשמעות של דרישת היחס האמור הינה יצירת "כרית ביטחון" סטטוטורית בגובה 25% מהתחייבויות החברה.

כיצד ניתן לאפיין את החוק בקליפורניה ביחס למודלים האחרים שבחנו? ראשית, הוא מחיל עקרון גג כלכלי של הסולבנטיות האקוויטבילית ובכך הוא מעניק מסגרת כלכלית להגנה ממשית על הנושים. שנית, כאמור, הוא אינו זונח לגמרי את עקרון שימור ההון, אלא דורש עוגן הוני מסוים, אשר שיעורו קבוע בחוק עצמו. מאידך, הוא אינו דבק בערך הנקוב של ההון, או אפילו במבחן הרווחים, ולכן גלומה בו גמישות לעומת חוקים שנוקטים בלעדית באחת או יותר מהשיטות הללו.

מובן כי היחס של 1/4 כפי שאומץ במודל קליפורניה הוא שרירותי ואינו תואם בהכרח את כל הנסיבות הכלכליות האפשריות. יתרה מזו, הוא אינו מתייחס לסעיפים חוץ מאזניים. בנוסף, נראה שהמחוקק מפרש את עקרון כושר הפירעון האקוויטבילי כמבחן שאינו מספק היטב את דרישות הנזילות, ולכן הוא מחיל מבחן נוסף הנלווה למבחן השווי המאזני.

לדעתנו, ניסוח הולם של מבחן הסולבנטיות האקוויטבילית צריך לכלול גם התייחסות לדרישות הנזילות. כמו כן, אם יש להחיל דרישות נזילות נוספות, לא ברור מדוע המחוקק מתעלם מהן כאשר ההסתמכות היא על מבחן הרווחים.

המצב המשפטי בישראל

1. פקודת החברות (נוסח חדש) התשמ"ג - 1983

פקודת החברות הקיימת ממעטת לטפל בעקרונות שמירת ההון ובנושא חלוקת דיבידנדים והטבות אחרות על ידי החברה לחבריה. סעיפים 151-152 לפקודה קובעים דרכים מותרות להפחתת הון, החורגות מהקו המנחה בפקודה האוסר הפחתת הון.

תקנה 98 לתוספת השניה של פקודת החברות קובעת: "אין לשלם דיבידנדים אלא מתוך רווחים" ואינה נכנסת לעובי הקורה של הגדרת רווחים. יתרה מזו, מדובר בתקנה במסגרת "תקנון לדוגמא" בלבד ולכאורה ניתן לטעון כי אין היא מחייבת את כלל החברות¹². תפיסה זו, כאילו התקנה אינה מחייבת חברות שלא אימצו אותה, נשללה לאור הכלל הבסיסי של איסור הפחתת הון, כפי שהוא בא לידי ביטוי הן במשפט האנגלי המקובל והן בפסיקה ובספרות המשפטית¹³.

הפקודה הקיימת אוסרת על חברה לרכוש את מניותיה במישרין או בעקיפין (סעיף 139), וסעיף 141 קובע כי ניתן לפדות מניות הניתנות לפדיון מתוך רווחים שהיו ניתנים לחלוקה כדיבידנד, או מתוך הכנסות של הנפקת מניות חדשה שנעשתה לצורך הפדיון.

12. סימן ג' לפקודת החברות (נוסח חדש) התשמ"ג 1983 עוסק בהוראות הנוגעות לתקנון החברה. סעיף 10 בפקודה קובע את רשותה של החברה לאמץ את התקנון לדוגמא: "בחברה שיש לה הון מניות מותר לאמץ את התקנון שבתוספת השניה (להלן – התקנון לדוגמא), כולו או מקצתו". סעיף 11 בפקודה קובע כי "בחברה מוגבלת במניות שנרשמה לפי פקודה זו ללא תקנון, יהיה התקנון לדוגמא תקנונה כאילו נרשם כדיון". בנוסף הוא קובע ברירת מחדל בנוגע לעניינים שלא הוסדרו בתקנון שאומץ על ידי החברה: "נרשם תקנון ולא הוצאה מכללו ולא שונתה בו תקנה פלונית של תקנון לדוגמא, יראו את התקנה, במידה שאפשר להחילה על החברה, כאילו נכללה בתקנון שנרשם כדיון". לסעיפים אלו יש כמובן השלכה ישירה על תחולתן של התקנות הנוגעות לחלוקת דיבידנד. (תוספת שניה, סעיפים 96-103).

13. כך לדוגמא נקבע בענין **גיל חברה לפיתוח ותעשיות בע"מ** כי: "...דיבידנד שחולק שלא מתוך רווחים, אלא מתוך הון החברה, הוא בלתי-חוקי ועל-כן בטל מעיקרו, שכן הוא פוגע באחד העיקרים של דיני החברות (הפחתת הון...)".

2. הפסיקה בישראל

בהיעדר חקיקה מתאימה, הדין הקיים בישראל נשען בעיקר על פסיקת בתי-המשפט באנגליה, המתייחסת לחוק האנגלי לפני תיקונו ב־1949 (זאת משום שהחוק הישראלי הקיים מושתת על חוק החברות האנגלי ששרר בשנת 1929), ועל הפסיקה המקומית, המצומצמת בהיקפה.

הזכות לקבלת דיבידנד וחלוקת דיבידנד

בית-המשפט נידרש לחוות דעתו באשר לזכותם של בעלי מניות לקבלת דיבידנד בשני מקרים שונים. בפס"ד גליקמן¹⁴, טענה המשיבה, בעלת מניות המיעוט בחברה, כי בהחלטת הנהלת החברה על הגדלת ההון, יש משום עושק המיעוט. לעניין הוכחת עושק המיעוט, טענה המשיבה, בין היתר, כי למרות הרווחים העצומים שנצברו בחברה, לא חילקה החברה דיבידנדים במשך 12 שנה.

כב' השופט בכור קבע בענין זה כי: "המדובר בחברה מסחרית והענין האלמנטרי הראשוני של בעל מניות הוא לקבל דיבידנד כאשר החברה כה משגשגת ומכניסה רווחים ענקיים באופן יחסי להונה. אי-חלוקת דיבידנד במשך 12 שנה במצבה של החברה והיחסים בין בעליה אומר דרשני. אמנם אין זו עילת התביעה של המשיבה, אבל יש לשים לב לעובדה זו במכלול הדברים ובפרט לאור העובדה שזו חברה פרטית ושאינן מניותיה רשומות ונסחרות בבורסה ואין להן שוק ומחיר שוק. בנסיבות אלה אין תימה שהמשיבה לא היתה מעוניינת להשקיע עוד כסף בחברה."

עוד קבע כב' השופט בכור כי: "בתצהיר המערערים הם לא הכחישו את טענת המשיבה בתצהירה שבמשך 12 שנה לא קיבלה המשיבה דיבידנדים או דבר אחר (פרט למניות הטבה) 'בעוד שחברי קבוצת הרוב ניזונים במישרין ובעקיפין מעסקי החברה בין במשכורות, בין בהוצאות, בין בהטבות ובין בקשרים עסקיים', וכל מי שיש לו קשר או ידיעה בעניני חברות פרטיות במדינה יודע היטב כמה חברות אלה יודעות ומצליחות להיטיב עם בעלי המניות והמקורבים להם בלי לחלק דיבידנדים. כאשר דבר זה נעשה לטובת קבוצה אחת השולטת בחברה ורק מועמדיה נמצאים בהנהלה יש מקום להחמיר יתר על המידה בבדיקה אם פעולות ההנהלה נעשו בתום לב ולטובת החברה ואם בעיקר רק טובת החברה היתה לנגד עיני ההנהלה כאשר קיבלה את ההחלטה."

לעומת זאת, כב' השופט אשר, בדעת מיעוט, קבע כי: "גם אי-חלוקת דיבידנדים במשך שנים רבות אינה חייבת, בהכרח, להתפרש כהתנכלות מכוונת לזכויות המשיבה.... רבות הן החברות בארץ, ובפרט חברות

14. ע"א 667/76 ל. גליקמן בע"מ ואח' נ' א.מ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ פ"ד (2) 281.

פרטיות בעלות גוון משפחתי, אינן מחלקות דיבידנדים במשך שנים רבות, ומשתמשות ברווחיהן לצורך הרחבה תמידית של העסקים. כך גם נהגה החברה דנ... אין אני מתעלם מכך שבדרך הטבע מצפה כל משקיע לרווחים על השקעתו, אך לא תמיד חייבים רווחים אלה להתבטא בקבלת הכנסה שנתית שוטפת. וצמיחה תמידית של ההון שהושקע באה למשקיעים רבים כדבר רצוי, בפרט כשהמשקיע אינו זקוק לקבלת רווחים שנתיים לשם פרנסתו. במקרה דנן ידוע שהמשיבה מנהלת עסקים משלה, ושעסקים אלה הצליחו במידה כזו שהותירו לה אמצעים מספיקים להשקעות נוספות, ולכן קשה להתייחס ברצינות לתלונותיה על אי־חלוקת דיווידנדים עלידי החברה.”

כעולה מפסק דין זה, על אף שבתי־המשפט מכירים בחשיבותו של הדיבידנד למשקיע, קשה לצפות כי יתערבו בהחלטה בדבר אי־חלוקת דיבידנד לבעלי המניות, אלא אם ניתן להצביע כי החלטה זו נעשתה שלא בתום לב ומביאה לעושק המיעוט.

בענין בכר¹⁵ עתר בעל מניות המיעוט בתמ”מ לבית־המשפט, בבקשה כי “רווחי חברת תמ”מ, אשר לאור הדוחות הכספיים שלה ליום 31.12.94 מהווים יתרת רווח בידה, יוצהרו ויחולקו כדיבידנדים לבעלי מניות חברת תמ”מ ע”פ זכויותיהם כקבוע בתקנות ההתאגדות של החברה.” דרישת בעל המניות נשענה על תקנה 82 לתקנון החברה, אשר קבעה, כי החל מ־1.4.1977 ואילך, רווחי החברה חייבים להיות מחולקים כדיבידנד בכפוף לסעיף (ד) 6 סעיף זה בתקנון קבע, כי “רווח” מוגדר כסכום שהוכר על ידי רואה החשבון של החברה. באי־כוח החברה ובעלי מניות הרוב בחברה התנגדו לבקשה זו, בטענה שחלוקת דיבידנד מצריכה החלטה של האסיפה הכללית על פי המלצה של הדירקטוריון. עוד טוענות המשיבות, כי ענין חלוקת הדיבידנד נתון לשיקול דעתו של הדירקטוריון, אשר יכול להחליט שלא יחולק דיבידנד לאור צורכי החברה.

כב’ השופט קלינג פסק כי “בפקודת החברות [נוסח חדש] התשמ”ג–1983, אין הוראה הקובעת כיצד תחליט חברה על חלוקת דיבידנד. ההוראה היחידה מצויה בסעיף 96 לתקנון לדוגמא שבתוספת השניה לפקודה, מקום שם נאמר: “החברה רשאית באסיפה כללית להכריז על דיבידנדים, ובלבד שלא יעלו על השיעורים שהציעו הדירקטורים...” הוראה זו מצויה בתקנון לדוגמא, שלאור האמור בסעיף 11 לפקודה חל רק כאשר נרשמה החברה ללא תקנון, או כאשר נרשם תקנון ולא שונתה בו תקנה פלונית של התקנון לדוגמא. בענינו נרשם תקנון של חברת תמ”מ ומצויה בו תקנה 82 המשנה מהאמור בתקנה 96 לתקנון לדוגמא. לכן לזו האחרונה אין תחולה לענינו... כיום אין בפקודה הוראה הקובעת את המנגנון להחלטה על חלוקת דיבידנד ועניין זה הושאר להסדר בתקנון, אם זה של החברה ואם התקנון לדוגמא... מהאמור עולה שכאשר מצויה בתקנון הוראה הדומה לזו שבתקנה 82, המורה על תשלום אוטומטי של דיבידנד, כל שיש

15. ה”פ (ת”א) 1216/95 ניסים בכר נ’ תמ”מ תעשיות מזון מטוסים בע”מ ואח’, דינים-מחוזי, כרך כו (7) 69.

לעשות הוא לוודא שאכן יש רווחים לחלוקה, ואין צורך בהחלטה של אורגן כלשהו על עצם החלוקה. כך אף בארצות-הברית, מקום שם מבחינים בין חלוקה שבשיקול דעת (Discretionary Dividends) הטעונים החלטה של האורגנים של החברה, לבין דיבידנד שחובה לחלקו (Mandatory Dividends)... מכאן שבארצות-הברית מוכרת האפשרות להסכים כי חלוקת דיבידנד תעשה ללא כל שיקול דעת, כאשר התנאי היחיד הוא שיש רווחים שניתנים לחלוקה... לכאורה, יש מקום לחשש שמשמעה של הוראה המחייבת חלוקת דיבידנד ללא המלצה של הדירקטוריון, הופכת את החברה לספינה ללא קברניט, הנשלטת אוטומטית על ידי הרווח שנוצר. המענה לכך הוא שהסיפא לתקנה 82 התנה את חלוקת הרווח באישורו של רואה-החשבון של החברה... למעשה אין המבקש טוען לזכותו לחלוקת דיבידנד ללא מעורבות הדירקטוריון והאסיפה הכללית. מבקש הוא כי יוצהר שיחולק כדיבידנד הרווח שבדו"חות הכספיים ל-31.12.94... בענינו, אישר הדירקטוריון את הדו"חות הכספיים ל-31.12.94 וכן את יתרת הרווח. דו"חות כספיים מאושרים על ידי רואה-החשבון של החברה, בהתאם לאמור בסעיף 211 לפקודה... משמע שאישור הדו"חות הכספיים כולל גם את אישור הרווח, וכן את ייעודו של הרווח. לאור תקנה 82 לתקנון החברה, אם לא נקבע יעוד כלשהו לרווח, יש לראותו כמיועד לתשלום דיבידנד. העולה מכל אלה הוא שעם אישור הדו"חות הכספיים על ידי האורגנים של החברה ועל ידי רואה-החשבון שלה, ניתן אישור לחלוקת הרווח כדיבידנד. מכאן שהקביעה, כי משאשרו הדוחות הכספיים, ובהם יתרת רווח, חייבת החברה לחלקו כדיבידנד, אינה מוציאה את הדברים משליטתם של האורגנים של החברה."

פסק דין זה מהווה, בין היתר, דוגמא נוספת לכך שבענין חלוקת דיבידנד רואה בית-המשפט לנכון לפנות גם אל העקרונות האמריקאיים. נציין כי בית-המשפט מתעלם לחלוטין משיקולים של כושר פירעון ומתמקד אך ורק במבחן הרווחים.

בחוק החברות התשנ"ט-1999 נקבע כי ההחלטה בדבר חלוקת דיבידנד תתקבל בדירקטוריון החברה. עם זאת, החברה רשאית לקבוע בתקנון כי ההחלטה תתקבל באחת הדרכים הבאות:

1. באסיפה הכללית, לאחר שהובאה בפניה המלצת הדירקטוריון: כאשר האסיפה רשאית לקבל את ההמלצה או להקטין את הסכום (אך לא להגדילו).
2. בדירקטוריון, לאחר שהאסיפה קבעה את סכום החלוקה המירבי.

שימור ההון והמקורות לחלוקת רווח

התפיסה המסורתית שהיתה נהוגה באנגליה לפני 1948 הייתה תפיסת שימור ההון בערך נקוב. הפסיקה האנגלית הגדירה את הביטוי "רווח" שממנו ניתן לחלק דיבידנד, ככולל כל סכום ששולם כתמורה בעד הקצאת מניות, העולה על ערכן הנקוב של המניות שהוקצו¹⁶, היינו – פרמיה על מניות. החוק האנגלי

¹⁶ Drown v. Gaumont British Picture Corp Ltd. [1937] 2A11 E.R. 609

תוקן בענין זה בשנת 1948 ואוסר חלוקת דיבידנד מפרמיה. עם זאת, משום שפקודת החברות הישראלית לא כללה תיקון בעניין זה בעקבות תיקון החוק האנגלי, טוען פרופ' פרוקצ'יה¹⁷ כי "מצב משפטי זה הינו כיום מיוחד לישראל". היינו, לדעתנו נראה, כי על פי ההלכה הקיימת מתאפשרת חלוקת דיבידנד מפרמיה. יחד עם זאת, הוא מציין, כי יתכן מאוד שחלוקת דיבידנד מתוך חשבון הפרמיה אינה עולה בקנה אחד עם חובות הזהירות והאמון, שחבים המנהלים לחברה. דו"ח ועדת צלטנר לתיקון חוק החברות (1963) המליץ לשנות את המצב המשפטי בישראל, המאפשר, לדעת כותביו, חלוקת דיבידנד מפרמיה. מכיוון שהמלצות דו"ח הועדה לא יושמו עד היום, נראה שיש בכך תימוכין נוספים לדעה שזו ההלכה השוררת בישראל.

דעה שונה, לכאורה, ניתן למצוא בעניין **תוצרת מזון**¹⁸, שם נקבע כי ההון הנפרע – לרבות מרכיב הפרמיה, הוא ההון הראוי להגנה. ואומר כב' השופט אגרנט בענין זה:
"המושג 'הון מניות שנפרע' (Paid Up Share Capital) מסמל את הערך נטו של הנכסים שהושקעו לכתחילה בחברה על ידי חברה (בתורת תשלום הסכום הנומינלי של המניות שהוקצו להם) לשם ניהול עסקיה במסגרת מטרותיה, ואשר מחובת החברה להחזיק בהם, במידת האפשר, כל עוד שהיא מנהלת עסקים (בדברי על "ערך נטו" כוונתי לערך זה כפי שהוא רשום בספרי החברה)."

בענין **גיל חברה לפיתוח ותעשיות בע"מ**¹⁹, קבע כב' השופט וינגרט:
"ראוי להדגיש, כי דיבידנד שחולק שלא מתוך הרווחים, אלא מתוך הון החברה, הוא בלתי חוקי ועל כן הוא בטל מעיקרו, שכן הוא פוגע באחד העיקרים של דיני החברות (הפחתת הון, כאמור לעיל)". לפי רציונל זה, פרמיה אינה בגדר רווחים ולכן, לכאורה, היא לא ניתנת לחלוקה כדיבידנד. עם זאת, בפסק הדין לא נקבע כיצד יחושבו הרווחים.

בענין **שפירא**²⁰ נקבע כדלקמן: "האיסור על חלוקת דיבידנד שלא מתוך רווחים, מגלם את עקרון שימור ההון, שהוא עקרון יסודי בדיני חברות, לפיו על החברה לשמור על הונה מפני הפחתתו על מנת שישמש "כרית בטחון" לנושי החברה ולבעלי מניותיה". בפסק דין זה נבחנו הרווחים על פי הדוחות הכספיים של החברה, ומענין לציין כי הבחינה נעשתה ביחס לרווח השוטף של הפירמה בשנה שבה התעוררה מחלוקת ביחס לחלוקת הדיבידנד ולא ביחס ליתרת העודפים.

17. ראה א. פרוקצ'יה "מימון דק, הרמת המסך והגבלת האחריות בדיני חברות", עיוני משפט ו' 526.

18. ע"א 30/64 **תוצרת מזון א"י בע"מ נ' מנהל המכס והבלו**, פ"ד יח (4) 85.

19. ת"א (ת"א) 235/85 **גיל חברה לפיתוח ותעשיות בע"מ נ' מר גיל (פש"ר) ואח'**, דינים מחוזי, כרך כו(2) 769.

20. המ' (ת"א) 1623/93 **קיסריה גלנויט תעשיות בע"מ (בכינוס נכסים ובפירוק)**, נ' **שפירא ואח'**, דינים מחוזי ת"א, כרך כו(5) 226.

בהתייחס למקורות אחרים לחלוקה מלבד הרווח, עלתה בשני פסקי דין השאלה האם ניתן לבצע חלוקת מניות הטבה מרווחי שיערוך: בענין **תוצרת מזון**, שהוזכר לעיל, ובענין **מנורה**²¹.

ההלכות שנקבעו בשני פסקי הדין ביחס לשאלה האמורה הן סותרות: בעוד שבפסק דין **מנורה** נקבע כי הערך המוסף הנובע מהשיערוך לא מומש, קיים ספק אם ימומש לכשימכרו הנכסים בעתיד, ולכן אין דין שיערוך כדין רווח, הרי שבפסק דין **תוצרת מזון** לא הבחין השופט אגרנט (בדעת יחיד) בין שיערוך נכסים לרווח, כמקור לחלוקת מניות הטבה.

השאלה אם ניתן לחלק דיבידנדים מרווחים מתואמים בתנאי אינפלציה לא זכתה לליבון מלא בפסיקה הישראלית. בפסק דין **קריב**²² אומצה הגישה שההון והרווחים יימדדו לפי ערכים היסטוריים. לעומת זאת, בענין **שפירא** נקבע, כי "יישום נכון של רציונל שימור ההון, מחייב התייחסות למרכיבי הון ורווח של החברה, במשמעות הריאלית ולא הנומינלית, בייחוד בתקופה של אינפלציה דוהרת. תפיסה זו משתקפת גם בגילויי דעת מס' 23 וגילויי דעת מס' 36 של לשכת רואי החשבון."

מניות הטבה

בענין **תוצרת מזון** מפרט כב' השופט אגרנט באריכות את משמעות הפעולה של הקצאת מניות הטבה לבעלי המניות. מוסבר, כי האמצעי של הקצאת מניות "הטבה", המשמש לשם היוון הרווחים העודפים של חברה, נוצר כדי לגשר בין תוכן הפעולה, שהוא ייעוד הרווחים הבלתי מחולקים למטרה של הפיכתם להון מניות נפרע, לבין צורתה המשפטית, הנגזרת מהעיקרון האוסר על הקצאת מניות כנפרעות במלואן, בלי שבעל המניות שזכה בהן – ולא החברה – ישלם לה את שיעורן הנומינלי. מודגש, כי המטרה היחידה המשתקפת בעיסוקת ההיוון היא הפיכת הרווחים לחלק מהון המניות של החברה, וכי הצורה שלפיה משתלמות מניות הטבה, בשם בעל המניות שזכה בהן, על ידי זקיפת סכום הדיבידנד שהוכרז עליהן במפורש או מכללא בגין הרווחים המהוונים – היא צורה הנושאת אופי מלאכותי.

בענין **שאשא**²³ עלתה השאלה האם הצעת זכויות דומה מבחינה מהותית לדיבידנד. ביתהמשפט פוסל אפשרות זו וקובע, כי "דיבידנד מקורו בחלוקת רווחים. מאידך הצעת זכויות זו הנפקה שאינה תלויה ברווח, ייעודה למעשה הוא הפוך – גיוס הון."

21. ע"א 31/64 **מנורה חברה לאחריות ולביטוח משנה בע"מ נ' מנהל המכס והבלו**, פ"ד יח (1) 663.

22. ע"פ 620/75 **מדינת ישראל נ' קריב ואח'**, פ"ד לא (3) 589.

23. ע"א 226/85 **שאשא חברה לניירות ערך והשקעות בע"מ נ' בנק "אדנים" למשכנתאות והלוואות בע"מ**, פ"ד מב(1) 14.

ה

חוק החברות התשנ"ט – 1999

1. רקע והגדרות

חוק החברות התשנ"ט – 1999 אשר יכנס לתוקף החל בשנת 2000, מהווה סיום של תהליך ארוך ומייגע, אשר תחילתו בהצעת פרופ' פרוקצ'יה, אשר שימשה בסיס לעבודת הועדה לחקיקת חוק חברות חדש ("ועדת ברק"), שבעקבותיה גובשה הצעת חוק החברות, התשנ"ו–1995 (להלן: "הצעת החוק"). תהליך החקיקה הושלם לאחרונה בצורת חוק החברות התשנ"ט–1999 (להלן: "חוק החברות החדש"). זהו חוק מודרני ומקיף בניסיונו לתת מענה לסוגיות רבות ככל האפשר בתחום דיני החברות, ולהסתמך פחות על פסיקה ככלי לעיצוב כללים משפטיים. חוק החברות החדש צפוי להיות בעל השפעה מהותית על פעילותו של הסקטור העסקי. נושא הדיבידנד ושימור ההון הם בין החידושים העיקריים של החוק המוצע, הן בתפיסה העקרונית והן ביישומה.

נקודת המוצא של החוק היא הגדרת תכלית החברה (סעיף 11 לחוק):

"תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין היתר, את עניניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור; כמו כן רשאית חברה לתרום סכום סביר למטרה ראויה, אף אם התרומה אינה במסגרת שיקולים עסקיים כאמור, אם נקבעה לכך הוראה בתקנון."

על פי דברי ההסבר להצעת החוק, הגדרה זו רואה בחברה המסחרית כלי למקסום האינטרסים של כל הגופים הקשורים עמה (המטרה של השאת רווחים אינה מוגדרת ואינה תואמת לצערנו מטרת הפירמה על פי תיאוריות מימון מקובלות). בהתאם, חברה מסחרית, במסגרת שיקוליה העיסקיים הרחבים, נדרשת לפעול גם לקידום האינטרסים של מי שאינם בעלי מניות, לרבות עובדי החברה ונושיה. להצהרה הכללית זו חשיבות ושימוש מעשי בנושא הדיבידנד וקביעת חלוקה מותרת.

החוק החדש מגדיר שני מושגים בסיסים בנושא שבפנינו:

דיבידנד – כל נכס הניתן על ידי החברה לבעל מניה מכוח זכותו כבעל מניה, בין במזומן ובין בכל דרך

אחרת, לרבות העברה או התחייבות להעברה של אלה ללא תמורה שוות ערך ולמעט מניות הטבה.
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, ולרבות התחייבות לעשית כל אחד מאלה."

המושג דיבידנד מוגדר כהעברת נכסים לבעלי המניות שלא בתמורה מלאה. ההגדרה אינה מתייחסת לחלוקה **לכלל** בעלי המניות באופן יחסי להחזקותיהם, ולפיכך עשויה לכאורה לכלול העברת אחרות אשר אופן הטיפול בהן ותהליך אישורן שונה, כמו: דמי ניהול לבעל מניות מסוים, מכירה במהלך העסקים השוטף בהנחה לבעל מניות, מכירת נכס לבעל מניות וכדומה, כל זאת במידה ופעולות אלה בוצעו מכוח היות המקבל בעל מניות בחברה.

הגדרת חלוקה מוסיפה להגדרת דיבידנד גם רכישת מניות עצמית, וכן רכישת ניירות ערך ניתנים להמרה במניות וכן אופציות. כמו כן, ראוי לשים לב כי מימון במישרין או בעקיפין מהווה גם הוא הוצאת נכסים מן החברה לבעלי מניות ויטופל כחלוקת דיבידנד (נושאים אשר ידונו בהרחבה בהמשך).

הסיפא בהגדרת דיבידנד, מוציא מתחולת ההגדרה ניירות ערך הטבה, זאת על מנת להדגיש כי אין מדובר בהטבה ממשית או העברה של נכסים מהחברה לבעלי מניותיה. הכוונה לחלוקה של ניירות ערך לבעלי המניות הקיימים על בסיס שווה (פרורטה) של החזקותיהם בחברה, באופן שמיד לאחר החלוקה היחסים הקיימים ביניהם אינם משתנים. הגדרה זו כוללת חלוקת הטבה ללא תמורה או עם תמורה (היינו, לרבות הקצאת זכויות) ומוציאה מתחולה:

א. הנפקה של מניות ללא תמורה או בתמורה פחותה לבעלי המניות על בסיס לא שוויוני. הנפקה כזו אינה נופלת מחד בהגדרת הטבה, ומאידך, אינה כלולה בהגדרת דיבידנד. הפעולה אינה כרוכה בהוצאת נכסים מהחברה ומסדירה מערכת יחסים בין בעלי מניות ללא השפעה על החברה. פעולה זו אינה פוגעת בכרית ביטחון של הנושים שכן אינה מפחיתה את נכסי הפירמה, לפיכך מושגית אינה אמורה להיכלל במסגרת חלוקה.

ב. חלוקה ללא תמורה של מניות מסוג עדיף (זכויות הצבעה) לבעלי מניות מסוג נחות (גם אם חלוקה כאמור מקבלת את הכינוי "חלוקת מניות הטבה"). טכניקה זו מקובלת בתהליך השוואת זכויות, שבו בעלי המניות בעלי זכות הצבעה נחותה מפצים את בעלי המניות בעלי זכות הצבעה עודפת עבור זכויות ההצבעה המוקנות להם. פעולה זו היא במישור בעלי המניות ואינה כרוכה בהוצאות נכסים מן החברה ולפיכך, אינה אמורה להיכלל בהגדרת דיבידנד על אף שאינה חלוקת הטבה.

הקריטריון לסיווג כחלוקה, אם כן, הוא העברה של נכסי החברה אל בעלי מניותיה ללא תמורה שוות ערך. כלומר המחוקק אינו מעונין לצמצם את התייחסותו בנושא זה לחלוקת דיבידנד במזמון (בין בצורה ובין

במהות), אלא מתייחס לכל הפחתת הון כלכלית, בכל דרך שהיא, ובתנאי שהיא בדרך של העברה, במישרין או בעקיפין, מהחברה לבעלי מניותיה. במסגרת זו נכללת, בין היתר, רכישת מניות, או זכויות למניות, של החברה בידי עצמה, סיוע לרכישת מניות, דיבידנד בעין וכן פיצול של עסקי החברה (Spin-off).

להלן מספר היבטים בנושא החלוקה:

- יש לשים לב, כי חלוקה אינה מוגבלת להעברת הטבות כלכליות לבעלי החברה על פי יחס החזקותיהם בחברה או זכותם לקבלת דיבידנד. לכן, למעשה, ההגדרה מכנסת שני נושאים תחת אותה קורת גג: האחד – הקונפליקט בין בעלי המניות לבעלי החוב סביב משיכת נכסים מן החברה. השני – היחסים הפנימיים בין בעלי המניות עקב העברת נכסים לחלק מבעלי המניות שלא כנגד תמורה מלאה, ועל ידי כך דילול חלקם של יתר בעלי המניות. הבעיה השניה מטופלת במסגרת הסעיפים בחוק המתייחסים לניהול היחסים הפנימיים במסגרת החברה ולא, כפי שיש הטוענים, במסגרת חוקי שמירת הון, המיוחדים לדעתנו לפתרון הבעיה הראשונה.
- כך, למשל, קובע חוק החברות החדש את חובותיו של בעל המניה, ובכללם חובתו להימנע מלעשוק או לקפח בעלי מניות אחרים או לנצל לרעה את כוחו בחברה ובאסיפות בעלי המניות, לרבות התייחסות ספציפית לאישור חלוקת דיבידנד וקביעת זכויותיהם של בעלי המניות במקרה של קיפוח (סעיף 191).
- בהקשר זה, כאמור, הגדרת חלוקה אינה אמורה לכלול פעולות אשר אינן משפיעות כלל על סך רכוש של החברה, אלא רק על היחסים הפנימיים בין חבריה. כך, למשל, במקרה של העברת מניה בעלת זכויות עדיפות תמורת מניה נחותה, מהחברה לבעל מניותיה.
- הגדרת חלוקה זונחת את ההגדרה הפורמלית (החשבונאית) של הפחתת הון, ופונה בהיגיון רב לבחינה כלכלית של החלוקה בהתבסס על ערך התמורה שהתקבלה. עם זאת, ההגדרה כוללת פעולות ועסקאות עם בעלי המניות, שבהן ניתנה הטבה מכוח היות המקבל בעל מניות. גם כאשר מדובר בבעל מניות אשר אין לו יכולת השפעה מהותית על עסקי החברה. חוק החברות החדש נמנע מלקבוע כללים לקביעת שווי והותיר את הנושא להסדרה על ידי השוק והפסיקה.
- ההגדרה כוללת רכישת מניות ומכשירי אקזיטי אחרים במספר נסיבות, אשר כלכלית קיים ספק בסיווגם כדיבידנד, הגם שהם כרוכים בהוצאת נכסים מהחברה:
 - א. הרכישה או ההתחייבות לרכישה נכפית על החברה על ידי בית-המשפט (אם כי מבחינת הנושאים זו חלוקה).
 - ב. הרכישה היא לצורך מניעת קיפוח של בעל מניות (ראה סעיף 191 לחוק), וזאת בכפוף לתנאי החלוקה.
 - ג. רכישה לצורך סיכול פגיעה בחברה, למשל סילוק של בעל מניות המעכב את פיתוח החברה.

- ד. רכישה בקשר להקצאת מניות ומכשירי אקוויטי אחרים לעובדי החברה ומנהליה.
- ה. רכישה מניות וניירות ערך המירים לצורכי מסחר.

2. חלוקה מותרת

סעיף 301 לחוק החברות החדש קובע את האופי הקוגנטי של הוראות החוק ביחס לחלוקת דיבידנד. חברה רשאית לבצע חלוקה על פי חוק זה בלבד. חברה רשאית להטיל **מגבלות נוספות** על חלוקה בתקנון החברה או במסגרת חוזה. משמע, הסדרים בין החברה לנושים (Debt Covenants) או הצהרת דירקטוריון על מדיניות דיבידנד כפופים לכללי החוק ואין אפשרות להקלה במגבלות המנויות בו. הוראה זו, אשר אינה ניתנת להתנייה, מוסברת ברצון להגן על הנושים. מאופי הקוגנטי של הסעיף יש להניח שמנסחיו סברו כי קיים כשל שוק בנקודה זו. אחרת לא ברור מה טעם מצא המחוקק להתערב בנושא עסקי זה.

סעיף 302 לחוק החברות החדש קובע את המבחנים לחלוקה מותרת. החוק קובע שני מבחנים מצטברים לחלוקה מותרת:

- מבחן הרווח
- מבחן כושר הפירעון

מבחן הרווח

מבחן הרווח קובע, כי חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה. כאשר החוק מגדיר את המושג **רווחים** – **“יתרת עודפים או עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות לפי הגבוהה מתוך השנים, והכל על פי הדוחות הכספיים המותאמים האחרונים, המבוקרים או הסקורים, שערכה החברה, ובלבד שהמועד שלגביו נערכו הדוחות אינו מוקדם ביותר משישה חודשים ממועד החלוקה.”**

החוק נועד להבטיח שהון החברה לא ידולל שלא כדין (שימור ההון החשבונאי).

המבחן הבסיסי הוא מבחן הרווח, משמע חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה. באופן עקרוני תיאסר חלוקה הגורעת מההון שהשקיעו בעלי המניות בחברה (הון מניות ופרמיה) בתוספת, או בניכוי קרנות הון וסכומים אחרים, שזרמו להון על פי כללי חשבונאות מקובלים. חריג עיקרי לכלל זה מופיע בסעיף עצמו והוא ההיתר לחלק דיבידנד מעבר לייתרת העודפים של החברה, בתנאי שהוא בגבול העודפים שנצברו במהלך השנתיים שקדמו לחלוקה – זו הגירסה הישראלית לדיבידנד מזורז האמריקאי (Nimble Dividend). כמו כן, “הרווח המותאם המצטבר” יחושב בכל מקרה על פי הדוחות הכספיים האחרונים המותאמים למדד (או לשער החליפין) המבוקרים או הסקורים, שנערכו למועד שאינו מוקדם משישה חודשים לפני מועד החלוקה. משמע, המבחן מתייחס הן לדיבידנד שנתי והן לדיבידנד ביניים.

בענין התאמת הדוחות, אין החוק מבדיל בין חברות ציבוריות, החייבות בתיאום דוחותיהן הכספיים על פי כללי החשבונאות המקובלים לרבות חברות המתאמות את דוחותיהן לפי שער חליפין של מטבע חוץ²⁴ לבין חברות פרטיות, אשר אינן חייבות בתיאום מלא של דוחותיהן.

יחד עם זאת, נקבעה הוראה ספציפית המסמיכה את שר המשפטים לקבוע פטורים או הקלות לענין התאמת הדוחות הכספיים (כפי הנראה לחברות פרטיות). החוק אינו מבדיל, לצורך ההסתמכות על דוחות כספיים, בין רווח על פי דוחות כספיים מבוקרים לבין רווח על פי דוחות כספיים סקורים. בנוסף, יש לשים לב כי בניגוד לחלוקת דיבידנד במזומן, סוגי חלוקה אחרים (כגון: רכישת מניות עצמית או מימון רכישת מניות) עשויים שלא לבוא לביטוי במסגרת העודף החשבונאי. במקרים כאלה, מבחן הרווח המופיע בחוק אינו מביא לביטוי מלא את החלוקות שנעשו בעבר (הנושא ידון בהמשך).

בנושא העודפים ניתנה לשר המשפטים הסמכות לכלול סעיפים שמקורם אינו ברווח הנקי אשר ניתן לכלול במסגרת עודפים (כמו הפרשי תרגום, רווח בעסקה עם בעל שליטה – פריטים אשר מועברים ישירות להון החברה ולא באמצעות רווח והפסד). למעט התערבות שולית זו, המחוקק נמנע למעשה מלהתערב בנושא מדידת הרווח וכלי המדידה.

מבחן יכולת הפירעון

מבחן יכולת הפירעון קובע בנוסף למבחן הרווח כלל נוסף מצטבר והוא "ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבוייתה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן".

המבחן נועד להבטיח את נושי החברה במובן שהוא אוסר חלוקה אשר מעמידה את החברה במצב של חדלות פירעון, כלומר: חלוקה העשויה למנוע מהחברה לעמוד בחבוייתה בהגיע מועד פירעונם. מבחן זה מגן על נושי החברה ומהווה התערבות במערכת היחסים שבין בעלי המניות ונושים, במובן שהוא מחייב סיכוי טוב לעמידה בחבוייות לנושי החברה לפני חלוקת דיבידנד לבעלי המניות. במבחן זה ראוי לשים לב למספר נקודות:

- החוק החדש נוקט במונח "חבוייות" שהוא רחב יותר מהמונח "התחייבויות" וכולל גם חבוייות מותנות וחויימאזניות וכן חבוייות אשר אין להן מועד פירעון מוגדר.
- קיום חשש סביר לחדלות פירעון בעקבות חלוקה אמור להוות בסיס אפשרי להגשת בקשת פירוק (הגנה על נושים).
- ראוי לשים לב כי התנאי של חדלות פירעון מתייחס לעתיד החברה ולתזרים מזומנים עתידי לתקופה ארוכה, ובכך הוא מבחן קשה למדידה ולביצוע – הרבה מעבר למבחני נזילות המתייחסים למצב נזילות הקיים או ממבחני רווח המתייחסים להיסטוריה של החברה.

24. על פי הוראות סעיף 29 לגילוי דעת 36 של לשכת רואי חשבון בישראל.

מבחן יכולת הפירעון שקבע החוק הוא בבחינת איסור חמור, אשר בית־משפט אינו יכול לוותר עליו. עם זאת, יישום המבחן אינו פשוט והחוק הסמיך בסעיף 302 (ג) את שר המשפטים לקבוע חזקות המעידות על עמידה במבחן זה.

מבחן הרווח, לעומת זאת, אינו נהנה ממעמד דומה, והחוק קבע שני מנגנונים העשויים להחלישו. האחד – חוק החברות החדש הסמיך את שר המשפטים לקבוע הוראות **לענין מקורות נוספים שמהם ניתן לבצע חלוקה לצורך מבחן הרווח**. ההגבלה המופיעה בחוק לגבי מקורות אלה היא שהם אינם הון מניות או פרמיה על מניות. מכאן, לכאורה, עולה כי השר יכול לקבוע כי ניתן לחלק דיבידנד מקרן שמורה, הפרשי תרגום וכדומה.

המנגנון השני שקבע החוק החדש הוא חלוקה באישור בית־משפט. על פי סעיף 303 (א), בית־המשפט רשאי, לבקשת החברה, לאשר לה לבצע **חלוקה שלא מקיימת את מבחן הרווח**. כאמור לעיל, סעיף זה אינו מאפשר לבית־המשפט לשנות את מבחן יכולת הפירעון.

סעיף 303 קובע כי **"בית-המשפט רשאי לבקשת החברה, לאשר לה לבצע חלוקה שלא מקיימת את מבחן הרווח, ובלבד ששוכנע שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תימנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבוייתה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן"** (ההדגשות לא במקור).

הלכה למעשה, הדיון בנושא זה בבית־המשפט יתקיים לאחר מתן אפשרות נאותה לנושים להתנגד לחלוקה, כולה או מקצתה, התניית תנאים נוספים וכו'. סעיף זה מעורר חשש, כי קביעת המגבלות האפקטיביות לחלוקת דיבידנד תתגלגל שוב לפתחם של בתי־המשפט, במקום שייתכן וניתן להסדיר את הנושא על ידי חקיקה, זאת, באמצעות הסתמכות על מדדים כלכליים המביאים בחשבון את האינטרסים של הנושים מחד, ואת מצבה הכלכלי של החברה והשווי הכלכלי של ההון העצמי שלה, מאידך. מבחנים כאלה יכולים להתבסס על אמידת תזרים המזומנים התפעולי העתידי של הפירמה ואמידת שוויה ההוגן. נדון באפשרות הפעלתם של מבחנים אלו בפרקים הבאים.

הקצאת מניות בפחות מערך הנקוב

החוק החדש (בסעיף 304) עוסק בהקצאת מניות בפחות מערך הנקוב. החוק נידרש לפרקטיקה של היוון סכומים על מנת ליצור מצב של תשלום "מלא" – בגובה הערך הנקוב – בגין המניות. משמע, כדי שחברה תהא רשאית להקצות מניות בפחות מערך הנקוב נדרש כי יהיה לה מספיק הון כך שלאחר ההנפקה סה"כ ההון יהיה לפחות בגובה הערך הנקוב. במידה והוא פחות מהערך הנקוב נדרש אישור בית־משפט. החוק ניצמד לעקרון שימור ההון הנקוב (במקום שקיים) או החשבונאי, תוך הנחה שהנושים מסתמכים על הון זה כ"כרית ביטחון". המציאות הכלכלית מלמדת, כי את הנושים לא בהכרח מעניין ההרכב הפנימי של ההון (ודאי לא ההבחנה בין הון מניות לקרנות), וכי הם מתייחסים להון החשבונאי רק כאל אינדיקציה אחת מיני רבות באמידת הערך הרלוונטי לגביהם – שוויים של נכסי החברה, או ההון הכלכלי שלה. לכן, המבחנים הרלבנטיים צריכים להתייחס ליכולת בעלי המניות לחלק מהון זה.

המחוקק מפרש את הערבות המוגבלת של בעלי המניות בגובה ההון הראשוני שהושקע בפיירמה. זאת, בעוד שהמשמעות הכלכלית היחידה שלה היא שהנושים יכולים להיפרע רק מנכסי החברה. ברור, כי בעל המניות יכול להפסיד את מלוא השקעתו, לרבות הרווחים הצבורים. למעט בנקודת המוצא, בעל המניות חשוף, בדרך כלל, להפסד השונה מהערך הראשוני של השקעתו. גישות המסתמכות על מבחן הרווחים, כפי שנוקט חוק החברות החדש, יוצאות בדרך כלל מנקודת הנחה שהרווחים שייכים לבעלי המניות. אולם, בל נשכח כי הבכורה של בעלי החוב היא גם על רווחי החברה, כך שהמידה שבה אנו יכולים לחלק רווחים לבעלי המניות כפופה לאי פגיעה בבעלי החוב. כשברור שבעלי החוב מסתמכים על רווחי החברה להחזרת חובם – התרת רווחים אלו הניתנים לחלוקה בהכרח מריעה את מצבם של בעלי החוב. לכן, יש ליצור איזון בין הגנת האינטרסים של בעלי החוב לתשואה הלגיטימית של בעלי המניות, תוך ניסיון להתבסס על ערכים כלכליים במידת האפשר.

נראה, כי בכלכלה המודרנית, ובהתחשב בכך שפירמות יכולות להנפיק מניות ללא ערך נקוב, ההגנה לפי הערך הנקוב אינה מהותית. כמו כן, מובן כי כל הנפקה משפרת את מצב הנושים, ולפיכך אין צורך להגן עליהם באשר לגובה הערך הנקוב. הנושא העיקרי, לאור זאת, הוא הסרת מכשול בפני משקיעים לא מתוחכמים, אשר עלולים לטעות ולחשוב שהגנתם המינימלית היא בגובה הערך הנקוב של המניות. אנו סבורים שלשיקול זה אין תוכן כלכלי ממש, מה גם שניתן על ידי החלטה של האסיפה הכללית לשנות את הערך הנקוב של מניות.

3. הזכות לדיבידנד וחלוקת דיבידנד

סעיף 306 (א) לחוק החדש קובע כי זכותו של בעל מניה לדיבידנד או מניות הטבה צומחת רק אם החברה החליטה על כך.

סעיף 307 לחוק החדש קובע, בניגוד להלכה הקיימת, כי בהיעדר סעיף הקובע אחרת בתקנון, ההחלטה על חלוקת דיבידנד תתקבל בדירקטוריון החברה. כלומר, אם תקנון החברה לא קבע אחרת, לא נדרש ההליך של אישור הדיבידנד באסיפה הכללית. יחד עם זאת, רשאית חברה לקבוע בתקנונה כי ההחלטה תתקבל באחת מהדרכים הבאות:

- **“באסיפה הכללית, לאחר שתובא בפניה המלצת הדירקטוריון; האסיפה רשאית לקבל את ההמלצה או להקטין את הסכום אך לא להגדילו.”**
 - **“בדירקטוריון החברה, לאחר שהאסיפה קבעה את סכום החלוקה המירבי.”**
- במקרה שבו האסיפה הכללית קבעה סכום חלוקה מירבי היא הביעה דעתה לגבי המקסימום האפשרי,

- "בדרך אחרת שנקבעה בתקנון, ובלבד שניתנה הזדמנות נאותה לדירקטוריון לקבוע, בטרם תבוצע החלוקה, כי החלוקה אינה חלוקה אסורה."
- משמע, הדירקטוריון והדירקטורים חייבים חובת זהירות ומופקדים על נאותות החלוקה וחוקיותה. נדגיש כי החוק אינו מגדיר מקרים שבהם נדרשת החברה לחלק דיבידנד כהגנה על זכויות חלק מבעלי המניות.

4. רכישה עצמית של מניות

אחד החידושים החשובים בחוק החברות החדש הוא ההתייחסות לרכישה עצמית של מניות בין על ידי החברה ובין באמצעות חברת בת. הסקטור העסקי עשה בשנים האחרונות שימוש נרחב ברכישה עצמית של מניות (באמצעות חברות בנות), בעיקר לנוכח מצב שוק ההון והפעילות הענפה של בעלי ענין. יחד עם זאת, החוקיות של פעולה זו היתה עמומה ולא מוגדרת, ולפיכך לוותה בהיסוס רב. חוק החברות החדש הסדיר נושא זה בכך שהתיר פעולת רכישה עצמית וכן באמצעות חברת בת, וקבע את התנאים לביצוע פעולת רכישה ואת דרך הטיפול בה.

רכישת מניות עצמית או באמצעות חברת בת נתפסת בדרך כלל מבחינה כלכלית כתחליף לחלוקת דיבידנד, אם כי היא עשויה לשרת מטרות כלכליות שונות בתכלית²⁵. בפועל ישנם מצבים בהם נרכשות מניות מחלק בלבד מבעלי המניות. עם זאת רכישת מניות עצמית הינה בעלת המאפיינים הבסיסיים של חלוקת דיבידנד במובן שהתוצאה הכוללת היא הוצאת נכסים מן החברה לבעלי מניותיה, עם מלוא המשמעות המתלוות לכך, לרבות אפשרות פגיעה בנושי החברה.

חוק החברות החדש אימץ גישה מודרנית זו וקבע בסעיף 309(א): "חברה בת או תאגיד אחר בשליטת החברה האם (בסעיף זה – התאגיד הרוכש) רשאים לרכוש מניות של החברה האם באותו היקף שבו החברה האם רשאית לבצע חלוקה, ובלבד שהדירקטוריון של החברה הבת או מנהלי התאגיד הרוכש קבעו כי אם רכישת המניות היתה מתבצעת בידי החברה האם, היתה בגדר חלוקה מותרת."

בסעיף 309(ד) מובהר, כי אם הרכישה מתבצעת על ידי חברה בת הרי חלוקה תהא על פי חלקה של החברה האם בזכויות ההון של התאגיד הרוכש. כלומר, חוק החברות החדש רואה ברכישת מניות עצמית הקטנת הון ומתייחס לפעולה כחלוקה ולאור כך היא נדרשת לעמוד בכללי החלוקה כפי שייקבעו. בנוסף נקבע בסעיף 308: "רכשה חברה מניה ממניותיה, לא תקנה המניה זכויות כלשהן (להלן – מניה רדומה) כל עוד המניה הרדומה היא בבעלות החברה."

25. ראה דיון ב"סוגיות בהחזקת מניות חברה על ידה או על ידי חברה בת שלה" – יצחק סארי ואורי כהן, מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות, דצמבר 1995.

בענין זה ראוי לציין:

- באותם מקרים שבהם הרכישה מתבצעת באמצעות חברת בת, נקודת המבט היא של חברת האם (גוף מאוחד) ועל פי חלק חברת האם בזכויות ההון בבת נידרש לבחון האם החלוקה מותרת או לא. החוק אינו מתייחס לכללי חלוקה בחברת הבת עצמה משמע חברת בת הרוכשת מניות חברת אם – אין רואים את הרכישה כחלוקה בחברת הבת עצמה אלא כרכישת נכס לכל דבר. התייחסות זו אינה נקיה מספקות שכן חברת הבת אמנם משמשת כסוכן (שלוח) של חברת האם לצורך רכישת המניות, אך יחד עם זאת ניתן לטעון כי הפעולה עלולה להיראות כהקטנת ההשקעה של חברת האם בחברת הבת, ולכן יש לעמוד בתנאי החלוקה בחברת הבת במסגרת ההגנה על נושי חברת הבת. מה גם שמדובר בחלוקת נכסי חברת הבת לבעלי מניות חברת האם וחל התנאי הבסיסי של חלוקה, היינו הוצאת נכסי החברה לבעלי מניות חברת האם.
- בחברת בת עם מיעוט חיצוני הבעיה סבוכה. התייחסות רק לחלקה של חברת האם בחברה בעת הרכישה לצורך בחינת החלוקה המותרת מביאה למעשה, למסקנה כי מבחינת המיעוט בחברת בת זו רכישת נכס לכל דבר ולא חלוקה. ממילא, עולה המסקנה כי שינוי בשיעור ההחזקה בחברת בת מביא לשינוי בסכום החלוקה על פני זמן. עליה בשיעור ההחזקה משמעה רכישת מניות חברת האם מהמיעוט ובהתאם חלוקת דיבידנד נוספת, ומאידך, ירידה בשיעור ההחזקה משמעה מכירת מניות החברה האם למיעוט ובהתאם הקטנת חלוקת דיבידנד אשר בוצעה בעבר. גישה זו בעיתית ואינה תואמת תפיסות חשבונאיות וכלכליות מקובלות.
- על פי כללי חשבונאות מקובלים, במרבית המקרים שבהם רואים ברכישת מניות חברת אם על ידי חברת בת כהפחתת הון בחברת האם, גובה ההפחתה הינו מלא (100%) עלות הרכישה גם במקרים שבהם קיים מיעוט בחברת הבת (על פי "שיטת המניות באוצר"). במקרים שבהם למיעוט בבת חלק משמעותי (בעקיפין) בחברת האם, עלות הרכישה המופחתת מההון העצמי בחברת האם היא בגובה חלקה היחסי של חברת האם בבת ("שיטת החלוקה המסורתית", ראה ג"ד 57 של לשכת רואי חשבון).
- הגדרת חברת בת לצורך סעיף זה נשענת על הגדרתה בחוק ניירות ערך: "חברת בת" – חברה אשר חברה אחרת מחזיקה בחמישים אחוזים או יותר מן הערך הנקוב של הון המניות המוצא שלה או מכוח הצבעה שבה או רשאית למנות מחצית או יותר מהדירקטורים או את המנהל הכללי שלה." לכן בהגדרת חברת בת יש לכלול גם חברת נכדה וכיצא בזה חברות המוחזקות במורד שרשרת החזקות, כאשר חברת האם מחזיקה בה את מרבית אמצעי השליטה.
- הגדרת רכישה כוללת במסגרת "חלוקה" גם סיוע לרכישת מניות החברה. הכוונה לסיוע פיננסי הכרוך בהוצאת נכס מן החברה (או פוטנציאל להוצאת נכס). כפי הנראה, הכוונה למקרים שבהם המניות הנרכשות מהוות בטוחה עיקרית לסיוע הפיננסי ואין ביטחונות נוספים²⁶. אם כך, עם תשלום ההלוואה נוצר דיבידנד שלילי ועלולה להידרש פנקסנות נפרדת מהדוחות הכספיים של רווחים מותרים לחלוקה.

26. ראה דיון בענין זה ע"א 486/69 קמחי נ' בנק י' לי פויכטונגר, פ"ד כד(1) 527.

במקרה זה אין מנוס מלצרף פירוט לדו"ח הדירקטוריון אשר יציין מהם העודפים הניתנים לחלוקה כדיבידנד, במידה שהם שונים מהעודפים הנמדדים על פי כללי חשבונאות מקובלים. כמו כן, מבחינה דינמית לא ברור מהו הסכום אותו יש להפחית לאורך חיי ההלוואה (לפי תנאי ההלוואה, לפי שווי המניות אשר החברה סייעה ברכישתן וכדומה).

- חוק החברות החדש רואה בכל רכישה עצמית חלוקת דיבידנד ואינו מתייחס למקרה שבו הרכישה אינה מהותית, ו/או מהווה חלק מהתיק למסחר ולפיכך מוחזקת לתקופה קצרה. בתנאים מיוחדים אלה איפשר גילוי דעת 57 של לשכת רואי חשבון בישראל לראות את המניות שנרכשו כהשקעה (נכס) ולא כהפחתת הון.

- הסעיף מתייחס גם לרכישה עצמית של אג"ח הניתנות להמרה למניות או אופציות אותם הנפיקה החברה.

מבחינה כלכלית וחשבונאית איגרות חוב נתנות להמרה עשויות להיחשב – על פי התנהגות המניה והריבית – לעיתים כאיגרות חוב ולעיתים כמניה. לכן, נדרש כי התייחסות החוק תיגזר מהתוכן הכלכלי של איגרת החוב במועד רכישתה²⁷. במידה והאג"ח להמרה נרכש בשעה שתוכנו הכלכלי דמה לאיגרת חוב, ברי שאין מקום לראות ברכישה חלוקה אלא פדיון חוב. מאידך, במידה והאג"ח להמרה נרכש בשעה שתוכנו הכלכלי דמה למניה, הרי שיש מקום לראות בכך רכישה וחלוקה בהתאם. ההתייחסות הדואלית לאג"ח להמרה מוצאת ביטוי גם בגילויי הדעת של לשכת רואי חשבון בישראל. על פי גילוי דעת 53, במקרה שבו האג"ח להמרה נסחר במסלול המנתי כהגדרת גילוי הדעת, יש מקום לראות בו סעיף מעין הוני ובהתאם רכישתו תסופל כחלוקה, מעת בו הפך לכזה (קרי ביום הרכישה או החל מהיום בו סבירות ההמרה הפכה לגבוהה).

- נושא נוסף אשר לא זכה להתייחסות מפורטת בחוק החדש הוא רכישת חברת בת אשר במועד רכישתה מחזיקה מניות חברת אם. החוק באנגליה אשר דן בנושא זה לא ראה מניעה לאפשרות רכישה זו. נוסח חוק החברות החדש מביא למסקנה שיש לראות בפעולה זו רכישת מניות חברת בת וסימולטנית חלוקת דיבידנד בספרי החברה הרוכשת.

- סעיף 309 (ג) דן בסנקציה במקרה שהרכישה העצמית לא עמדה בתנאי החלוקה. סעיף זה ידון בנפרד עם הסנקציות הכלליות של חלוקה אסורה.

עד כה עסקנו בטיפול הראוי בפעולת רכישה העצמית או רכישה באמצעות חברת בת של מניות חברת האם. בנוסף, החוק החדש קובע את מעמד המניות לאחר הרכישה. סעיף 308 קובע: "רכשה חברה מניה ממניותיה, לא תקנה המניה **זכויות כלשהן** (להלן מניה רדומה) כל עוד המניה הרדומה היא בבעלות החברה."

27. שאלה נפרדת היא כיצד להתייחס לאג"ח לאחר רכישתו, כאג"ח שנפדה או אג"ח אשר ניתן להנפקה מחדש. ולאור כך, כיצד להתייחס לאג"ח במידה ואופיו משתנה במשך תקופת החזקתו על ידי החברה.

בסעיף 309(ב) נקבע כלל דומה לגבי רכישה באמצעות חברת בת: "נרכשה מניה של חברת אם בידי חברת בת או בידי התאגיד הרוכש, לא תקנה המניה זכויות הצבעה, כל עוד המניה בבעלות החברה הבת או התאגיד הרוכש." (ההדגשה לא במקור)

בפני המחוקק עמדה האפשרות לבטל מניות שנרכשו, ואז לא היתה החברה רשאית לחזור ולמכור אותן, אלא רק להנפיק מניות חדשות – פעולה המחייבת פרסום תשקיף בחברות ציבוריות. האפשרות האחרת שבה בחר המחוקק – היא לאפשר לחברה למכור את המניות באופן חופשי, ויחד עם זאת, בתקופה שבה מוחזקות המניות כאמור, לבטל את כל הזכויות הצמודות להן, ולהפוך אותן למניות "רדומות". עם מכירת המניות לצד ג' מושבות להן הזכויות.

נשים לב, כי העובדה שהמחוקק כרך בכפיפה אחת רכישת מניות עצמית (על ידי חברת האם) עם מניות חברת בת שבה אפשרי גם קיום מיעוט חיצוני, יצרה בעיות אינספור. כאמור, העובדה כי רכישת המניות בחברת בת היא חלוקה בחברה האם בלבד ולא בבת, משמעה ראיית הפעולה כרכישת נכס "רגיל" ברמת חברת הבת, כלומר רכישה אשר לא נדרש שתעמוד בדרישות חלוקה בחברת הבת.

המחוקק רואה במניות שנרכשו ברכישה עצמית מניות רדומות ללא כל זכויות בהצבעה או לדיבידנד, בעוד שברכישת מניות באמצעות חברת בת נשללו ממניות אלה זכויות ההצבעה בלבד ונותרו הזכויות הרכושיות ובכלל זה הזכות לדיבידנד. שלילת זכויות ההצבעה ממניות חברת אם המוחזקות בבת בא למנוע מצב של צירוף זכויות אלה לזכויות של בעל השליטה בחברת האם, אשר שולט, כמובן, גם בזכויות ההצבעה המוחזקות על ידי חברת הבת, על אף שאלו נרכשו גם מכספי המיעוט. לכאורה מדובר בהגנה על המיעוט בחברת האם, אך גישה זו עלולה ליצור גם פגיעה במיעוט בחברת הבת.

עקב השינוי במעמד מניות חברה אם שנרכשו על ידי חברת בת נדרשה הוראת מעבר בחוק החדש לגבי מניות המוחזקות ביום תחילת החוק כדלקמן (סעיף 369 לחוק):

"א. אין בהוראת סעיף 309(ב) כדי לשנות מזכויות ההצבעה מכח מניות בחברה אם שרכשה חברה בת או שרכש תאגיד אחר בשליטת החברה האם לפני תחילתו של חוק זה, ככל שזכויות הצבעה אלה היו מוקנות להם לפי דין.

ב. נרכשו מניות כאמור בסעיף קטן (א) ולאחר תחילתו של חוק זה רכשה חברה בת או תאגיד אחר בשליטת החברה האם מניות נוספות מאותו הסוג ולאחר מכן נמכרו חלק מהמניות, יראו, לענין זכויות ההצבעה מכוח המניות שנותרו, כאילו נמכרו תחילה המניות שנרכשו לאחר תחילתו של חוק זה."

כאמור, מספר רב של חברות במשק רכשו מניותיהם באמצעות חברת בת. הוראת המעבר אינה משנה זכויות מניות אלה תוך קביעת כללי זיהוי וטיפול שונה למניות האמורות ומניות חדשות שירכשו. בנוסף, החוק אינו רואה במניות חברת אם המוחזקות על ידי חברת בת ערב שינוי החוק הקטנת רווחים ראויים לחלוקה במתכונת שנקבעה בחוק החדש.

גישת המחוקק ביחס למניות שנרכשו ברכישה עצמית בתקופת ההחזקה אינה תואמת בהכרח את הגישה החשבונאית ו/או המיסויית ביחס למניות אלה. גילויי הדעת של לשכת רואי חשבון בישראל וכן הוראות של גופי תקינה החשבונאיים החשובים בעולם לא טיפלו ישירות באופי הנכס בספרי חברת הבת, ולפיכך הגישה החשבונאית רואה במניות שנרכשו באמצעות חברת בת נכס לכל דבר מבחינת הזכויות לרווחים ודיבידנד. גילוי דעת 57 של לשכת רואי חשבון בישראל דן בנושא חלוקת הרווחים בין בעלי המניות החברה האם למיעוט בחברת הבת במסגרת ספרי חברת האם בלבד. הכלל הבסיסי שניקבע הינו ראיית חברת הבת כשלוח (סוכן) של חברת האם, והצגת המניות שנרכשו על פי "שיטת המניות באוצר" (Stock Treasury Method). לאור זאת, למיעוט בחברת הבת לא ניתן חלק ברווחי חברת האם זאת, על אף החזקתו העקיפה, הרווח במלואו מיוחס רק לבעלי המניות החברה האם. כחריג נקבע, כי כאשר חלקו של המיעוט בחברת הבת בזכויות ההון בחברת האם עולה על 10%, תישם "שיטת החלוקה המסורתית" ("Reciprocal Method", או "Traditional Allocation Method"), שלפיה ייזקף חלקו של המיעוט בחברת הבת ברווחי חברת האם גם בדו"ח הכספי של חברת האם, לא כל שכן בדו"ח חברת הבת המחזיקה במניות חברת האם.

כאמור, מאחר שלא נקבעו כללים חשבונאיים מיוחדים לטיפול בהשקעה בספרי חברת הבת, דרך הטיפול תיקבע על פי הכללים החשבונאיים המקובלים לטיפול בהשקעה במניות על פי אופיין, לרבות הצגת ההשקעה לפי עלותה המותאמת במקרים שבהם היא השקעה אשר אינה סחירה ואינה מקנה "השפעה מהותית" לחברת הבת בחברת האם, הצגה על פי שווי השוק במקרים שבהם ההשקעה כאמור סחירה, או הצגה על פי שיטת השווי המאזני וזקיפת חלקה ברווחי חברת האם במקרים שבהם לחברת הבת "השפעה מהותית" על חברת האם. מקרים מהסוג האחרון כרוכים בסוגיות מושגיות נוספות הקשורות במידת השפעת המיעוט בחברת הבת על חברת האם, ובעיקר: כיצד לחברת הבת יכולה להיות השפעה מהותית על חברה אשר שולטת בה ומכוננת את צעדיה? [לדין מפורט ראה: סוארי וכהן (1995)]

התפיסה החשבונאית למניות שנרכשו ברכישה עצמית שונה מהתפיסה שאותה הציג המחוקק גם בענין סיווג ההפחתה – הנוצרת כתוצאה מרכישת מניות עצמית – בין סעיפי ההון השונים. כאשר הוחלט לראות ברכישת מניות עצמית, (או באמצעות חברת בת) משום הפחתת הון, קיימות בחשבונאות שתי שיטות מיון פנימי מקובלות:

א. **שיטת העלות** ("Cost Method") המתייחסת לרכישת מניות באוצר ולמכירתן כפעולה אחת. על פי שיטת העלות, מנוכה עלות המניות באוצר מקבוצת ההון העצמי בכללותה. הנפקה (מכירה) מחדש תבטא בביטול יחסי של הפחתת ההון האמורה וזקיפת ההפרשים בין התמורה לעלות המניות באוצר לקרנות הון (פרמייה על מניות).

ב. **שיטת הערך הנקוב** ("Par Value Method") המתייחסת לרכישת מניות באוצר ולמכירתן כשתי פעולות נפרדות: האחת מהווה פדיון הון, ולפיכך יבוטלו הון המניות והפרמיה המתייחסים למניות הספציפיות שנקנו. הפרשים בין עלות המניות באוצר ובין תמורה הנפקה המקורית יזקפו לפרמיה על מניות. במידה שעלות המניות באוצר גבוהה מהתמורה המקורית, יופחת ההפרש מהעודפים שנצברו. הפעולה השניה, מכירת המניות באוצר, תהווה על פי גישה זו הנפקת מניות לכל דבר.

נציין כי סוארי וכהן (1995) מצאו כי השיטה הראשונה הינה המקובלת בדיווח כספי בישראל, ככל הנראה משום שהיא נוחה יותר מבחינת בעלי המניות, מאחר שאינה מקטינה ישירות את הרווחים הראויים לחלוקה. עם זאת, שימוש בשיטה עלול להביא לאבסורד, שלפיו כתוצאה מרכישת מניות עצמית נוצר גירעון בהון העצמי, אולם עדיין קיימים עודפים לחלוקה.

חוק החברות החדש עשוי לשנות, למעשה, את הכלל החשבונאי הנקוט בישראל ויחייב הפחתה של עלות המניות שנרכשו מהעודפים בלבד (חלוקה).

הגדרת עודפים בנושא של מימון רכישת מניות במישרין או בעקיפין בעיתית כפל מונים בהקשר זה. נאמר שהחברה ערבה להלוואה שנתן בנק לרכישת מניות החברה (נאמר בהנפקה לעובדי החברה). על פי הגדרת רכישה, ערבות זו תוגדר כחלוקה ונידרש להורידה מהעודפים כל עוד היא קיימת (בגובה ההלוואה). מבלי להיכנס לסוגיה אם אכן פעולה זו מהווה חלוקה, הרי נידרשת כאן פנקסנות נמשכת לשם מעקב אחר העודפים המותרים לחלוקה לצורך חוק החברות, וזאת בהתבסס על פעולות אשר אינן מופיעות כלל במאזן החברה. מעבר לכך, נדרש לקבוע את הדינמיקה והסכומים אשר צריך להפחית מהרווח המותר לחלוקה בשנים מאוחרות על פי גובה ההלוואה או שווי המניה הממומנת.

גם גישת מס הכנסה להחזקת מניות עצמית או באמצעות חברת בת אינה מוגדרת ואינה חד משמעית. כפי הנראה, הפקודה רואה במניות אלה מניות קיימות לכל דבר וחלים עליהם כללי המיסוי של החזקת ניירות ערך. בהתאם, כפי הנראה הפקודה רואה במימוש המניות משום מכירה ולא הנפקה חדשה של מניות.

לסיכום, נראה כי המחוקק צעד צעד גדול קדימה בהתייחסות מפורשת לאפשרות רכישת מניות עצמית

או באמצעות חברת בת וכן למימון רכישה. כמו כן, הטיפול המוצע ברכישה עצמית כחלוקת דיבידנד תואם את תפיסת החוק. הגישה בחוק החברות החדש לתקופת ההחזקה ולמכירה (הנפקה) מתאימה למקרים שבהם מדובר ברכישה עצמית או באמצעות חברת בת בשליטה מלאה, אך אינם מתאימים למקרים של רכישה באמצעות חברה בת שלא בהחזקה מלאה (כאשר קיים מיעוט חיצוני בבת). בנוסף, הכללת מימון, במישרין או בעקיפין, בהגדרת רכישה עלולה ליצור קושי ממשי ביישום מבחן הרווח.

5. חלוקה אסורה

חלוקה אסורה אינה מוגדרת מפורשות בחוק, והינה חלוקה בניגוד להוראות החוק. חוק החברות התשנ"ט-1999 קובע את הסנקציות לביצוע חלוקה אסורה. הסנקציות חלות על בעלי המניות, הדירקטורים ועל רואי החשבון במסגרת אחריותם המקצועית. סעיף 310 קובע, כי על בעל מניות להשיב לחברה את שקיבל, זולת אם לא ידע ולא היה עליו לדעת שהחלוקה שבוצעה אסורה. בנוסף קובע הסעיף שבעל מניות בחברה ציבורית אשר אינו דירקטור, מנהל כללי או בעל השליטה (נשים לב כי אין התייחסות לבעל ענין בחברה) חזקה עליו שלא ידע ולא היה עליו לדעת כי חלוקה שבוצעה היא חלוקה אסורה.

משמע, החוק עורך הבחנה בין בעל מניות בחברה פרטית, אשר נקודת המוצא הינה כי היה אמור לדעת אם החלוקה אסורה, לבין בעל מניות בחברה ציבורית, אשר על פניו לא אמור לדעת אם החלוקה אסורה, אלא אם כן יוכח אחרת. הסנקציה בהשבה כוללת למעשה שני מרכיבים. אם החלוקה אסורה, משמע שבעל המניות קיבל טובת הנאה על חשבון נושי החברה, ובנוסף, הופרו הוראות החוק בעצם ביצוע החלוקה. החוק כורך שני המרכיבים גם יחד ומחייב השבה רק במידה שבעל המניות היה "שותף" לחלוקה האסורה. ראוי עם זאת לזכור, כי בחינה של חלוקה כאסורה או מותרת תתבצע כפי הנראה בדיעבד, ובדרך כלל במצב שבו החברה אינה עומדת בהתחייבויותיה כלפי נושיה, כך שבמקרים כגון אלה סביר, כי כל חלוקה היא על חשבון בעלי החוב.

סעיף 311 דן באחריות דירקטורים לחלוקה אסורה ורואה בדירקטור כמי שהפר חובת האמונים שלו לחברה אלא אם כן הוכיח אחד מאלה:

- התנגד לחלוקה האסורה.
- הסתמך בתום לב ובאופן סביר על מידע מטעה.
- בנסיבות הענין לא ידע או לא היה עליו לדעת על החלוקה.

בהתאם להגדרת תכלית החברה כפי שדנו בה לעיל, החוק רואה בדירקטורים אחראים לטובת החברה במובן הרחב של המושג, לרבות טובת בעלי חוב. החוק מטיל אחריות עיקרית על הדירקטורים מהטעם

הפשוט שהחלטה על גובה החלוקה ניתנת לשיקול דעת הדירקטוריון, אף מעבר לשיקול הדעת של האסיפה הכללית המייצגת, בהגדרה, את בעלי המניות. יחד עם זאת, המחוקק היה ער לכך שבידי הדירקטוריון כלים מועטים להתמודד עם התנאים לחלוקה מותרת, ובעיקר הצורך לקבוע את כושר הפירעון של חבויות החברה בהגיע מועד פירעון. ההקלות שאותן עושה המחוקק הן מזעריות ואינן מהוות הגנה מספקת לשיקול דעת. נראה, כי הסנקציה הכבדה של הפרת אמונים תרתיע בעתיד דירקטורים מאישור חלוקת דיבידנד בהיקף נכבד. מה גם שאין בפניהם כל סנקציה על אי חלוקת דיבידנד.

נציין עוד את הסנקציה ברכישת מניות עצמית או באמצעות חברת בת [סעיף 309 (ב)]. במקרה של חלוקה (רכישה) אסורה תתבצע ההשבה לחברת הבת או לתאגיד הרוכש כנגד השבת המניות לבעל המניות. במקרה שבו בחברת הבת מיעוט חיצוני, הרי החלוקה האסורה או המותרת על פי תפיסת החוק היא רק על פי חלקה של חברת האם בזכויות ההון (המיעוט רכש נכס). אם כך, ההשבה אמורה להיות על פי שיעור ההחזקה של חברת האם.

מכאן שאם חברת האם מחזיקה ב־60% ממניות חברת הבת אשר רכשה מניות של חברת האם, ובבדיקה נמצא כי הרכישה מהווה חלוקה אסורה בספרי חברת האם, הרי נדרש להשיב חלקה של חברת האם, משמע 60% מהרכישה, בעוד 40% מסכום הרכישה נותר כנכס בחברת הבת. עם זאת, לחברת האם 60% גם בנכס זה, ולכן ההשבה לא בוצעה במלואה, ולמעשה לא ניתנת לביצוע כראוי. נראה שהטיפול הלא עקבי בחלקה של חברת האם וזכויות המיעוט בבת, לרבות אי דרישה כי החלוקה תהיה מותרת בחברת הבת, יצר חוסר עקביות בחוק. נראה כי היה מקום לקבוע שמלוא הרכישה מהווה חלוקה הן בחברת הבת והן בחברת האם (בדומה לטיפול החשבונאי).

בנוסף, קובע סעיף 309 כי על הדירקטורים בחברת הבת והמנהלים בתאגיד הרוכש יחולו הסנקציות בחלוקה אסורה, למעט אם דירקטוריון החברה האם קבע כי החלוקה מותרת, ואז תחול האחריות על הדירקטורים בחברת האם.

6. הנפקת מניות בנות פדיון

האפשרות להנפיק מניות בנות פדיון בחוק החברות החדש מהווה חידוש בשל האפשרות לעצב את הזכויות הרכושיות של ניירות ערך כאלה באופן המזכיר את התכונות המאפיינות מניות רגילות. גם בעבר חברה היתה חופשית להנפיק סוגים שונים של ניירות ערך בני פדיון, והיתה חופשית לשתף בעלי ניירות ערך אלה ברווחים. כמו כן, ניתנה גם בעבר אפשרות לחברה להנפיק מניות בעלות זכויות הצבעה (מניות בכורה) ניתנות לפדיון.

החידוש בחוק הוא בכך, שהפדיון לא כפוף למקור החלוקה, שניירות הערך בני הפדיון יכולים להיות מעוצבים כמניות רגילות לכל דבר וכי חברה אינה מנועה בחוק מלהתאגד עם מניות בנות פדיון בלבד – כלומר ללא הון כלל.

היינו, המחוקק מאפשר יצירת חברות שבהן הפחתת ההון מוסדרת במסגרת כללי המשחק של השוק החופשי, בעוד דיבידנד כפוף לתנאי חלוקה. כונת המחוקק על פי דברי ההסבר, הינה ליצור מכשיר אשר לא יהיה כפוף לעקרונ שמירת ההון הראשוני – היינו יאפשר את החזר ההון שהשקיעו בעלי המניות בפירמה, במהלך פעילותה השוטפת. המחוקק לא מגביל החזר זה בשום תנאי (כגון סולבנטיות אקוויטבילית וכיוצא בזה), ולכן מותר את סדר הקדימויות להסדרים פרטניים בין הנושים לפירמה. כיוון שעקרונ סדר הקדימויות הוא תנאי כלכלי בסיסי להסדרת היחסים בין הנושים לבעלי המניות (ראה הדיון בנושא זה בפרק ההיבטים הכלכליים של חלוקת דיבידנד וב־ (Fama and Jensen (1983b)), הרי שהמחוקק נקט בצעד ליברלי בקביעתו הנ"ל בענין זה. כמובן שבפני הנושים הנפגעים מהתנהגות בעלי מניות עומדת אפשרות הרמת המסך המוסדרת בחוק החדש.

סעיף 312 (ד) מונע הכללתם של ניירות ערך בני פדיון בהון העצמי של החברה. ומכיר בכך שניירות ערך בני פדיון, מעצם הגדרתם, אינם חלק מההון העצמי של החברה. החוק מאפשר להצמיד למניות בנות פדיון זכויות הצבעה וזכות השתתפות ברווחים ובכך לתת להם מאפיינים של מניות רגילות. עם זאת ראוי לזכור בחברות ציבוריות את תחולת תיקון 11 לחוק ניירות ערך. שם, כאמור, ניקבע כי הנפקת ניירות ערך בני פדיון עם זכויות הצבעה נחותות יחד עם מניות רגילות אינה אפשרית. יחד עם זאת, במידה שתבוצע הנפקה כזו, של מניות בנות פדיון בלבד, הרי הגבול הדק בין הון להתחייבות מיטשטש וכללי שמירת ההון עלולים להיות מופרים.

בהוראת מעבר קבע חוק החברות התשנ"ט–1999 בסעיף 313, כי מניות פדיון שהוקצו בהתאם לסעיף 141 לפקודת החברות ייחשבו חלק מהונה של החברה, וניתן יהיה לפדותן רק בכפוף להוראות שנקבעו בפרק "שמירת ההון וחלוקה". ראוי להדגיש, כי החוק ביטל אפשרות שהייתה קיימת בעבר לפדות הון באמצעות תקבולים מהנפקה חדשה [סעיף 141 לפקודת החברות (נוסח חדש) התשמ"ג–1983].

7. נושאים נוספים בחוק החברות התשנ"ט–1999

• **השפעת כללי החשבונאות** המחוקק נימנע לחלוטין מלהתערב בקביעת הרווחים הראויים לחלוקה ומותר זאת בלעדית לקביעת כללי החשבונאות המקובלים. נציין, כי הסכמי הלוואה רבים מספקים הגנה למלווה מפני מצב שבו כללי החשבונאות משתנים לרעתו על ידי הכללת סעיף הידוע בכינוי "Fixed GAAP", המנטרל השפעתם של שינויים בכללי החשבונאות על הפרמטרים עליהם הסתמכו נותני האשראי בעת מתן הלוואה. מובן שהסדר כזה אפשרי בהסכמים פרטניים, אך אינו אפשרי ליישום בחוק המתייחס להתחייבויות הנוצרות בעיתוי שונה.

• **דוקטרינת ההדחיה (סבורדיניציה) וחלוקת דיבידנד** קיימים מקרים שבהם בעל מניות הוא גם בעל חוב של החברה. לפיכך עשוי להתעורר מצב שבו, על פי עקרון הסולבנטיות, יהיה בעל המניות מנוע מחלוקת דיבידנד מחשש סיכון חובו. אפשרות הרמת המסך (ראה סעיף 6 לחוק) אינה פוגמת באפשרות ההדחיה (סבורדיניציה), אשר מכוחה מוסמך ביתהמשפט לדרות הלוואות בעלים לעומת התחייבויות חיצוניות.

• **חברה פרטית מול חברה ציבורית** החוק מבחין בין חברה ציבורית, שהציעה את מניותיה לציבור על פי תשקיף, לבין חברה פרטית, אולם להבחנה זו אין בדרך כלל השלכה על נושא חלוקת דיבידנד למעט בסעיף 310 (ב), הפוטר בעל מניות בחברה ציבורית מאחריות בדבר חלוקה אסורה, למעט אם הוכח שידע או היה עליו לדעת על החלוקה האסורה.

בנוסף, החוק דורש כי קביעת הרווח לצורך חלוקה מותרת יהיה – הן בחברה ציבורית והן בחברה פרטית – על פי דוחות מותאמים לאינפלציה. על פי נקודת מוצא שלפיה מגבלות טכניות אינן מהוות תחליף למדידה מתאימה של רווח דרש החוק כי גם חברות פרטיות יעמדו בכללי חלוקה על פי דוחות מותאמים לאינפלציה. במסגרת התייחסותו לבעיות יישום אפשריות התיר החוק לשר המשפטים לקבוע כללים נפרדים לתיאום הדוחות של חברות פרטיות.

נראה, כי טוב עשה המחוקק הישראלי בכך שלא קבע כללים שונים לחלוקה בחברות פרטיות ובחברות ציבוריות, בניגוד למחוקק האנגלי, אשר החיל הקלות מסוימות על חברות פרטיות. קיומה של בעית הסוכן (הנציג) בחברות ציבוריות וקיומה של בקרה מצד השוק מטים את הכף לכיוון של הגמשה מסויימת לטובת חלוקת דיבידנד בחברות ציבוריות. עם זאת, באופן טבעי בחברה ציבורית קיים אינטרס רחב יותר מההיבט המקרו-כלכלי להגנה על התשתית הסולבנטית של הפירמות. לפיכך, נראה כי ניתן להשלים עם ההנחה שגורמים אלו מאזנים זה את זה ואין צורך בקביעת דין שונה לחברות פרטיות ולחברות ציבוריות.

חלוקת דיבידנד על ידי תאגידים בנקאיים

1. מבחן הלימות ההון ומבחן הסולבנטיות

נושא שמירת ההון בבנקים מקבל מימד נוסף עקב ההנחיות בתחום הלימות ההון אשר אושרו על ידי גופי הפיקוח הבינלאומיים ורשויות הפיקוח המקומיות. ביולי 1988 פירסמה ועדת באזל – גוף שהוקם על מנת לבחון נושאי פיקוח והסדרה של הפעילות הבנקאית בשווקים הבינלאומיים – את כללי הלימות ההון לבנקים במסגרת מסמך הקרוי "הסכם באזל" (Basel Agreement), שהוא מעין אמנה בין גופי הפיקוח במדינות החברות בוועדה. הכללים קבעו רמה מינימלית של הון אשר בנק נדרש לשמור כנגד סך הנכסים המשוקללים על פי סיכון (לרבות סעיפים חוץ מאזניים). רמה ראשונית זו נקבעה בשיעור 8%. כללי הלימות ההון שרירותיים בקביעות מסוימות, אך מייצגים תפיסת עקרונות של שימור ההון במספר נושאים חדשניים, וכתוצאה מכך ההגנה על הנושים (במקרה של בנקים מדובר בין היתר בציבור רחב של מפקידים) הינה קפדנית יותר, באופן המחזק את השמירה על יציבות הבנק (סולבנטיות). הנושאים הכלולים: ההתייחסות להרכב השונה של ה"הון" – הכללים מכירים בכך שהמקורות העצמיים של הבנק שונים במבנה החוקי והכלכלי שלהם ומבחינת זמינותם לבנק, ולכן קבעו מספר שכבות של הון: הון ראשוני (Tier 1), הון משני (Tier 2) ובכללים העדכניים מדובר גם על Tier 3. כך, הון המניות הנפרע והפרמיה כלולים בשכבה הבסיסית, בעוד שאיגרות חוב נדחות, הפרשה כללית לחובות מסופקים והלוואות בעלי שליטה, בתנאים מסויימים, כלולות בשכבה שנייה. אלמנטים נוספים המייחדים את הכללים הללו הם: הכללת זכויות מיעוט, ניכוי מההון של מוניטין והשקעה באקוויטי של גופים לא בנקאיים.

שמירת ההון מתייחסת לסיכון הגלום בנכסי הבנק ובסעיפים חוץ מאזניים וקובעת כי ההון הנדרש לשמירה על יציבותו יעלה עם גידול בהיקפי העסקים וכן עם גידול בסיכון. הכללים הבסיסיים משנת 1988 אמנם קבעו את משקלות הסיכון ביחס לסיכוני האשראי של התאגיד הבנקאי, וכן בשנת 1993 פורסמו הנחיות נוספות אשר מתייחסות לסיכוני הריבית וסיכוני השוק, ומאמצים נוספים נעשים על מנת לכלול את סיכוני התפעול והסיכונים האחרים כדי להגיע לבסיס אינטגרטיבי של הסיכונים הבנקאיים.

הסכם באזל זכה לתמיכה בינלאומית רחבה ואומץ על ידי גופי הפיקוח בארה"ב, באירופה ויפן, ועקרונותיו אומצו גם על ידי המפקח על הבנקים בישראל. הקהילה האירופאית כללה את עקרונות הלימות ההון בשלוש דירקטיבות: "Solvency Ratio Directive", "Own Fund Directive" משנת 1989 ו-"Capital Adequacy Directive" משנת 1993. העקרונות שקבעה ה-EC חופפים במידה רבה את הכללים שנקבעו בהסכם באזל.

אמידת הסיכונים בהתאם לכללים הקיימים מהווה שלב ראשוני, כאשר המגמה הולכת לקראת הכללת מגוון רחב יותר של סיכונים ועידון האומדנים הקיימים. עם זאת, יש מקום לבחינה של התפיסה בבסיס הנחיות הלימות ההון, כפי שהיא משתקפת בפרסומים עדכניים ביותר, כאשר אין לשכוח שמרכז הדין שלנו הוא ההשלכות שיש לכללי הלימות ההון ושימור ההון על נושא חלוקת דיבידנד. נקודת המוצא של הכללים היא ראיית ההון ככרית לספיגת הפסדים, על כך אין חולק. החידוש הוא בכך שהכרית היא דיפרנציאלית, בהתאם לסוג ולהיקף הסיכונים שהפירמה הבנקאית נוטלת על עצמה. אין עוררין שהבחנה זו דרושה על מנת להקנות הגנה סבירה יותר לנושים, זאת משום שהיא מתייחסת לצד הנכסים ולא רק למבנה המקורות של הפירמה. עם זאת נשאלת השאלה האם זהו המבחן הכלכלי הראוי לאמוד את הסולבנטיות של הפירמה?

המבחן הוא מאזני, דהיינו נכון לתקופת זמן מסוימת, ואינו מכיל אינפורמציה בדבר עיתוי מימוש הסיכונים האפשריים. נושא העיתוי עשוי להיות קריטי לשאלת יציבות הפירמה הבנקאית. בנוסף, המצאי המאזני נמדד על בסיס הגדרות ומוסכמות חוקיות וחשבונאיות (כמו למשל הגדרת ההון ומדידת הנכסים), אשר לא תמיד מייצגות את המהות הכלכלית. בנוסף, האומדנים הינם בדרך כלל שרירותיים ואינם משקפים בהכרח את הסיכון הכלכלי, למשל אשראי לציבור משוקלל בשיעור של 100%, סיכון בלי תלות בכושר הפירעון או הביטחונות של החייב.

לסיכום, מבחן הלימות ההון מספק אינדיקציה מסוימת, אך לא מספיקה, לקביעת סולבנטיות הפירמה והוא אינו נותן מענה לאמידת הנזילות של הפירמה. בלבשו הקיים מדד הלימות ההון הוא שרירותי ומתעלם מהזרימה העתידית של ערכים (רווחים, תזרים מזומנים) לפירמה, אך כאמור נושאים אלה הושלמו מאוחר יותר.

האם בנק העומד בדרישות הלימות ההון לאחר חלוקת דיבידנד יכול לטעון כי הוא עומד במבחן הסולבנטיות המופיע בחוק?

לדעתנו, התשובה אינה בהכרח חיובית. גם במקרה של עמידה בדרישות הלימות ההון, על הבנק לערוך מבחנים נוספים, כגון מבחן תזרים מזומנים התומך ביכולתו לפרוע את חובותיו בהגיע מועד פירעונם. הניסיון בעולם מראה על מספר רב של בנקים (באיטליה וסקנדינביה לדוגמה), אשר עמדו בכללי הלימות ההון בסמוך לפשיטת רגל.

2. הגבלות על חלוקת דיבידנד – הגנות המפקח על הבנקים בישראל

הוראות ניהול בנקאי תקיין לתאגידים בנקאיים בישראל, המתפרסמות על ידי המפקח על הבנקים, קובעות את ההוראות הבאות בדבר חלוקת דיבידנד:

1. מבחן הרווחים הראויים לחלוקה - "תאגיד בנקאי לא יחלק דיבידנד במזומן בסכום העולה על יתרת העודפים (בניכוי הפרשים בחובה, הנובעים מתרגום דוחות כספיים של יחידות אוטונומיות בחו"ל), הכול לפי הדו"ח הכספי המותאם להשפעת האינפלציה או לפי הדו"ח הכספי הנומינלי, לפי הנמוך שבהם."

2. קרנות הון – "תאגיד בנקאי לא יחלק דיבידנד במזומן מתוך קרנות הון או מתוך הפרשים בזכות הנובעים מתרגום דוחות כספיים של יחידות אוטונומיות בחו"ל."

3. מבחן הנזילות – "בנוסף לאמור לעיל, בבואו להחליט על חלוקת דיבידנד במזומן, על הדירקטוריון של תאגיד בנקאי לשקול אם מצב הנזילות של התאגיד מצדיק חלוקת דיבידנד. בכל מקרה תאגיד בנקאי לא יחלק דיבידנד אם בדוח הכספי המותאם להשפעת האינפלציה הנכסים הלא כספיים עולים על הונו המותאם או חלוקת הדיבידנד המוצעת תגרום למצב האמור."

מבחן העודפים ומבחן הנזילות נקבעו כקריטריונים לחלוקת דיבידנד, ובולט היעדרו של מבחן הסולבנטיות. אחד ההסברים לכך עשוי להיות ההסתמכות הסמויה על מבחן הלימות ההון והוראות ניהול בנקאי אחרות אשר נועדו לשמור על יציבות הבנק. מבחן הלימות ההון, כאמור, אינו מחליף את מבחן הסולבנטיות, בפרט במתכונת המתייחסת בהוראות המפקח על הבנקים, שלפיה משקלות הסיכון הן נגזרות של סיכון אשראי בלבד.

המפקח על הבנקים אינו מפרט נוסחאות ספציפיות המגדירות נזילות, אלא קובע את העיקרון אשר נגזרותיו כפופות לנסיבות הכלכליות הספציפיות ומדגיש את אחריות הדירקטוריון ביחס ליישום העיקרון האמור, בהתאם לנסיבות הכלכליות העומדות לפניו.

בעניין הנזילות, טבעי כי מבחן תזרים המזומנים העתידי דומיננטי למבחנים אחרים, בפרט המבחן המאזני, ותואם את שיקול הדעת הניתן לדירקטוריון.

המפקח על הבנקים מונע חלוקת דיבידנד במידה שהנכסים הלא כספיים של התאגיד ממומנים או ימומנו לא על ידי ההון העצמי. נציין כי הגדרת נכסים לא כספיים אינה מתייחסת לגיול אותם נכסים (כך למשל הוצאות מראש לטווח קצר הן נכס לא כספי). כמו כן, המגבלה אינה מתייחסת לגיול ההתייבוי העומדות מול הנכס הלא כספי ולכן אינה מעידה בהכרח על נזילות.

מבחן העודפים שקבע המפקח על הבנקים מעלה שתי נקודות מענינות: האחת, בהתייחס לחלוקת דיבידנד מרווח מתואם או נומינלי לפי הנמוך שבהם, והשנייה, בהתייחס לחלוקת דיבידנד מהפרשי תרגום של חברות אוטונומיות בחו"ל.

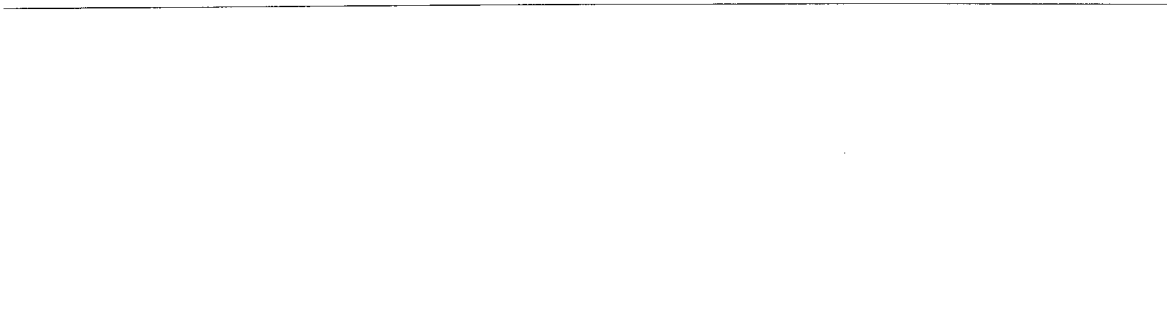
הוראות המפקח על הבנקים קובעות כי דיבידנד יחולק מרווח מותאם או נומינלי, לפי הנמוך שבהם. מענין יהיה לראות אם הוראות אלו ישונו לאור חוק החברות החדש. נראה כי הכלל כלשונו בהוראות אלו מספק במצבים מסוימים הגנה עודפת לנושים. (ראה דיונונו בפרק 5)

הוראות המפקח על הבנקים מתייחסות להפרשי התרגום כמו אל קרן הערכה מחדש, ולכן שיערוך כלפי מטה משפיע על הרווחים הראויים לחלוקה, בעוד לשיערוך כלפי מעלה אין השפעה (הכוונה כמובן לסכומים נטו המופיעים במאזן, היינו אם היה שיערוך שוטף כלפי מעלה לאחר שיערוך כלפי מטה, המגבלה היא רק על הסכום נטו). למרות שגישה זו היא שמרנית ומספקת הגנה נוספת לנושים, נראה כי היא פוגמת בעקרון הסימטריה המונח ביסוד הטיפול בהפרשי תרגום.

המציאות מעידה כי ההנחה בדבר התאפסות קרן הפרשי תרגום בטווח הארוך, העומדת ביסוד גישת הטיפול החשבונאי בהפרשי תרגום, אינה תואמת את המציאות הכלכלית בישראל (למעשה היא אינה תואמת באופן רחב את המציאות המקרו-כלכלית בשווקים הבינלאומיים. תיאורית ה־ Purchasing Power Parity, העומדת ביסוד קביעת העקרונות החשבונאיים בנושא הפרשי תרגום, לא זכתה לתמיכה אמפירית בישראל).

הדיווח הכספי הננקט בבנקים מאז שנת 1996, לאור הוראות הפיקוח על הבנקים, מבסס את הטיפול החשבונאי בהפרשי תרגום על הקביעה, כי חברות הבת הבנקאיות הן כולן "זרוע ארוכה". לכן, הפרשי השער נכללים ברווח והפסד, ומטופלים למעשה כרווח ראוי לחלוקה.

**המבחנים
לחלוקת דיבידנד**



א רקע

ביסוד חוק החברות התשנ"ט-1999 עומד הרצון לחוקק פקודה ליברלית מודרנית אשר נוטה מחד להיות מפורטת ולהתייחס למספר רב ככל האפשר של נושאים, ומאידך רואה את תפקידה לשמור על האינטרסים של צדדים אורגנים של החברה כגון הנושים. כך לדוגמא, בעוד שבפקודת החברות לפני תיקונה חל איסור על חברה לסייע ברכישת מניותיה, הרי חוק החברות החדש מתיר פעולה זו ורואה בה חלוקת דיבידנד. בכך מושג האיזון בין חירותה של החברה לבין ההגנה על נושיה.

בדברי ההסבר להצעת החוק (משנת 1995) בדיון בעקרונות היסוד (סעיף ב) נקבע:

"הפילוסופיה העומדת ביסוד הרפורמה המוצעת היא זו של האוטונומיה של הרצון הפרטי. הפרט חופשי להתאגד והוא צריך להיות חופשי לקבוע את תוכן התאגדותו. על כן מרבית הוראות חוק החברות הן דיספוזיטיביות ורק מיעוטן קוגנטיות.

לחופש הרצון הפרטי ניתן ביטוי ביכולת הגיוון של סוגי המניות, וביכולת לשנות את התקנון ברוב פשוט. הקוגנטיות נשמרה מקום שנדרש להגן על צדדים שלישיים (כגון במקרים של הפחתת הון) או על תקנת הציבור... בעיקרו של דבר מבוססת ההצעה על הכרה במשחק החופשי של השוק, תוך הגנה על משקיעים (בין בעלי מניות ובין צדדים שלישיים) מקום שהשוק נכשל..."

הכללים הנוגעים לשימור ההון נועדו בראש ובראשונה להגן על הנושים. בחברה מרובת חובות, האחריות המוגבלת של בעלי המניות יוצרת אצלם מוטיבציה להגדיל את רמת הסיכונים, וזאת עקב החלוקה הלא שיוויונית של הסיכונים והתשואות בינם לבין בעלי החוב. החלוקה התפעולית השוטפת של הפירמה בין בעלי מניות ונושים, בעוד שניהול הפירמה מופקד בידי בעלי המניות, יוצר מצב שבו נושים בכורה על נכסי הפירמה (תזרים המזומנים) בעת פירוק. כאמור, בכורת הנושים על נכסי הפירמה היא הפתרון החזי-כלכלי של הקונפליקט הבסיסי בין בעל החוב לבעל המניות. בדרך זו בעל המניות נושא ראשון בתוצאות העיסקיות השליליות של החברה. בעל החוב מקבל את הזכויות הראשוניות לנכסי החברה ובעל המניות - את הזכויות שאריותיות (ראה למשל הניתוח הכלכלי של נושא זה במאמרם הקלאסי של Fama and Jensen משנת 1983). מתן היתרון האמור לנושים הוא תנאי הכרחי להסכמתם להשקיע בפירמה, ותפקידו של חוק החברות הוא להבטיח קיומם של תנאי חוזה זה.

המבחנים שבהם נוקט המחוקק בארצות השונות בעולם ניתנים למיין לקטגוריות הבאות:

מבחן העודפים (יתרת הרווח) – עקרון שימור ההון

השמירה על חופש הפרט להתאגד ולקבוע את תוכן ההתאגדות, המונחת ביסוד חוק החברות החדש, מאפשרת ליזמיו של כל עסק להשקיע בעסק הון בהיקף הנראה להם – יהא קטן ככל שיהא. על פי תפיסת המחוקק, חברה שהונה העצמי "דק" אינה יוצרת מצג שווא של מבנה הוני איתן, ולפיכך תוכל בעיקרון לנהוג במדיניות של חלוקה ליברלית, ובלבד שהונה המושקע, "דק" ככל שיהא, לא יופחת גם הוא. מבחן זה הוא מבחן היסטורי אשר נועד לשמר את תמונת ההון במועד ההקמה או ההנפקה ומתעלם מהפעילות השוטפת של החברה.

מבחן הנזילות

מבחן זה משקף בדרך כלל את אופק הזמן הקצר ונועד להגנה על נושים המתקשרים עם הפירמה במסגרת פעילותה העסקית השוטפת. על פי המבחן, חלוקת דיבידנד אסורה במידה שהיא פוגמת ביכולתה השוטפת של הפירמה לעמוד בהתחייבויותיה. מובן כי מבחן זה רלבנטי לחלוקת דיבידנד במזומן ואינו רלבנטי לחלוקת דיבידנד בעין. מבחן זה הוא מבחן נקודתי שטף עם רלבנטיות מוגבלת לפירמה כעסק ח.י. הצעת חוק החברות כללה מבחן זה, אך הוא הושמט בחוק החברות החדש.

מבחן כושר הפירעון – השווי הנקי

המבחן מקובל במספר רב של ארצות ובעיקר אנגליה. על פי המבחן, חברה אינה רשאית לחלק דיבידנד אם התוצאה תפגע ביכולתה לפרוע את חובותיה. המבחן משקף את אופי העסק כ־Going Concern ודורש כי בחלוקת דיבידנד לא יפגע כושר הפירעון של הפירמה, משמע היא תהא מסוגלת לעמוד בהתחייבויותיה לנושים. מבחן כושר הפירעון מתמקד, במהותו, בתזרים המזומנים העתידי וביכולת התאגיד לפרוע חובותיו בהתבסס על תזרים המזומנים מפעולותיו העסקיות הרגילות. בכך המבחן מכסה גם נושים אשר חובם נוצר במהלך הפעילות השוטפת. רשויות תקינה ופיקוח קשרו בשנים האחרונות את מבחן כושר הפירעון למושג הלימות ההון. מבחן זה משקף בקירוב הטוב ביותר את מטרת החוק לאפשר לבעלי המניות חירות מקסימלית בקבלת ההחלטות מבלי לפגוע בנושים. עם זאת, מדובר במבחן המתייחס לעתיד והוא מחייב תחזיות אשר הן ההשבונואות והן מנהלים נמנעים מלהתייחס אליהם. לאור זאת, המבחן בעיני ביותר ליישום ומטיל על הדירקטורים משימה קשה.

מגוון המבחנים המקובלים מכסה היבטים שונים וחלקיים של חלוקת דיבידנד. לפיכך החוק בארצות שונות משלב היבטים וצירופים שונים של מבחנים. השונות בין הארצות נוגעת למספר היבטים: הליברליות של החוק ביחס למדיניות דיבידנד, נקיטת גישה פרטנית של יחסים פיננסיים נדרשים אשר אינם מדויקים, אך פשוטים וברורים ליישום, קביעת מסגרות מופשטות וכלליות.

חוק החברות החדש בישראל נקט בגישה משולבת. מחד, יושם מבחן שימור ההון שהוא מוגדר, יחסית, אך מינימליסטי באופיו, ומאידך, יושם מבחן כושר הפירעון, שהוא מבחן כולל אשר מקיף באופן מושלם כמעט את ההיבטים השונים של הנושא אך קשה ביותר ליישום. להלן נפרט את המבחנים השונים הנוהגים בארצות השונות ונבחן את אפשרויות היישום וההשלכות שלהם.

מבחן העודפים (יתרת הרווח)

לחוק באנגליה, בארה"ב ובישראל מכנה בסיסי משותף – שלושתם מהווים תולדה של הלכה מקורית, אשר קבעה בפשטות כי דיבידנד יחולק מרווחים.

מבחנים המתבססים על רווח או יתרת רווח נובעים מהרעיון שהרווחים מייצגים מסגרת נפרדת מההון הבסיסי שהושקע בפירמה. לפיכך, שמירה על הכלל שחלוקה תהא רק מרווחים אמורה ליצור חסם בפני הפחתת ההון שהושקע בפירמה, ואשר נושי החברה מצפים כי לא ימשך על ידי בעלי המניות. כלל זה עשוי להיות מופר כאשר גורמים נוספים משפיעים על זרימת ההון, או על ההקצאה בין מרכיבי ההון: לדוגמא, פעולה של היוון רווחים ורישום פריטים המשפיעים ישירות על הון ואינם עוברים דרך סעיפי רווח והפסד (כמו הפרשי תרגום דוחות חברות בת שהן יחידות אוטונומיות).

קריטריון הרווחים כבסיס לדיבידנד מקורו בעיקרון המסורתי כי דיבידנד משקף תשואה על ההשקעה, להבדיל מהחזר ההשקעה עצמה. כלומר דיבידנד יחולק רק מ"עודפים", כאשר "עודפים", מחושבים כהצטברות הרווחים שלא חולקו או עודף הנכסים נטו על ההון שהושקע.

הנימוקים העיקריים בזכות השימוש במבחן הרווחים הם:

- א. המבחן עקבי עם עקרון "שמירת ההון".
- ב. המבחן משתמש במדדים מקובלים – כגון הון, נכסים, רווחים – שיש להם מוסכמה רחבה והם מקבלים גושפנקה על ידי מבקר חיצוני בלתי תלוי.
- ג. מושג הרווח מובן ושכיח בשימוש בציבור הרחב.

נזכר כי המטרה העיקרית של המגבלות על חלוקת דיבידנד היא מניעת ניצול לרעה של יתרונו של בעל המניות באופן הפוגע לרעה ביכולת החזר של חובות הפירמה. היינו, על החוק להתמקד באינטרס הלגיטימי הרחב של הנושים בפירמה עד לרמה של פגיעה מהותית באינטרס זה אך לא מעבר לכך, כלומר "שמירת הון" כשלעצמה אינה מטרת המגבלות.

במסגרת תחילת הגבולות של האינטרס הלגיטימי של נושי הפירמה נראה כי יש לתת את הדעת לשני היבטים חשובים:

א. נושה שנקשר עם הפירמה כלקוח, ספק מוצרים או ספק אשראי צריך להביא בחשבון את האפשרות שהפירמה עשויה להפסיד, וכי ההפסד לא בהכרח נתון לשליטתם של בעלי המניות או המנהלים. מניעה מוחלטת של משיכת נכסים מהפירמה בצורה של דיבידנד – פעולה שהיא זכותם הטבעית של בעלי המניות מתוך כוונה לשפר את כרית הבטחון של הפירמה מפני כל הפסד עתידי – אינה נופלת במסגרת האינטרס הלגיטימי של הנושים. חלוקת דיבידנד, בהגדרה (בהנחה שהדיבידנד שהיה נשאר בפירמה היה מושקע בפרוייקטים בעלי ערך נוכחי נקי חיובי), עשויה להרע את מצבם של הנושים, לעומת המצב שבו דיבידנד זה לא יחולק. עם זאת אין זה מתפקידו של החוק לספק הגנה טוטאלית כזו, בכך החוק מיטיב עם הנושים אך פוגע בזכויותיהם של בעלי המניות. השאלה היא - היכן נקודת האיזון? מה גבול ההגנה הראוי?

נראה כי גבול ההגנה הוא החזר החובות בתוספת "מרווח ביטחון סביר", אשר אמור להיקבע בנסיבות המקרה כביטוי לאי-הודאות לגבי יכולת החזר החוב.

ב. נושים נקשרים עם הפירמה בנקודות זמן שונות. בכל נקודת זמן כזו מצבה העסקי של הפירמה, כמו גם התחזיות בדבר עתידה, עשויים להיות שונים. בנוסף, ההון שהושקע בפירמה לרבות הצטברות רווחים, בכל נקודת זמן, עשוי להיות שונה. לכן, ברור כי ההסתמכות של נושי הפירמה בעת ההתקשרות אינה בהכרח הומוגנית. אם נקבל את הטענה שנושי הפירמה מסתמכים על ההון שהושקע בפירמה, הרי לכל נושה מגיעה הגנה שונה כפונקציה של ההון שהיה בעת שנוצרה התחייבות כלפיו. אחרת, אם ההון העצמי הקיים בכל נקודת זמן הוא "כרית הבטחון" לכל הנושים, נושים בפירמה שצברה רווחים או גייסה הון יהנו מהגנה עודפת על ההגנה שלה ציפו ממועד התקשרותם עם הפירמה. מעבר לכך על מה מסתמכים נושים המתקשרים עם פירמה אשר לה גירעון בהון העצמי?

הבעייתיות הכרוכה בהסתמכות על עקרון שימור ההון להסדרת נושא הדיבידנד מחלישה את הצידוק להיצמדות בלעדית למבחן הרווחים.

למבחן הרווחים נודעות שתי חולשות עיקריות:

- א. במקרים רבים המדידה משקפת את העבר, אך אינה משקפת ערכים כלכליים.
- ב. המבחן אינו מתחשב בעיתוי צבירת הערכים בפירמה, ביחס למועד ההתקשרות עם הנושים.

על אף שהחשבונאות אימצה את עקרון הדבקות במהות הכלכלית ולא בצורה החיצונית או המשפטית של אירועים, הרי שעדיין נעשה במסגרתה שימוש בעקרונות וכללים אשר מרחיקים אותה מערכים כלכליים, כמו למשל עקרון העלות ההיסטורית. בנוסף, התפתחות החשבונאות מפגרת אחר התפתחות העסקים, לעיתים בפער של שנים, למשל, בכל מה שקשור להערכת נכסים לא מוחשיים וסוכנים.

מעבר לבעיית המדידה של הרווח, גם אם נגדיר את הרווח כשינוי של השווי הכלכלי ההוגן של הפירמה (כפי שהציע הכלכלן הנודע Hicks) ונמדוד אותו, כאמור, על בסיס כלכלי טהור, עדיין הרווח אינו מביא בחשבון את עיתוי צבירת הרווחים, ובפרט את תזרים המזומנים לפירמה. קיומו של פער עיתוי בתקבולים בהשוואה לזרם הפרעונות של התחייבויות הפירמה עשוי לפגוע ביכולת הפירעון, היבט אשר אינו משתקף במבחן הרווח עצמו.

נעיר כי גם הטענה בדבר שקיפות מושג הרווח לאדם מן הציבור מוטלת בספק. הגנה כלכלית של ממש היא ראויה, לדעתנו, הן בעיני הנפגע הפוטנציאלי והן בעיני החוקק, גם אם היא באה על חשבון שקיפות. בנוסף, על אף השכיחות בשימוש במונח הרווח ביחס לחברות, לא ברור אם המושג ואופן קביעתו נהירים מספיק לציבור, וזאת למשל בהשוואה למדד כגון תזרימי המזומנים.

בעיתיות נוספת הקשורה למבחן הרווח נוצרת במקרים שבהם מותרת חלוקת דיבידנד מתוך הרווח השוטף גם כאשר יתרת הרווח שלילית (דיבידנד מזורז – Nimble Dividend). ההיגיון ביסוד חלוקת דיבידנד מזורז הוא שינוי מגמה בתוצאות העסקיות אשר מאפשר חלוקת דיבידנד על אף קיום הפסד מצטבר בעבר. עם זאת, ההבחנה בין רווח פרמננטי לבין רווחים חד-פעמיים, היא מעבר למסגרת החשבונאית.

מבחנים אשר עינם השווי הנקי של הנכסים, מבטאים גם הם איסור חלוקת דיבידנד מההון, המשמש כרית הגנה לנושים. עם זאת, כלל זה עשוי ללבוש מספר צורות: כרית ההגנה יכולה להיות ההון החוקי (בדרך כלל ההון הנקוב) של הפירמה, ההון שהושקע בפירמה (הון מונפק – הון מניות ופרמיה), ההון השמור – הון מניות וקרנות, לרבות רווחים שהונו, או ההון הכלכלי של הפירמה (היינו שווי הנכסים נטו בערכים כלכליים). בכל אחד מהמבחנים הללו החשבונאות עשויה לשמש תפקיד נכבד, אך באותה מידה ניתן להשתמש בשיטות מדידה אלטרנטיביות. חשוב להדגיש, כי השיקולים העשויים להשפיע על בחירת סוג המבחן (הקריטריון) עשויים להיות, בין היתר, אמינות המידע, הנייטרליות שלו, פשטותו, בהירותו ואחידותו – תכונות המאפיינות בדרך כלל את המידע הנכלל בדוחות הכספיים.

ההפניה הכללית של החוק לדוחות הכספיים המבוקרים ולכללי החשבונאות המקובלים כמקור להסתמכות והנחיה בעת קביעת כללי החלוקה עקבית עם מטרתם של הדוחות הכספיים, כפי שפורטו בעקרונות החשבונאיים של ה-FASB בארה"ב (Concept No. 1):

“Financial reporting should provide information that is useful to present and potential investors and creditors and other users in making rational investment, credit, and similar decisions.... Financial reporting should provide information **to help present and potential investors and creditors and other users in assessing the amounts, timing, and uncertainty**

of prospective cash receipts from dividends or interest and the process from the sale, redemption, or maturity of securities or loans... Financial reporting should provide information about the economic resources (obligations of the enterprise to transfer resources to other entities and owner's equity), and the effects of transactions, events, and circumstances that change resources and claims to those resources.”
(ההדגשות אינן במקור)

המטרות המנויות במסגרת ה-Concepts לא הושגו במלואם, ואולי גם לא יושגו באופן מלא לעולם. עם זאת, הדבר אינו משנה את העובדה כי החשבונאות היא מערכת המקובלת באופן רחב על הגופים הכלכליים במשק, ואשר בין יעדיה המרכזיים, עומד היעד להצביע על יכולת התאגיד לשלם דיבידנד במזומן (כמו גם לבצע חלוקה אחרת).

מבנה הסיכונים

התייחסות למדידת הרווח תוך התעלמות מהיבט השימושים והסיכון עלולה להקנות הגנה לקויה לנושים וליצור אפליה בלתי רצויה בין חברות "סולידיות" לבין חברות אשר פועלות בסיכון גבוה יחסית.

לכאורה, המחוקק מותיר את הטלת המגבלות על השימושים להסדר בין הנושים לבין הפירמה, אך אותם נושים שיש בכוחם להגביל את שימושי הפירמה הם בדרך כלל נושים מתוחכמים המסוגלים להבטיח גם את שמירת ההון בהסדר פרטני בינם לבין הפירמה, ואינם נזקקים להגנת המחוקק.

להרכב הסיכון של נכסי הפירמה עלול להיות מקום מכריע בקביעת הקף הסיכון המוטל על הנושים. התייחסות לאלמנט הסיכון הגלום בנכסי הפירמה יכולה להתבצע באמצעות התאמה של ההון לסיכון הגלום בפעילות החברה – באמצעות קביעת מקדמי התאמה לשווי נכסי הפירמה, בהתאם לרמת הסיכון הגלומה בהם והשוואת ההון לסיכון הכולל בצד הנכסים. גישה זו מיושמת, בגירסאות שונות, כתפיסה המובילה לצורך אמידת יציבותם של בנקים על ידי רשויות פיקוח ברחבי העולם (על בסיס הנחיות ועדת באזל בנושא הלימות ההון של תאגידים בנקאיים), ואומצה גם בישראל.

מבלי לצדד בגישה זו כפי שהיא מיושמת כיום בבנקים, ולמרות מגבלות יישומה בתאגידים לא בנקאיים, יישום גישה זו כולל מספר שלבים, המשפרים את שמירת ההון הנדרש לצורך הגנה על הנושים ואת קביעת גובהו.

מבחנים משלימים לשימור הון אשר כללו אלמנטים של התייחסות לסיכון הופעלו במסגרות שונות ומסוכמים להלן:

א. קביעת הון מינימלי ביחס להיקף הפעילות

דרישה להון מינימלי אינה קיימת בחוק הישראלי ובחוק האמריקאי. היא קיימת בחוק האנגלי ובחוקי החברות במדינות החברות ב-EC. עם זאת הון המינימלי נדרש רק מחברות ציבוריות (חברות פרטיות יכולות להתאגד עם הון אפסי – 2 ליש"ט באנגליה), וגובהו נקבע בסכום שרירותי (50,000 ליש"ט באנגליה) ללא התאמה להיקף הפעילות או הרכב הנכסים.

ב. קביעת היחס בין הון לנכסים כמדד להגנה

מדד הלימות הון מתחשב במנוף הפיננסי של הפירמה, או במילים אחרות, בהיקף ההתחייבויות המוגן. בחוק הישראלי, כמו גם בחוק האנגלי ובמדינות מסוימות בארה"ב, עקרון שימור הון אינו מתייחס להיקף ההתחייבויות שעליהן צריך להגן, ואינו תלוי בו. היינו, גם בחברה שבה אין כלל התחייבויות יחולו אותן המגבלות המנויות בחוק שמטרתן "שימור הון". יותר מכך, בולט במיוחד הפיקוח על הבנקים בארה"ב, אשר על פני זמן שינה את אופן הפיקוח בפועל והחליף מגבלות של פעילות מותרת ואסורה בדרישות הון כפונקציה של הסיכון בפעילות.

ג. מדידת הסיכון הנגזר ממבנה הנכסים וההתחייבויות

ההנחיות הנוכחיות לגבי בנקים מתייחסות כיום בעיקר לסיכונים האשראי (שהם גם הסיכונים העיקריים של התאגיד הבנקאי). היעד של רשויות הפיקוח הוא להחיל מדד הלימות הון אינטגרטיבי המכמת את סיכונים האשראי, סיכונים השוק, סיכונים שער ריבית וסיכונים שער חליפין של התאגידים הבנקאיים (הנחיות באזל מ'1993 ו'1996). גורם זה אינו קיים בקביעת שימור הון בחוק החברות הישראלי או בחוק האנגלי.

ד. בדיקת הסיכון הנובע מסעיפים חוץ-מאזניים

הרחבת הפעילות החוץ-מאזנית בכלכלה המודרנית הופכת את ההישענות על עקרונות ומדדים המבוססים על ערכים מאזניים חלקית בלבד, משום שסעיפים חוץ-מאזניים הם לעיתים קרובות תחליף לסעיפים מאזניים, ובדרך כלל כרוכים בסיכונים מהותיים.

בחנו בפרק זה את המגבלות התיאורטיות והישומיות של מבחן הרווח. למרות מגבלות אלה, המבחן מיושם כמעט בכל הארצות המפותחות ומהווה מבחן מינימום שעליו מתווספות דרישות נוספות. לאור ההתעלמות מתחזיות וסיכונים, יוצר מבחן שימור הון בנסיבות מסוימות אשליה של כרית הגנה, למרות שאינו מספק ביטחון אמיתי. בנסיבות אחרות הוא מקשה על הפירמה לחלק דיבידנד גם כאשר היא אינה מסכנת את נושיה.

מבחן הנזילות

ההוראות בדבר דיבידנד נועדו לפתור את מערכת היחסים בין נושים ובעלי מניות, ולא נועדו ליצור התערבות באשר לנושאי הניהול הפנימי של הפירמה, כמו למשל נושא הנזילות. כפי שהדגשנו, מטרת המחוקק בקביעת המגבלות על חלוקת דיבידנד היא למנוע את הפרת סדר הקדימויות ביחס לנכסי הפירמה (ותזרים המזומנים).

בעית נזילות אשר עלולה להתעורר בשל חלוקת הדיבידנד אינה שונה מבעית נזילות העלולה לנבוע מפעולות אחרות של הפירמה, כמו ניהול הנכסים השוטף.

עם זאת, המחוקק אינו מתייחס לנושא הנזילות כשלעצמו במסגרת החוק, כפי שאינו מתייחס לנושא הרכב השימושים בהון ולמספר נושאים אחרים הנוגעים לניהול החברה. בענין זה מתעוררת השאלה האם יש מקום להתייחס לנושא הנזילות במסגרת ההגבלות על חלוקת דיבידנד?

ניתן להבחין בין שני מבחני תזרים מזומנים בפעילותה של פירמה. מבחן אחד מתייחס לכל אופק ההתחייבויות של הפירמה, אך אינו בוחן את העיתוי של תזרימי המזומנים (Matching), ולכן הוא שקול מבחינה זו למבחן השווי הכלכלי (השווי ההוגן). מבחן זה, הוא המיושם במסגרת קריטריון הסולבנטיות האקוויטבילית (מבחן כושר הפירעון).

סוג שני של מבחן תזרים מזומנים מתייחס לאופק הזמן הקצר. זהו, למעשה, מבחן נזילות המבוסס על תזרימי מזומנים שוטפים, המביא בחשבון את תזרים המזומנים מהתוצאות העסקיות הצפויות של הפירמה בטווח הקרוב ואת אפשרויות המימון של הפירמה במהלך העסקים הרגיל. זהו מבחן הראוי לצורך הגנה על צדדים שלישיים המתקשרים עם הפירמה לטווח קצר במסגרת פעילותה העסקית השוטפת. נראה כי זהו מבחן שהמחוקק צריך לייחס לו חשיבות רבה, בפרט בהתחשב בכך שנושים המתקשרים עם החברה לטווח ארוך יותר הם בדרך כלל גופים אשר להם היכולת, וסביר להניח שיממשו אותה, להגן על עצמם באופן טוב יותר מאשר זו הנובעת מיישום ההוראות הכלליות של החוק. בין היתר, עשויים נושים מתוחכמים להבטיח לעצמם איזונים ובלמים גם בצד השימושים של הפירמה, דבר שכאמור החוק נמנע מלעשותו.

מבחן הנזילות – מזומן הראוי לחלוקה

מבחינה מעשית יישום מבחן הנזילות לחלוקת דיבידנד במזומן מסתמך על אמידת תזרים המזומנים החופשי של הפירמה תוך שימוש בדוחותיה הכספיים. נגדיר את המזומן הראוי לחלוקה כסכום המירבי אשר החברה יכולה לחלק לבעלי מניותיה מבלי לפגוע ביכולתה התפעולית, תוכניות ההשקעה והחזר החוב השוטף. זאת, בהנחה שהמזומן צריך להיות מופנה ראשית להחזר החוב השוטף (פירעון חובות שוטפים ותשלומי ריבית) וכן לשמירה על השקעות הפירמה ברמה שתבטיח המשך פעילות שתאפשר את פירעון חובותיה במלואן. חמישה נתונים דרושים על מנת לחשב את סכום המזומן הראוי לחלוקה:

1. המזומנים הדרושים על מנת להגדיל את יכולת הייצור בהתאם לתוכניות ההשקעה.
2. המזומנים הדרושים להגדלת ההשקעה בהון החוזר.
3. המזומנים הזמינים כתוצאה מהגדלת היקף החוב.
4. המזומנים הדרושים להחזר החוב.
5. המזומנים מפעילות עסקית שוטפת.

נראה כי, מבחן הנזילות נכלל במבחן כושר הפירעון אשר מנוסח באופן המבהיר כי יש לבחון את יכולת התאגיד לפרוע את התחייבויותיו בהגיע מועד פירעון **במהלך העסקים הרגיל**. לכן, מבחן נפרד יהיה מיותר. חוק החברות התשנ"ט–1999 תיקן בענין זה את הצעת חוק החברות התשנ"ו–1995. הצעת החוק החילה, בדומה למבחן המופיע בחוק של מדינת קליפורניה, מבחן נזילות מאזני אשר אינו משיג לדעתנו את התוצאה הראויה.

סעיף 348(2) בהצעת החוק משנת 1995 דרש כי שווי הנכסים השוטפים של החברה לא יפחת, לאחר החלוקה, מסכום ההתחייבויות השוטפות של החברה. זהו מבחן נקודתי, אשר אינו משקף את תזרים המזומנים הצפוי של הפירמה לאחר החלוקה, אלא רק את התזרים ההיסטורי של שנה קודמת. בין היתר, מבחן זה אינו מתייחס לשוני ביכולת המימוש של נכסים שונים המוגדרים נכסים שוטפים – למשל ההבדל בין מלאי למזומן. בנוסף, פערי גיול בתזרימי המזומנים הצפויים אינם מובאים בחשבון. כך, למשל, התחייבות הפוקעת בעוד חודש מקבלת משקל שווה לנכס שניב מזומנים רק בעוד 11 חודשים. כמו כן לא היה נהיר בהצעת החוק אם יש להתחשב בסעיפים חוץ-מאזניים במידה שהם עשויים להשפיע על נזילות הפירמה. לאור האמור, המבחן עלול היה להחטיא את המטרה של בדיקה אם ניתן לחלק דיבידנד מבלי שהפירמה תקלע למצוקת נזילות במועד פירעון החובות.

אחד הנימוקים לשימוש במבחן הנזילות המאזני הוא, כי המבחן אינו מסתמך על תחזיות, אלא על ערכים אובייקטיבים מתוך הדוחות הכספיים, וזו הסיבה לכך שהמחוקק העדיף מדד זה. טיעון זה נסתר על פניו, משום שהן החוק בקליפורניה והן הצעת החוק משנת 1995 סטו מההגדרה החשבונאית של נכסים

שוטפים. הגדרת "נכסים שוטפים" בהצעת החוק היא: "נכסים הניתנים למימוש בכסף תוך פרק זמן הקצר משנה, מבלי שמימוש כאמור יסב נזק של ממש למהלכם התקין של עסקי החברה". מובן כי אין זו ההגדרה של נכסים שוטפים במאזן החברה על פי כללי החשבונאות המקובלים. הסיווג החשבונאי לנכסים שוטפים אינו דורש כי הנכסים יהיו ניתנים למימוש בכסף. הנכסים השוטפים במאזן כוללים, למשל, הוצאות מראש, אשר לכאורה אינן ניתנות למימוש בכסף. בנוסף, הסיווג החשבונאי מאפשר סיווג של נכס כשוטף אם הוא צפוי להיות ממומש תוך שנה ואינו משתמש בקריטריון של הסבת נזק של ממש למהלך התקין של העסקים. כך, למשל, השקעות כספיות המוחזקות לטווח ארוך אינן נכללות במסגרת נכסים שוטפים בדוחות הכספיים, אך עשויות להכלל בהגדרה שקבעה הצעת החוק, משום שמימושן בדרך כלל לא עשוי להסב נזק של ממש לעסקיה העיקריים של החברה.

טענה מהותית נוספת כנגד מבחן הנזילות היא שחברות רבות בישראל פועלות לפרקים במצב שבו היחס השוטף שלהן נמוך מאחד וזאת מבלי לסכן את מצב נזילותן. מצב זה אפשרי, בין היתר, כאשר חברות מסתמכות על תקבולים בטווח הקצר שניסיון העבר מראה שמימושם קרוב לודאי (למשל חברות שרותים, מנויים וכד')¹. ההגבלה האמורה תאלץ חברות אלה להחזיק, לכאורה, נכסים מזילים מעבר לדרוש למהלך עסקיהן הרגיל.

מהסיבות המנויות לעיל, נראה כי התבקש התיקון שנעשה בחוק החברות התשנ"ט-1999, אשר השמיט את מבחן הנזילות המאזני, המבוסס על בחינת תזרימי המזומנים הצפויים בטווח הקצר. מבחינת יכולת הפירעון של החברה, מתחייב מבחן כלכלי נאות יותר לקביעת המגבלה על חלוקת דיבידנד מטעמי נזילות.

1. יש לציין כי החוק במדינת קליפורניה מאפשר הסתמכות על תקבולים כנ"ל במסגרת מבחן הנזילות המאזני.

מבחן כושר הפירעון – השווי הנקי

“חברה רשאית לבצע חלוקה... ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבוייתה בהגיע מועד קיומן (להלן – מבחן יכולת הפירעון)” (סעיף 301 (א) לחוק החברות התשנ”ט–1999).

למונח חדלות פירעון (Insolvency) שני פירושים עיקריים. אפשר לפרשו פירוש “מאזני” כלומר, כמצב שבו עולות ההתחייבויות לנושים על ערך נכסי החברה, או לפרשו פירוש “אקוויטבילי”, אשר מתייחס לתזרים המזומנים העתידי. תנאי הסולבנטיות האקוויטבילית נוהג הלכה למעשה בארץ, בעקבות הדין האנגלי. עם זאת, הוא מופיע לראשונה בחוק החברות החדש.

מבחן חדלות הפירעון המאזנית או מבחן השווי הנקי, עדיף על מבחן הרווח בכך שהוא מאפשר התחשבות בתוספת להון העצמי של הפירמה שאינה נובעת מרווחים חשבוניים. נמחיש טיעון זה בדוגמא הבאה: נניח שהחברה מנפיקה הון מניות נוסף תוך הצהרה שהתמורה תשמש לחלוקת דיבידנד. בעל מניות שמשקיע בהנפקה החדשה מביא בחשבון תנאים אלה ולכן אינו נפגע כלכלית מפעולה זו. בעלי המניות הקיימים והנושים גם הם אינם נפגעים מכיוון שהזרימה מחוץ ולתוך החברה זהה. במצב כזה תתאפשר חלוקת דיבידנד על פי מבחן השווי הנקי, אולם בהיעדר רווחים לא תתאפשר החלוקה על פי מבחן הרווחים, וזאת ללא הצדקה כלכלית. סיבה נוספת לכך שמבחן השווי הנקי עדיף על פני מבחן הרווחים גלומה בכך שמבחן השווי הנקי מביא בחשבון את היחס בין היקף ההתחייבויות להיקף ההון העצמי, ולכן מספק הגנה פרופורציונלית לנושים. בניגוד, מבחן הרווחים מתעלם מיחס זה וקובע מגבלה אחידה מבלי להתחשב בהיקף המימון בהון זר. כך, למשל, במקרה הקיצוני שבו פירמה ממומנת מהון עצמי בלבד, בהיעדר רווחים (שינוי בשווי ההון) לא ניתן יהיה לבצע חלוקה לבעלי המניות ללא הליך של הפחתת הון.

ההלכה האנגלית שלפיה חברה אינה רשאית לשלם דיבידנד אם התוצאה תהא פגיעה ביכולתה לפרוע את חובותיה נקבעה בפס”ד Lee V. Neuchatel Asphalte (1889). ראוי לציין, כי הדין האנגלי כיום אינו מזכיר

באופן ספציפי הלכה זו, אף על פי שיש להניח שהיא שרירה גם לאחר התיקונים בנושא חלוקת דיבידנד ושמירת ההון שעברו בחוק האנגלי משנת 1980 ואילך².

ההתבססות על שווי הוגן מיושמת גם במספר מדינות בארה"ב, בעיקר אלו שחוקי החברות שלהם מבוססות על מודל חוק החברות החדש משנת 1984 – התבססות על הון הכלכלי במקום ההון החשבונאי להגנה על נושים.

קריטריון הסולבנטיות האקוויטבילית הוא המבחן הראשי לצורך הגנה על בעלי החוב. יישום נאות שלו מדגיש את היותו מבחן אינטגרטיבי, המביא בחשבון את כל האלמנטים שהוזכרו לעיל בענין הלימות ההון. הוא מתייב רמת תזרים פנימית מינימלית שחייבת להישמר בחברה ביחס להיקף פעילותה, ונכון יותר - ביחס להיקף התזרים הדרוש לה לפרעון התחייבויותיה. הוא מביא בחשבון את הסיכון הצפוי של הפירמה (הערכה אשר אם תעשה תחת הנחות של שמרנות תספק כרית בטחון נוספת לנושים), ומתייחס גם לתזרים המזומנים הצפוי לנבוע מסעיפים חוץ-מאזניים.

בנוסף – מבחן זה מאפשר, לפחות מבחינה תיאורטית, דרגות חופש גבוהות לחברה בניהול נכסיה, כל עוד ניתן להניח, באופן סביר והגיוני, כי היא אינה מסכנת את נושיה. גישה זו נותנת ביטוי לחירותה של החברה לעשות כרצונה בנכסיה ובהתחייבויותיה בכפוף למגבלות חוזיות, והיא משוחררת מכבלים הנובעים מדבקות בעקרון שימור ההון המחייב חלוקה מיתרת רווחים חשבונאיים בלבד. עם זאת, קיים קושי מעשי לבסס את התרת החלוקה רק על מבחן זה, עקב הסובייקטיביות וקשיי היישום.

למבחן כושר הפירעון חשיבות רבה במציאות המודרנית שבה שווין של חברות חורג לעתים לעין שיעור מהנכסים וההתחייבויות הכלולות בדוחות הכספיים. חברות המשקיעות במחקר ופיתוח ובהון אנושי רב כדוגמא לנכסים בלתי מוחשיים, נמצאות במצב שבו השווין הכלכלי עשוי לעלות עשרות מונים על הון העצמי בדוחות הכספיים. בחברות מסוג זה (כדוגמא צוינה חברת אמדוקס), המבחינים של קיום רווחים ונזילות מונעים חלוקת דיבידנד ועשויים לפגוע בבעלי המניות.

הקשר בין סולבנטיות אקוויטבילית ותזרים המזומנים של החברה

להלן התייחסות למספר אלמנטים חשובים של מבחן הסולבנטיות, תוך שימת לב לניסוחו בחוק:
א. המבחן אינו מתבסס בהכרח על כללי חשבונאות מקובלים. יחד עם זאת, כפי שהדגשנו בפרק הקודם, הדוחות הכספיים עשויים לסייע בישומו, זאת, בין היתר, גם לצורך חיזוי תזרימי המזומנים העתידיים של הפירמה על בסיס תוצאות העבר.

2. ראה Gower's (1997), הערה 66 בעמוד 291.

ב. החוקים האמריקאים המתייחסים למבחן הסולבנטיות האקוויטבילית מגדירים אותו כיכולת לפרוע את החובות, בהגיע מועד פירעונם, **במהלך העסקים הרגיל**. חוק החברות החדש השמיט את הסיפא "במהלך העסקים הרגיל".

כדי לבחון משמעות השמטה זו יש לחזור ולבחון למה הכוונה במושג "מהלך העסקים הרגיל", להבדיל מפעילות שלא במהלך העסקים הרגיל, כגון מימוש של פעילות שלמה או הסדר נושים. נראה כי להשמטה זו חשיבות הנובעת מההבדל בין יכולת לפרוע חוב בכלל לבין יכולת לפרוע חוב **במהלך העסקים הרגיל בלבד**.

לכאורה, את מהלך העסקים הרגיל יכולה הנהלת החברה לחזות ולתכנן. אחריותה, בין היתר, היא לדאוג שיהיו לעסק מספיק מקורות נזילים לצורך קיומו ופיתוחו – ולפירעון חובותיו. החברה יכולה לעמוד בהתחייבויותיה על ידי הארכת תקופת האשראי במהלך העסקים הרגיל, או על ידי קבלת אשראי מגורמים שלישיים. בנקודת חלוקת הדיבידנד הערכת הנהלה עשויה להיות כי ניתן לפרוע את החובות באמצעות פעילות שוטפת, אם כי בעתיד יתכן ותדרש לבצע פעולות חריגות לשם כך. במקרים מסוימים, בהגיע מועד הפירעון של חוב, יכולה החברה למצוא עצמה, באופן זמני, חסרת מזומנים לפרוע את החוב, אך ניתן לחשוב על דוגמאות רבות לחברות שאין מזומנים בקופתן ועדיין יהיו נושים המוכנים להעניק להן אשראי שיאפשר לפרוע את חובותיהן תוך שהם נשענים על יכולת החברה לאור תוצאותיה העסקיות. נציין כי במצב של מצוקת נזילות קשה, החברה עשויה להאריך את תקופת האשראי בתנאים חריגים, או לממש נכסים באופן שישבש באופן מהותי את עסקיה ויפגע בכלל הנושים ובעלי המניות. במצב זה החברה תוכל לעמוד בהתחייבויותיה, אולם במחיר של פגיעה בפעילותה והמשך פעילותה. נראה שהגבול הוא דק והמחוקק נמנע מהגדרת מצבים אלה.

קיום של חשש סביר

סעיף 302(א) לחוק החברות החדש אוסר חלוקת דיבידנד עם קיומו של "חשש סביר" לחדלות פירעון. מדרישה זו עשויה להשתמע ההנחה כי הנושים מצפים להחזר ודאי של חובם ואינם מביאים בחשבון "חשש סביר" כי חובם לא יוחזר. במקרים מסוימים הנחה זו מתעלמת מהפיצוי אותו מקבלים הנושים כפרמיית סיכון.

מבחן החשש הסביר נועד לשקף את אמת המידה הנדרשת לבחינה ex-ante. יש למנוע מצב, שלפיו כשירותה של החברה לחלק דיבידנד תיבחן רק בדיעבד, בהגיע מועד פירעון החובות, במנותק מהמידע שעמד לפני החברה בעת ההחלטה על החלוקה. לפיכך, מנסחי החוק לא נקטו בגישה "סיביתית" שלפיה חלוקה תיחשב כאסורה אם "כתוצאה ממנה" לא יכולה הייתה החברה לשלם את חובותיה בהגיע מועד פירעונם, אלא מסתמכים על מבחן של ציפיות מראש. ככל הנראה, אלמנט הסבירות הוכנס אל תוך החוק כדי לקבוע סטנדרט התנהגות ראוי ואובייקטיבי של הדירקטורים בפירמה. עם זאת, כאמור, יתכן כי מבחן "החשש הסביר" מתווה רף גבוה מדי לאיסור על חלוקת דיבידנד.

הנחיות ליישום מבחן הסולבנטיות האקוויטבילית על ידי הדירקטורים

חוק החברות החדש אינו מפרט כיצד יש ליישם את המבחן לקביעת הסולבנטיות של הפירמה ואינו מסביר אילו הנחות וכללים ינחו את הדירקטורים בקביעת יכולת החלוקה. אנו סבורים כי רצוי שכללים אלה יוסברו בחוק או באמצעות הפניה לנספח או בתקנות.

בענין זה ניתן ללמוד מדו"ח הוועדה שדנה בשנת 1979 בתיקון חוק החברות האמריקאי, אשר ביטל, בין היתר, את הקונספציות של הון מוצהר וערך נקוב. הוועדה שמה דגש על מבחן הסולבנטיות האקוויטבילית, ותיארה את הצעדים אשר על הדירקטורים לנקוט על מנת ליישם מבחן זה. לפי המלצות הוועדה³, על הדירקטורים להפעיל את מיטב שיקול דעתם הקולקטיבי, על מנת לבחון אם החלוקה תותיר את התאגיד כשיר לפרוע את חובותיו ביום פירעונם במהלך עסקיו הרגיל. בקבלת החלטה זו, הדירקטורים נדרשים לשפוט את מהלך העסקים העתידי של התאגיד, לרבות בנושאים הבאים:

א. ההסתברות שהתאגיד יוכל לייצר, על פני תקופת זמן, מספיק מקורות מפעולותיו, או ממכירה מתוכננת של נכסיו, על מנת לעמוד בפירעון התחייבויותו הקיימות והצפויות באופן סביר, בהגיע מועד פירעונו. זאת, בהתבסס על הביקוש הקיים והצפוי למוצרי התאגיד או לשירותיו.

ב. הדירקטורים רשאים להניח, כי התחייבויות מהותיות אשר עומדות להיפרע בטווח הקרוב ימומנו מחדש. זאת, כאשר סביר להניח שמימון מחדש כזה אכן יושג על בסיס המצב הפיננסי של התאגיד, תחזיתו העסקית, וזמינות האשראי בשוק לעסקים במצב דומה.

ג. על הדירקטורים להביא בחשבון תביעות תלויות או תביעות העלולות להיות תלויות כנגד התאגיד ועליהם לשקול ולאמוד את ההסתברות, הסכומים והעיתוי של סכומים שהתאגיד יידרש לשלם. הדירקטורים רשאים לנכות מסכומים אלה, בהתחשב בעיתוי, כל פיצוי או שיפוי, אשר סביר שהחברה תוכל לקבל מצדדים שלישיים על בסיס חוזה ביטוח או חוזה הגנה אחר.

ד. הגישה המתאימה לתאגיד שהוא עסק חי, היא ניתוח תזרים מזומנים, בהתבסס על התחזיות העיסקיות של התאגיד ועל התקציב הרבישנתי שלו על פני תקופה ארוכה, מספיק כדי לכסות את פירעון כל התחייבויותיו הידועות של התאגיד במועד הבדיקה. הוועדה סבורה כי ניתוח זה הוא המבחן הנאות ולא מדידה פשוטה של יחס הנכסים השוטפים להתחייבויות השוטפות, או קביעה שערך המימוש השוטף של נכסי הפירמה (Liquidation) מספיק כדי לכסות את ההתחייבויות הקיימות.

3. תרגום חופשי של עיקרי הדברים מתוך: Committee on Corporate Laws, Changes in the Model Business Corporations Act - Amendments to Financial Provisions, 34 Bus. Law (1979).

ה. בהפעלת שיקול דעתם רשאים הדירקטורים להסתמך על מידע, חוות דעת, דוחות וכד', שהוכנו על ידי גורמים אחרים. החלטת המנהלים תיעשה על בסיס המידע שבידיהם ביום אישור החלוקה, ואין לצפות שהם ישאו באחריות עקב מידע שהתגלה בדיעבד ולא ניתן היה לצפותו באופן סביר. דבר זה נכון בפרט לגבי הנחות בדבר יכולת הפירעון של התחייבויות לזמן ארוך, אשר פירעונן רחוק מספר שנים. ההתמקדות העיקרית של בדיקת הדירקטורים בנוגע לביצוע החלוקה תהיה מכוונת בדרך כלל לטווח הקצר, אלא אם גורמים מיוחדים באופי העסקים של התאגיד דורשים התמקדות בטווח הארוך (למשל, תאגיד בעל מחזור עסקים ארוך במיוחד).

ו. החלטת הדירקטורים לאשר חלוקה, תיבחן באמות המידה העסקיות והחוקיות המקובלות. היינו, הדירקטורים ידרשו לשמור על חובות האמון והזהירות ולקבל את החלטתם כאשר יש להם בסיס הגיוני לסבור שהחלוקה אינה מנוגדת לחוק, ולאחר שבחנו באופן נאות את הגורמים שהם חושבים באופן סביר לרלבנטיים.

הנחיות מסוג זה הן רחבות מספיק כדי להפיג במידת מה את אי הבהירות בה עלולים להתקל דירקטורים, ומנגד אינן נכנסות להיבטים ספציפיים מדי אשר, למותר לציין, הם נחלת שיקול הדעת של הדירקטורים.

מבחן כושר הפירעון ורואה החשבון

בהתאם לגילוי דעת 58 של לשכת רואי חשבון בישראל, על רואה החשבון להתייחס לחששות בדבר המשך קיומו של התאגיד כעסק חי ולהסתייג במידה והתאגיד אינו עסק חי. היעדר התייחסות או הסתייגות מצד רואה החשבון בעקבות חלוקת דיבידנד עשויה, לכאורה, לשמש כמשענת לדירקטורים שהחלוקה אכן עומדת בדרישות הסטטוטוריות, ובפרט במבחן הסולבנטיות. למעשה, טיוטת המודל המתוקן של פקודת החברות האמריקאית משנת 1984 כללה פסקה, שלפיה בדרך כלל יוכלו הדירקטורים להסתמך על היעדרה של הסתייגות כזו. עם זאת, לשכת רואי החשבון האמריקאית (AICPA) פרסמה הבהרה אשר הצהירה, כי היעדרה של התייחסות מצד רואה החשבון לחששות בדבר המשך קיומו של העסק כעסק חי (בהתאם ל־SAS 59 משנת 1988), אינה יכולה להחשב כאישור לכך שהעסק מסוגל להמשיך את פעילותו כעסק חי. גישה זו סבירה לענינו, למרות שעל רואה החשבון חלה אחריות לשיקול את המשך קיומו של העסק כעסק חי, הרי שאין הוא מחווה את דעתו, או נותן אישור, באשר לסולבנטיות של העסק. כמו כן, חשוב להדגיש כי ביקורת רואה החשבון הנה בדיעבד, ולפיכך בכל מקרה אין לבסס את החלטת החלוקה על ביקורת זו.

מדידת רווחים על בסיס שווי הוגן עשויה להיות פיתרון קרוב יותר למדידת רווחים כלכלית. על בסיס מדידה זו ניתן לתחום את גבולות חלוקת הדיבידנד באופן שישקף את האינטרסים הכלכליים של בעלי המניות תוך מתן הגנה נאותה לנושים.

מבחן רווחים על בסיס שווי הוגן יהיה זהה מהבחינה הזו לקביעת המגבלות על בסיס השווי הנקי של הפירמה, היינו ערך האקוויטי של הפירמה, המוערך על בסיס שווי הוגן.

לפיכך נראה, כי יש מקום להחיל מבחן שווי נקי המבוסס על השווי ההוגן של הפירמה כחלק ממבחן הסולבנטיות האקוויטבילית, באופן דומה לזה שמחיל מודל חוק החברות האמריקאי משנת 1984 (היינו דרישה שהשווי הנקי יהיה חיובי לאחר החלוקה), או תוך יישום מרווח ביטחון סביר. מבחן השווי הנקי של הנכסים וההתחייבויות, לרבות נכסים בלתי מוחשיים, מהווה קירוב למבחן כושר הפירעון שכן הוא משקף את תזרים המזומנים העתידי של החברה.

נושאים נוספים

1. חלוקת דיבידנד מרווחים שוטפים במצב של עודפים שליליים – דיבידנד מזורז (NIMBLE DIVIDEND)

מדינות שונות קבעו, כאמור, הוראות חוק המחייבות כי דיבידנד יחולק מתוך עודפים (יתרת הרווח) או מתוך עודפים וקרנות הון בלבד. עם זאת, בחלק מהמדינות מותרת, במקרים מסוימים, חלוקת דיבידנד גם במצב בו יתרת העודפים, או יתרת העודפים וקרנות ההון היא שלילית, אך לחברה רווחים שוטפים. דיבידנד כזה מכונה דיבידנד מזורז (Nimble Dividend), משום שאם החברה אינה מזדרזת לחלק, הרי שזכות זו עשויה להתבטל. חוק החברות החדש אימץ את הגישה של מתן אפשרות לחלוקת דיבידנד מזורז.

ההצדקה העיקרית להתרת חלוקה של דיבידנד מזורז נובעת מהטיעון, כי הרווח השוטף הוא אינדיקציה טובה יותר לרווחיות הפירמה וראוי להתיר לבעלי המניות להנות מרווחים אלו. הבעיה היא כמובן שאפשרות למשוך את הרווחים עלולה להותיר את הנושים עם גירעון תמידי בעודפים (או בסך העודפים וקרנות הון).

הנימוקים בעד חלוקת דיבידנד מזורז הם בדרך כלל שניים:

- א. להתיר לחברה בעלת רווחיות תפעולית נאותה והפסדי הון לחלק דיבידנד. עם זאת, החוקים השונים אינם מבחינים בין רווחי הון לרווחים תפעוליים לצורך קביעת מבחן החלוקה של דיבידנד מזורז.
- ב. מתן היתר לחלוקת דיבידנד מזורז מאפשר לתאגיד שסבל מהפסדים בעבר למשוך משקיעים חדשים למרות מצבו, וזאת, בין היתר, בזכות יכולתם למשוך רווחים שוטפים מהחברה.

איננו רואים בנימוקים אלה משום הצדקה כלכלית מספקת להיתר לחלוקת דיבידנד מזורז ללא כל מגבלה ותוך פגיעה בעקרונות שימור ההון (כמובן תחת ההנחה הבסיסית שזהו העיקרון המנחה בעניין זה, אחרת נושא הדיבידנד המזורז אינו רלבנטי). ההיגיון להתיר חלוקת דיבידנד מזורז מתבסס על שינוי במגמת המצב העסקי של הפירמה, משמע כי השינוי ברווח השוטף אמור לייצג שינוי פרמננטי. לפיכך, יש מקום לנטרל רווחים חד-פעמיים הנכללים ברווח השוטף המשמש בסיס לחלוקת דיבידנד מזורז. כמו כן כדי שהפסדי העבר יכוסו וכללי שימור ההון ימולאו יש מקום להגביל חלוקה זו לשיעור מסוים מהרווח הפרמננטי.

שאלה מסדר שני היא האם לאפשר חלוקת דיבידנד מרווח השנה השוטפת, כפי שמאפשר החוק בדלור למשל, או שיש לגרום הצטברות רווח על פני שנתיים, כפי שדורשים חוק החברות החדש ומודל החוק האמריקאי לפני 1980.

בנוסף, לא נדרשת רווחיות רצופה בכל אחת מהשנים, או רווחיות עולה בשנתיים אלה, ולפיכך נראה כי אין הצדקה ממשית לדרישת הרווח במהלך שנתיים. מצד שני, נראה כי התוצאות העסקיות של הפירמה במשך שנתיים ברציפות מהוות אינדיקציה טובה יותר לשינוי מגמה פרמננטי בתוצאות העסקיות. במידה שקיימת שאיפה לשמור על עקרונות "שימור ההון" הקלאסי, אנו סבורים שההמלצות הבאות בדבר חלוקת דיבידנד מזורז משקפות את האינטרסים של כל הצדדים:

- א. ניתן לחלק דיבידנד מזורז מתוך הרווח השוטף בתנאים הבאים:
 - החלוקה לא תהיה מתוך רווחי הון, רווחים חד-פעמיים או רווחים בלתי רגילים.
 - שיעור החלוקה מתוך הרווח השוטף שאינו כולל רווחים כאמור בסעיף (א) לא יעלה על היחס שבין הון המניות והפרמיה לבין סכום ההתחייבויות של התאגיד.
- ב. על החלוקה לעמוד בכל מקרה במבחני ה"סולבנטיות האקוויטבילית" ו"השווי הנקי".
- ג. ניתן גילוי נאות לנסיבות החלוקה ולתנאיה.

מגבלת שיעור החלוקה של דיבידנד מזורז מתוך רווח שוטף נועדה כדי לשמור רזרבה לכיסוי הגירעון ביתרת הרווח. היחס שנקבע הוא שרירותי במידה מסויימת, ונבחר מתוך מטרה לשמור על הקצאה הוגנת יחסית של הרווח בין בעלי המניות לנושים על בסיס היקף השקעת ההון שלהם בפירמה. נראה כי חלוקה בתנאים הללו תבטיח את האינטרסים של הנושים, ותאפשר לתאגיד לשתף את בעלי מניותיו ברווחים התפעוליים השוטפים.

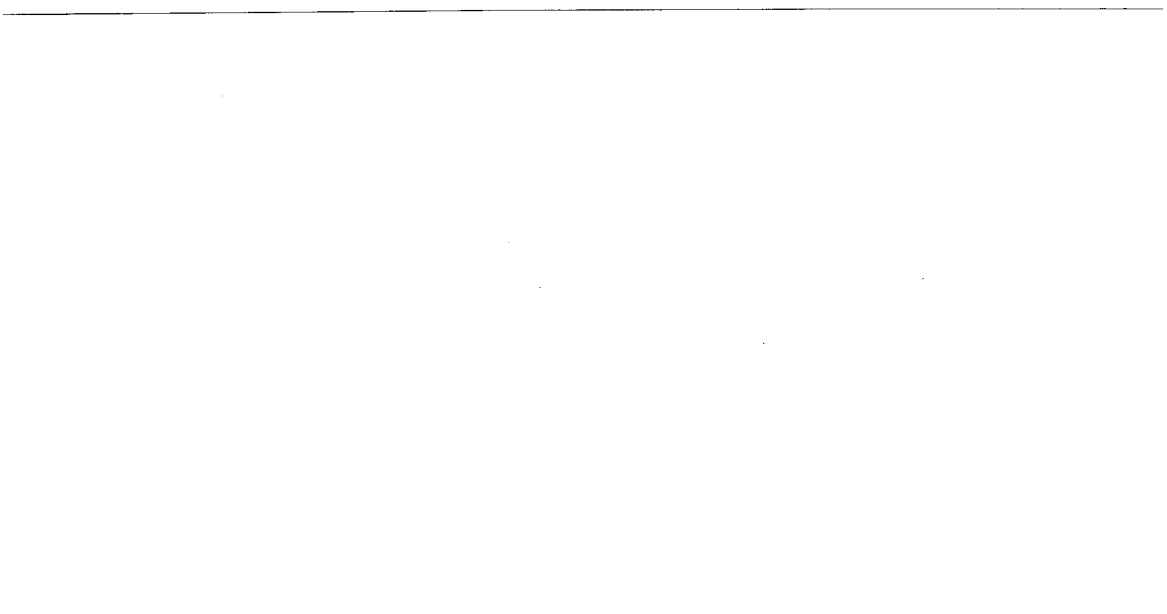
2. דיבידנד בעין (DIVIDEND IN KIND)

חברות רשאיות לחלק לבעלי מניותיהן דיבידנד המשולם בנכסים אחרים ולא רק במזומן. דיבידנד כזה זכה לכינוי דיבידנד בנכסים או דיבידנד בעין. באותם מקרים שבהם חלוקת דיבידנד כרוכה במימוש נכס פעיל, היא גודעת את זרם ההכנסות הצפוי מהנכס ואף מהפעילות הקשורה אליו. במידה שהנושים הסתמכו על זרם ההכנסות העתידי מאותו נכס, הרי שמצבם הורע ביחס לחלוקה אקוויולנטית של מזומן, וזאת אם התשואה הצפויה על הנכס במסגרת של פעילות הפירמה הינה "מעל הנורמלי".

החלוקה האמורה מקבילה עקרונית למימוש הנכס בשוק וחלוקת התמורה כדיבידנד לבעלי המניות. לאור זאת, נראה כי לצורך מבחני החלוקה, יחושב סכום הדיבידנד על פי השווי ההוגן של הנכס המועבר.

5

**היבטים
חשבונאיים**



קביעת רווחים הניתנים לחלוקה כדיבידנד

1. מבוא

בעשורים האחרונים אנו חוזים בנטיה הולכת וגוברת של הדיווח הכספי לזנוח את הצורה המשפטית ולהעדיף על פניה את המהות הכלכלית (Substance over Form). גם מערכת המשפט שמה לה כמטרה את התאמת הצורה המשפטית למציאות העסקית, ומעבר לכך נוטה עם השנים לאמץ יותר ויותר גישות כלכליות. יחד עם זאת, קיימים הבדלים בין המערכת המשפטית למערכת החשבונאית, הנובעים מעקרונות שונים המונחים ביסודן.

לדוגמא, ובהקשר לדיונונו, כללי החשבונאות המקובלים כיום אינם מעמידים בראש שיקוליהם את אמידת הסולבנטיות של הפירמה, נושא אשר חוקים מסויימים נדרשים לו בעדיפות ראשונה. הכללים החשבונאיים הקיימים נועדו לספק מערכת למדידה שיטתית של התוצאה התקופתית תוך הקבלת הוצאות להכנסות. רווחים אלה מבוססים על מערכת שיקולים אשר נותנת עדיפות לשמירה על תכונת כגון: מהימנות המידע, בהירותו, הרלבנטיות ההשוואתיות ויכולת האימות שלו. כמו כן עדיין נכון לומר כי מערכת החשבונאות הקיימת מאמצת כעיקרון בסיסי את בסיס העלות ההיסטורית. לפי עקרונות אלה קל להבין מדוע אין במדידה הנוכחית של נכסים, התחייבויות הון ורווח מענה מושלם לאמידת הסיכונים שאליהם חשופה הפירמה ושווי נכסיה, לצורך אמידת יכולת הפירעון והלימות ההון שלה.

סעיף 302 לחוק החברות החדש קובע את הרווח המותאם המצטבר כחסם עליון לחלוקה. ניסיון להגדיר את הרווח הראוי לחלוקת דיבידנד מעלה מספר שאלות חשבונאיות, אשר החוק אינו מתייחס אליהן באופן ישיר, אך אין ספק שבבוא העת המערכת המשפטית תידרש להתמודד אתן. עיון בחוק מביא למסקנה כי המחוקק מעדיף למשוך ידו מכל ניסיון להגדיר מהו רווח לכל ענין ולהתאים את ההגדרות הקיימות של רווחים למסגרת של חוק החברות. על פי החוק החדש, קביעת הרווחים הושארה כמעט בלעדית בתחומם של החשבונאים.

סעיף 302 לחוק מבהיר כי "רווח מותאם מצטבר" הוא יתרת עודפים על פי הדוחות הכספיים המותאמים האחרונים, המבוקרים או הסקורים, שערכה החברה.

חוק החברות החדש קובע בפרק הדוחות הכספיים את הכללים הבאים:
"חברה ציבורית תערוך דוחות כספיים כאמור בחוק ביירות ערך ובתקנות לפיו...".

"חברה פרטית תערוך כל שנה דוחות כספיים, שיבוקרו בידי המבקר, ושיכללו מאזן של השנה שנסתיימה ... ודו"ח רווח והפסד לתקופה של שנה שהסתיימה באותו יום וכן דוחות כספיים נוספים, הכל בהתאם לנדרש לפי כללי חשבונאות מקובלים (להלן – הדוחות)".
"הדוחות יערכו לפי כללי חשבונאות מקובלים וישקפו נכונה ובצורה נאותה, בהתאם לכללים אלה, את מצב עסקי החברה לתאריך המאזן ואת תוצאות פעילותה העסקית בתקופת דו"ח הרווח וההפסד שהסתיימה בתאריך זה." (ההדגשות לא במקור)

בנוסף להגדרות בסיסיות אלה ניתנה בהגדרת "עודפים" סמכות לשר המשפטים כדלהלן:
"עודפים" – סכומים הכלולים בהון העצמי של חברה ושמקורם ברווח הנקי שלה כפי שנקבע לפי כללי חשבונאות מקובלים, וכן סכומים אחרים הכלולים בהון העצמי לפי כללי חשבונאות מקובלים ושאינם הון מניות או פרמיה, שהשר קבע, שיראו אותם כעודפים".

בהמשך הפרק ננסה ללבן את ההיבטים השונים הנגזרים מגישה זו של המחוקק ביחס להגדרת הרווח הניתן לחלוקה, וזאת מבלי לבחון שנית את הסוגיה, הבעייתית כשלעצמה, של הסתמכות על מבחן הרווחים.

בפרק זה נתייחס בין היתר לנושאים הבאים (לא בהכרח על פי סדר הופעתם):

- הסתמכות על כללים חשבונאיים מקובלים (GAAP).
- השפעת סעיפים ה"עוקפים" את דוח רווח והפסד (Other Comprehensive Income) וזרמים ישירות להון העצמי על אפשרות החלוקה של דיבידנד במזמן לרבות דיבידנד מזורז (Nimble Dividend). דוגמא לטיפול חשבונאי כאמור הוא הטיפול בהפרשי תרגום הנובעים מהשקעה בחברות מסונפות וחברות בנות שהוגדרו כיחידות אוטונומיות על פי הבהרה 8 לגילוי דעת 36 של לשכת רואי חשבון בישראל.

דוגמאות נוספות לכך הן:

– רווח/הפסד שלא מומש מניירות ערך סחירים, אשר הוגדרו כזמינים למכירה (Available for Sale) על פי הנחיות גילוי הדעת האמריקאי המסדיר את הטיפול החשבונאי בהשקעות בניירות ערך – SFAS 115.

– התאמות ל"Minimum Pension Liability על פי הנחיות גילוי הדעת האמריקאי הקובע את עיקר הטיפול החשבונאי בהתחייבויות פנסיוניות – SFAS 87.

הפסיחה על דו"ח רווח והפסד מקשה על הבנת התוצאות העסקיות, ויכולת ההשוואה בין חברות ועל פני זמן, וכן משפיעה על מדידת הרווח הניתן לחלוקה, ולכן יצרה אי שביעות רצון. בשנת 1997 פורסם לאור כך SFAS 130: Reporting Comprehensive Income. לאור גילוי הדעת כל פריטי דו"ח רווח והפסד מקיף ידווחו תוך הבחנה בין:

- א. פריטי רווח נקי
- ב. פריטי הכנסה כוללת אחרת

הדוגמאות מגילויי דעת בארה"ב על אף שלא אומצו במסגרת תקני חשבונאות מחייבים בישראל, הרי שהן חלות על חברות ישראליות העורכות דוחות לפי ה־GAAP האמריקאי. בנוסף, לכללי החשבונאות האמריקאים, לצד ה־IASB, יש כיום השפעה משמעותית על כללי החשבונאות המקובלים בישראל, ולכן לא מן הנמנע שהכללים שיאומצו בארץ יעוררו בעיות דומות לאלו הקיימות בכללים האמריקאים. בכל מקרה, כאמור, החוק החדש הסמיך את שר המשפטים להרחיב הגדרת עודפים לצורך חלוקת דיבידנד גם לסעיפים אלה.

- בהמשך לנושא הקודם, רווח מעסקאות עם בעל שליטה על פי תקנות רשות ניירות ערך בישראל וכן ביטול רווחים פנימיים בקבוצת חברות.
- האם יש לכלול ברווח הניתן לחלוקה: רווחי הון, רווחים/הפסדים בלתי רגילים, קרנות שיערוך, רווחי אקוויטי?
- רווחים לחלוקה בקבוצת חברות – יישום שיטת הרכישה (Purchase) לעומת יישום שיטת איגום הזכויות (Pooling of Interests) על הרווחים הניתנים לחלוקה.
- קביעה האם רווחים הניתנים לחלוקה ימדדו על פי דוחות כספיים מותאמים או נומינליים?

נראה, כי במרבית הנושאים המתוארים לעיל, הפניה אל כללי החשבונאות המקובלים ואל הרווח המותאם היא התשובה הראויה והמעשית ביותר. גישה כזו עקבית עם רוח החוק, ומאפשרת עוגני ביטחון סבירים הנחוצים לדירקטורים לשם מילוי תפקידם.

כאן המקום להוסיף, כי הגישה בה נקט המחוקק דומה באופיה לגישה שאותה אימצו בתימשפט בפרשנות חוקי המס. כך, לדוגמא, בענינה של **קבוצת השומרים**¹ עלתה לדיון השאלה, האם רשאית היתה המערערת לדווח על הכנסותיה החייבות במס על בסיס מזומנים, או שמא היתה חייבת לדווח, כאמור, לצורכי מס, על פי השיטה המצטברת. הואיל ובפקודה אין הוראות בדבר שיטת הדיווח, ואילו כללי החשבונאות המקובלים מכירים בכל אחת משיטות הדיווח הללו, נדרש ביה"מ העליון, מפיה של כב' השופטת נתניהו, לשאלת היחס בין כללי החשבונאות לבין דיני המס:

1. עמ"ה 494/87 **קבוצת השומרים ואח' נ' פשמ"ג**, פד"א כרך כ חוב' 13 עמ' 403.

”ככלל אין פקודת מס הכנסה עוסקת בתורת החשבונאות, היא מקבלת את כללי החשבונאות הרגילים המקובלים בעולם המסחר, שרואי החשבון סומכים את ידם עליהם... אך אלה לא תמיד עולים בקנה אחד עם מדיניות המס של המחוקק המשתקפת בפקודה. במצב זה נפרדות הדרכים וחשבונאות המס, המתאימה עצמה לדיון, היא הקובעת... באין הוראות מחייבות בפקודה בדבר שיטת הרישום או העיתוי הקובע לעניין הכנסה או ההוצאה, מוסדר הנושא בכללי החשבונאות המקובלים על רואי החשבון.” (ההדגשה אינה במקור).

גישתה של כב' השופטת נתניהו הינה, כי חשבונאות המס מאמצת את כללי החשבונאות המקובלים, אלא אם כן קיימת בדיני המס הוראה מחייבת אחרת.

אף בפסה”ד בענין ברנשטיין² חוזר כב' השופט הגין-על ההלכה, שלפיה בהיעדר סתירה בין כללים חשבונאיים לדיני המס, יש לאמץ את הכללים החשבונאיים.

”לא תמיד כללי החשבונאות ודיני המיסוי מדברים בקול אחד, ודאי לא כאשר הכלל החשבונאי סותר דין מדיני המיסוי... אולם, כאן במקרה דנן, כאשר שומה על בית המשפט להתעלם מן הצורה ולחפש את התוכן האמיתי, הרי שהחוק וכללי החשבונאות יוצאים לאותה דרך ומחפשים אותה מטרה, וכמובן שבמקרה זה כללי החשבונאות מסייעים אכן להשגת התוצאה המשפטית הנכונה.”

עמדה מרחיקת לכת אף יותר הגורסת כי יש להעניק יתרון לכללי החשבונאות, במקום שבו הם יובילו לתוצאה אופטימלית, גם במחיר התנגשות עם דיני המס, ניתן למצוא בפסה”ד בענינה של **טמבור**³:
”לו היה נוסח החוק מתנגש עם עמדה של החשבונאים שעליה אין עוררין, יתכן ולפי הפרשנות ה”ליברלית” של חוקי המס הייתי נוטה לאמץ את עמדת החשבונאים, למרות שאבחנותיהם אינן מוצאות ביטוי בלשון הכתוב בחוק.”

עמדתה הכמעט חד משמעית של הפסיקה הינה, שבמקום שבו אין התנגשות בין דיני המס לכללי החשבונאות המקובלים, דיני המס צריכים לאמץ את הקביעות של כללי החשבונאות. לקביעה זו ניתן לשים סייג אחד, והוא, כי במקום שבו הכללים החשבונאיים אינם ברורים וחד משמעיים או לוקים בחסר ואינם משקפים נכונה את המהות הכלכלית, יטו בתי המשפט שלא לקבל אותם. כך, לדוגמא, בעניינה של **טמבור**. למרות הגישה הליברלית שגילה, בחר ביה”מ שלא להסתמך על הוראות גילוי דעת 14, שהפך להיות גילוי דעת מיושן, ולא שיקף נכונה את המהות הכלכלית.

2. עמ”ה 181/84 **ברנשטיין ואח’ נ’ פ”ש, ת”א 1** פד”א טו (12) 179.

3. עמ”ה 138/87 **טמבור ואח’ נ’ פ”ש חיפה 1**, פד”א טז 351.

2. ההסתמכות על כללי חשבונאות מקובלים בקביעת רווחים הניתנים לחלוקה

בסעיף זה נראה כי ההסתמכות על נתונים חשבונאיים למטרת הגנה על הנושים לא היתה הכרחית, אם מידע פיננסי, כגון: מבנה ההשקעות של הפירמה, מדיניות ההשקעות, פעולות של החלפת נכסים וכד', היה זמין ומאפשר לנושים לזהות חלוקת דיבידנד אסורה. בהיעדר נגישות לנתונים אלה, הרי שעל הנושה (או המחוקק הבא להגן על נושי הפירמה) לפנות לפתרון מסדר שני ("Second Best"), ולהסתמך על מקור המידע הזמין האובייקטיבי ביותר העומד לרשותו – היינו, האינפורמציה הכלולה בדוחות הכספיים.

הנתונים החשבונאיים נחשבים עוגן נוח להסתמכות, בשל היותם מקובלים וידועים, משום שהם נתפסים כאמינים, ומשום שהם זוכים לגיבוי של מסגרת בקרה ושל מערכת מקצועית השוקדת על התאמתם למציאות הכלכלית. כאמור, ה-GAAP דוגל במהות הכלכלית ולא בהכרח המשפטי בתוכו, ולפיכך עשוי להיווצר פער בין השניים.

מעבר לכך, הכללים החשבונאיים מאפשרים מידה לא מבוטלת של דרגות חופש בדיווח החשבונאי, ולפיכך הנושים נתונים לעיתים לשיקולי דיווח של החברה. אין מדובר בהצגה כוזבת של הדוחות, או בהצגה שאינה ממלאת אחר הכללים החשבונאיים, שכן גם בתחום המותר, עשויות להיות לחברה דרגות חופש רבות במסגרת כללי החשבונאות. מספר מחקרים שנעשו בארה"ב הציגו ראיות סותרות בדבר השימוש של מנהלים ביכולתם להשפיע על הנתונים החשבונאיים בקשר לחלוקת דיבידנד. Healy and Palepu (1990) מצאו, כי הגבלות על חלוקת דיבידנד שהיו מבוססות על רווחים חשבונאיים ושהוטלו על ידי נושאי אשראי במסגרת חוזה ההלוואה (Loan Covenants) היו אפקטיביות, במובן שחברות אשר התקרבו לסף המגבלה לא ביצעו שינויים חשבונאיים, אלא הקטינו את שיעור הדיבידנד. ממצאים דומים דווחו על ידי Hall (1994). לעומת זאת, Daley and Vigeland (1983) מצאו במחקר מוקדם יותר, כי חברות שהיו קרובות לסף מגבלת הדיבידנד לא שינו את שיעורו, אלא נטו להוון הוצאות (בעיקר הוצאות מחקר ופיתוח).

המחקרים האמורים מתעלמים מקיום הסדרים הכפופים לסעיפי "Fix GAAP", הקובעים מגבלות על חלוקת דיבידנד על בסיס כללי החשבונאות ששררו **בעת כריתת החוזה**. החלתו של סעיף כזה עשויה להיות לטובת החברה – משום שהיא עשויה למנוע הפרה של החוזה עקב סיבות טכניות במהותן (שינוי בסיס החישוב עקב שינויים בכללי החשבונאות), ולא משום שכלכלית החברה אינה יכולה לעמוד בדרישות החוזיות. חשיבותו העיקרית של הסעיף האמור נובעת בדרך כלל מההגנה שהוא מספק לנושים מפני הסיכון של שינוי כללי חשבונאות, ובכך מתאפשר שחרור מקורות לבעלי המניות (דיבידנד) במקום כוונתם המקורית כי מקורות אלה ישמשו לצורך החזר החוב בעתיד. Mohrman (1996) הראתה כי השימוש בחוזים המכילים סעיף "Fix GAAP" הלך וגדל באופן דרמטי לאורך זמן. נראה כי הדבר נובע, בין היתר, מנסית החשבונאות בשנים האחרונות לעבור למדידה על בסיס שווי הוגן.

מובן שהמחוקק אינו יכול לקבוע הגנות במסגרת של "Fix GAAP", זאת משום שהוא מעונין בהגדרה רחבה ככל האפשר, אשר לא תהיה תלויה בנקודת זמן מסוימת. המחוקק אמור להיות ער לכך שכללי החשבונאות משתנים עם הזמן במסגרת תהליך התאמה למציאות הכלכלית ולסביבה המשתנה. לפיכך, נראה כי אין זה רצוי שהמחוקק יקבע כי המבחנים לחלוקת דיבידנד יהיו כפופים לכללי החשבונאות ששררו בנקודת זמן מסוימת, מבלי להתחשב בשינויים בהרכב הנושים ובעלי מניות על פני זמן וכן שינויים בכללי החשבונאות המקובלים.

נראה כי המחוקק ומערכת המשפט אינם יכולים להעדיף שיטה חשבונאית מסוימת משום שהיא משרתת באופן נאות יותר את מטרות החוק. לדוגמא, מערכת המשפט אינה יכולה לקבוע כי מדידת פריט מסוים או עסקה מסוימת תיעשה על בסיס העלות ההיסטורית, גם אם כללי החשבונאות ישונו ויחייבו מדידה על בסיס שווי הוגן.

בפס"ד *Liese vs. Jupiter (Del., 1968)* ובפס"ד *Baxter vs. Lancer Indus (NY., 1963)* קבעו השופטים, כי אין בחוק האמריקאי דבר המונע מן השופט להתעלם מן ההגדרות החשבונאיות, אם אין נראות לו סבירות בנסיבות הענין.

מדינת אוהיו בארה"ב שינתה בשנת 1996 את החוקים בדבר דיבידנד. השינוי נוגע לחברה שבחרה ליישם את SFAS 106 (בנושא הטבות לאחר פרישה שאינן פנסיה) באופן של הכרה מיידית בהוצאה, ולא על ידי פריסת ההוצאה על פני 20 שנה כפי שמאפשר תקן החשבונאות. חברה כזו רשאית, לצורך חישוב רווחים הניתנים לחלוקה, לחזור ולהוסיף את "עודף ההוצאה" שנרשמה (הוקדמה) בספרים.

נראה כי מערכת המשפט בישראל תידרש להחיל את כללי החשבונאות המקובלים בקביעת הרווח הראוי לחלוקה בדומה לגישה בה נקט החוק. השימוש בכללי חשבונאות מקובלים הכרחי כדי לקבוע כללי משחק ברורים ומוגדרים לסקטור העסקי והתערבות המערכת המשפטית תביא ליישום לא סביר של כללים אלה או לתוצאה בלתי סבירה. החוק בחר לדבוק בכללי החשבונאות המקובלים כלשונם לצורך קביעת הרווח. עם זאת החוק מאפשר לשר המשפטים לקבוע הוראות לחישוב הרווח, אשר לא בהכרח עולות בקנה אחד עם הכללים החשבונאיים המקובלים, או אשר מצמצמות את מרחב התמרון של החברה במסגרת כללים אלה.

מדידת הרווח הניתן לחלוקה לפי דוחות כספיים מותאמים או נומינליים

כאמור, מערכת המשפט הישראלית נמנעה מסורתית מלהתערב בקביעת הכללים לחישוב הרווח הראוי לחלוקה. כך, למשל, אמר כב' השופט אשר בענין קריב⁴ כי: "הפקודה אינה קובעת את צורתו ואת תכנו של דו"ח רווח והפסד בענינים אלה נוהגים בארץ בהתאם להמלצות לשכת רואי החשבון..." עם זאת, מערכת המשפט שמרה לעצמה את הסמכות להתערב בכללי החשבונאות במקום שהם אינם תואמים את תפיסת עולמה. בקשר לכך, נאמר בענין קריב כי: "אין לראות בכללים של לשכת רואי-החשבון משום חוק מחייב, אך בית המשפט, הדן בענין הקשור לדיווח כספי, יתחשב התחשבות מירבית בכללי דיווח שנקבעו על ידי הגוף המקצועי המוסמך לכך."

החוק קובע בסעיף 302, כי חלוקה תיעשה מהרווח המותאם לאינפלציה בלבד. קביעה זו היא קוגנטית והצדדים אינם יכולים להתנער ממנה ובכך מערכת המשפט כופה עצמה לכאורה, בסד של כללי החשבונאות. נראה, כי התפיסה המנחה את המחוקק היא שהרווח המותאם לאינפלציה הוא קנה המידה הראוי לשימור ההון ולהגנה על הנושים, באותה מידה שהוא משקף את המדידה הראויה לבחינת תוצאות פעולותיה של החברה ומצבה הכספי. בפרק זה נעמוד על תקפותה של הנחה זו, ככל שהיא נוגעת להסתמכות על דוחות מותאמים לאינפלציה.

מערכת המשפט בישראל יצרה בעשרים וחמש השנים האחרונות, מכורח המציאות הכלכלית, ענף שלם המכונה "פסיקה (וחקיקה) בתנאי אינפלציה". נקודת המוצא של המערכת המשפטית היתה השיטה הנומינלית, אך הירידה הדרסטית והמתמשכת בכוח הקנייה של המטבע הישראלי הפכה את הדיווח הכספי במונחים נומינליים לכמעט חסר משמעות.

4. ע"פ 620/75 מדינת ישראל נ' קריב ואח', פ"ד לא(3) 589.

בענין החברה המאוחדת לתיירות בע"מ⁵ אמר נשיא בית המשפט העליון דאז, כב' השופט זוסמן, באימרה שהפכה לסיסמה: "בזמן של אינפלציה דוהרת, הדבקות בכלל הנומינליסטי הוא לעג לרש". כב' השופט ברנזון התייחס לנושא האינפלציה, בענין ירדניה חברה לביטוח בע"מ⁶, באומרו כי: "אין מנוס איפוא מהתאמת המשפט למציאות שחלה בה תמורה כה מעמיקה וחסרת תקדים."

למרות זאת, בנושא של שיערוך חיובים גילה בית המשפט התחשבות בשיקולים נוספים, כגון כוונת הצדדים. בענין חננאל נ' מוסנובסקי⁷ מדגיש בית המשפט: "כבר אמרנו לא פעם שטרם הגיעה השעה להחיל בישראל דוקטרינה ואלוריסטית טהורה, המוכנה לשיערוך חיובים חוזיים אף באין הפרה". ובפס"ד נוביץ נ' ליבוביץ⁸ אמר כב' השופט ברק כי: "בתחום החוזים הצדדים מעצבים את תוכן הכתוב שביניהם וביכולתם לעצבו כך שיקח בחשבון גם את האינפלציה משלא עשו כן אין בית המשפט צריך למלא את שהחסירו."

דברי כב' השופט ברק בפסק הדין המנחה בענין אתא חברה לטקסטיל בע"מ⁹, משקפים את העמדה שאימצה המערכת המשפטית בנושא זה:

"זניחת התורה הנומינליסטית..." לא הביאה בעקבותיה עמדה שיפוטית, המכירה בשיערוך כולל של כל החיובים והחובות. מעולם לא נקבע כי בשל התגברותה של האינפלציה, יש לזנוח את הבסיס הנומינליסטי ויש לנקוט בגישה ואלוריסטית בכל התחומים. אמת, היו שצידדו בגישה זו... אך בתי המשפט מעולם לא אימצו תפיסה זו. הם חזרו וציינו כי "טרם הגיעה השעה להחיל בישראל דוקטרינה ואלוריסטית טהורה..." ואף במקום שנעשה שיערוך של חיובים צוין כי "המסקנה שהוצגה לעיל גם אינה בגדר היצמדות לדוקטרינה ואלוריסטית כללית... אכן, הגישה המשקפת נכונה את עמדתו של בית המשפט העליון כיום היא כי בית משפט זה טרם אימץ כהלכה גישה ואלוריסטית צרופה". גשתם של בתי המשפט היתה מטבע ההליך השיפוטי גישה זהירה, הנעה במסגרת האפשרויות החוקיות העומדות לרשותם – מסוג אחד של מקרים לסוג אחר של מקרים בכל סוגיה וסוגיה נבחנה המסגרת הנורמטיבית הקיימת, נבדקו מעלותיה וחסרונותיה, הדרכים שניתן לנקוט בהם כדי להתאים את המשפט לאינפלציה. עם זאת, בענין המוטרן הקופטי¹⁰ נקבע מפי כב' השופט מצא כי "הגישה שנשתרשה היא, כי מקום שמתעורר צורך לתקן את עיוותי האינפלציה, על ידי שיערוך חיוב בחוזה מקוים, ראוי לעשות כן, ככל האפשר, על דרך פירוש הוראת החוזה. הכול תמימי דעים כי שיערוך על פי הוראת החוזה אינו פוגע בחופש החוזים, אלא נעשה על פיו."

5. ע"א 151/76 חברה המאוחדת לתיירות בע"מ נ' טיל תורס בע"מ פ"ד לב(1) 387.
6. ע"א 606/73 ירדניה חברה לביטוח בע"מ נ' אחים עופר (הולדינגס) בע"מ ואח', פ"ד ל(1) 29.
7. ע"א 222/81 חננאל ואח' נ' מוסנובסקי, פ"ד ל(4) 471.
8. ע"א 265/80 נוביץ נ' ליבוביץ, פ"ד לו (1) 537.
9. ע"א 554/83 "אתא" חברה לטקסטיל בע"מ נ' עזבון המנוח זולוטולוב יצחק ז"ל ואח', פ"ד מא (1) 282.
10. ע"א 479/89 המוטרן הקופטי נ' חלימש – חברה ממשלתית עירונית לשיקום הדיור בתל-אביב יפו בע"מ, פ"ד מו (3) 843.

חוק החברות החדש קבע באופן חד משמעי ובלתי ניתן לעירעור, כי בעניין שימור ההון יש לזנוח את הבסיס הנומינליסטי ויש לנקוט גישה ריאלית, היינו להסתמך על הדוחות הכספיים המותאמים לאינפלציה. גישה כזו הובעה כבר בעבר. למשל, בעניין **עמר**¹¹ קבע הנשיא דאז כב' השופט שמגר כי: "**הערכת סכום... בלי להביא בחשבון את השנויים שחלו בערך הכסף, היא בגדר התעלמות מנתוני אמת.**" משמע שימוש בנתונים ודוחות שהביאו בחשבון את השינויים שחלו בערך הכסף משקף טוב יותר את רעיון שימור ההון ומדידת התוצאות העסקיות. השאלה היא האם אין להתחשב, כפי שנקבע בנושא של שיערוך חיובים, בכוונת הצדדים, ובפרט האם יש להעניק לנושים הגנה אשר הם לא ציפו לה מראש?

הדוחות המותאמים לאינפלציה על פי גילויי דעת 36 ו־50 (אשר נושאו דו"ח רווח והפסד מותאם במלואו לאינפלציה) של לשכת רואי חשבון ביססו את יחידת המטבע הקבועה על פי מדד המחירים לצרכן לגבי כלל הנכסים, התחביויות ההון והפעילות. מובן שהתאמה לשינויים בכוח הקניה הכללי של המטבע אינה תואמת בהכרח את המדדים המשקפים את הפעילות השוטפת, הסביבה העסקית ושוקי הנכסים של כלל החברות, ודוגמאות לכך אינן חסרות. תיאום מקרקעין על פי מדד המחירים הכללי ולא מדד מחירים ספציפי הינו תיאום טכני אשר לא בהכרח משקף את השווי הכלכלי של הנכס. באופן דומה, הדבר נכון למלאי זהב, מלאי טקסטיל, חומרי גלם בענפים שונים וכן הלאה. חברות הפועלות בסביבות עסקיות שונות. כלומר, ההתאמה למדד המחירים הכללית הינה פשרה אשר אמורה לאפשר צירוף השקעה בנכסים שונים בתקופות שונות תוך חיפוש אחר יחידת מטבע קבועה, אך בהחלט אינה משקפת שווי כלכלי. החריג היחיד בהתייחסות זו בגילויי הדעת היא האפשרות להשתמש בחברות מסוימות בשינויים בשער החליפין במקום מדד המחירים הכללי.

סעיף 29 בגילויי דעת 36 מתיר לחברות מסוימות לערוך את דוחותיהן בהתאמה לשינויים בשער חליפין במקום למדד המחירים לצרכן. פרקטיקה זו עוררה ביקורת רחבה, בעיקר משום החשש שהקריטריונים לסיווג חברות אשר רשאיות להשתמש בשיטת ההתאמה החלופית אינם הולמים. אין חולק, כי במקום שהסביבה הכלכלית והעסקית של הפירמה, כמו גם מטבע פעילותה, שונים מהשקל, הרי ששימוש בשיטת התאמה חלופית הינו הולם יותר לצורך מדידת תוצאותיה העסקיות של החברה ומצבה הכספי. יתרה מזו, המתקשר עם חברה כזו, עשוי להסתמך על הונה כפי שהוא נמדד על בסיס המטבע הפונקציונלי שלה ועל רווחיה העתידיים באותו מטבע. לפיכך, אין כל היגיון לקבוע כי ההגנה על נושי החברה במקרה כזה תהיה על בסיס הדוחות הכספיים המותאמים לעליית המדד הכללי. נראה כי יש לקבוע את המונח דוח מותאם בהצעת החוק כדוח שנעשתה בו התאמה לשינויים במדד המחירים הכללי או דוח שנעשתה בו, על פי החלופה המותרת בגילויי דעת 36, התאמה לשינויים בשער החליפין¹².

11. ע"א 118/83 **עמר ואח' נ' מינהל מקרקעי ישראל**, פ"ד לט (1) 693.

12. דעה שונה מוצגת ע"י אחרים. ראה למשל, שלמה נס, "חלוקת דיבידנדים בעיתות אינפלציה, מצב משפטי וכלכלי – המצוי והרצוי", רואה החשבון, ל"ה (3).

המגבלות העיקריות של ההתאמה נובעות מהתרחקותה של שיטת הרווח המותאם לאינפלציה מתזרים המזומנים של הפירמה (שהוא ערך נומינלי כמובן), וכן אי התאמתה של שיטה זו לנסיבות עסקיות מסוימות. הדוגמה הבולטת לכך הן חברות שסביבתן העסקית ומטבע פעילותן אינם מושפעים משינויים בכוח הקניה הכללי של השקל. בנוסף, גילויי הדעת סובלים ממגבלות רבות, כדוגמת חוסר הרציפות במדידת האינפלציה, אשר לא כאן המקום לדון בהן. מבחן התועלת – עלות ביישום כלי התאמה לאינפלציה – מבוסס על כך שבשיעורי אינפלציה גבוהים, התועלת במדידת רווח המתאימה לתנאים הכלכליים עולה על אי הדיוק בטכניקת המדידה. מאידך, בשיעורי אינפלציה נמוכים יחסית, כמו אלה השוררים בשנים האחרונות, האיזון בין שיפור המדידה והעלויות לרבות ההטיות במדידה מעמידים בספק את יתרונות ההתאמה לאינפלציה. נציין כי לאחרונה, לאור הירידה בשיעורי האינפלציה, נשקלה בגופים המקצועיים ההצעה להפסיק ההתאמה לאינפלציה בדוחות כספיים, הצעה אשר לא נתקבלה.

גילוי דעת 36 וגילוי דעת 50 אינם חלים כידוע על כלל החברות, אלא רק על חברות אשר מניותיהן נסחרות בבורסה וחברות גדולות מעל לסף שנקבע בגילוי הדעת. האם על חברות אחרות (אשר מבחינת מספרן, הינן רוב החברות בישראל) ליישם את מבחן הרווחים על בסיס דוחות כספיים מותאמים לאינפלציה, כפי שקובע חוק החברות התשנ"ט-1999, או שיש לאפשר להן יישום מבחן רווחים על בסיס דוחות מבוקרים נומינליים כפי שנדרש בהצעת החוק התשנ"ו-1995?

בשל שיקולי עלות-תועלת, לא היתה סיבה עד כה לדרוש מהחברות שלציבור ענין פחות בהן לערוך דוחות כספיים מותאמים לאינפלציה. נראה כי קביעת יתרת העודפים המותאמת לאינפלציה בחברות אלו לאור הניסיון אינה צפויה להשית עליהן עלויות בשיעור ניכר מעבר לאלו המוטלות עליהן כיום, ומצד שני מובן שברמת המשק היא תיצור עלויות עסקה נוספות. לפיכך, אין מניעה כי המחוקק ידרוש גם מחברות שג"ד 36 אינו חל עליהן את חובת העמידה במבחן הרווחים על בסיס מותאם לצורך חלוקת דיבידנד, ואכן גישה זו אומצה בחוק החברות התשנ"ט-1999. יתרונה של גישה זו הוא שהיא יוצרת עיקרון אחיד להגנה על הנושים ומונעת את העיוות שעשוי להיווצר כתוצאה מהחלת מבחן נומינלי בתנאי אינפלציה, בחברות הפטורות מדיווח מותאם לאינפלציה מטעמים טכניים, אשר כיום ספק אם יש לו הצדקה. יש לזכור, עם זאת, כי חברות פרטיות הן מועטות נושים ובדרך כלל הם מוגנים, ולפיכך נושא חלוקת הדיבידנד מהותי פחות בהן. חוק החברות החדש מאפשר בסעיף 302 (ב) לשר המשפטים לקבוע פטורים או הקלות לעניין התאמת הדוחות הכספיים.

השאלה אם הנתונים החשבונאיים הקובעים לצורך הגדרת הרווחים הניתנים לחלוקה כדיבידנד הם אלה שעל בסיס נומינלי או אלה שעל בסיס מותאם, עמדה במרכזו של פולמוס ארוך שבמסגרתו התבטאו רבים.¹³

13. בין היתר הוצגו ארבע חוות דעת של: ד"ר איילה פרוקצ'יה בשם היועץ המשפטי לממשלה, ד"ר י. רוטנשטיין וד"ר א. גולדנברג לבקשת לשכת רואי חשבון בישראל, עוה"ד ע. בן פורת, מ. חשין ועוה"ד פ. רובין. כמו כן נדרשו לסוגיה: פרופ' י. נאמן, פרופ' י. גרוס ומר ש. נס (ראה מראי מקום ברשימת הביבליוגרפיה).

להלן נסקור בקצרה את הרעיונות העיקריים שעמדו בליבו של דיון זה, תוך ניסיון לבחון מהי הגישה הכלכלית הראויה.

גישה אחת היא **גישת הרווחים הנומינליים** – על פי גישה זו, משום שהדוחות הכספיים המותאמים אינם מייצגים את שווי הנכסים הלא-כספיים, אלא רק את עלותם המותאמת על פי שינויים בכוח הקניה של המטבע, הרי שמדובר בשיערוך ולא ברווח, ולכן יש להתיר לחברה לחלק דיבידנד מרווח נומינלי בלבד.

גישה זו נדחתה על ידי מרבית הדנים בנושא. בנוגע לקביעת רווחים לצורך חלוקת דיבידנד, זנחו בתי המשפט את העיקרון הנומינלי. על מנת לקבוע מהו הרווח פנו בתי-המשפט אל כללי החשבונאות, שקבעו כי במשק שבו קיימת שחיקה משמעותית בכוח הקניה של המטבע, המדידה הכלכלית-חשבונאית במונחי רווח המותאם לאינפלציה עדיפה. במשק כזה אין בדו"ח הנומינלי כדי לשקף את מצב עסקי החברה ואת תוצאות פעילותה, והסתמכות על הרווח הנומינלי לצורך חלוקת דיבידנד עשויה להביא לעיוותים חמורים: מחד, עשוי הרווח בדו"ח הנומינלי להיות "רווח נייר" בלבד בעוד החברה סובלת הפסדים כלכליים משמעותיים. מאידך, אפשר שפעילות החברה תהיה רווחית כלכלית, אך הדוח הנומינלי יראה הפסדים שימנעו מציבור בעלי המניות מלקבל דיבידנד, אף על פי שמצבה הכלכלי של החברה מאפשר זאת.

על פי גישת אחרת, חלוקת דיבידנד מרווחים אפשרית אך ורק **מהנמוך שבין הרווח הנומינלי לרווח המותאם**. לפני שנציג את הנימוקים שהעלו מצדדי הגישות השונות, נציין כי נימוקים אלו הועלו בזיקה ישירה למצב המשפטי ששרר לפני חוק החברות התשנ"ט – 1999, ואילו אנו נבחן מחדש את הגישות השונות לאור המצב המשפטי החדש העולה מהחוק.

התומכים בתפיסה כי יש לאפשר חלוקת דיבידנד מרווחים מותאמים בלבד טוענים, כי כוונת המחוקק כפי שהיא עולה מן החיקוקים ברורה, ולפיה על הדוחות הכספיים להציג תמונה כלכלית נכונה של מצב עסקי התאגיד, ועליהם להיות ערוכים כך שמשתמש סביר יוכל ללמוד מהם על מצב עסקי החברה בבואו להתקשר עמה. היות שגם על פי כללי חשבונאות מקובלים נקבע כי בתנאי אינפלציה הדוחות הממלאים תפקיד זה הם הדוחות המותאמים ולא הנומינלים, הרי שיש להניח כי המשקיע או נותן האשראי מסתמכים על דוחות אלו, ולכן יש לקבוע כי חלוקת דיבידנד תהיה מרווחים מותאמים בלבד.

גישה זו באה לביטוי בחוות דעתה של ד"ר איילה פרוקצ'יה בעניין חלוקת דיבידנדים בחברות ממשלתיות בתקופת אינפלציה, אשר אומצה על ידי היועץ המשפטי דאז, פרופ' יצחק זמיר. בחוות דעתה של ד"ר פרוקצ'יה נקבע כי: "מקובלת עלי המסקנה המשפטית כי אף ללא תיקון מפורש של הדין הקיים, יש להסתמך על הדוחות הכספיים המותאמים לאינפלציה – ועליהם בלבד – לצורך הערכת "רווח" לענין תשלום דיבידנד." היא מוסיפה ואומרת: "כיום, התעלמות משינויים בערך המטבע בתחום דיני

החברות בכלל, ובתחום דיני שימור ההון והגדרת הון החברה האסור בהפחתה – ולפיכך אף להגדרת רווח שניתן לחלקו לבעלי המניות – עלולה להפוך את "כרית הבטחון" הניתנת לנושים למושג ריק מתוכן ולבטחון שאין לו משמעות... לפיכך, יישום עיקרון שמירת ההון לא רק מאפשר, אלא מחייב, תחילתה של שיטת הערכה הבוחנת את המצב העסקי הריאלי של החברה ומאפשרת חלוקת דיבידנד רק כאשר אין מתלווה אליה שחיקת הון במובן הריאלי."

פרופ' אוריאל פרוקצ'יה, אשר גישתו יושמה בחוק החברות החדש, סיכם את הסיבות להסתמכות על דוחות מותאמים בלבד:

- א. יישום נכון של עקרון שימור ההון להגנת נושי החברה משמעו התייחסות למרכיבי ההון של החברה במשמעות ריאלית, להבדיל מנומינלית.
- ב. המעבר מתפיסה נומינלית לתפיסה ריאלית עולה בקנה אחד עם גישת בית המשפט העליון שלפיה יש להתחשב באינפלציה כל אימת שתוכנו של הדין המיוחד החל על הענין והמטרות שהוא נועד להשיג מחייבים התחשבות כזו.
- ג. לרואי החשבון מעמד משפטי מוכר לענין הגדרת מושגי ההון והרווח, לכן יש ליתן משקל יתר לגישה החשבונאית באשר למקורות מהם ניתן לחלק דיבידנד. לפיכך, מרגע שהחשבונאות עברה למדידה במונחים ריאליים, הרי שעל המשפט להתאים עצמו לשינוי הנ"ל.

אין ספק שבתנאי אינפלציה מאבדים הדוחות הכספיים הנומינליים ממשמעותם, ויש להביא בחשבון את שינוי המחירים. עם זאת ברור, שאין ליחס לנתונים החשבונאיים המותאמים לאינפלציה משמעות של "ערך אמיתי" או אפילו "ערך כלכלי". שיטת ההתאמה לאינפלציה שנקבעה בדוחות הכספיים נגזרת, בין היתר, משיקולי נוחות, פשטות, בהירות, כושר אימות ושיקולי עלות/תועלת. לא בכדי נכלל במסגרת הדוחות הכספיים ציון כי שווים של נכסים לא כספיים בספרים אינו משקף בהכרח את שווי השוק שלהם או שווים לעסק.

הדוחות הכספיים כשלעצמם אינם מעידים בהכרח על יכולת הפירעון של התאגיד, ולפיכך, כפי שהדגשנו בפרק הקודם, ההסתמכות עליהם ועל מבחן הרווחים בפרט, מוגבלת. יחד עם זאת, עקרון שימור ההון ומבחן הרווחים, הנגזר ממנו, מאפשרים בדרך כלל קנה מידה אחיד, פשוט וברור ולכן מבחן הרווחים ראוי לשמש כמבחן משלים.

בהנחה של מערכת חיובים צמודה לאינפלציה, מעניקה גישת התיאום לאינפלציה הגנה נאותה לנושים. יחד עם זאת, כאשר מערכת החיובים היא שונה (דולרית או שקלית בלתי צמודה) מאבדים הנתונים המותאמים לאינפלציה את הצדקתם כמקור בלעדי להסתמכות.

הגישה הגורסת כי יש לאפשר חלוקת דיבידנד מתוך הנמוך מבין הרווח המותאם והרווח הנומינלי אומצה, בין היתר, על ידי המפקח על הבנקים בישראל במסגרת הכללים שקבע לחלוקת דיבידנד.

לטענת ד"ר רוטנשטרייך וד"ר גולדנברג¹⁴, חלוקת רווח מותאם העולה על הרווח הנומינלי אסורה על פי דיני חברות משום שעל פי דינים אלה המבחן לחלוקת רווחים הוא הרווח הנומינלי. פרופ' נאמן טוען גם הוא, כי חלוקת דיבידנד מרווחים מותאמים מקום שאין רווחים נומינליים משמעותה הפחתת הון של החברה. בנוסף, טוען פרופ' נאמן, כי הדוחות הכספיים הנומינליים לא בטלו ועברו מן העולם בתור "כללי חשבונאות מקובלים", ולפיכך חובה להסתמך גם עליהם.

הנימוקים במישור הכלכלי-חשבונאי הקשורים לסוגיה זו מתייחסים לשני מצבים:

- א. רווח נומינלי גבוה מהמותאם – אין חולק כי במונחים ריאליים הרווח הנומינלי העודף אינו מייצג רווח כלכלי וחלוקתו כדיבידנד במזומן תפגע בעקרון שימור ההון הריאלי של החברה.
- ב. רווח מותאם גבוה מהנומינלי – הטענות כנגד חלוקה מרווח מותאם הגבוה מהנומינלי הן כדלקמן:

- אם הרווח המותאם גבוה מהרווח הנומינלי, הרי אותה תוספת רווח נובעת בדרך כלל מהתאמת נכסים לא כספיים כגון רכוש קבוע, מלאי ועוד (לעיתים משחיקת התחייבויות כספיות). ניתן להשוות תוספת רווח זו במידה רבה לקרן משיערוך רכוש קבוע. כפי שאין מחלקים דיבידנד במזומן מקרן שיערוך, אין לחלק דיבידנד במזומן מתוספת זו. חלוקת רווח כזה הוא הוצאת משאבים נזילים מהחברה ופירושו פגיעה בנזילות החברה. כנגד טענה זו ניתן להביא את דבריה הנחרצים של ד"ר איילה פרוקצ'יה, המבהירה בחוות דעתה כי עקרון חלוקת דיבידנד בחברה רק עד גבול רווחיה אינו מוציא קיומן של הגבלות אחרות העלולות לסייג חלוקה כזו, כגון מצב הנזילות של החברה, יכולתה לפרוע את חובותיה, ועוד. יחד עם זאת, נראה כי הסוגיה בפנינו הינה דרך מדידת הרווח לצורך מבחן הרווחים, ולכן אין מקום לערבה עם שיקולים ומבחנים אחרים בדומה לסוגיית השיערוך.
- ההתאמה לאינפלציה אינה מייצגת בהכרח שווי כלכלי. אם תותר חלוקת דיבידנד מהרווח המותאם, במקרה שאין רווח נומינלי, פירוש הדבר חלוקת רווחים בהנחה שערך הנכסים הקבועים והנכסים הלא כספיים האחרים עלה לפחות בהתאם לעליית האינפלציה ממועד רכישתם, כאשר עלית ערך זו טרם מומשה בפועל ואין כל ביטחון שערכו המותאם של הנכס בספרים משקף את שוויו הכלכלי (לפחות).

14. ראה ציון מראי המקום רשימת הביבליוגרפיה.

שתי הערות ראויות בנושא זה:

- סעיף 6 ב' לג"ד 36 של לשכת רואי חשבון בישראל מטיל מגבלה של הצגת הנמוך מבין העלות המותאמת או השווי לעסק לגבי כל הנכסים הלא כספיים שבידי החברה. מושג השווי לעסק של נכסים הוא מושג חשוב ביותר. יחד עם זאת, הגדרת המושג ודרך יישומו מעורפלים ובפועל לא נעשה בו שימוש. כך שניסיון לראות במושג בסיס לקביעת שווי אינה משקפת את המציאות.
- גם כאשר הרווח המותאם שווה לרווח הנומינלי, או נמוך ממנו, מתבסס חלק מהרווח על שיערוך של נכסים לא כספיים בהתאם למדד, שיערוך זה עלול, לכאורה, לגרום לשוויים של נכסים אלה במאזן לעלות על שוויים ההוגן. כדי להמחיש נקודה זו נשתמש בדוגמא הפשוטה הבאה:

להלן המאזנים של חברה א' וחברה ב' בתחילת השנה:

<u>חברה ב'</u>			<u>חברה א'</u>		
50	הון	100	150	הון	100
	רכוש קבוע			רכוש קבוע	
50	הלוואה		50	הלוואה	100
				מזומן	

נניח שהריבית על ההלוואה הלא צמודה היא 50% (25 ש"ח), שיעור האינפלציה השנתי הוא 100%, ושתי החברות מקבלות בסוף השנה תשלום במזומן בסך 80 ש"ח כהכנסה בגין שירותים שסיפקו.

נחשב את הרווח בשתי החברות:

<u>רווח מותאם</u>		<u>רווח נומינלי</u>
5	>	55
105	<	55

כפי שניתן לראות, גם בחברה א' שבה הרווח המותאם נמוך מהרווח הנומינלי, נעשתה התאמה זהה של הרכוש הקבוע של החברה. השפעת התיאום של הנכס במאזני שתי החברות על רווחיותן הוא זהה.

לסיכום – נראה, כי במציאות של אינפלציה גבוהה, לפי ההנחה הסבירה והמקובלת של מערכת חייבים צמודה, הרווח הרלוונטי לחלוקת דיבידנד הוא הרווח המותאם כפי שדורש חוק החברות החדש. עמדה זו באה לביטוי גם ב־"Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements", שהיא מסגרת העקרונות החשבונאיים של ה־IASC (מקביל ל־Concepts האמריקאיים), שם נאמר בסעיף 108:

"When the concept of financial capital maintenance is defined in terms of constant purchasing power units, profit represents the increase in invested purchasing power over the period. Thus, only that part of the increase in the prices that exceeds the increase in the general level of prices is regarded as profit. The rest of the increase is treated as a capital maintenance adjustment and, hence, as part of equity."

מרכיבי הרווח הניתן לחלוקה כדיבידנד

לפני שנעמיק בסוגיות הסבוכות בשאלה מהם הרווחים הניתנים לחלוקה כדיבידנד, נציג את השיטות הבסיסיות להגדרת רווחים. הספרות המשפטית מרבה לצטט את המלומד האנגלי Pennington¹⁵, המציין בספרו שלוש שיטות לחישוב הרווח הראוי לחלוקה:

1. The Current Earnings Method – שיטת הרווחים השוטפים

לפי שיטה זו, הרווח הינו ההכנסה השוטפת בניכוי ההוצאה השוטפת, בהתעלם מהפסדי שנים קודמות, פחת על רכוש קבוע, רווחי הון על מכירת רכוש ורווחים שאינם רווחים במהלך העסקים הרגיל (רווחים מסחריים). גישה זו הוזכרה למשל בפסק הדין האנגלי Lee vs. Neuchatel (1889), אך זכתה לביקורת חריפה מצד חוגי החשבונאות באנגליה, בעיקר משום שהיא מתעלמת מפחת על רכוש קבוע. במבט נוסף, לאחר כמעט 110 שנים, ניתן לומר שגישה זו אינה משוללת יסוד, משום שהיא נועדה לאמוד את תזרים המזומנים התפעולי השוטף של העסק (תזרים המזומנים הפרמננטי) כבסיס לחלוקת דיבידנד (המונחים קרובים למושגים הנוכחיים של Current Operating Income לעומת All Inclusive). הליקויים העיקריים בשיטה – היא מתעלמת מדרישות ההשקעה של הפירמה ומסתמכת על נתוני עבר במקום על תחזיות לעתיד. בנוסף, ברור כי השיטה אינה עקבית עם עקרון שימור ההון החשבונאי.

2. The Earned Surplus Method – שיטת הרווחים הצבורים

דומה לשיטה הקודמת, למעט העובדה שיש להביא בחשבון הפסדים משנים קודמות (בניכוי רווחים לא מחולקים משנים קודמות) בנוסף לרווח השוטף. לדעתנו, בבסיס גישה זו לא עומד, בניגוד לשיטות האחרות, רצף הגיוני ושיטתי.

3. The Balance Sheet Surplus Method – שיטת "יתרת הרווח" במאזן

על פי גישה זו ניתן לחלק דיבידנד עד לגובה סעיף "יתרת הרווח" במאזן החברה. זו למעשה גישה הרווחים המיושמת בחוק החברות החדש (למעט התוספת של התרת חלוקת דיבידנד מזורז), והיא עקבית עם רעיון שימור ההון החשבונאי.

¹⁵. Pennington, Company Law, 5th. Ed., (1985), p.469.

רווחים מפעילות שוטפת לעומת רווחי הון

לעיתים נטען, בעיקר על ידי כלכלנים, כי רווחים הנובעים ממכירת נכסי דלאינידי המהווים רכוש קבוע בחברה וכי נכסים קבועים אחרים אינם משקפים רווח או הכנסה, ולכן אינם אמורים להיכלל במסגרת הרווחים הראויים לחלוקה. התימוכין העיקריים לטענה זו הוא בתפיסה שרווחים אלה הם חלק מההון הכלכלי של הפירמה, ולכן יש למנוע את חלוקתם לבעלי המניות כדיבדנד. ההיגיון בבסיס גישה זו הינו שהנכס שנמכר אמור להיות מוחלף בנכס אחר על מנת לשמור על כושר היצור, ולכן אין מקום לחלק דיבדנד שמקורו ברווח שנבע ממכירה זו. מובן שנקודת המוצא לטענה זו היא ההנחה שהמדובר בנכסים המופעלים במסגרת השוטפת של החברה. במידה שהמדובר בנכסים לא פעילים המסקנה שונה בתכלית. תפיסה זו מקורה בהבחנה בין גישת "שימור ההון הפיזי" לגישת "שימור ההון הפיננסי".

על פי גישת שימור ההון הפיזי, רווחים יירשמו רק כשהם עולים מעבר לסכום הדרוש לשימור ההון הפיזי שהושקע בפירמה, היינו ההשקעות בגורמי הייצור והתפעול של הפירמה. על פי גישת שימור ההון הפיננסי, יש לשמור את ערך ההון הכספי שהושקע בפירמה.

גישת שימור ההון הפיננסי היא זו השלטת בחשבונאות המדווחת על בסיס עלות היסטורית. עם זאת, קיימות התאמות מסוימות המקרבות את החשבונאות אל גישת שימור ההון הפיזי וביניהן: הפרשות לירידת ערך נכסים קבועים, התאמה אינפלציונית (המבטיחה את שמירת ההון בערכים קבועים של כוח הקניה הכללי), אי הכרה ברווח במצבי "Wash Sale" (היינו החלפת נכס בנכס דומה) ועוד. בכפוף להתאמות אלו, הרי שדין רווח הון צריך להיות כדין כל רווח עסקי אחר ולהיכלל במסגרת הרווחים הראויים לחלוקה כדיבדנד.

נציין גם, כי הערה מס' 1 למודל פקודת החברות האמריקנית משנת 1971 (MBCA '71) מבהירה, שאין להבחין בין רווחים תפעוליים לרווחי הון לצורך הגדרת רווחים ראויים לחלוקה:
"All profits from the enterprise and all gains and losses, whether from operations or from transactions involving capital assets, are treated in the Model Act as earned Surplus."

מספר פסקי דין שניתנו בארה"ב טרם החלת מודל פקודת החברות הגבילו חלוקת דיבדנדים לרווחים תפעוליים. כך למשל, בפס"ד Gallatin vs. Shannon (1939) הוגדר המונח "רווח לחלוקה" כתקבולים שוטפים ברוטו בניכוי הוצאות תפעוליות.

הבחנה זו בין רווחים תפעוליים, לרווח הון היא במידה מסוימת מלאכותית, עקב האינטרקציה שבין רווחי הון ורווחים תפעוליים, שכן גודלו של רווח הון תלוי במדיניות הפחת של הנכסים התפעוליים של הפירמה. פחת נמוך מה"נורמלי" יגרור רווח הון גדול יותר, אשר לכאורה חלק ממנו משקף התאמה לרווח התפעולי ה"נורמלי". המעבר מרווח הון לרווח תפעולי, אם כן, עשוי להיות פשוט למדי, דבר המפריך כל ניסיון להדגיש

הבדל מהותי בין השניים. יתרה מזו, לפי התפיסה של שימור הון בערכי הספרים (ערכים חשבונאיים), אין מניעה להתיר חלוקת דיבידנד מתוך רווחי הון, משום שרווח זה הוא העודף שנוצר מעל לערך הספרים. זו אכן גישת המחוקק האנגלי (וכפי שראינו גם האמריקאי), אשר מצין במפורש כי ניתן לחלק דיבידנד מתוך רווחי הון.

על אף האמור, ניתן להציג מספר טיעונים כנגד התרת חלוקה מרווחי הון:

1. יש מקום להבחין בין רווח הון על נכס שהוא אינטגרלי לפעילות השוטפת ונכס לא פעיל. מימוש נכס פעיל היוצר רווח הון מחייב הפירמה לרכוש תחליף או לוותר על רווחיות עתידית, ולפיכך חלוקתו כדיבידנד תפגע בפעילות הפירמה.
2. רווחי ההון מדללים את נכסי הפירמה העומדים כבטחון להחזר חובות הנושים בכך שהם מקדימים הכנסות עתידיות שעליהן הסתמכו הנושים ומאפשרים חלוקתן לבעלי המניות.
3. רווחי הון מושגים לעיתים בפעילות המכונה "Cherry Picking", היינו בחירה סלקטיבית של הנכסים שימושו, תוך השארת נכסים אחרים שבהם גלום הפסד או פוטנציאל להפסד, וכן בפעילות של מכירת נכסים ורכישת נכסים דומים כמעט סימולטנית תוך רישום רווח הון (Wash Sale).

פתרונה של בעיית ה"Cherry Picking" וה"Wash Sale" בעיקר ככל שהיא נוגעת לנכסים פיננסיים, הינו במישור החשבונאי – יש למנוע הקדמת רווחים מפעולות אלה באמצעות דרישה לפרוס את הרווח שהופק בעסקת ההחלפה של נכסים דומים על פני יתרת חייו של הנכס שנרכש, ודרישה לבחינה מדוקדקת ושוטפת של סל הנכסים של הפירמה תוך רישום הפרשות לירידת ערך נכסים קבועים במקרה הצורך (ראה, בין היתר, גילוי הדעת האמריקאי בנושא זה – SFAS 121, אשר נטל את העוקץ מעסקאות "Cherry Picking").

פתרון אפשרי במישור החשבונאי הוא פריסת רווחי הון על פני תקופת החיים שנותרה לנכס טרם מכירתו (גישה זו יושמה על ידי המפקח על הבנקים בנושא מכירת תיק משכנתאות לדוגמא). טיפול חשבונאי כזה סותר את כללי החשבונאות המקובלים, והוא יעוות ויכביד על הדיווח החשבונאי שלא לצורך.

הפתרון לבעיה זו הוא, לדעתנו, בהחלת קריטריונים נוספים לחלוקה, אשר אינם נגזרים מהסתמכות על הרווח החשבונאי, כמו החלה של קריטריון הסולבנטיות האקוויטבילית. היתרון ביישום עיקרון זה על פני אי הכללת רווח הון בגדר רווח ראוי לחלוקה, או שינוי שיטת החישוב של הרווח (פריסה לעומת הכרה מיידית), הוא בהענקת החופש לחברה לבחור באסטרטגיה האופטימלית עבורה, כגון מימוש נכסים במסגרת שינוי או גיוון תמהיל העסקים ושחרור עודפי מקורות למשקיעים, תחת המגבלה של אי פגיעה בכושר הפירעון של הפירמה.

הבחנה בין הפסדים תפעוליים לבין הפסדי הון

קיימת גישה הטוענת, כי הפסד הון מגלם, למעשה, את מחיקת ההשקעה ההונית של בעלי המניות, ולכן במקרה כזה אבד לחברה ההון שעליו נדרשה לשמור. לפיכך, אין לכלול את הפסדי ההון בחישוב הרווח הראוי לחלוקה. תפיסה זו באה לביטוי, בין היתר, בפסקי הדין האנגליים: *Neuchatel Lee vs.* (1889). ו' *Verner vs. General & Commercial Investment Trust* (1894).

על מנת לחדד את הטענה נשתמש בדוגמא: נניח שההשקעה בחברה מזוהה עם מכונה שהיא מקור ההכנסה היחיד של החברה. במהלך השנה יצרה המכונה הכנסות אך לקראת סוף השנה נהרסה כלי. ההשקעה עצמה אבדה אך פירוטיה קיימים¹⁶. נראה שלא ניתן לחלק את הפירות למשקיעים בהתעלם מאובדן ההשקעה. לנושה אין גישה לא להשקעה (נכס) ולא לפירוטיה (רווח), ולעיתים הוא אף נעדר יכולת להבחין ביניהם. זכותו של בעל המניות היא זכות שאריתית, ולכן אם היו הפסדים הרי שהנושה יכול לרדת לנכסיו של בעל המניות עד לגובה השקעתו בחברה (זו משמעות הערבות המוגבלת). תפיסה זו באה לביטוי, בין היתר, בפס"ד האמריקאי, *Wittenberg V. Federal Mining & Smelting Co.*, (Del. 1926), שם אומר השופט:

"In an ordinary industrial concern, profits cannot be said to have been earned so long as a portion of the capital has been lost."

לפיכך, אנו סבורים כי יש לטפל בהפסדי הון, כמו גם ברווחי הון – ככל הפסד או רווח רגיל. עם זאת, יש להתייחס לכך שרווח או הפסד הון הם תופעה שלא במהלך העסקים השוטף, מכיוון שחברות סולבנטיות אינן צפויות לחזור ולגרוע מהון הפסדי הון, יש היגיון לאפשר חלוקת דיבידנד מזורז בהתעלם מהפסד הון חד פעמי. מנגד, היות שרווח הון הוא מטבעו ברחלופ, התרת חלוקתו אינה עקבית עם הנימוקים שמעלה החוק לחלוקת דיבידנד מזורז (היינו, שיפור פרמננטי בתוצאות העסקיות), ולכן נראה כי יש לנטרל את השפעתם של רווחי הון והפסדי הון לצורך קביעת אפשרות החלוקה של דיבידנד מזורז.

רווחים והפסדים בלתי רגילים

הרעיון המנחה בבחינת הכללים לחלוקת דיבידנד הוא הרעיון שאותו הצגנו לאורך עבודה זו, שהדיבידנד משמש כלי להסדרת היחסים בין הנושים לבעלי המניות. לפי הנחה זו מתקיימת מערכת של ציפיות, אשר בשיווי משקל גוזרת את מדיניות הדיבידנד של הפירמה. הרעיון המנחה הוא שיש להגן על הנושים ברמה

¹⁶ גם בהקשר זה נדרש להבחין בין מימוש נכס פעיל לנכס בלתי פעיל.

שהוצגה בפניהם ולא מעבר לכך. חששם של הנושים, כפי שהדגשנו בפרקים הקודמים, הוא מפני דחיתם בשרשרת הקדימויות לנכסי החברה על ידי פעולות של המנהלים בשמם או לטובתם של בעלי המניות של החברה ובאופן הפוגע באינטרסים הלגיטימיים של הנושים. ההגבלות על חלוקת דיבידנד צריכות להיקבע באופן שיענה על חשש זה ויספק את פתרון הקונפליקט בין נושים ובעלי מניות בדרך שתמקסם את רווחתם הכוללת. אירועים בלתי שגרתיים, אשר אינם נתונים לשליטתם של המנהלים, לא היו צריכים לכאורה ליפול בגדר ההגנה הניתנת לנושים, אולם ברור מהגדרת הזכויות השארית של בעל המניות, כי בעל מניות עשוי לזכות במלוא ההטבה הנובעת מרווחים בלתי-רגילים, ולכן מתאפשרת חלוקתם של רווחים בלתי רגילים כדיבידנד מזוהר. מנגד בעל המניות עשוי גם לשאת בלעדית בהפסד כתוצאה מאירוע בלתי רגיל ולכן הרווח הניתן לחלוקה כדיבידנד מוקטן בגובה ההפסד.

לפיכך, נראה כי יש לנטרל מחישוב הרווחים הניתנים לחלוקה הפסדים בלתי רגילים נטו (היינו בניכוי רווחים בלתי רגילים, על בסיס מצטבר). זאת, בתנאי שחלוקה כאמור לא תערער את יכולת הפירעון של הפירמה. נראה כי כלל כזה עשוי לשקף באופן נאות את זכויותיהם של המשקיעים לקבלת פירות שוטפים על השקעתם, והוא מתייחס באופן ישיר לרעיון הדיבידנד המזוהר (Nimble Dividend) אשר אומץ בחוק החדש.

רווחים שמומשו לעומת רווחים שטרם מומשו

המושג "Realized Profits" מופיע בחקיקה האנגלית כרווח שממנו ניתן לחלק דיבידנד. Schedule 4 לפקודת החברות האנגלית לשנת 1985 מסביר, כי המושג מתייחס לרווח שהוכר על פי הכללים החשבונאיים המקובלים. Section 262(3) בפקודת החברות האנגלית המתוקנת משנת 1989 מסייג את המושג, תוך מתן גמישות מסוימת למערכת המשפט.

באופן כללי, כאשר מדובר ב"מימוש", עשויות להיות מספר הגדרות. האחת – מימוש במזומן, קרי אין מקום להגביל חלוקת דיבידנד מרווחים שמומשו במזומן. השניה – רווח ימומש רק כאשר הוסרו אי-הוודאויות העיקריות בדבר הפקתו.

גישה זו עיקבית עם עקרון הזהירות בדבר חלוקה מההון במקום מרווחים. עם זאת, עדיין נותרות שאלות בדבר פריטי רווח מסוימים.

ראשית, יש להבהיר כי רווח חזוי, היינו רווח שתהליך הפקתו לא הושלם, לפיכך אינו יכול להיחשב כרווח שמומש. כך למשל נאסרה הכרה ב"Paper Profits" ו"Anticipated Profits" בפס"ד האמריקאי (1955) *Mindenberg vs. Carmel Film Prod.* באשר לרווחים הנובעים מהתאמת שווי ניירות ערך למסחר, החשבונאות מכירה בהם כרווח שוטף, ומתעוררת השאלה, האם ניתן לראות ברווחים אלו "רווחים שמומשו" ושמהם ניתן לחלק דיבידנד. מחד, ברור כי לא הוסרה אי-הוודאות באשר להפקת הרווח. שכן, גם אם מימשנו את הרווח והשקענו את התמורה בנייר ערך אחר או באפיק אחר, אין לנו ביטחון כי בעתיד

לא נפסיד את הרווח שרשמנו. לפיכך דיבידנד שיחולק לא ניתן להשבה בעתיד, ולפיכך מן הראוי שלא לחלק דיבידנד מרווחים שטרם מומשו. מאידך, נראה, כי אין הצדקה לסטות במקרים אלה מהכללים החשבונאיים המקובלים שנקבעו להכרה ברווח, שכן המדובר בנכסים המיועדים למימוש וקיימות אינדיקציות אובייקטיביות לקביעת שווים.

קרנות שיערוך

השאלה האם ניתן להכיר בשיערוך כרווח לצורך חלוקת דיבידנד היא במידה רבה שאלה תיאורטית שכן שיערוך נכסים קבועים נאסר בישראל. אין ספק שלעלית מחירים יש השלכה על הערך הכלכלי של נכסי התאגיד, אולם קיים ספק רב אם עלית שווי השוק של נכס קבוע משקפת פעולה עסקית של התאגיד, או שיפור במצבו הפיננסי, אשר יש להכיר בו בתקופה השוטפת. מעבר לשאלה בדבר היותה של עלית הערך קבועה או בת חלוף, הרי שבתקופה השוטפת הנכס אינו מיועד למימוש ומימושו הוא במהלך העסקים וכחלק מתזרים מזומנים העתידי. לכן התאמת שווי נכסים אמורה להתבצע במסגרת **תזרים מזומנים עתידי ולא נכסים בודדים כשלעצמם**. לכאורה ניתן להתייחס לשיערוך כאל התאמה לשיטת המדידה של הרווח העתידי, כלומר מדידה בשווי הוגן, ובהתאם נדרש גם להתייחס למושג של "Value to the Business" אשר אמור למדוד את שווי של הנכס במהלך עסקי הפירמה. מושג זה עולה לדיון לאחרונה בצורה אינטנסיבית, אם כי קשה לדבר על שיטת מדידה בהירה תוך יישום המושג.

הבעיה בהתרת הפרקטיקה האמורה והחלתה לצורך בחינת הרווחים הראויים לחלוקה נובעת מכך, שהיא פוגעת באחידות המערכת החשבונאית משום שהיא מביאה ליישום שתי שיטות מדידה שונות במקביל. הדבר עלול לגרום להטעיית המשקיעים והמשתמשים האחרים בדוחות הכספיים. בנוסף, השיערוך אינו כפוף למערכת הכללים החשבונאית הקיימת (הסדרת עקרונות, תקנים וכללים המונחים על ידי מסגרת מסודרת, כגון – ה"Concepts" של המועצה לתקני חשבונאות בארה"ב וה"Framework" של ה-IASC), ודרישה סטטוטורית, המעוגנת בפרקטיקה מקצועית עניפה לביקורת הדוחות הכספיים הערוכים על פי כללי חשבונאות מקובלים).

גילוי דעת 36 של לשכת רואי חשבון בישראל אוסר על ביצוע שיערוך על בסיס מדד ספציפי בדוחות הכספיים המותאמים, משום שהוא נוגד את התפיסה הכללית של התאמה לאינפלציה על פי מדד המחירים הכללי. כמו כן, במידה שפירמה היתה מנסה לערוך שיערוך, הרי זו לא היתה פעולה חד-פעמית, אלא נדרש לחזור עליה בכל דו"ח כספי ובכך היינו מתקרבים לגישת השווי ההוגן. איסור על שיערוך מופיע גם בגילוי הדעת האמריקאי APB 6.

השיערוכים החשבונאיים אינם משקפים זרימה של אמצעים מזילים לחברה (טענה פופולרית כנגד שיערוך נכסים קבועים), וכן הם עשויים להיות מושפעים מתנודות מחירים תקופתיות שאינן משקפות מצב קבוע.

כנגד הטענה ששיערוך נכסים קבועים אינו משקף תוספת אמצעים מזילים, ניתן להעלות הטענות הבאות:

- ניתן להצביע על מקרים בהם שיערוכים משקפים גם עליה בתזרים המזומנים השוטף של הפירמה. כך למשל במקרה שבו שיערוך של נכסים מניבים מבטא עליה בתזרים דמי השכירות השנתיים מהנכס (גידול בתזרים המזומנים השנתי אשר יכול להיות מופנה לפרעון התחייבויות ותשלום דיבידנדים).
- שאלת הנזילות היא שאלה משנית, אשר ניתנת לפיתרון במסגרת החלטת מגבלות מזילות. לעניין זה אין הבדל בין רווח שוטף, קרן שיערוך לבין רווח הון ממימוש נכסים אשר התמורה ממכירתם הושקעה מחדש בחברה.

לכאורה ניתן להבחין בין שני סוגי שיערוך:

1. שיערוך הנובע מעליית מחירים כללית בענף מסויים במשק.
2. שיערוך ספציפי הנגזר מהערכת גידול בהכנסה עתידית פוטנציאלית מנכס מסויים.

דוגמא לשיערוך מסוג ראשון היא למשל עליית מחירי נדל"ן או עליית מחירי המכירה של מלאי מסוג מסויים וכד'. דוגמאות לשיערוך מהסוג השני הן, למשל, גידול במוניטין של חברה בת שלא באמצעות רכישה (רווחיות מעל הנורמלי), גידול בשווי פטנט או זיכיון כתוצאה מגידול בפונטציאל השוק וכד'. למעשה, בשני המקרים התוצאות דומות ומדובר בעליית ערך אשר תמומש בצורה של הכנסה עתידית. ההבדל בין שני המקרים הוא בעיקר ביכולת האימות של עליית הערך. בעוד שבמקרה הראשון, נראה כי ניתן לאמת ביתר קלות את התאמת הערך, ואילו במקרה השני אי הוודאות הכרוכה בהערכת הגידול בהכנסה העתידית היא גדולה יותר, וזיהוי הפרמטרים הקובעים את עליית הערך קשה יותר.

ניתן לסכם הבעיות הנובעות מיישום פרקטיקה של התרת שיערוך והגדרתו כחלק מהרווח הראוי לחלוקה באופן הבא:

1. קושי בכימוי הערך והקושי לאמת אותו מראש.
2. רגישות השיערוך לטעויות אמידה ותנודות מחירים זמניות, וחוסר אפשרות השבת דיבידנד עקב ירידת מחירים.
3. שיערוך נכסים קבועים ללא התאמת מרכיבים אחרים במאזן ובעיקר התחייבויות אינו שיטתי ועשוי להוביל לתוצאות מטעות.
4. בדומה לרווח הון – חלוקת רווחים משיערוך תביא להנזלה (Liquidation) של ההכנסות העתידיות והעברתן לבעלי המניות תוך דילול האמצעים הזמינים לצורך פירעון חובות הנושים, ותוך הגדלת אי הודאות לגבי היכולת לפרוע את חובם.

5. בדרך כלל הנכס אינו עומד למימוש כך שהשיערוך מהווה הקדמת רווחים עתידיים בכללי החשבונאות הנוכחיים.

לאור הסיבות שצוינו לעיל, נראה כי יש לאסור חלוקת דיבידנד מ"רווחי" שיערוך נכסים. יחד עם זאת, איננו שוללים הסתמכות על השווי ההוגן של הפירמה בכללותה – ראה דיונו בפרק הקודם כחלק ממבחן יכולת הפירעון. כלומר, מדידה של השווי ההוגן של הנכסים וההתחייבויות שהוא ביטוי לתזרים המזומנים העתידי מהווה מסגרת אפשרית שבה נכלל שיערוך נכסים קבועים ולא מסגרת פרטנית. ממילא במסגרת כזו שווי הנכסים נגזר אוטומטית משוויים לעסק (Value to the Business).

הספרות המשפטית המתייחסת לנושא חלוקת דיבידנד מרווחי שיערוך נכסים או מקרן שיערוך מצטטת בדרך כלל את הלכת Dimbula. בפסק הדין האנגלי בעניין Dimbula לא ראה ביתהמשפט כל פסול בחלוקת דיבידנד במזומן מתוך קרן שיערוך, זאת בתנאי שההערכה נעשתה בתום לב (In Good Faith), על ידי מעריכים מוסמכים (Competent Valuers), ולא סביר שהיתה מושפעת מתנודות ערך (מחיר) בטווח הקצר.

פסק הדין הסקוטי בעניין Westburn Sugar Refineries קבע הלכה סותרת לכאורה לזו של Dimbula. ביתהמשפט סירב להכיר בקרן שיערוך כמקור לחלוקת דיבידנד, משום שחשש כי שיערוך נכסים שלא מומשו עלול שלא לשקף בפועל את ערך הנכסים, הצפוי מטיבו לתנודות שוק ולטעויות שמאות. תנודות וטעויות אלו עלולות להוביל, במקרה של חלוקה משיערוך, להפחתת הון אסורה.

החוק האנגלי, בעקבות אימוץ הדירקטיבה השניה של ה-EC, אסר על חלוקת דיבידנד במזומן מתוך קרן שיערוך נכסים.

גם בפסק הדין האמריקאי בעניין Berks Broadcasting vs. Craumert (Pa. 1947) מובעים חששות דומים:

"Such re-appraisals, however apparently justified and accurate for the time being, are subject to market fluctuations, are merely anticipatory of future profits, and may never be actually realized as an asset of the company."

קרנות תרגום

גילוי הדעת האמריקאי SFAS 52, גילוי הדעת הבינלאומי IAS 21 והבהרה מס' 8 לגילוי דעת 36 של לשכת רואי חשבון בישראל קובעים, כי כאשר חברה מוחזקת פועלת באופן אוטונומי, במנותק מהחברה המחזיקה בה, הפרשי תרגום, הנובעים מתרגום הדוחות הכספיים של החברה המוחזקת הערוכים במטבע שונה מזו של המחזיקה, לא יכללו ברווח או בהפסד של החברה המחזיקה, אלא יזרמו ישירות להון העצמי שלה. זאת, במטרה לנטרל את השפעת השינויים בשער החליפין על התוצאות העסקיות באותם מקרים שבהם ההשקעה היא לטווח ארוך ולא נועדה למימוש וכן תחת הנחה שהתנודות בשער החליפין מתקזזות על פני תקופת ההחזקה.

לדוגמא, חברה ישראלית עורכת דוחות בשקלים מותאמים לאינפלציה ומחזיקה בחברה הפועלת בארה"ב, אשר פעילותה ותזרים המזומנים שלה מנותקים מאלו של החברה המחזיקה ומטבע הפעילות שלה ("המטבע הפונקציונלי", כהגדרתו ב־ SFAS 52) הוא הדולר האמריקאי. החברה המוחזקת עורכת את דוחותיה הכספיים על בסיס מטבע הפעילות שלה, היינו נכסיה, התחייבויותיה ותוצאות פעילותה נקבעים במונחים דולריים. החברה המחזיקה מיישמת את שיטת השווי המאזני¹⁷ ומשערכת במאזן את השקעתה בחברה המוחזקת¹⁸ במונחים שקליים צמודים למדד.

יוצא שקיים הפרש שוטף (על בסיס תקופתי) בין השינוי בהשקעה המתייחס לרווחים או הפסדים מהחברה המוחזקת במונחים שקליים צמודי מדד לבין הרווח או הפסד מההשקעה שנרשם בדו"ח רווח והפסד. הפרש זה הוא הפרש התרגום השוטף (התקופתי), ומכיוון שהוא אינו נכלל בחישוב הרווח, הרי שהוא זורם לחשבון אחר במסגרת האקוויטי הנקרא "קרן הפרשי תרגום".

קרן זו מורכבת מהסכום המצטבר של הפרשי התרגום התקופתיים, או, בלשון אחרת, הפרשים המאזניים בין התאמת ההשקעה כאמור בדוחות החברה המחזיקה לשווי ההשקעה על בסיס מטבע הפעילות הדולרי. נציין, כי ביסוד העיקרון של ניטרול הפרשי התרגום מהרווח השוטף עומדת ההנחה שפערים בקצב ההשתנות של שערי החליפין הריאליים יתקזזו לאורך זמן. בפועל הנחה זו לא בהכרח מתקיימת. על אף שהקרן מסווגת בחשבון ההון, הרי שמחד, אין לראות בה חלק מההון שהושקע על ידי בעלי המניות

17. טיפול דומה חל על חברה מאוחדת, כאשר ההבדל הוא במיזון הסכומים לסעיפים הספציפיים. ההשפעה נטו על חשבון האקוויטי ודוח רווח והפסד של החברה המחזיקה במאוחד זהה כמובן לזו שבשיטת השווי המאזני.

18. נתעלם, לצורך הדוגמא, מחלוקת דיבידנד, הנפקות נוספות בחברה המוחזקת, רווחים בין חברתיים, מימוש של חלק מההשקעה בחברה המוחזקת ואירועים אחרים, אשר הופכים את הטיפול החשבונאי למורכב יותר, אך אינם משנים את העיקרון הכללי המוסבר בדוגמה פשוטה זו.

– ההון שיש לשמור בחברה, ומאידך, אין היא מהווה, על פי כללי החשבונאות המקובלים, חלק מהרווחים הנצברים של החברה.

הפרשי התרגום "ימומשו" (במובן של הכרה בדוח רווח והפסד), רק עם מימוש ההשקעה בחברה המוחזקת בדרך מכירה, חלוקת דיבידנד מהותי או דילול. לפיכך, הספרות החשבונאית מתייחסת אליהם כאל הפרשי שיערוך ולקרן ההון כקרן שיערוך, בדומה לקרן שיערוך רכוש קבוע¹⁹. על פי גישה זו, שיערוך כלפי מטה (הפרשי תרגום בחובה) מקטין את הרווחים הראויים לחלוקה, בעוד ששיערוך כלפי מעלה (הפרשי תרגום בזכות) אינו מגדיל את הרווחים הראויים לחלוקה. עמדה זו אומצה בהוראות הדיווח של המפקח על הבנקים בישראל.

גישה זו היא שמרנית ומספקת לכאורה הגנה נוספת לנושים, אך נראה כי היא פוגמת בעקרון הטימטריה המונח ביסוד הטיפול בהפרשי תרגום. לכאורה יש טעם לפגם, משום שהמציאות הוכיחה כי ההנחה של התאפסות קרן הפרשי תרגום לא מתקיימת בטווח הארוך, בפרט במציאות הישראלית של ייסופים ריאליים מתמשכים²⁰. הדיווח הכספי הננקט בבנקים מאז שנת 1996 תיקן את הטיפול החשבונאי בהפרשי תרגום באמצעות הקביעה כי חברות הבת של הבנקים יוגדרו כולן כ"זרוע ארוכה" שלהם, ולכן הפרשי השער נכללים בדוח רווח והפסד ומטופלים למעשה כרווח ראוי לחלוקה. מוסדות התקינה החשבונאית בארה"ב מכירים כיום גם הם בעיות המסוים שיצר הטיפול החשבונאי האמור, והם מציעים לכלול את הפרשי התרגום במסגרת מה שמכונה "Comprehensive Earnings". זהו ביטוי נוסף לכך ש"הפרשי התרגום" קרובים יותר להגדרת רווח מאשר לסיוג כקרן.

הפרשי תרגום אינם, ולא אמורים להיות, חלק מההון עליו מסתמכים המתקשרים עם החברה. הם אינם הון שהושקע על ידי בעלי המניות, ולכן אינם חלק מההון הראוי לשימור.

לאור האמור נראה כי יש לקבוע כי הפרשי תרגום נטו יכללו במסגרת חישוב הרווח המצטבר הראוי לחלוקה.

19. ראה למשל, י. שלהב, "דיבידנד במזומן מרווחים הנובעים משווי מאזי, קרן הון מהפרשי תרגום ומקרנות שיערוך", רואה החשבון ל"ט (1), עמ' 64. וכן זו עמדתה של הפרקטיקה באנגליה. ראה KPMG, "GAAP in the U.K."

20. למעשה תפיסה זו אינה תואמת באופן רחב את המציאות המקרוכלכלית בשווקים הבינלאומיים ותיאורית ה־ Purchasing Power Parity, העומדת ביסוד קביעת העקרונות החשבונאיים בנושא הפרשי תרגום, לא זכתה לתמיכה אמפירית רחבה.

רווחי אקוויטי

המקור לרישום רווחי אקוויטי הוא רווחי יישות משפטית נפרדת המוחזקת על ידי חברה מחזיקה כאשר לחברה המחזיקה כוונת החזקה לטווח ארוך. הדין בישראל אינו מגביל את הרווח הניתן לחלוקה לרווחיה של החברה המחזיקה בלבד ("סולו"), אלא מפנה אל הכללים החשבונאיים, הכוללים ברווחי החברה המחזיקה גם את רווחיהן של חברות מוחזקות על בסיס שיטת השווי המאזני. כדי שרווחי חברה מוחזקת יכללו ברווחים הניתנים לחלוקה כדיבידנד של החברה המחזיקה, נדרשים לטעמנו שני תנאים מצטברים. האחד, שרווחי החברה המוחזקת ניתנים לחלוקה על פי כללי החוק החדש והשני, שלחברה המחזיקה השפעה מהותית על מדיניות הדיבידנד בחברה המוחזקת. אנו סבורים כי במצב שבו לחברה המוחזקת רווחים הניתנים לחלוקה ולחברה המחזיקה השפעה על קבלת ההחלטה לחלק דיבידנד הרי שניתן לכלול רווחי אקוויטי ברווח הניתן לחלוקה.

ביישום שיטת השווי המאזני (Equity Method) נעשות התאמות לחשבון ההשקעה במאזן חברה מחזיקה, בגין רווחים והפסדים של חברה מוחזקת, תוך רישום רווחי אקוויטי או הפסדי אקוויטי. התנאים העיקריים ליישום שיטת האקוויטי הם כוונת החזקה לטווח ארוך וקיום השפעה מהותית על המדיניות הכספית והתפעולית של החברה המוחזקת (גילוי דעת 68 של לשכת רואי חשבון בישראל).

לסוגיה האם רווחי אקוויטי ראויים לחלוקה כדיבידנד נודעו כמה גישות:

גישה אחת קובעת כי רווחים הנצברים בחברה מוחזקת מעלים, אמנם, את השווי הנקי של ההשקעה באותה חברה, אך אין בכך משום השפעה על האמצעים השוטפים של החברה המחזיקה, וכל עוד ההשקעה בחברה המוחזקת, לא תמומש או כל עוד לא יתקבל דיבידנד במזומן מהחברה המוחזקת, גם אמצעיה הנזילים של החברה המחזיקה לא יושפעו. מכאן שהחברה המחזיקה אינה יכולה לחלק דיבידנד במזומן לבעלי המניות בגין רווחים של חברה מוחזקת שלא הועברו לחברה המחזיקה בדרך של דיבידנד במזומן או באמצעות מימוש המניות של החברה המוחזקת. בגישה זו תמכה ועדה שהוקמה בשנות ה-70 על ידי הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

גישה זו אינה תואמת, לדעתנו, מוסכמות חשבונאיות בסיסיות. בחשבונאות קיימת הבחנה ברורה בין ההכרה ברווח לבין זרימת המזומנים, כאשר ההכרה ברווח אינה כפופה, במרבית המקרים, לזרימת המזומנים. כך, ניתן להכיר ברווח המופק ממכירות באשראי, מהתקדמות עבודות בפרוייקטים לזמן ארוך, וכדומה. תפיסה זו אינה מכירה גם בהקבלה הכלכלית הקיימת בין חברה בת במסגרת קבוצת חברות לבין חטיבה, סניף או שלוחה של חברת האם, המהוות חלק מהיישות המשפטית של חברת האם. זו הסיבה לכך שבדוח רווח והפסד המאוחד אין הבחנה בין רווחים שהופקו בחברת האם לרווחים שהופקו בחברת הבת, וזאת מבלי להתייחס לשאלת תזרים המזומנים מן העסקאות שהפיקו את הרווחים או מתזרים

המזומנים הפנימי בין חברת האם ובין חברת הבת. בנוסף, קיומן של מגבלות כלכליות על העברת כספים מחברה מוחזקת לחברה מחזיקה עשוי לשלול הכרה ברווחים (למעשה לשלול את יישום השיטה) על בסיס אקוויטי²¹.

מצוקת מזומנים, אשר עשויה להתעורר בחברה המחזיקה עקב החלוקה, צריכה לקבל מענה במסגרת קריטריונים הנוגעים לנזילות, ולא במסגרת של הכללת רווחי אקוויטי ברווחים הראויים לחלוקה.

גישה אחרת מבחינה בין רווחי אקוויטי של חברת בת לרווחי אקוויטי של חברה מסונפת (חברה מוחזקת שלחברה המחזיקה אין שליטה בה). כלל החלוקה בו נוקטת גישה זו הינו כדלקמן: כאשר לחברה המחזיקה יש שליטה בחברה המוחזקת, ובכלל זה שליטה בניהול יתרות המזומנים, ניתן לחלק את רווחי האקוויטי בגינה כדיבדנד. לעומת זאת, כאשר מדובר בחברה מסונפת, משיכת רווחי החברה המסונפת תלויה גם ברצונם של גורמים נוספים, כך שרווחי האקוויטי הם בעלי אופי של שיערוך, ולכן לא ראויים לחלוקה כדיבדנד בחברה המחזיקה כל עוד לא נצמחה בפועל זכאותה לקבל את רווחי החברה המוחזקת כדיבדנד. השאלה המועלית בנושא זה נוגעת למהות ההצגה של רווחי אקוויטי: האם הם נובעים מהתאמת שווי ההשקעה או משקפים מסגרת להכרה בהכנסה (רווח)?

לגישה זו היגיון חשבונאי התואם לתפיסות שהובעו בנושאים קשורים. כך, למשל, בתקן החשבונאי הבינלאומי מס' 12 המחודש (בנושא מיסים על הכנסה) וכן בגילוי דעת 68 של לשכת רואי חשבון נקבעה ההבחנה בין חברות בנות לחברות מוחזקות אחרות בהתייחס לשאלת רישום עתודה למיסים נדחים בגין חלוקת דיבדנד עתידית. ביחס לחברות בנות נקבע, כי היות שחברת האם היא השולטת על מדיניות חלוקת הדיבדנד, אין ליצור עתודה למיסים נדחים, במידה שחברת האם קיבלה החלטה לפיה לא יחולק דיבדנד החייב במס בעתיד הנראה לעין. ביחס לחברות מוחזקות אחרות נקבע, כי היות שלחברה המחזיקה אין שליטה בחברה המוחזקת, היא אינה יכולה, בדרך כלל, לקבוע את מדיניות חלוקת הדיבדנד. לכן נקבע, כי יש ליצור עתודה למיסים נדחים בגין המיסים שיחולו במקרה של קבלת דיבדנדים החייבים במס.

יחד עם זאת, גישה זו אינה עקבית עם התפיסה העומדת ביסוד עצם ההכרה ברווחי אקוויטי בגין רווחי חברות מוחזקות שבהן לחברה המחזיקה אין שליטה. סיווגם של רווחים כאלה כ"בעלי אופי של שיערוך" סותר את הרעיון המרכזי ביישום שיטה זו כמסגרת להכרה בהכנסה..

אנו סבורים כי הגישה החשבונאית שהתקבלה, בין היתר, בגילוי דעת 68, היא כי רואים ברווחי האקוויטי כ"רווחים שהוכרו" או "רווחים שמומשו", אם נשתמש בלשון החוק האנגלי. חלוקת דיבדנד מרווחים אלה אינה תלויה בקבלה מוקדמת של דיבדנדים מהחברה המוחזקת. יתרה מזו, גילוי דעת 68 קבע, כי היוון רווחים בחברה המוחזקת אינו מחייב היוון מקביל בחברה המחזיקה וזו עדות נוספת לגישה שהתקבלה.

21. ראה סעיף 13 בגילוי דעת 68. סעיף זה מתייחס לחברה מוחזקת הפועלת במדינת חוץ בלבד, אך אינו רואים מניעה להרחיב את תחולתה של הוראה זו לכלל החברות.

בנוסף, נראה כי השפעה מהותית במסגרת גילוי דעת 68 תיבחן גם לאור ההשפעה שיש לחברה המחזיקה על **מדיניות הדיבידנד** של החברה המוחזקת (יתכן כי הדרישה הבסיסית בגילוי דעת 68 של נציגות בדירקטוריון כתנאי להצגה על פי שווי מאזני מספקת מבחינה זו).

לענין האפשרות לחלק רווחי אקוויטי כדיבידנד, יש מקום לתנאי בסיסי נוסף, כי רווחי החברה המוחזקת יהיו נתונים לחלוקה כדיבידנד על פי הוראות חוק החברות החדש. רווחי חברת הבת חייבים לעמוד במבחן העודפים לחלוקת דיבידנד או במבחן של הדיבידנד המזורז כתנאי להכללתם במבחן הרווחים בחברה המחזיקה. כמו כן נדרש כי החברה המוחזקת תעמוד במבחני יכולת הפירעון אשר נקבעו בחוק החדש באופן שיאפשר לה חלוקת דיבידנד.

סוגיה בפני עצמה היא רווחי הון הנרשמים בחברה המחזיקה כתוצאה מהנפקה לצד ג' בחברה מוחזקת. רווחים אלה משקפים בדרך כלל פרמיה על מניות, ועל אף שהם מוצגים כרווחי הון בחברה המחזיקה נראה כי חלוקתם כדיבידנד בחברה המוחזקת עלולה להיות בעייתית, שכן הם משקפים קרן הונת שאינה ניתנת לחלוקה כדיבידנד. עולה הסוגיה האם המשפט מתנהל ללא בחינה של הכללים החשבונאיים ומרגע שסכום הוכר כהכנסה ניתן לחלקו כדיבידנד, או שהמערכת המשפטית יוצרת הבחנות בסיסיות משל עצמה.

לאור כך נראה כי כדי להפעיל את כללי החוק החדש לגבי רווחי אקוויטי, נדרש להפעיל הוראות החוק על כלל מרכיביו בחברה המוחזקת (לרבות רכישת מניות חברת אם, סיוע לרכישה, הגדרת רווח הניתן לחלוקה) ולהגביל את גובה רווחי האקוויטי לחלק החברה המחזיקה ברווח הניתן לחלוקה בחברה המוחזקת, בכפוף ליכולתה של החברה המחזיקה להשפיע מהותית על מדיניות הדיבידנד של החברה המוחזקת. סוגיה נוספת אשר לא נדון בה כאן היא, האם הפחתת הפרש המקורי מרווחי אקוויטי מונעת את חלוקתם כדיבידנד בסכום זה. מחד גיסא נראה כי אין מקום להפחית סכום זה, שכן הוא אינו משפיע על יכולתה של החברה המוחזקת לחלק דיבידנד (הסעיף אינו רלבנטי ואינו מופיע בספרי החברה המוחזקת), מאידך גיסא, הפחתת הפרש המקורי מהווה הוצאה בחשבונאות ולפיכך הינה מרכיב במדידת הרווח.

נציין, לבסוף, כי על פי עמדת נציבות מס הכנסה, בהגדרת רווחים ראויים לחלוקה לצורך סעיף 94(ב) לפקודת מס הכנסה לא נכללים רווחי אקוויטי. משמע, מבחינת חוקי המס כדי שרווחי אקוויטי יכללו ברווח הראוי לחלוקה יש לחלקם בפועל כדיבידנד. במובן זה, התייחסות מס הכנסה קרובה ואף מחזקת את הגישה המוצעת.

היוון רווחים בחברה מחזיקה בשל היוון רווחים בחברה מוחזקת

אחת הסוגיות העולות בקשר לחלוקת דיבידנד מרווחי אקוויטי נוגעת לשאלת הצורך להוון רווחים בחברה מחזיקה בעקבות היוון רווחים בחברה מוחזקת.

הגישה המחייבת ביצוע היוון מקביל, על פי שיעור ההחזקה, בחברה המוחזקת (הגישה המקובלת באנגליה) נסמכת על הטיעון שרווחים אשר הונו על ידי חברות מוחזקות אינם ניתנים לחלוקה כדיבידנד במזומן, ועובדה זו חייבת למצוא את ביטוייה המפורש בדוחות הכספיים של החברה המחזיקה.

הגישה השוללת ביצוע היוון כאמור, השלטת בארה"ב (ראה ARB 51, P.18) וכיום, על פי גילויי דעת 57 ו-68, גם בישראל, מתבססת על ההנחה שהדוחות הכספיים של החברה המחזיקה נועדו לשקף יחסים כספיים שבין חברה זו, שהיא היחידה המדווחת, לבין גורמים חיצוניים, ולא נועדה לשקף יחסים כספיים פנימיים בין החברה המחזיקה לבין החברות המוחזקות שלה.

בהתאם לכך, ההיוון היחיד שמוצדק לשקפו בדוחות הכספיים של החברה המחזיקה הוא היוון הרווחים המיועדים להנפקת מניות הטבה לבעלי מניות חברה זו.

רווחים פנימיים ורווח מעסקאות עם בעלי שליטה

חלוקת דיבידנד מרווחים בין חברתיים

חברה מחזיקה וחברה מוחזקת הן ישויות משפטיות נפרדות, ולפיכך עולה לעיתים השאלה בדבר האפשרות לחלוקת דיבידנד מרווחים הנובעים מעסקאות שנעשו בין חברה מחזיקה לחברה מוחזקת (רווחים בין-חברתיים פנימיים).

לצורך הדיון נבחין ברווחים בין-חברתיים משני סוגים:

- א. רווחים במורד שרשרת ההחזקות (Downstream) – נוצרים בעת מכירה ממוחזקה למוחזקת.
- ב. רווחים במעלה שרשרת ההחזקות (Upstream) או רווחים במקביל (Lateral) – נוצרים בעת מכירה ממוחזקת למחזיקה או ממוחזקת לחברה אחרת המוחזקת על ידי אותה מחזיקה.

רווחים במורד שרשרת החזקות מבוטלים, על פי כללי החשבונאות המקובלים, אצל החברה המחזיקה (ראה גילוי דעת 68, סעיפים 35-46). רווחים במעלה שרשרת ההחזקות או במקביל מבוטלים אף הם אצל החברה המחזיקה ואינם מבוטלים בספרי החברה המוחזקת, למעט עסקאות שעליהן חלות תקנות ניירות ערך (הצגת פעולות בין תאגיד לבין בעל שליטה בו בדוחות הכספיים). לפיכך, חברה מחזיקה לא תוכל לחלק דיבידנד מרווחים בין-חברתיים בעוד שחברה מוחזקת שלה תוכל לחלק דיבידנד מרווחים בין-חברתיים.

עסקאות עם בעלי שליטה

תקנות ניירות ערך (הצגת פעולות בין תאגיד לבין בעל שליטה בו בדוחות כספיים) התשנ"ו-1996 (להלן "תקנות בעלי שליטה") הותקנו על בסיס עקרונות הנחיות רשות ניירות ערך ממרס 1994 "פעילות בין תאגיד לבין בעל שליטה בו" – הנחיה לפי סעיף 36 א' לחוק ניירות ערך התשכ"ח-1968, שתוקפה פג. תקנות בעלי שליטה מוסיפות פן מורכב נוסף לסוגיית המקורות הראויים לחלוקת דיבידנד, מאחר שהן

מחייבות זקיפת קרן הון (בחובה או בזכות) במקרים שבהם חברה מבצעת עסקאות עם בעל שליטה בה²² (מכירת נכס או רכישתו, מתן הלוואה או קבלתה) במחירים השונים ממחירי השוק או מחירים השונים מערכו של הנכס בספרי המוכר (כלל זה אינו חל אם מחיר השוק בעת ההעברה ניתן "לקביעה אובייקטיבית חד משמעית"). תקנות אלו באות להשלים את כללי החשבונאות החלים על אשכול חברות (מאזנים מאוחדים ושיטת האקוויטי), בפעולות חברה עם בעל שליטה ו/או בעל ענין בה.

ראוי להדגיש, כי מקובל בפרקטיקה שקרנות ההון האמורות לא מבוטלות גם כאשר עילת יצירתן אינה קיימת (בניגוד לטיפול ברווחים בין חברתיים בדוחות כספיים של חברת אם), ולפיכך עסקאות כאמור עלולות ליצור קרנות הון פרמננטיות, בניגוד להיגיון הכלכלי²³.

על פי תפיסה זו, השפעת עסקה עם בעל שליטה על העודפים מותנית הן בתנאי העסקה והן בתוצאותיהן של עסקאות קודמות עם בעלי שליטה (קרנות קודמות). חברה הרוכשת נכס מבעל שליטה במחיר גבוה מערכו בספרי בעל השליטה במועד ההעברה תרשום את הנכס על פי ערכו בספרי בעל השליטה²⁴ וההפרש יזקף לעודפים, או, במידה שקיימת בספרי החברה קרן הון בזכות מעסקאות קודמות עם בעלי שליטה – יקוזז ההפרש מקרן ההון בזכות (ובמידה שנוותרת יתרה – היא תיזקף לחובת העודפים). על כן יתכנו עסקאות בעלות תזרים מזומנים זהה לחלוטין, בין שהנכס מומש במכירה לצד ג' ובין אם לא, אשר השפעתן על העודפים שונה.

ראוי להדגיש כי הגדרת המעביר כ"בעל שליטה" מבחינת חוק ניירות ערך נגזרת מיכולתו לכוון את פעולותיה של החברה הנעברת ואינה עולה בהכרח לכדי "שליטה" מבחינת ההגדרות החשבונאיות. לפיכך, לא בהכרח חלות הוראות גילויי הדעת המחייבות ביטול רווחים בין-חברתיים. במקרה כזה, שבו לא יבוטל הרווח מהעסקה בספרי המעביר (או במקרה של ביטול חלקי על פי כללי החשבונאות), תיזקף על פי התקנים האמורים קרן הון מקבילה בספרי החברה המעבירה.

לטעמנו, קרנות ההון מעסקאות העברת נכסים מבעלי שליטה ואליהם, אשר נותרו בספרי החברה הנשלטת לאחר מימוש הנכס לצד ג', הינן חלק מהעודפים הראויים לחלוקה כדיבידנד לכל דבר וענין. הקביעה כי קרנות כאמור לא תופשרנה מותרת למעשה מעין "רישום ממוריאלי" מצטבר לתוצאות העסקאות עם בעל שליטה בעבר, גם כאשר הרווח (ההפסד) מומש מבחינה כלכלית. גישה זו מנטרלת את השפעת

22. לרבות העברת נכס לחברה שניירות הערך שלה טרם הוצעו לציבור בתמורה לניירות ערך שלה, בתקופה שתחילתה שנתיים לפני תאריך הדוחות הכספיים האחרונים הכלולים בתשקיף, גם אם המעביר הינו בעל ענין שאינו בעל שליטה בחברה.

23. ניתן לקוזז קרנות הון בחובה ובזכות אשר נוצרו עקב הוראות תקנות בעלי שליטה בלבד.

24. או לפי הערך שבו היה מוצג לו ערך המעביר דוחות כספיים לפי כללי החשבונאות.

התוצאות של עסקאות קודמות עם בעלי שליטה על סכום הרווח הניתן לחלוקה בחברה הנשלטת²⁵.

קרנות הנוצרות מעסקאות עם בעלי שליטה שטיבן מתן הלוואות בריבית מסובסדת או נטילת התחייבות של התאגיד על ידי בעל השליטה הינן בעלות אופי שונה. מאחר שבסיס המדידה של קיום הטבה לבעל השליטה או לתאגיד שבשליטתו הינו כלכלי בטיבו (ריבית השוק), הרי קרן הון בזכות תלמוד על השקעת הון נוספת מצד בעל השליטה (דומה במהותה להשקעת הון במזומן המשמשת לפירעון חוב קיים של התאגיד) וקרן הון בחובה (המקוזזת מקרנות הון בזכות או נזקפת לעודפים) מצביעה למעשה על חלוקה. על כן, מאחר והעיקרון המנחה הבסיסי לענין החלוקה הינו מבחן הרווחים, לדעתנו לא ניתן לחלק דיבידנד מקרנות הון נטו בזכות, אשר נוצרו מעסקאות מסוגים אלה, בכפוף לסמכות המיוחדת שהוענקה לשר המשפטים בסעיף 302 לחוק החברות החדש.

25. יש לזכור כי, תקנות בעלי שליטה חלות גם על בעלי ענין שאינם בעלי שליטה, בתנאים מוגדרים, ובמקרה זה העיוות בהותרת קרן הון גם לאחר מכירה לצד ג' יתקיים גם בספרי בעל הענין.

הטיפול החשבונאי ברכישת מניות וניירות ערך המירים של חברת אם על ידי חברת בת

רכישת מניות עצמית מעלה בעיות חשבונאיות רבות. הדילמה המרכזית בהתייחסות למניות באוצר הינה האם לראות ברכישת המניות הפחתת הון, אשר משמעותה פדיון השקעת הבעלים מחד והקטנת "כרית הביטחון" של הנושים מאידך, או השקעה בנכס כבכל נכס אחר.

סוגיה זו ובעיות אחרות הנוגעות להחזקת מניות חברה על ידה או על ידי חברת בת שלה נסקרו ולובנו בהרחבה במחקרם של סוארי וכהן²⁶ ואין זה המקום לחזור על הדברים. עם זאת, נתמקד בהרחבה במקרה שבו רכישת המניות העצמית אינה מסווגת כנכס, אלא כחלוקה ("פדיון הון") ובפרט בהשלכות הטיפול החשבונאי ברכישת מניות עצמית, העשויה להשפיע כאמור, על הרווחים הראויים לחלוקה.

1. רישום בעת הרכישה

השאלה המרכזית העומדת לפנינו בהקשר זה היא שאלת הסיווג הפנימי של סכום הרכישה העצמית הנגרע מחשבון ההון העצמי של החברה.

הגישות האפשריות להקצאה הפנימית בחשבון ההון העצמי הן הבאות:

1. גריעת הסכום מקבוצת ההון העצמי בכללותה. גישה זו, הנפוצה כיום בישראל (ביחס לרכישת מניות על ידי חברת בת), מעוררת בעיה ביחס לזיהוי ההשפעה על הרווחים הראויים לחלוקה.
2. גריעת הסכום מהון המניות – בגובה הערך הנקוב של המניות שנרכשו, במידה שיש להן ערך נקוב, והקרנות (בעיקרון, פרמיה על מניות) – בגובה ההפרש בין עלות הרכישה ובין הערך הנקוב. הבעיות

26. ראה יצחק סוארי ואורי כהן, "סוגיות בהחזקת מניות חברה על ידה או על ידי חברה בת שלה", מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות, דצמבר 1995.

המידיות המתעוררות עם גישה זו נוגעות לטיפול במניות ללא ערך נקוב וליצירת גירעון בחשבון הקרנות (חשבון הפרמיה על מניות). אולם הבעיה המהותית שיש לתת עליה את הדעת הינה שעל פי שיטה זו אין לרכישת מניות עצמית השפעה על יתרת הרווח של החברה.

3. הקצאת הסכום וגרירתו מהון המניות, הקרנות והעודפים. על פי גישה זו רכישת המניות העצמית מתייחסת לכל מרכיבי ההשקעה של בעלי המניות. מכיוון שלכל בעל מניות חלק יחסי בהון בקרנות ובעודפים של הפירמה, מוצע על פי גישה זו לגרוע חלק יחסי מסעיפי ההון והקרנות לפי יחס הערך הנקוב שנרכש מסה"כ הערך הנקוב המונפק, ויתרת סכום הרכישה תיגרע מיתרת הרווח (העודפים).

4. גריעת כל סכום הרכישה מהעודפים (יתרת הרווח). גישה זו רואה ברכישת המניות העצמית חלוקה אשר מהווה תחליף לחלוקת דיבידנד במזומן. זוהי גישה עקבית עם חוק החברות החדש, הרואה ברכישת מניות עצמית חלוקה ומשקפת את מלוא ההשפעה של רכישת מניות עצמית על הרווחים הראויים לחלוקה בחשבון יתרת הרווח במאזן²⁷.

על אף ההגיון הכלכלי הגלום בשיטה השלישית שתוארה לעיל המייחסת חלק יחסי של סכום המניות שנרכשו לפדיון הון מניות ופרמיה (היינו הסכום שהושקע על ידי בעל המניות, בהבחנה מסכום הרווחים שצבר), הטיעון של גישה זו מוגבל למישור הכלכלי. כך, למשל, כלפי שלטונות המס אשר ידרשו, ככל הנראה, לראות את מלוא סכום הרכישה כדיבידנד, יוכל בעל המניות לטעון כי יש לנכות מסכום זה את החלק היחסי המהווה את ה"עלות" שלו בהשקעה (היינו הערך הנקוב והחלק היחסי של הפרמיה).

במישור המשפטי – על פי חוק החברות החדש, המחוקק רואה את מלוא סכום הרכישה כחלוקה, אשר ניתן לבצע רק במידה שיש לחברה רווח מצטבר מספק. לפיכך יש לראות את רווחי הפירמה כמקור לפדיון ההון (= תשלום החלוקה) ולכן, לדעתנו, יש גם לגרוע את מלוא סכום הרכישה מיתרת הרווח של החברה.

נציין כי הטיפול החשבונאי המוצע באנגליה לסוגיה זו הינו גריעת מלוא סכום הרכישה מעודפים (יתרת רווח).

27. יש להבהיר כי לשון החוק אינה ברורה בנושא זה. חוק החברות החדש קובע כי חלוקה תעשה מרווח מתואם מצטבר, אך אינו מבהיר כי יש לנכות מרווח זה חלוקות שנעשו בעבר והיוון רווחים. לדעתנו, על אף שהחוק אינו מפורש בנושא זה, זוהי הפרשנות הראויה. נגזר מפרשנות זו הצורך ליצור מערכת נפרדת דינמית שתעדכן בכל נקודת זמן את הרווח הניתן לחלוקה על פי פקודת החברות. מערכת כזו תהא נפרדת מהמערכת החשבונאית וממערכת המס ולפיכך יש לקבוע לה כללים מיוחדים.

2. מדידת הרווח בהחזקה הדדית

קיימות שתי דרכים לטיפול החשבונאי בהחזקה הדדית של מניות שהן השקעת קבע שלא לצורכי מסחר:

1. **שיטת החלוקה המסורתית – Traditional Allocation Method** בהתאם לשיטה זו המיעוט בחברת הבת זכאי לחלק ברווחי חברת האם מתוקף החזקתו העקיפה במניותיה. כלומר, הרווחים המצרפיים של חברת האם וחברת הבת מתחלקים בין בעלי המניות של חברת האם ובעלי מניות המיעוט בחברת הבת.
2. **שיטת מניות האוצר – Treasury Stock Method** בהתאם לשיטה זו, העובדה שבעלי מניות המיעוט בבת הם בעלי המניות העקיפים באם אינה רלוונטית, ולפיכך למיעוט בחברת הבת, חלק ברווחי חברת הבת בלבד. כלומר, הרווחים המצרפיים של חברת האם וחברת הבת בניכוי חלק המיעוט ברווחי חברת הבת בלבד, מיוחסים לחברת האם.

האבחנה בין השיטות, נובעת מהמהות הכללית של העסקה. כאשר רכישת מניות חברת האם מבוצעת כפדיון מניות, קרי רכישה עצמית של מניות חברת האם בעקיפין על ידי חברת הבת (לפי פקודת החברות לחברה אסור לרכוש את מניותיה ישירות), אזי חברת הבת משמשת בעצם כסוכן של חברת האם ואין עסקה עם המיעוט. לפיכך, במקרה זה, לא ישתתף המיעוט ברווחי החברה האם ותיושם שיטת מניות האוצר. מאידך, כאשר רכישת מניות חברת האם הינה לצורך השקעה, יש לשתף את המיעוט ברווחי חברת האם ותיושם השיטה המסורתית. באשר לחלוקת דיבידנד, שתי השיטות גורסות, כי דיבידנד שמחולק על ידי חברת האם לחברת הבת לא יקבל ביטוי בדוח הכספי המאוחד. דהיינו, במאזן המאוחד יופיע הדיבידנד שחולק לבעלי המניות החיצוניים של חברת האם וזכויות המיעוט לא ישתנו כתוצאה מחלוקת הדיבידנד. בדומה, כאשר חברת הבת מחלקת דיבידנד, אין הבדל בטיפול בשיטה המסורתית ובשיטת מניות האוצר. בשני המקרים בדוח המאוחד זכויות המיעוט יקטנו בסכום חלקם בדיבידנד.

עינינו הרואות, כי עיקר ההבדל בין שיטת מניות האוצר לשיטת החלוקה המסורתית, הינו באופן חלוקת "עוגת הרווח הכוללת" של הקבוצה בין חברת האם ובעלי מניות המיעוט בחברת הבת.

גילוי דעת 57 של לשכת האי החשבון בישראל קבע, כי שיטת מניות האוצר הינה השיטה המועדפת לטיפול בהחזקה הדדית, למעט במקרה שבעלי מניות המיעוט בחברת הבת מחזיקים, בעקיפין, במניות חברת האם בשיעור העולה על 10% שאז תיושם שיטת החלוקה המסורתית. גילוי הדעת אף קובע, כי במקרה שבו השקעת חברת הבת בחברת האם הינה השקעה שוטפת ובלתי

מהותית לצורכי מסחר, יש לטפל בה בדומה לטיפול החשבונאי הקונבנציונלי בחברה שאינה קשורה, קרי בהתאם להמלצות גילוי דעת 44 לגבי השקעה שוטפת. נציין, כי גילוי דעת 57 הנ"ל אינו מטפל בהחזקה הדדית של חברות מסונפות. בענין זה, הטיפול החשבונאי הנהוג, שהוא אף המקובל בארצות הברית, הינו על פי הגישה המסורתית.

3. מימוש החזקת מניות חברת אם על ידי חברת בת

כאשר ההשקעה של חברת הבת במניות חברת האם הינה השקעת קבע, מכירת המניות המוחזקות על ידי חברת הבת תחשב כהנפקה מחודשת בחברת האם. לכן, הרווח או ההפסד הנוצר במימוש ההשקעה יזקף לקרנות ההון (פרמיה) ולא לדוח רווח והפסד, כאשר: בשיטת מניות האוצר – הפרמיה מהווה את חלק חברת האם ברווח שנוצר בחברת הבת מהמכירה. בשיטת החלוקה המסורתית – הפרמיה שנוצרת בגין ההנפקה המחודשת כוללת את החלק ברווחים של חברת האם, שיוחסו לחברת הבת ביום הרכישה ועד המכירה, בתוספת חלקה של חברת האם ברווחים שנוצרו בחברת הבת מהמכירה.

כאשר חברת האם מממשת את השקעתה בחברת הבת, חלק מהתמורה המתקבלת הינה עבור מניותיה המוחזקות על ידי חברת הבת. התמורה עבור מניות אלה מהווה מעין הנפקה מחדש, ולפיכך אינה פעולה במישור רווח והפסד אלא פעולה הנית, היוצרת פרמיה או ניכיון.

4. ניירות ערך המירים

גילוי דעת 57 קובע אף את הטיפול בניירות ערך המירים, תוך שהוא מבחין בין שלושה מצבים של החזקה הדדית (דיון ממצה בנושא מעבר למסגרת זו):

1. החזקה בלתי מהותית של ניירות ערך, המיועדים לצורכי מסחר – במקרה זה, החזקה תטופל בהתאם להמלצות גילוי דעת 44 לגבי השקעה שוטפת.
2. החזקה הדדית מהותית של ניירות ערך, כאשר המימוש או ההמרה אינם צפויים – באופן כללי ניתן לומר, כי שווי ההשקעה בחברת הבת בניירות ערך כאמור, יקבע בהתאם להמלצות גילוי דעת 44 לגבי השקעת קבע.
3. החזקה הדדית של ניירות ערך, כאשר המימוש או ההמרה צפויים – במקרה זה, יש לראות את

השקעה בניירות ערך כאמור, כהשקעה במניות חברת האם, שתטופל בהתאם לטיפול החשבונאי בהחזקה הדדית של מניות.

גילוי הדעת האמריקאי APB 6, קובע את הטיפול הבא ברכישת מניות עצמית:

1. אם מהות הרכישה היא פדיון הון:

- אם הערך הנקוב של המניות שנרכשו עולה על סכום הרכישה – הערך הנקוב יגרע מהון המניות וההפרש יחוייב לחשבון הפרמיה.
 - אם הערך הנקוב של המניות שנרכשו נופל מסכום הרכישה – הערך הנקוב יגרע מהון המניות וההפרש יגרע תוך הקצאה בין חשבון הפרמיה ליתרת הרווח. הסכום שיגרע מחשבון הפרמיה במקרה זה לא יעלה על הסכום של: (I) הפרמיות הנובעות מפדיונות הון קודמים ו"רווחים" נטו ממכירת מניות באוצר של אותה הנפקה ו' (II) החלק היחסי של הפרמיות, היינו רווחים וולונטרי, היינו רווחים כתוצאה מחלוקת מניות הטבה וכד', בגין אותה הנפקה (APB 6, p.12a). היינו הוראה זו באה להבטיח שחשבון הפרמיה בגין אותה הנפקה לא יהיה שלילי.
- אלטרנטיבית, יגרע כל ההפרש מיתרת הרווח (ABP 6, 12a) או מחשבון הפרמיה (ARB 43, ch1B).

2. אם מהות הרכישה אינה פדיון הון, ניתן לנכות את עלות הרכישה מחשבון ההון בכללותו, ובמצבים מסוימים ניתן יהיה לרשום את הרכישה כנכס (APB 6, 12b).

נושא רישום הרכישה העצמית של מניות ובאמצעות חברת בת, שב ומעלה את הצורך בדיווח (במסגרת דוח הדירקטוריון) של סכום הרווח (המקסימלי) הניתן לחלוקה על פי הוראות חוק החברות החדש וככל דיווח כספי לעדכן דוח זה כחלק מדוח הדירקטוריון.

נושאים חשובנאיים נוספים

1. הטיפול החשבונאי בדיבידנד בעין (DIVIDEND IN KIND)

דיבידנד בעין הוא חלוקה של נכסי החברה, אשר אינם מזומנים, לבעלי מניותיה כתשואה על השקעתם בחברה. יש להבחין בין חלוקה כזו אשר מועברת לחלק מבעלי המניות, שאותה אנו מעדיפים לסווג במסגרת אחרת (כגון אם מדובר בבעלי שליטה – עסקאות עם בעלי שליטה), לעומת חלוקה אשר מתבצעת על בסיס פרורטה, או בהתאם ליחס אחר שנקבע בתקנון החברה לגבי חלוקת דיבידנד.

ההתייחסות להלן תתמקד בחלוקת דיבידנד בעין בצורה של מניות המוחזקות על ידי החברה המחלקת. יש להבחין בין חלוקת מניות בחברות שבהן לתאגיד המחלק אין שליטה, לבין חלוקה של מניות בחברות שבהן לתאגיד המחלק יש שליטה או יש החזקה המקנה השפעה מהותית. החלוקה השניה תיפול בדרך כלל בהגדרת פיצול חברות (Spin-off) ועשויה להיות תוצאה של צו מטעם בית־משפט או מטעם הרשויות (כגון רשויות פיקוח). על כן היא עשויה להיות שונה עניינית מחלוקת דיבידנד.

ההוראה בקוד המס האמריקאי (Internal Revenue Code, Section 355) דורשת, כתנאי לדחית מס, כי הפיצול יעשה ממניעים כלכליים ולא ממניעים של השתמטות ממס. מכאן פיצול חברות אשר לא יעמוד בקריטריון זה עשוי להיות ממוסה כדיבידנד בעין.

ההבחנה בין פיצול חברות לדיבידנד בעין חשובה גם לענין הטיפול החשבונאי בדיבידנד בעין. כאשר נעשית חלוקה של נכסים על בסיס פרורטה, אשר ניתן לראותה כדיבידנד בעין, קיימות שתי גישות אפשריות לרישום החלוקה:

1. שיטת העלות
2. שיטת השווי ההוגן

בשיטת העלות נגרעים ממאזן החברה הנכסים שהועברו לבעלי המניות על בסיס שווים בספרים ונגרע במקביל סכום שווה מיתרת הרווח של החברה. בפעולה זו לא נרשם כמובן רווח. בשיטת השווי ההוגן נרשמת העסקה בגובה השווי ההוגן של הנכסים ונרשם רווח הון או הפסד הון. גם במקרה זה, הסכום נטו שנגרע מיתרת הרווח של החברה הוא שווים בספרים של הנכסים שהועברו, אך

העסקה כולה נרשמת, לכאורה, בערכי שווי הוגן. זאת לצורכי גילוי והשוואה לחלוקה במזומן שבה היה מועבר ערך אקוויולנטי.

גילוי הדעת האמריקאי APB 29, מנחה בסעיפים 18–23, לרשום את העסקה על בסיס שווי הוגן: "...if the fair value of the nonmonetary asset distributed is objectively measurable and would be clearly realizable to the distributing entity in an outright sale at or near the distribution".

כאשר מדובר בחלוקה במסגרת פיצול או ארגון מחדש, או בחלוקה של מניות בחברת בת או מסונפת של החברה המחלקת, אשר תטופל כעסקת פיצול (Spin-off). במקרה זה, יש לרשום את העסקה בעלות (שווי ספרים) על פי APB 29, par 23, וזאת לאחר בחינת הצורך ברישום הפרשה לירידת ערך שוויים של הנכסים שהועברו.

EITF-87 מוציא מתחולת טיפול זה את הקמתה של חברה חדשה שאליה מועברים אשראים שנתן התאגיד ופיצולה (מגזר עיסקי) אל בעלי המניות. פיצול כזה יטופל עפ"י EITF-87 על בסיס השווי הוגן, בשל היעדר האופי התפעולי של חברת הבת שפוצלה. נראה, כי נימוק כזה יהיה מתאים לכל ניסיון לאגד חבילות נכסים טרם פיצולם לבעלי המניות על מנת להימנע ממדידתם על בסיס השווי הוגן.

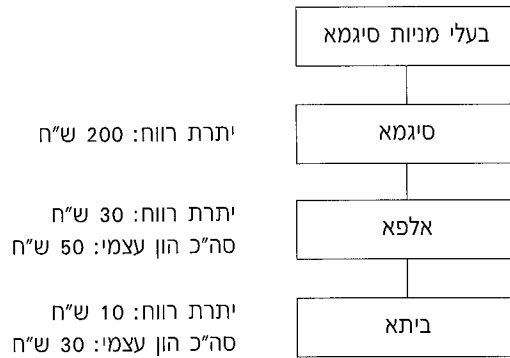
הפרשנות של APB 29 רואה כל העברה של מניות בחברה מאוחדת או מסונפת אל בעלי המניות כ"Spin-off". התומכים בפרשנות זו מסתמכים על סעיף 23 של APB 29 הקובע: "... A pro rata distribution to owners of an enterprise of shares of a subsidiary or other enterprise that has been or is being consolidated or that has been or is being accounted for under the equity method is to be considered to be equivalent to a spin-off."

התפיסה ביסוד APB 29 היא כי כל העברה של מגזר פעילות או השקעה מהותית בחברה אחרת לבעלי המניות הינה במישור ההוני ולא התפעולי, ומשום כך תיחשב כ"Spin-off" ולא חלוקת דיבידנד בעין.

2. ההשלכות של שינוי מבנה בקבוצת חברות על אפשרויות חלוקת דיבידנד

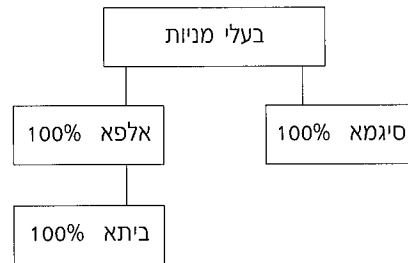
סוגית פיצול חברות אשר נדונה בפרק הקודם הינה מקרה פרטי של בעיה רחבה יותר: ההשלכה של שינוי מבנה בתוך קבוצת חברות על אפשרות חלוקת דיבידנד לבעלי המניות בקבוצה. הבעיה מתעוררת משום שלשינוי המבנה עשויות להיות השלכות שונות על הרווחים הראויים לחלוקה לפי שיטות טיפול חשבונאיות שונות. הסוגיה מתעוררת בעיקר בנושא ההתייחסות לרווחים שנצברו לפני ביצוע הרה"ארגון. להמחשת הדברים נשתמש בדוגמא.

להלן מבנה קבוצת סיגמא:

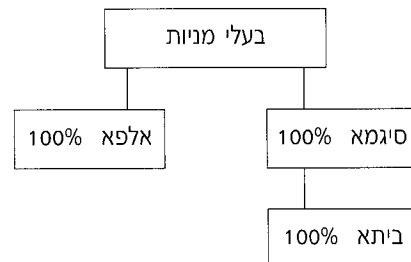


במבנה הקיים סיגמא יכולה לחלק לבעלי מניותיה 200 ש"ח כדיבידנד. חברת סיגמא שוקלת את שינויי המבנה הבאים:

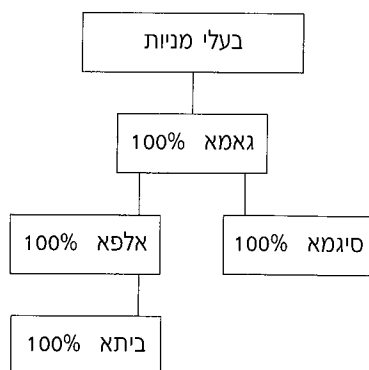
1. העברת השליטה בחברת אלפא ישירות לבעלי המניות, יחד עם ביתא:



2. העברת השליטה בחברת אלפא לבעלי המניות, תוך הותרת חברת ביתא בידי סיגמא:



3. העברת השליטה בקבוצת החברות כולה לידי חברה חדשה (גאמא) והעברת השליטה בחברות אלפא וביתא לחברה זו:



טיפול ב"הנפת" החברות בתוך הקבוצה כלפי מעלה בשרשרת ההחזקות כדיבידנד בעין על פי השווי ההוגן אינו אפשרי במקרים שנסקרו, משום שמדובר בפיצול חברות (Spin-off) הנרשם על בסיס שווי ספרים בהתאם להנחיות APB 29.

ניישם לגבי שינויי המבנה את הטיפול החשבונאי אשר, לפי הבנתנו, נהוג בישראל:

חלופה 1: חברת סיגמא תגרע מיתרת הרווח שלה את שווי הספרים של חברת אלפא אשר "מונפה" אל בעלי המניות. יתרת הרווח החדשה של סיגמא תהיה 150 ש"ח. חברת סיגמא יכולה לחלק דיבידנדים בסך 150 ש"ח וחברת אלפא 30 ש"ח. בתוצאה הכוללת ימנעו מבעלי המניות דיבידנדים בסך 20 ש"ח.

חלופה 2: בנוסף לאמור בחלופה 1, חברת אלפא תרשום "הנפה" של חברת ביתא אל חברת סיגמא בדרך של גריעת השווי המאזני של חברת ביתא מיתרת הרווח שלה. יתרת הרווח החדשה של אלפא תהיה 0 ש"ח. ניתן לחלק דיבידנדים בסך 150 ש"ח מחברת סיגמא בלבד. יימנעו מבעלי מניות דיבידנדים בסך 50 ש"ח.

חלופה 3: על פי חלופה זו תוקם חברה חדשה, גאמא, שאליה יועברו ההחזקות בחברות האחרות. יתרת הרווח של גאמא תהיה 0 ש"ח. לכן, לא ניתן לחלק דיבידנדים לבעלי המניות. מצב זה לכאורה לא סביר כלכלית, משום שלא יעלה על הדעת במקרה זה שסיגמא ואלפא יחלקו דיבידנדים לגאמא, וזו לא תוכל לחלק אותם הלאה לבעלי מניותיה (הדיבידנד מתייחס לרווחים לפני הקמת גאמא).

שורש הבעיה נעוץ לדעתנו בפרקטיקה שהתפתחה בארץ בקשר לטיפול החשבונאי בשינוי מבנה בקבוצת חברות. בהתאם לפרקטיקה זו משתקף השינוי המבני של קבוצת החברות בבסיס שווי הספרים, אולם אין רואים את שינוי המבנה כאילו התרחש מאז ומעולם.

הפתרון לבעיה זו, לדעתנו, הינו לאפשר במקרים לעיל טיפול חשבונאי הדומה ל־ Reverse Pooling, דהיינו, לשקף את פעולות הרה"ארגון כאילו נעשו מאז ומעולם. יצוין, כי על פי הפרקטיקה בארה"ב Reverse Pooling אפשרי רק במידה שמתקיימים תנאים מסוימים, שהעיקרי שבהם הינו שהערכים המאזניים של היחידות המתפצלות יהיו פחות או יותר שווים בגודלם.

3. הטיפול החשבונאי במניות הטבה ובמרכיב ההטבה הגלום בזכויות

הספרות המשפטית (והחשבונאית) דנה רבות בשאלה אילו סייגים נדרשים לחלוקת "דיבידנד" במניות הטבה. העיסוק הרב בסוגיה זו מפליא, לאור התשובה הברורה – אין לשים סייגים לחלוקת דיבידנד במניות הטבה. חלוקת מניות הטבה היא עסקה בעלת השפעה חיובית בעיני הנושים משום שהיא מגדילה את כרית ההגנה שלהם, ובדרך כלל (כאשר החלוקה היא על בסיס שוויוני, היינו פרו-רטת) אין לה השפעה על היחסים הפנימיים בין בעלי המניות. ודאי שחלוקת מניות הטבה אינה מוציאה נכסים מידי החברה ולכן אין מקום להחיל סייגים על פעולה זו, שהיא רישומית בלבד.

כללי החשבונאות בארה"ב מבחינים בין חלוקת מניות הטבה בשיעורים נמוכים (מתחת ל־ 20% על פי ההנחיה האמריקאית ARB 43, ו־ 25% על פי הנחיות הבורסה לניירות ערך בניו-יורק) המטופלת כדיבידנד, לבין חלוקת מניות הטבה בשיעורים גבוהים המטופלת כ־ Split. לדעתנו, ההבחנה היא שרירותית וחסרת הצדקה. האם מי שחילק מניות הטבה פעם בשנה בשיעור 30% ביצע Split ומי שחילק מניות הטבה מדי רבעון בשיעור 19% חילק דיבידנד?

המשמעות הכלכלית של חלוקת מניות הטבה דומה בתכלית לזו של פעולת פיצול מניות (Split). ניסיון לשנות לחלוקת מניות הטבה בשיעורים נמוכים מסגרת של "מעין חלוקת דיבידנד" אינו במקומו, שכן למעשה בעלי המניות לא קיבלו דבר אשר לא היה ברשותם קודם. לפיכך, לא זו בלבד שאין להטיל סייגים על החלוקה, אלא שגם אין לחייב היוון רווחים בגין פעולה זו כשלעצמה, טענה אשר תידון להלן.

אשר למרכיב ההטבה הגלום בזכויות – הריהו דומה למניות הטבה. ההטבה מחושבת בגובה הניכיון ממחיר השוק של המניה, והאופי האופציונלי של הזכויות אינו משפיע לעניין חלוקת דיבידנד. סכום ההטבה הגלום בזכויות ניתן למימוש על ידי מכירת הזכות (ההטבה) בשוק או מימוש הזכות. שתי האפשרויות אמורות להיות זהות בשוק משוכלל.

חוק החברות התשנ"ט – 1999 קובע בסעיף 304, כי אם החליטה החברה על הקצאת מניות הטבה, עליה להוון לצורך כך חלק מרווחיה מפרמיה על מניות, או מכל מקור אחר הכלול בהונה העצמי, בגובה ההפרש בין הערך הנקוב של המניות – אם יש להן ערך נקוב, לבין התמורה.

נבחן להלן את הטיפול המוצע בנושא זה בכללי החשבונאות האמריקאים. נסקור את השוני בינו לבין הטיפול החשבונאי העולה מהחוק ונעמוד על השאלה מהו הטיפול החשבונאי הראוי.

פיסקה מס' 1 בפרק 7 של ARB 43 מגדירה מניות הטבה באופן הבא:

"...issuance by a corporate of its own common shares to its common shareholders without consideration and under conditions indicating that such action is **prompted mainly by a desire to give the recipient shareholders some ostensibly separate evidence of a part of their respective interests in accumulated earnings** without distribution of cash or other property which the board of directors deems necessary or desirable to retain in the business." (ההדגשות לא במקור)

פיצול מניות (Split) מוגדר תוך שימוש ברישא זהה לחלוטין לזו של הגדרת מניות הטבה, אך תוך שינוי הסיפא המתייחס לכוונת התאגיד:

"...Such action is prompted mainly by a desire to increase the number of outstanding shares for the purpose of effecting a reduction in their unit market price and, thereby, of obtaining wider distribution and improved marketability of the shares."

ההבחנה בין חלוקת מניות הטבה לבין ביצוע Split היא מלאכותית, ויישומה, כפי שנראה בהמשך, שרירותי. גם אם חלוקת מניות הטבה נועדה לתת למשקיעים שטר סחיר נוסף כראיה נפרדת לחלקם ברווחי החברה, הרי ברור כי מדובר בפעולה שאינה משקפת העברת ערכים כלכליים, וכל ניסיון לשוות לפעולה כזו העברה, או מעין העברה, של נכסים מהחברה לבעלי המניות עלול להטעות.

יש לשים לב לכך שהגדרת מניות הטבה אינה מתייחסת לכוונת המנהלים להוון חלק מרווחי החברה, כאיתות לבעלי המניות בדבר הרווחיות העתידית, כפי שמציע ההסבר המקובל בספרות המימונית. זאת, משום שאכן אין קשר בין הפעולה של הנפקת מניות הטבה להיוון רווחים – אין מדובר אלא בחלוקה נוספת של ניירות סחירים לאותם בעלי מניות. הקשר לרווחים נוצר כתוצאה מהטיפול החשבונאי (אשר נדרש במקור על ידי החוק). נראה, כי פשוט יותר היה ליצור מנגנון חוקי הקובע כי המנהלים יכולים להוון סכומים כרצונם מתוך רווחי החברה אשר יזרמו לקרן שממנה לא תתאפשר בעתיד חלוקת דיבידנד. מנגנון כזה אינו דורש הליך אדמיניסטרטיבי מיותר ומלאכותי של חלוקת ניירות ערך סחירים ואינו נתון לפרשנות

הבעייתית שיוחסה לפעולה של חלוקת מניות הטבה (העברת ערך כלכלי לבעלי המניות וקבלתו חזרה מהם). נראה כי מנגנון כזה היה יוצר את האיתות, שאותו חלוקת מניות הטבה אמורה להעביר לשוק.

מקורה של דרישת ההיוון בעת חלוקת מניות הטבה הינו בשתי פרקטיקות לקוויות, אשר מצאו דרך להשתלב יחדיו. הראשונה באה מצד המחוקק, אשר דבק בעקרונן הערך הנקוב ולא איפשר הנפקת מניות בפחות מערך הנקוב.

הפרקטיקה השניה באה מצד מוסדות התקינה החשבונאיים בלחץ הבורסה לניירות ערך בניו־יורק. התופעה של חלוקה תקופתית של מניות הטבה עוררה התנגדות רבה מצד הבורסה לניירות ערך בניו־יורק, כנראה משום שחלוקה זו הוצגה על ידי החברות כמעין חלוקת דיבידנד. בשנת 1941 הצליחה הבורסה לגייס לתמיכה בעמדתה את הרוב ב־ Committee on Accounting Procedures. הועדה החליטה לפעול על מנת להשפיע על מדיניות חלוקת מניות הטבה של התאגידים וזאת באמצעות הטלת קשיים על חלוקה כזו. כך הוחלט, כי חברה המחלקת מניות הטבה בשיעור נמוך (25%) תחוייב להוון מתוך רווחיה סכום בגובה השווי ההוגן של המניות שחולקו. מוסדות התקינה החשבונאיים קבעו טיפול חשבונאי זה, אם כי תיקנו את השיעור המחייב ל־ 20%.

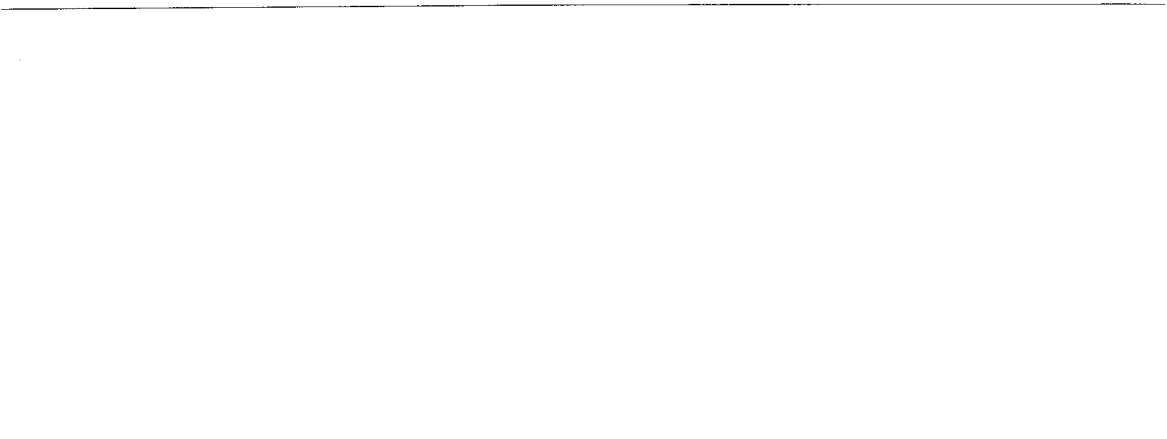
4. רישום דיבידנד במזומן בדוחות הכספיים

קיימים שלושה מועדים הקשורים להחלטה בדבר חלוקת דיבידנד: מועד ההחלטה (הכרזה) על החלוקה, מועד קביעת זכאות בעל המניות לדיבידנד (יום ה"אקס") ומועד תשלום הדיבידנד. מתעוררת השאלה מהו העיתוי הראוי לרישום הדיבידנד. מנקודת ראותה של החברה המשלמת, הגישה המקובלת באנגליה היא שהדיבידנד צריך להירשם ביעוד הרווחים של השנה שאליה הוא מיוחס, כי בדרך זו נעשית ההקבלה הנאותה ביותר של הרווחים ליעודם. גישה זו שונה מהגישה המקובלת בישראל, הגורסת כי הדיבידנד ירשם בשנה שבה הוכרז (החלטה). משמע שאם ההחלטה התקבלה לאחר תאריך המאזן אבל לפני אישור הדוחות הכספיים, יש לרשום התחייבות. בארצות־הברית אין לרשום התחייבות במקרה זה.

תקן בינלאומי מס' 10, הדרן באירועים שלאחר תאריך המאזן, קובע כי שתי הגישות הללו מקובלות.

6

היבטי מיסוי



בעיית כפל המס על דיבידנדים והאפליה בין מיסוי דיבידנד למיסוי רווחי הון

1. השלכות פיסקליות וכלכליות

הכלכלה המודרנית והסקטור העסקי מכירים בתועלת הכלכלית-חברתית הגלומה במניעת כפל מס על רווחי חברות, פעם בידי החברה עצמה ופעם בחלוקתו כדיבידנד לבעלי המניות [Zodrow (1991)]. על אף שהחברה היא ישות משפטית נפרדת מבעליה, הרי שאין לה זכות קיום בהיעדר רציונל כלכלי, הן ברמת המקרו והן ברמת המיקרו. קביעת מדיניות מיסוי הדבקה בעקרון ישות משפטית נפרדת לחברה, בהתעלם מתפקידה של הפירמה כמכשיר להנעת הפעילות הכלכלית של הפרטים במשק וכן להגברת יעילות הקצאת המקורות במשק, עלולה לערער את מערכת התמריצים לפעילות באמצעות חברות. כפל מס עלול לעוות החלטות השקעה ומימון, והדבר יכול להוביל לעיוות בהקצאת המקורות במשק. בהקשר זה יש להביא בחשבון גם את מדיניות המיסוי ביחס לרווחי הון על רווחים צבורים המהווים תחליף למיסוי רווחים בעת חלוקת דיבידנד.

על פי התיאוריה הקלאסית של מיסוי, מס הכנסה צריך להיות מוטל על הצריכה הפוטנציאלית של הפרטים, המוגדרת כסכום המקסימלי שמשלם המס יוכל לצרוך מבלי לשחוק את הונו הריאלי. מעשית, לפי גישה זו, הכנסה ממוסה ברמת הצריכה או בכל השלבים עד להגעתה לפרטים כך שהיא ניתנת לצריכה. לפיכך, רווחי חברות, בין אם חולקו ובין אם לאו, היו צריכים להיות מיוחסים לבעלי המניות ולהיות ממוסים על פי שיעור המס האישי. כלומר, הכנסה הנובעת מחברות היתה כפופה לטיפול מס דומה לזה של שותפויות¹.

1. דוגמאות זהות או שונות לשותפויות ניתן למצוא במיסוי קיבוצים (סעיף 57 לפקודה), אגודות שיתופיות (סעיף 61 לפקודה), אגודות שיתופיות חקלאיות (סעיף 62 לפקודה), חברות בית (סעיף 64 לפקודה), חברה משפחתית (סעיף 64 א' לפקודה). בחלק מן המקרים אין הרמת המסך פועלת בדגם הפשטני, לעיתים מיוחסים רווחים אך לא הפסדים (סעיפים 62, 64 לפקודה), ולעיתים מיוחסת כל ההכנסה לנישום אחד ולא לכל בעלי המניות (סעיף 64א לפקודה).

תחת מערכת של אינטגרציה מלאה² אין מקום למס חברות למעט, אולי, לצורכי ניכוי במקור, כאשר מס זה יקבל זיכוי מלא ברמת משלם המיסים היחיד.

בפועל, מערכת כזו אינה קיימת במדינות מפותחות, בשל הבעיות במיסוי, רווחי תאגיד לא מחולקים ברמת היחיד (כאילו הרווחים חולקו). אחת הבעיות היא שמיסוי כזה עלול ליצור למשלם המס היחיד בעית נזילות. בעיה נוספת היא הקושי האדמיניסטרטיבי בייחוס הרווחים לבעלי מניות יחידים³, משום שהמניות מחליפות ידיים במהלך השנה. כאלטרנטיבה לייחוס המיסים האמור, ניתן להטיל, במישור האישי בלבד, מס על דיבידנד במזומן, ובנוסף מס על רווחי הון, בין אם מומשו ובין אם לאו. שיטה זו אינה פותרת כמובן את בעיית הנזילות שהוזכרה. בנוסף, קשה יהיה לאמוד רווחי הון אלה בחברות לא סחירות. מיסוי רווחי הון בעת מימושם בלבד גם הוא בעיתי, משום שסביר שיוביל לדחיית המימוש, אשר במצבים מסוימים פירושה למעשה הימנעות מהמס, ובכל מקרה יש לה השפעה שלילית על היעילות והנזילות של שוקי ההון.

לאור הבעיות נראה כי מיסוי חברות, מעבר לתפקידו כמנגנון ניכוי במקור או גבית מקדמה מההכנסה בזיקה לבעל המניות הסופי, ומעבר לתפקידו כמכשיר למניעת השתמטות ממס, יכול להיחשב כאמצעי פרגמטי למיסוי ביניים של רווחים לא מחולקים. יישום מנגנון כזה יחד עם מנגנון מיסוי דיבידנד יוצר את בעיית כפל המס על ההכנסה או את עודף המס הכולל על היחיד. לבעיה זו פוטנציאל מפלה כלפי צורת ההתאגדות כחברה. היא יוצרת העדפה לכאורה של מימון בחוב על פני מימון בהון עצמי, ומימון על ידי עודפים (רווחים לא מחולקים) על פני מימון על ידי הנפקת מניות חדשות, וכן מצמצמת כדאיות השקעה במניות של חברות לעומת השקעה בנכסים פיננסיים אחרים, וזאת בשל העלאת מחיר ההון של החברות. במילים אחרות, מנגנון מיסוי מפלה יוצר תמריץ לניצול הון החברות בכל דרך שתניע חלוקתו כדיבידנד.

בעיית כפל המס עלולה להיווצר לא רק בנושא מיסוי דיבידנד במזומן, אלא גם בעת הטלת מסים אישיים על רווחי הון. עם זאת, כיוון שבדרך כלל רווחי הון ממוסים רק בעת המימוש, ומכיון שבמרבית המדינות שיעורם נמוך, הרי שהבעיה של דיבידנד במזומן נראית רלבנטית יותר.

מבחינת מדיניות מיסים כוללת הרי כפל המס מעודד השארת הרווחים בפירמה. הדבר מביא להגדלת השקעות התאגידים ולהגברת החיסכון בסקטור הפרטי. מנגד, יש לזכור כי לעידוד השארת רווחים בפירמות

2. המונח אינטגרציה בהקשר זה מתייחס לכל הפחתה או מניעה של כפל המס על רווחי חברות. המונח אינטגרציה מלאה מתייחס למצב שבו רווחי החברות כפופים למיסוי אישי של בעלי המניות בלבד.
3. מנגנון של הרמת מסך וייחוס רווחים לבעלי המניות, למרות שהרווחים נותרים בחברה, קיים בחוקי המס השונים לגבי סוגים מסוימים של חברות. כך, למשל, בפקודת מס הכנסה הישראלית, לגבי חברה משפחתית (סעיף 64 א' לפקודה), חברת בית (סעיף 64 לפקודה) ואגודה שיתופית חקלאית (סעיף 62 לפקודה). ההתייחסות בעבודתנו היא לחברה שאינה חברה משפחתית, מלכ"ר או צורת התאגדות אחרת שבה הרווחים מיוחסים ישירות לבעלים. כמו כן, ההתמקדות הינה בבעיות העולות בחברות ציבוריות יותר מאשר בנשאים הרלוונטים רק לחברות הפרטיות.

עלולה להיות השפעה שלילית על גמישות הקצאת המקורות בין חברות לא יעילות ובין חברות יעילות, או בין חברות בוגרות בעלות צמיחה איטית ובין חברות בעלות צמיחה מהירה.

נציין כי, שטר הון הוא פיתרון חלקי למעבר ההון בין פירמות זהות או קשורות בדרך של עקיפת בעלי המניות ודילוג על שלב המס על דיבידנד. יישום ישראלי זה מאפשר כיום עקיפת הבעיה במישור הפרקטי, משמע, קיים פתרון לשימוש בהון במישור העסקי במסגרת נפרדת מבלי להזדקק לחלוקת דיבידנד והשקעה מחדש.

שתי ההשקפות התפתחו בקשר להגדרת בעית כפל המס. ההשקפה הראשונה (המכונה גם ההשקפה המסורתית) נשענת על ההנחה שמשקיעים מעדיפים דיבידנד שוטף על פני רווחי הון. הנחה זו נסמכת בין היתר על תיאוריות בתורת המימון שנסקרו על ידינו בפרקים הקודמים: תיאורית ה"איתות", המייחסת לדיבידנדים ערך של מידע בדבר החוסן של הפירמה ורווחיותה העתידית, ותיאורית "התזרים החופשי" (Free Cash Flow), שלפיה מעונינים המשקיעים, על ידי חלוקת דיבידנד, למנוע מהמנהלים ניצול של עודפי הפירמה לפרויקטים לא יעילים או למטרות שאינן עומדות בקנה אחד עם האינטרסים של בעלי המניות. בהתאם לגישה זו, כפל מס גורם לצמצום תשלומי הדיבידנד ולכן להעלאת התשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות ולפיכך הוא מביא להגדלת עלות ההון של התאגיד.

נראה כי, הטיעון הנסמך על תיאורית ה"איתות" הוא טיעון תותולוגי, מכיוון שטיפול המס השונה בדיבידנד וברווחי הון הוא שמאפשר את ה"איתות" על ידי דיבידנדים. על פי הגישה המסורתית, מיסים על דיבידנדים עתידיים אינם גלומים במחיר המניה ולכן תשלום דיבידנד יוצר עלות לבעל המניות. השתת עלות זו על בעל המניות אמורה לאותת לו כי הוא רשאי לצפות לתשואה גבוהה יותר על השקעתו בחברה. מחקרים בשני העשורים האחרונים לא הצליחו לזהות באופן חד משמעי את השפעת מיסוי הדיבידנדים על התנהגות המשקיעים ומחירי המניות. (1978) Miller and Scholes פתחו את המחקר המסועף בשאלה זו בטענה שהמשקיע השולי פטור ממס ולכן המס על דיבידנד אינו רלבנטי⁴. המחקרים שבאו בעקבות המחקר הזה הראו תוצאות סותרות. כך למשל (1985) Poterba and Summers, (1987) Barclay, ו- (1995) Lasfer מצאו ראיות עקביות עם ההשערה שמש על דיבידנד מגולם במחיר המניה. (1982) Kalay ו- (1998) Bali and Hite מעלים טענות כי גורמים אחרים משפיעים על התוצאות: ההתנהגות סביב יום האקס-דיבידנד ואירציפות מחירי המסחר.

4. נראה כי, הפטור ממס על חלוקה בין-חברתית של דיבידנד ופעולות "כיבוס" אחרות מביאים לכך, שהמשקיעים בישראל בדיכ נמנעים בפועל מתשלום מס על חלוקת דיבידנד.

Scholes and Wolfson (1992) הציגו תיאורטית את עובדת היותו של הדיבידנד חיסרון מבחינת מס, ועל כן חזו כי מניות עם תשואת דיבידנד גבוהה יניבו תשואה לפני מס גבוהה מזו של מניות עם תשואת דיבידנד נמוכה. היינו, כי מניות של חברות המחלקות דיבידנדים נדיבים ייסחרו בניכיון לעומת מניות של חברות המחלקות דיבידנדים נמוכים יותר. אמפירית, Scholes and Wolfson לא הצליחו למצוא הבחנה בין תשואות לפני מס של מניות המחלקות דיבידנדים גבוהים ונמוכים. תוצאה דומה הושגה על ידי Erickson and Edward (1998) ו־ Fama and French (1998) אשר בחנו את הקשר בין מחירי מניות לדיבידנד וגילו כי הקשר חיובי, בסתירה להנחה שחברות המחלקות דיבידנדים גבוהים יסחרו בניכיון. הם מסבירים את ממצאיהם בתיאורית ה"איתות" שהוזכרה לעיל.

בניגוד לגישה המסורתית, השקפה אלטרנטיבית מניחה כי כל עוד העודפים צפויים להיות מחולקים בעתיד, הרי שהמס על הדיבידנדים העתידיים מגולם במחיר (לכן מכונה השקפה זו גם גישת "גילום המס")⁵. מכיוון שמחירי המניות סופגים את השפעת המס בגין דיבידנדים, הרי שחלוקת דיבידנד לא יוצרת עלות נוספת לבעל המניות. יתרה מזו, על פי גישה זו, בהינתן ששאר הפרמטרים שווים, שקל של עודפים שווה פחות משקל של הון המניות וקרנות הון, במידה ומעודפים יחולק דיבידנד. כתוצאה מכך עלות ההון של העודפים נמוכה מעלות ההון של הון המניות וקרנות ההון.

Harris and Kemsley (1997) ו־ Harris, Hubbard and Kemsley (1997) מציגים ממצאים אמפיריים, לגבי השוק האמריקאי ובניתוח בינלאומי, התומכים בהשערות אלו. Auerbach (1984) מציג ממצאים אמפיריים לכך ששיעור התשואה (לפני מס) הנדרש על השקעות הממומנות מהנפקת מניות חדשות גבוה באופן משמעותי מזה הנדרש מהשקעות הממומנות ע"י עודפים.

גישה זו עקבית גם עם העובדה שעודפים מהווים את המרכיב העיקרי בהון העצמי של חברות בשוק האמריקאי ובמדינות האחרות בעלות שוקי הון מפותחים.

עובדות אלו מעניינות בפרט לאור התגברות השימוש במכשירים הנחשבים אלטרנטיבה לדיבידנדים, כגון רכישה עצמית של מניות⁶.

על אף החיזוקים לתומכי גישת "גילום המס", הרי שהממצאים הסותרים ומעוררי השאלה במחקרים השונים מותירים שאלות פתוחות. הנטיה של חברות בשווקים מסוימים, כמו ארה"ב, לשמור על מדיניות דיבידנד קבועה (התופעה של Dividend Smoothing תועדה ע"י Lintner כבר בשנת 1956) אינה תואמת

5. כאמור, בישראל במקרים רבים דווקא רוחים ראויים לחלוקה ימשכו משקיעים ולכן צפוי כי יסחרו בניכיון בגין גורם המס.

6. להרחבה, ראה למשל Bagwell and Shoven (1989).

את הנחת היסוד של השקפה נוספת, שלפיה חלוקת הדיבידנד היא פועל יוצא של הזדמנויות ההשקעה שבפני הפירמה, משום שאז התנודות ברווחיות הפירמה ובהזדמנויות ההשקעה העומדות לפניה היו צריכות להשתקף בתנודתיות במדיניות הדיבידנד.

בנוסף, גישה זו אינה יכולה להסביר ממצאים בדבר שינוי במדיניות הדיבידנד של חברות, שהם לכאורה פועל יוצא של שינוי יחסי במיסוי דיבידנד לעומת רווחי הון.⁷ כך, למשל, גדל באופן משמעותי שיעור הדיבידנד ששילמו חברות בארה"ב לאחר רפורמת המיסוי בשנת 1986, אשר החילה מס מלא במישור האישי על רווחי הון (מצב זה תוקן בשנים שלאחר מכן – ראה דיון בנושא זה בהמשך).

מבחינת ההשלכות על מדיניות מיסוי החברות, ברור, כי גם אם הגישה מקלה בחומרת העיוות שנוצר עקב כפל המיסוי על רווחי חברות (כתוצאה מהטלת מס על דיבידנד במישור האישי), הרי שאין היא פותרת את השלכתו הרעה של העיוות על השוק הראשוני, והנגזר מזה על הגמישות והיעילות בהקצאת המקורות במשק (למשל, פגיעה ביכולת הכניסה ובכושר התחרות של חברות חדשות).

2. מיסוי דיבידנד ורווחי הון – השוואה בינלאומית

קיימות מספר שיטות אפשריות לפתרון בעיית כפל המס:

א. **שיטת הניכוי (Dividend Deduction) ושיטת הניכוי החלקי (Partial Dividend Deduction)**
בשיטה זו הטלת המס היא על החברה בלבד, כל עוד היא נמנעת מחלוקת רווחים. במידה שהחברה מחלקת רווחים, רואים את הדיבידנד שחולק (או חלקו) כהוצאה מוכרת, אשר מקטינה את מיסוי החברה, ובמקביל מטילים מס על בעל המניות שקיבל את הדיבידנד. שיטה זו ננקטת כיום בין השאר בספרד ובשבדיה (וכן ננקטה בעבר בישראל).

ב. **שיטת שיעור המס המפוצל (Split Rate System)**
שיטה זו אנלוגית לשיטת הניכוי החלקי, אולם במקום ניכוי מבסיס חבות המס של החברה, מוטל שיעור מס נמוך יותר על רווחים שחולקו – במישור החברה. שיטה זו נהוגה כיום בגרמניה⁸, ובעבר החילו אותה אוסטריה, פורטוגל ויוון.

ג. **שיטת הזיכוי המלא (Full Imputation) ושיטת הזיכוי החלקי (Partial Imputation)**
בשיטה זו מקבל בעל המניות זיכוי ממס בגין הדיבידנד בגובה המס ששילמה החברה על אותו דיבידנד. במידה שהזיכוי גבוה מחבות המס – מקבל בעל המניות החזר מרשויות המס. בנוסף, סדר חלוקת הרווחים

7. אף על פי שמודל המביא בחשבון הן את המס על דיבידנד והן את המס על רווחי הון עשוי להסביר ממצאים אלו, מבלי לסתור את ההשקפה ה"חדשה".

8. השיטה המופעלת בגרמניה היא שיטה משולבת – מס מופחת מוטל על רווחים שחולקו (במידה ומוסו קודם במס החברות הגבוה יתקבל החזר), ובנוסף מקבל בעל המניות זיכוי בגובה מס זה במישור האישי.

נקבע כאילו חולקו הרווחים הממוסים בשיעור המס הגבוה יותר קודם. הנחה זו מטיבה, כמובן, עם הנישום. שיטת הזיכוי החלקי נהוגה באוסטריה, קנדה ופורטוגל. שיטת הזיכוי המלא מתקיימת באיטליה, אוסטריה וניו־זילנד.

ד. **שיטת הקלת המס (Shareholder Relief Scheme)** בשיטה זו מקבל בעל המניות זיכוי ממס בגין הדיבידנד, כאשר אין בהכרח קשר בין המס ששלמה החברה על אותו דיבידנד לבין גובה הזיכוי. שיטה זו נהוגה בדנמרק ויפן.

לבסוף פועלות מערכות המס הקלאסיות אשר מחילות מיסוי כפול על חלוקת רווחים – הן במישור החברה והן במישור האיש, עם קבלת הדיבידנד. בין המדינות המחילות מערכת זו – ארה"ב, שווייץ, הולנד, לוקסמבורג ובלגיה.

מיסוי דיבידנד בין חברות

דיבידנד בין־חברתי פטור בדרך כלל ממס בחברה המקבלת, אולם במדינות מסוימות קיימת דרישת מינימום של החזקה בחברה המחלקת על מנת להינות מהפטור. דרישה זו עומדת על 25% בדנמרק, בשבדיה ובספרד, 20% בשווייץ, ו־10% בצרפת ובלוקסמבורג. בקנדה, בגרמניה, בבריטניה, ביפן וגם במדינות נוספות – לא קיימת דרישת מינימום.

בחלק מהמדינות בעולם קיימת דרישה כי תשלום המס במדינה מקבלת הדיבידנד לא יפחת מ־15% מהמס בארץ שבה תושבת החברה מחלקת הדיבידנד או מס אחר השווה בערכו למס החברות. כך הדבר על פי הדירקטיבה של ה־EC לגבי פטור מניכוי במקור על דיבידנד בין חברות תושבות ארצות השוק האירופי המשותף. בכלל זה נבעו לאחרונה פרצות ומדינות שונות כדוגמת לוקסמבורג, הולנד, בלגיה, דנמרק, ואוסטריה מתירות פטור מניכוי במקור על דיבידנד גם לחברות במדינות Off-Shore שבהן אין מס בכלל. בארה"ב, דיבידנד בין־חברתי פטור באופן מלא ממס רק אם התקבל מחברה שאחוז ההחזקה של החברה מקבלת הדיבידנד הוא 80% או יותר. אם שיעור ההחזקה בחברה המחלקת הוא בין 20% ל־80%, רק 80% מהדיבידנד יותר לניכוי מההכנסה החייבת ובמידה ששיעור ההחזקה בחברה המחלקת נופל מ־20% הרי שיותר לניכוי רק 70% מהדיבידנד שהתקבל (משמע 30% מהדיבידנד חייב במס).

מיסוי רווחי הון במישור האיש

מספר מדינות אינן מחילות כלל מס על רווחי הון במישור האיש, ביניהן: גרמניה, בלגיה, יוון, לוקסמבורג, הולנד, ניו־זילנד, הונגקונג ושווייץ. מספר מדינות מחילות פטור ממס רווחי הון על מניות שהוחזקו למעלה מתקופה מוגדרת, לדוגמא: אוסטריה (למעלה משנה), פורטוגל (למעלה משנתיים) ודנמרק ונורווגיה (למעלה משלוש שנים). בארה"ב, שיעור מס רווחי הון הוא מוגבל (נמוך ממדרגת המס השולי הגבוה) ומדורג על פי תקופת ההחזקה (עד שנה, שנה עד שנה וחצי, ומעל שנה וחצי).

בבריטניה, בספרד, באירלנד ובאוסטרליה המס מוטל רק על רווחי הון ריאליים (מתעלמים מרווחים אינפלציוניים). בכל המדינות שנסקרו ובמדינות האחרות החברות ב־OECD, מס רווחי הון מוטל רק על רווחים שמומשו.

הכללים שתוארו לעיל מתייחסים באופן כללי למניות הנסחרות בבורסה ולבעלי מניות מיעוט. ככלל ניתן לומר, שבמרבית המדינות מדיניות המיסוי מפלה לרעה חלוקת דיבידנד ביחס לרווח הון.

מיסוי דיבידנד בישראל

1. מיסוי רווח הון ודיבידנד

בעבר נהגה בישראל שיטת הניכוי החלקי שלפיה חויבו החברות במס הכנסה בנוסף למס חברות⁹. חברה אשר חילקה דיבידנד היתה פטורה ממס הכנסה בגין רווחים אלה. על פי שיטה זו לא נוצר כפל מס הכנסה מחד, ומאידך בשומת היחיד לא היתה התחשבות ישירה בכך שהחברה שילמה כבר מס חברות. עם ביטול מס ההכנסה על חברות, שיטת המס בישראל מסווגת בקטגוריית "הקלת המס", כאשר אין בהכרח קשר בין המס אשר שילמה החברה לבין הקלת המס שמקבל היחיד.

דיבידנד שהתקבל על ידי יחיד חייב במס לפי סעיף 2(4) לפקודת מס הכנסה ושיעורו הוגבל ל-25% לפי סעיף 125ב¹⁰. שיעור מס החברות בישראל החל משנת 1996 ואילך הוא 36%. לפיכך שיעור המס הכולל המוטל על הרווח המחולק ליחיד בעל מניות הוא עד 52%: $52\% = 25\% \times (1 - 0.36) + 36\%$. כלומר, הפרש המס בין מצב בו מחלקים דיבידנד לבעלי המניות ובין מצב בו לא מחלקים דיבידנד הוא 16% (לעומת 6% לפני שנת 1987). מכיוון שכיום רווח הון אשר הופק על ידי יחיד בבורסה פטור בדרך כלל ממס על פי צו מס הכנסה (פטור ממס על רווח הון ממכירת מניות) מכוח סעיף 97ג) לפקודת מס הכנסה, הרי שמשקיע יחיד יעדיף בדרך כלל רווחי הון על קבלת דיבידנדים¹¹. חברות, מאידך, נמצאות במצב הפוך, משמע, בדרך כלל חלה חבות המס על רווח הון ופטור ממס על קבלת דיבידנד. קונפליקט זה בין החזקת יחידים והחזקות באמצעות חברות, ידון בהמשך.

מצב דברים זה ככל שהוא נוגע ליחיד קיים במרבית שוקי ההון המפותחים בעולם. יתרה מזו, הוא משמש קרקע להתפתחותו של הדיבידנד כאמצעי איתות היוצר בשיווי משקל הבדל בין חברות "טובות" לחברות "רעות". זהו לפחות אחד ההסברים העיקריים לתופעת חלוקת הדיבידנד בשוקי ההון בעולם (למשל

9. ראה למשל גרוס (1994), עמ' 195.

10. עם זאת, שיעור המס על דיבידנד יכול לנוע בין 0% ל-25% לגבי יחיד בנסיבות מתאימות, לדוגמה סעיף 9(5)ב) לפקודה, ואינו מוגבל ל-25% בהכרח.

11. נישום יחיד שחל עליו פרק ב' לחוק התיאומים מחויב במס על רווח הון ריאלי ממניות, אך מקבל דחית מס אם המניות הוחזקו במשך כל שנת המס.

בארה"ב). על אף חבות המס הנוספת הנוצרת בעת חלוקה זו. איננו עדים לתופעת ה"איתות".

מכיוון שמשקיעים רבים פטורים אפקטיבית ממס על חלוקת דיבידנד כגון: גופים מוסדיים, חלוקת דיבידנד בין חברתית), הרי שהטענה הרווחת הינה שלשיקול המס אין משקל מכריע כדי לתמוך בתיאורית ה"איתות".

מיסוי דיבידנדים בין חברות

סעיף 126(ב) לפקודת מס הכנסה קובע כי בחישוב ההכנסה החייבת של חבר בני אדם (שעליה מוטל מס חברות) לא תיכלל הכנסה מדיבידנד מחבר בני אדם אחר החייב במס חברות.

הגדרה זו מעוררת את השאלות הבאות:

1. מה דינו של דיבידנד שהתקבל בשנה בשה לא היתה לחברה המחלקת הכנסה חייבת?
2. מה דינו של דיבידנד שמקורו אינו בהכנסה חייבת במס חברות?

נראה כי לשונו של המחוקק היתה ברורה בענין זה, והכוונה לכך שחבר בני האדם המחלק הוא זה שחייב במס חברות. לכן כל דיבידנד שחולק ע"י חבר בני אדם החייב במס חברות לא יתחייב בחברה המקבלת.

הסעיף נועד למנוע תשלום מס נוסף על הכנסה אשר שולם עליה מס בחברה אחרת. הסעיף נועד לאפשר מעבר פטור ממס של מקורות בין חברות במטרה לשפר יעילות הקצאת מקורות במשק. יחד עם זאת, סעיף זה יצר חוסר סימטריה בלתי מוצדקת ובלתי רצויה במבנה מערכת המיסוי. מחד, בדרך כלל החזקת מניות בידי חברות חייבת במס וכתוצאה מסעיף זה חברות פטורות ממס על דיבידנד. לפיכך, נוצר מצב שבו חברות מעוניינות בקבלת דיבידנד בכדי להפחית מס רווחי הון. מאידך, יחידים הפטורים בדרך כלל ממס על רווחי הון מניירות ערך סחירים חייבים במס על דיבידנד, ולפיכך יחידים מעדיפים רווח הון על פני דיבידנד בדומה למקובל בארה"ב. העיוות במבנה מערכת המס בולט לאור כך שגופים החייבים במס רווח הון פטורים ממס על דיבידנד (לדוגמא חברות), ומאידך יחידים הפטורים ממס רווח הון חייבים במס על דיבידנד. כתוצאה מכך דיבידנד הופך להיות תחליף מנוגד לרווח הון וגורר קונפליקט בין היחידים למחזיקים במסגרת חברות אשר בחלקם הגדול הוא בעלי ענין. כיוון שבמרבית החברות בישראל החלטה על חלוקת דיבידנד ניתנת בפועל לבעלי הענין, הרי במציאות זו לדיבידנד "איתות" שלילי שכן אין בו עלות אלא אף יתרון מס.

בהמשך לאמור ניתן לצטט את דו"ח ועדת ברודט לבחינת שינויים מבניים בשוק ההון (עמוד: 58-59 שם): "רבים מהפונים לועדה ראו בהקלת שיעור המס על דיבידנדים צעד שיכול להועיל לשוק ההון מבחינות רבות. הוועדה שותפה לדעה זו, והיא ממליצה להקטין את שיעור המס המוטל על דיבידנד המחולק לבעלי מניות בחברות הציבוריות מ- 25% ל- 15%. הועדה סבורה כי צעד זה יעודד חלוקת דיבידנדים

לבעלי המניות – לציבור הרחב ולבעלי השליטה – ויקטין את התמריץ של בעלי השליטה למשוך הטבות בדרכים אחרות. חלוקת דיבידנדים על-ידי החברות הבורסאיות תקרב את הבורסה בתל-אביב לאחיותיה בעולם המערבי.¹²

התפיסה ביסוד חוסר הסימטריה במס עקבית עם רצון למסות, באופן דומה, הכנסה בידי היחיד ממקורות שונים, לכאורה המס על רווחים מחולקים ליחיד מביאים לשיעור המס כולל $(1 - 0.36) \times 25\% = 16.25\%$, דומה להכנסה משכר (50%). אך, תוצאה כוללת זו לא עומדת במבחן כאשר ההשוואה היא בין רווח המחולק ליחיד (52%) לבין רווח המחולק לחברה אחרת ולכן בפועל שומר על מעמד של רווחים לא מחולקים (שיעור מס של 36% בשלב זה).

2. סוגי דיבידנדים נוספים בראי פקודת מס הכנסה

דיבידנד מחברה משפחתית

חברה משפחתית מחלקת דיבידנד ככל חברה, בהתאם לדיני החברות, כלומר היא רשאית לחלק כדיבידנד רווחים ראויים לחלוקה. מאחר ובמקרה של חברה משפחתית כבר שולם המס המלא בגין רווחים ראויים לחלוקה על ידי ה"נישום" אשר לו נזקפה ההכנסה, נקבע בסעיף 64א' לפקודת מס הכנסה, כי רווחים שחולקו מהכנסת החברה אשר סווגה כמשפחתית, יראו אותם כאילו לא חולקו וזאת אף אם חולקו לאחר שהחברה חדלה להיות חברה משפחתית¹². כמו כן נקבע בפקודה כי שיעור המס על דיבידנד שקיבלה חברה משפחתית יהיה בשיעור 25% (כאילו נתקבל בידי היחיד).

האמור אינו מוגבל לרווחים המחולקים מהכנסתה החייבת של החברה, והוא חל על רווחים המחולקים מכל מקור, לרבות רווחים פטורים ממס ורווחים שנגדם הותרו ניכויים לצורכי מס בלבד, כגון ניכוי נוסף, פחת מואץ וכו', כפי שנקבע בהקשר אחר בהלכת ע"ט.

דיבידנד ממפעל מאושר

מפעל מאושר הבוחר במסלול ההטבות הרגיל, חייב לשלם בתקופת ההטבות על הכנסתו החייבת מס בשיעור של 25%, וזאת לפי סעיף 47 לחוק עידוד השקעות הון. חברה ויחיד המקבלים דיבידנד ממפעל מאושר חייבים במס בשיעור 15% על הדיבידנד. מכאן שלגבי מפעל מאושר, הפער בין שיעור המס בעת חלוקת רווחים $(15\% + (1 - 0.25) \times 25\%) = 36.25\%$ לבין שיעור המס ללא חלוקת רווחים (25%) הוא 11.25% דהיינו פער שהוא קטן יותר מאשר בחברה רגילה.

12. גישה זו מתאימה לתיאוריה הקלאסית של מיסוי, המטילה את עול המס על הנישום בדרך של ייחוס הרווחים ישירות להכנסתו. זוהי גם הגישה בארץ לגבי מיסוי שותפויות, קיבוצים, חברות בית, ועוד.

ההטבה לגבי שיעור המס המוגבל תחול לגבי דיבידנד שחולק מהכנסה שהושגה בשבע שנות ההטבות, גם אם הדיבידנד נתקבל לנישום תוך שתיים-עשרה שנים מתום שבע השנים האמורות.

דיבידנד שחולק מהכנסות של חברת משקיעי חוץ שנצברו במהלך עשר שנות ההטבה יזכה להטבות האמורות ללא הגבלת זמן (תיקון 49 לחוק עידוד השקעות הון קבע מגבלת זמן של שנתיים בלבד לגבי אישורים שניתנו לאחר 1.1.97 באיזור פיתוח א').

חברה שקיבלה דיבידנד ממפעל מאושר, שבגינו היא מתחייבת במס בשיעור 15% כאמור, וחילקה אותו כדיבידנד, זכאית להחזר המס ששילמה. ומכאן ששיעור המס הבין-תאגידי במפעל מאושר גבוה מזה הנהוג במפעל רגיל (36.25% לעומת 36%).

במידה שהחברה פועלת במסלול הטבות חילופי, חלוקת דיבידנד מרווחים תשפיע על חבות המס של החברה, כלהלן:

על פי סעיפים 47(א)2 ו-51 לחוק עידוד השקעות הון, חברה המחלקת דיבידנד מתוך הכנסה של מפעל, שהושגה בתקופה שבה היתה החברה פטורה ממס, תהא חייבת בשנת המס שבה חולק הדיבידנד, במס חברות על סכום הדיבידנד המחולק, בשיעור מס החברות שהיתה חייבת בו על הכנסתה בשנה שבה הופקה ההכנסה, אילולא הייתה פטורה ממס. המס האמור ישולם לפקיד השומה יחד עם מס ההכנסה שיש לנכותו במקור. עם זאת, בחוזר נציבות נקבע כי שטר הון בין-חברתי במסלול הטבות חילופי לא יחויב במס, ואילו חלוקת רווחים לתאגידי תחוייב במס חברות בשיעור 25% בלבד.

דיבידנד ממפעל מעורב ייוחס לכל חלק של המפעל המעורב לפי יחס ההכנסה החייבת בניכוי מס החברות החל עליה. חברה שיש לה הכנסות ממפעל מאושר, שלגביו ניתנו הטבות של פטור ממס לפי מסלול הטבות חילופי, וכן הכנסות חייבות אחרות, יכולה שלא לייחס תשלום דיבידנד להכנסה החייבת, שלגביה ניתן פטור ממס חברות (אלא להכנסות חייבות אחרות), וזאת כדי לא לסכל את הטבת הפטור. חלוקת דיבידנד מהכנסה שהיתה פטורה כאמור, גורמת לחבות במס החברות שהיתה פטורה ממנו. פס"ד עיט¹³ דן, בין היתר, בסוגיה האם רווחים הניתנים לחלוקה כדיבידנד הינם רווחים לאחר הפחתת מס החברות החל עליהם. חברת עיט, שהייתה בעלת מפעל מאושר לפי חוק עידוד השקעות הון, חילקה לבעלי מניותיה דיבידנד שנבע, לטענתה, מרווחי תקופת ההטבות. פקיד השומה טען שהדיבידנד המקסימלי הזכאי לשיעור מס מופחת (15%) הוא בגובה ההכנסה החייבת ממפעל מאושר בניכוי מס החברות. כל סכום מעבר לכך, לטענת פקיד השומה, לא יכול להשתלם מהמפעל המאושר, ולכן אינו זכאי להטבה של מס מופחת. ביהמ"ש פסק בענין עיט, בניגוד לעמדת פקיד השומה, כי ניתן לחלק דיבידנד מרווחים לפני מס שנצברו ממפעל מאושר. ביהמ"ש קבע, בהתאם להגיון הנובע מפסק דין ברדיגו¹⁴, כי אין קשר ישיר והכרחי בין

13. עמ"ה 54/89 עיט ציוד צבאי לייצוא בע"מ נ' פשמ"ג, מיסים ה/6, עמ' ה'.

14. ד"נ 39/80 ברדיגו נ' ד.ג.ב. 9 טקסטיל בע"מ ואח', פ"ד לה(4) 197.

קביעת "ההכנסה החייבת" לצורך דיני המס ובין קביעת הרווח הראוי לחלוקה כדיבידנד על פי דיני החברות. כמו כן נקבע כי אין מקום לטענה, כי לחברה מותר לחלק דיבידנד רק מתוך רווחים שחוייבו במס. לאחר פסק הדין, המחוקק קיבל את גישת נציבות מס הכנסה, ובתיקון 49 לחוק עידוד השקעות הון נקבע, כי הדיבידנד המקסימלי הזכאי להטבות הוא בגובה ההכנסה החייבת ממפעל מאושר בניכוי מס החברות.

סעיף 104 לפקודת מס הכנסה עוסק בהעברת נכסים תמורת מניות. סעיף 104 ג' (ב) קובע, כי אם היה לחברה המעבירה מפעל מאושר כמשמעותו בחוק לעידוד השקעות הון, היכול במועד ההעברה לחלק דיבידנד על פי סעיף 47 (ב) (2) או 51 (ג) לאותו חוק, יראו את העברת המניות כחלוקת דיבידנד. להבדיל מחלוקת דיבידנד בפועל, ששם ניתנת לחברה האפשרות לבחור האם לחלק דיבידנד לפי יחס ההכנסה החייבת או מהכנסות רגילות בלבד, במקרה של "דיבידנד בעין" רואים כאילו הדיבידנד חולק מהכנסות ממפעל מאושר, דבר הגורר חבות במס. במקרה של חברה שיש לה הכנסות מדיבידנד ממפעל מאושר (סעיף 47 (ב) (2)), יראו את העברת המניות בהתאם לסעיף 104' כחלוקת דיבידנד מאותם רווחים, דבר אשר ימנע בעתיד חלוקת דיבידנד מאותם רווחים (החייבים בניכוי מס במקור של 15%).

דיבידנד שנתקבל מחו"ל

דיבידנד שנתקבל לראשונה בישראל חייב במס בשיעור 25% בידי יחיד מכוח סעיף 125ב לפקודה. בידי חברה חייב דיבידנד כאמור במס בשיעור 25% אם זו עילת חיובו היחידה (מכוח צו הקלה). אך חייב במס בשיעור 35% אם הדיבידנד הופק בישראל. כל האמור כפוף להסדרים באמנות למניעת כפל מס.

קיימות שלוש גישות ידועות אשר לשאלת מקור הצמיחה של דיבידנד:

- א. **מבחן מקום המצאות המניה** לפי גישה זו, מקום הצמיחה של הדיבידנד הוא במקום שבו נמצאות המניות. בענין **אמסטרדם**¹⁵ נקבע, שמיקום המניות הינו במקום בו אפשר להעביר את המניות באופן אפקטיבי כלפי החברה, היינו מקום ההתאגדות, או במקום קיום סניף פעיל (לגבי בורסה בחו"ל לדוגמא).
- ב. **מקום המושב של החברה המשלמת**¹⁶ לפי גישה זו, דיבידנד נצמח בארץ התושבות של החברה המשלמת.
- ג. **המקום שבו מנוהלים עסקי החברה המשלמת**¹⁷ לפי גישה זו, דיבידנד נצמח במקום בו מנוהלים עסקי החברה ששילמה דיבידנד.

15. בג"צ 279/51 ת.ה. **אמסטרדם ואח' נ' שר האוצר ואח' פ"ד** 945.

16. ר' מאמרם של יהושע רוזנצוויג וגרי אגרון "היבטים בקביעת מקום מקור ההכנסה", מיסים 43/א-33.

17. בגישה זו מחזיק יזילברג, "מיסוי בינלאומי – דין ותכנון מס בישראל" (חושן למשפט תש"ן-1990). כמו כן, ראה הערת האגב של השופט ויתקון בפרשת ע"א 112/62 **פ"ש ת"א נ' פרל אשורנס קומפני לימיטד**, פ"ד טז (2) 1528.

3. המונח דיבידנד לפי גישת דיני המס

המונח דיבידנד אינו מוגדר בפקודת מס הכנסה. בעיקרון, מדובר ברווח או הכנסה ממניות, או זכויות אחרות בחברה, המשתתפות ברווחים¹⁸.
עפ"י סעיף 4(2) לפקודת מס הכנסה: דיבידנד – לרבות המשתלם מתוך רווחי הון של חברה. להלן מספר הערות להגדרת המונח דיבידנד.

א. היחס בין המונח "דיבידנד לצורך דיני חברות" למונח "דיבידנד לצורך מס"

רשויות מס הכנסה טוענות, כי הדיבידנד המקסימלי האפשרי לחלוקה הוא בגובה הרווח המהווה הכנסה חייבת בניכוי מס חברות. טענה זו לא עולה בקנה אחד עם השתיקה של דיני המס ביחס לאמור. אי הכרה בחלוקת דיבידנד, כאשר אין הכנסה חייבת, למשל כתוצאה מהפרשי עיתון, יוביל לאבסורד בעתיד. כאשר הפרשי העיתון יתהפכו ויצרו הכנסה חייבת אשר תמוסה במישור התאגיד, הרי שקיימות שתי אפשרויות: האחת, שיהיה על רשויות המס להכיר בחלוקת הדיבידנד רטרואקטיבית, או, השנייה, שכפל המס יתוקן¹⁹. בשני המקרים התוצאה אינה רצויה.

בענין בית ניסבונים²⁰ נאמר כי "חברה רשאית לשלם דיבידנדים כשיש לה יתרת הכנסה אחרי סילוק הוצאות ומיסים...". על אף שלא הובהר אם מדובר בהכנסה חשבונית או הכנסה חייבת, הרי שסביר, כי אם היה מדובר בהכנסה חייבת היה השופט מציין זאת במפורש. בענין ברדיגו היה בית המשפט ברור יותר וקבע, כי כללי חלוקת דיבידנד נקבעים לפי דיני החברות. כאמור, בענין עיט מוסדה ההלכה כי אין קשר ישיר והכרחי בין דרך קביעת ההכנסה החייבת לצורך דיני המס ובין דרך קביעת הרווח הראוי לחלוקה כדיבידנד על פי דיני החברות.

עם זאת, יש להיזהר מהיקש שדבקות בצורה המשפטית תוביל להתעלמות מהמהות הכלכלית במקרים מסוימים. כך למשל, יתרון העברה של סכומים שצורתם הפורמלית המשפטית היא דיבידנד, ואילו במהותם הכלכלית סכומים אלה מהווים תשלום מסוג אחר (שכר, לדוגמה), יתכן שתשלום זה סווג כדיבידנד לצרכים חשבונאיים, והשאלה הקשה המתעוררת מכך היא האם דיני המס צריכים לעקוב אחר הצורה המשפטית או המהות הכלכלית. מובן כי במצב זה עדיף כי המערכת המשפטית תזהה את ההעברה שאינה מהווה דיבידנד ותטפל בה בהתאם, אך אין ביטחון שזה יהיה המצב. מבחינת דיני המס, סביר להניח שהנטייה תהיה להעדיף את המהות הכלכלית ולשמור על עקביות עם הכללים החשבונאיים.

18. ראה גרוס (1994), עמ' 59.

19. כפל המס נוצר משום שרשויות המס לא הכירו בחלוקה כדיבידנד ולכן מיסו אותה כהכנסה רגילה בידי בעל המניות.

20. עמ"ה (ת"א) 566/75 בית ניסבונים בע"מ נ. פ"ש ת"א 1 פד"א ח', 216.

בהיעדר קביעה אחרת, תהא הנטייה של בית-המשפט לפרש את המונח דיבידנד, כמו כל מונח הלקוח מהדין האזרחי על פי פרשנותו בד"ן האזרחי²¹.

הגישה שנוקטות רשויות המס בישראל לטיפול בבעיית כפל המס – גישת "ההקלה במס", מעידה כי אין בהכרח קשר ישיר בין הטבת המס (במקרה דנן, שיעור מס נמוך) למיסים ששילם התאגיד על הכנסתו החייבת. לאור עובדה זו ניתן להסיק שאין להגביל את הדיבידנד לגובה ההכנסה החייבת של החברה המחלקת.

ב. ההבחנה בין תשואה על ההון לבין החזר השקעה

היעדר הגדרה ברורה למונח דיבידנד והיעדר הגבלת ההטבות לרווחים שנצברו על ההשקעה, עשוי להוביל למצב שבו החזר ההשקעה ירשם כדיבידנד ואף יגרום ליצירת הפסד הון לצורך מס. נמחיש את הענין בדוגמא הפשוטה הבאה: נניח חברה ב' רוכשת את חברה א' במחיר של 120 ש"ח, כאשר הרכב ההון של חברה א' הוא 100 ש"ח הון ו-20 ש"ח רווחים. חלוקה מיידיית של הרווחים מיד לאחר ההשקעה תהיה ללא ספק החזר חלק מן ההשקעה ולא חלוקת התשואה על ההשקעה. עם זאת, כיוון שלא נאמר אחרת – הרי שמדובר בדיבידנד הפטור ממס בידי החברה המקבלת. בנוסף, חלוקת הדיבידנד גרמה לירידה של 20 ש"ח משווי החברה מבלי לגרוע מבסיס העלות. חברה ב' יכולה לממש את ההשקעה ולדרוש את הסכום כהפסד הון.

ג. מניות הטבה

לא ברור מלשון החוק אם דיבידנד כולל דיבידנד במניות (מניות הטבה), אולם הגיוני שבנושא זה תכריע המהות הכלכלית. חלוקת מניות הטבה על בסיס שוויוני (פרו-רטה) אינה מביאה להעברת כל נכס מהחברה לבעלי מניותיה ולכן כמובן לא תיחשב כחלוקת דיבידנד. מנגד, ברור, כי חלוקת מניות או ניירות ערך אחרים המשנה את יחס ההחזקה והבעלות בין בעלי המניות עשויה להיות מימוש על ידי צד אחד וקבלת ערך כלכלי על ידי צד השני. במקרה זה אין מדובר בהעברת ערך מהחברה לבעל המניות, אלא בהעברה בין בעלי המניות, ולכן ההעברה אינה אמורה להחשב גם במקרה זה כדיבידנד אצל מקבל הערך (יחד עם זאת עשויה להיחשב כטובת הנאה בדומה לפיצוי בהשוואת זכויות).

ד. זכויות המגלמות הטבה

כמו במקרה של מניות הטבה, במקרה שההטבה ניתנת לכל בעלי המניות, על בסיס החזקתם היחסית בפירמה, הרי שבעל המניות אינו נהנה מ"רווח" כלשהו ולכן אין לראות בחלוקת הזכויות דיבידנד. האמור בסעיף ג' לעיל לגבי חלוקה לא שוויונית רלוונטי גם במקרה זה.

21. לענין זה ראה מאמרם של הד"ר ואלתר, "דיני המיסים בראי הדין האזרחי", עיוני משפטי (2) 1984, 421, כן ראה ע"א 57/84 פ"ש חיפה נ' רז, פ"ד מא (4) 85.

ה. תשלומים המכונים "דיבידנד" ו"דיבידנד בעין"

בעבר היה שיעור המס על רווחים בלתי מחולקים 67%, על רווחים מחולקים 61% ועל משכורות 60%. פער זה יצר עידוד לתשלום משכורות לבעלי מניות פעילים על פני חלוקת דיבידנד. בנוסף, אחד התמריצים לכנות תשלומים שונים (בעיקר משכורת) בשם דיבידנד היה לצורכי סעיף 127 לפקודת מס הכנסה, שקבע כי בחישוב ההכנסה החייבת במס הכנסה (הנוסף על מס חברות) של חבר בני אדם תושבי ישראל, ינוכה דיבידנד ששולם בשנת המס מההכנסה של אותה שנה. מובן שכיום, עם ביטול מס ההכנסה הנוסף על מס חברות, תמריץ זה נעלם. בפס"ד מליצקי²² נקבע, כי נטל ההוכחה שכספים אשר שולמו לבעלי מניות הם דיבידנד מוטל על החברה. על כן חזקה עמדתו של פקיד השומה אשר סבור כי מהותה האמיתית של החלוקה אינה דיבידנד, אלא הטבה אחרת לנהנה (שכר, במידה והנהנה הוא עובד החברה). בענין לבנה²³ נקבע כי סכום שהחברה הציגה כדמי שכירות לבעל מניותיה הינו דיבידנד, שממנו היה על החברה לנכות מס במקור, או לחילופין שכר עבודה. כב' השופט בין דחה אפשרות סיווג התשלום כדיבידנד מאחרש"אין לך חלוקת דיבידנד אלא מתוך רווחים... ולא הוכח כי התשלום שכונה דמי שכירות, נבע מרווחי החברה."

המצב ההפוך שבו "דיבידנד בעין", לכאורה, מכונה בשם אחר ע"י החברה עלה גם הוא בפסיקה. למשל בפס"ד סריגי ארצי²⁴ ובענין דודזון²⁵ שם נקבע כי תשלומי "משכורות" היו למעשה חלוקת דיבידנד. בפס"ד גלרט וניידוף²⁶ נקבע כי תשלום שהצדדים כינו מוניטין היה למעשה דיבידנד. הכלל הקובע בענין זה הינו האם ההטבה או הערך הכלכלי שהתקבל על ידי בעלי המניות הולם את התמורה שנתנו, או שהם אמורים לתת, לחברה, אזי לא יראו בהעברה דיבידנד. בענין מפעלי מוסיקה ישראליים (איי.מ.אי) בע"מ²⁷, ובענין רוכורגר רוטמנטש חברה לבנין והשקעות²⁸ נקבע, כי תשלום שהחברה הציגה כ"דמי ניהול" לבעלי מניותיה הינו חלוקת רווחים. בענין אברהם דר²⁹ נדחו טענות פקיד השומה כי דמי ניהול ששילמה חברה לשותפות של אחד מבעלי מניותיה ובניו הינם דיבידנד המיוחס לבעל המניות בלבד, מאחר ולא הוכח, כי התמורה שניתנה אינה סבירה ביחס לשירותים שנתנה השותפות האמורה, וכי תרומת הבנים למתן השירותים היתה זניחה.

22. ע"ש (ת"א) 739/84 מליצקי ובניו חברה קבלנית בע"מ ואח' נ' מנהל המכס ומע"מ נתניה, מסיים 1/א/ עמ' 40.

23. עמ"ה (ת"א) 14/91 לבנה ואח' נ' פ"ש חדרה, מסיים 1/1, עמ' ה-130.

24. עמ"ה (ת"א) 133/76 סריגי ארצי בע"מ נ' פ"ש ת"א 5, פד"א ט 272.

25. ע"א 12/62 דודזון נ' פ"ש תל-אביב 1, פ"ד ט"ז(2) 1143.

26. ע"א 508/78 פ"ש נ' גלרט ואח', פד"א 71.

27. ע"א 263/70 מפעלי מוסיקה ישראליים (איי.מ.אי) בע"מ נ' פשמ"ג, פד"א ד 169.

28. רע"ה 8522/96 רוכורגר רוטמנטש חברה לבנין והשקעות בע"מ נ' פ"ש ת"א 1, פד"א כה 323.

29. עמ"ה (חי') 140/89 דר נ' פ"ש חיפה מסיים 4/ד עמ' ה-16.

ו. רווחים ראויים לחלוקה

סעיף 194ב' לפקודת מס הכנסה מתייחס למקרים בהם בעל מניה בחברה מכר את מניותיו, כאשר התמורה בעד מכירתן מבטאת לא רק את ערך פעילותה העסקית של החברה, אלא גם רווחים שנוצרו בחברה ולא חולקו עד למכירת המניות.

סעיף 194ב' בא, לכאורה, למנוע מצב של הטלת מס כפול על אותו חלק של רווחיהן שמקורו ברווחים שהצטברו בחברה; מס הכנסה – ששולם על רווחים אלה ע"י החברה, ומס רווח הון – ששולם ע"י בעל המניות בעת מכירתן. יחד עם זאת, אילו חולקו הרווחים בחברה היה בעל המניות משלם מס על הדיבידנד שקיבל.

סעיף 194ב' מבודד מן התמורה שנתקבלה בעד המניות את התמורה בעד הרווחים הצבורים בחברה. הסעיף קובע כי על הרווחים הצבורים ישלם המוכר מס בשיעור מקסימלי של 10%. הסעיף מגדיר רווחים ראויים לחלוקה:

“רווחים ראויים לחלוקה – רווחים כאמור שנצטברו בחברה מתום שנת המס שקדמה לשנת רכישת המניה עד תום שנת המס שקדמה לשנת המכירה שלה, ובפירוק – עד ליום התחלת הפירוק, אך לא לפני שבע השנים שבתכוף לפני שנת המכירה או שנת התחלת הפירוק, הכל לפי המאזן של החברה לתום שנת המס שקדמה לשנת המכירה או ליום התחלת הפירוק, לפי הענין, לרבות רווחים שהונו; אולם סכומים שנצברו בקרן לייצוב ההון כמשמעותה בסעיף 53 י"א לחוק לעידוד השקעות הון, תשי"ט – 1959, או סכומים שניכויים הותר על פי סעיף 53 י"ז לחוק האמור, לא יהיו בגדר רווחים הראויים לחלוקה, וסכום הרווחים הראויים לחלוקה לא יעלה על סכום הרווחים שנתחייבו במס לרבות מס שבח בתקופה האמורה בניכוי המס עליהם ודיבידנד שחולק מהם ובצירוף הרווחים שהיו חייבים במס כאמור אילולא פוטרו ממנו.”

הסעיף קובע כי רווחים ראויים לחלוקה יחשבו כנמוך שבין הרווחים החשבונאיים לבין הרווחים לצורכי מס לאחר התאמות מסוימות כמפורט בהגדרה שלעיל.

רווחים חשבונאיים – הסעיף קובע שהרווחים החשבונאיים לפי מאזן החברה. במקרה של חברות שמניותיהן נסחרות בבורסה דוחות החברה הינם הדוחות המותאמים לכוח הקניה של המטבע הישראלי (ג"ד 36 ו 50) היות שהדוחות הנומינליים מהווים רק ביאור לדוחות הכספיים. יש הגורסים כי ניתן להשתמש גם בדוחות הנומינליים היות שהם מהווים את הבסיס לדוחות ההתאמה המוגשים לשלטונות המס. בחברה שבה נערכים הדוחות בהתאם לעלות ההיסטורית, דוחות אלה יהיו את הבסיס לחישוב הרווחים הראויים לחלוקה. במצב זה יש הגורסים כי היות שהדוחות הינם נומינליים, יש להתייחס לדוחות לצורכי

מס ללא השפעת חוק מס הכנסה (תיאומים בשל אינפלציה) התשמ"ה-1985, כלומר יש לנטרל ניכוי בשל פחת, וניכוי או תוספת בשל אינפלציה.

נציין כי גישה זו לא מקובלת לרוב ע"י שלטונות מס הכנסה.

הסעיף קובע, כי הרווחים שילקחו בחשבון הינם רק הרווחים שנצברו בשבע השנים האחרונות. יש לציין, כי גישה זו היא שרירותית ואינה עקבית עם הגישה שלפיה יש למנוע כפל מס במצב זה. בנוסף, הסעיף קובע כי מהרווחים שמוסו יופחת "דיבידנד שחולק מהם". היות שהנישום יכול לבחור מאיזה רווחים לחלק דיבידנד אזי בנסיבות מסוימות אפשר ליחס את כל הדיבידנדים שחולקו בשבע השנים שקדמו למכירה לרווחים הנובעים משנים קודמות, וכך להגדיל את סכום הרווחים הראויים לחלוקה.

היבטי מס ברכישה עצמית ובאמצעות חברת בת של מניות וניירות ערך המירים למניות חברת האם

בעוד שהחשבונאות קבעה דרך טיפול מסוימת למצב בו קיימת החזקה הדדית, הרי שדיני המס וכפועל יוצא אף הפרקטיקה, מטפלים במצב האמור כאילו המדובר בהחזקה רגילה של ני"ע של צד ג' בלתי קשור.

למעט שני מקרים בודדים עליהם נעמוד בהמשך, חוקי המס בישראל אינם מתייחסים למצבי רכישת מניות חברת אם. מכאן, אנו למדים, כי הטיפול במצבי החזקה הדדית של מניות חברת אם יהיה זהה לטיפול בהחזקת ניירות ערך בצד ג' בלתי קשור. רוצה לומר, חברת האם תמוסה בגין רווחיה מהחזקת ניירות הערך בחברת הבת, ומנגד, חברת הבת תמוסה בגין רווחיה מהחזקת ניירות הערך בחברת האם.

מיסוי ניירות ערך, נידון בדיני המס בישראל בשלושה רבדים שונים:

- ברובד הראשון נדון מיסויים של ניירות ערך בחברות שאינן סחירות. היינו – מיסוי במישור ההוני בהתאם להוראות חלק ה' לפקודה.
- ברובד השני נידון מיסויים של ניירות ערך סחירים בידי חברות, שחוק מס הכנסה (תיאומים בשל אינפלציה) – התשמ"ה 1985 (להלן: "חוק התיאומים") אינו חל בקביעת הכנסתן החייבת. רובד זה אינו רלוונטי לענייננו בשל העובדה, שבהתאם לתיקון החדש של חוק התיאומים (תיקון מס' 11), החוק חל על כל חברה, אשר מניויתיה מוחזקות, בין השאר, ע"י חברה אחרת.
- ברובד השלישי נידון מיסויים של ניירות ערך סחירים, בידי חברות שהוראות חוק התיאומים חלות בקביעת הכנסתן החייבת.

נתמקד במיסוי ניירות ערך מהרובד השלישי, קרי, ניירות ערך סחירים המחוזקים בידי חברות אשר הוראות חוק התיאומים חלות בקביעת הכנסתן.

נסקור את ההוראות המהותיות בחוק התיאומים, לאחר מכן נעמוד על החריג שהתפתח בפרקטיקה בדבר החזקה הדדית, ובסיום דברינו נתייחס להוראות החוק העוסקות במצב של החזקה הדדית.

מיסוי ניירות ערך על פי סעיף 6 לחוק התיאומים

ביום 26.10.98 אושר בכנסת תיקון מספר 11 לחוק התיאומים, המתקן את הסדר מיסוי ניירות הערך בידי נישום, שחלות עליו הוראות פרק ב' לחוק התיאומים ובכללם סעיף 6 לחוק האמור. הוראות התיקון חלות משנת המס 1999 ואילך.

על קצה המזלג, עובר לתיקון מספר 11 הנ"ל, התנהל מיסוי ניירות ערך הנסחרים בבורסה, מקום שבו חל עליהם חוק תיאומים, בשני שלבים: בשלב הראשון חל חיוב במס על עליית ערכם הריאלית של ניירות ערך כאמור, בתום שנת רכישתם. בשלב השני, חל חיוב במס על עליית ערכם הריאלית של ניירות הערך החל מתום שנת הרכישה ועד למועד המכירה.

מבחינה מעשית, בשנת הרכישה ניירות הערך טרם נחשבו כנכס קבוע. החל משנת המס שלאחר שנת הרכישה, במידה שלא נמכרו, ניירות הערך נחשבו כנכסים קבועים אצל הנישום עד למכירתם.

דרך דו־שלבית זו של חיוב במס טמנה בחובה מספר בעיות, כגון חיוב במס בתום שנת הרכישה אף במקרים שבהם טרם מומשו ניירות הערך כאמור, חוסר התאמה בין שני השלבים (לדוגמא מקום שבו נזקף רווח ריאלי בשנת הרכישה והפסד בשנת המכירה) וכיו"ב.

הדין לאמר תיקון 11 לחוק התיאומים

התיקון לחוק התיאומים מחיל חיוב במס בשלב אחד, כשהוא קובע כי רווח או הפסד ריאליים יחושבו על פי ההפרש בין התמורה בגין ניירות הערך (כשהיא מתואמת לתום שנת המס בה נמכרו) לבין מחירם המקורי של ניירות הערך (כשגם הוא מתואם לתום שנת המס בה נמכרו) כדלקמן:

רווח/הפסד ריאלי מניירות ערך – הרווח הריאלי מוגדר כסכום שבו עולה התמורה בכל ניירות הערך שנמכרו בשנת המס על מחירם המקורי המתואם. ואילו הפסד ריאלי מוגדר כסכום בו עולה המחיר המקורי המתואם, של כל ניירות הערך שנמכרו בשנת המס על התמורה ממכירתם.

ניירות ערך כנכס קבוע בהתאם לתיקון 11 נייר הערך יחשב כנכס קבוע ממועד רכישתו ועד למועד מכירתו, דהיינו יש לבצע שינוי שלילי ממועד רכישת נייר הערך³⁰.

ביטול טיפול המס במניות שליטה

בנוסף לשינוי בדרך חישוב המס שחל בגין רווחים מניירות ערך סחירים, תיקון 11 אף ביטל את ההטבות במס שניתנו בעבר למניות שליטה. מניות שליטה הוגדרו בסעיף 6 (ו)(3) לחוק התיאומים כמניות המקנות לפחות 10% מזכויות ההצבעה בחברה, שנרכשו במחיר שאינו פחות מ-90% ממחיר הבורסה במועד רכישתן, אשר לא נמכרו עד תום שנת המס ושביגין נמסרה הודעה לפקיד השומה, תוך 30 יום ממועד רכישתן. טיפול המס שלו זכו מניות כאמור, הינו חיוב במס רק על עליית ערכן במשך שנת המס שבה נמכרו. כפועל יוצא, נפוץ תכנון מס שלפיו מניות השליטה נמכרו בתחילת שנת המס (ב־1 בינואר). מכירה כאמור איפשרה למכור את מניות השליטה, תוך תשלום מס מינימלי או לעיתים, תוך פטור ממס.

במסגרת תיקון 11 הנ"ל בוטל סעיף 6(ו) לחוק התיאומים, כך שבוטל למעשה מעמד המס המיוחד שהוקנה למניות השליטה. לפיכך, החל מיום תחולת התיקון, ימוסו מניות, אשר כונו עובר לתיקון "מניות שליטה", בדומה לניירות ערך אחרים. כהוראת מעבר נקבע כי מחיר המקורי של מניות שליטה כאמור יהיה ערכן בבורסה ב־31/12/1998, כשהוא מתואם ממועד זה עד תום שנת המס שבה נמכרו. כתוצאה מהוראת המעבר לעיל, עשוי להיווצר מצב בו ישלם הנישום מס על רווח הגבוה מהרווח הריאלי הכלכלי שהפיק. כמו כן, עלול להיווצר מצב שבו יהיה לנישום הפסד כתוצאה מהוראת המעבר הנ"ל כאשר לנישום נצמח רווח כלכלי מאותו נייר ערך. בכדי למנוע את העיוות הנדון, קובע התיקון כי במקרה שיווצר הפסד כתוצאה מהחישוב על פי הוראת המעבר, יקוזז הפסד זה תחילה כנגד "הרווח הפטור" מאותה מניה, כשהוא מתואם מהיום הקובע ועד לתום שנת המס שבה נמכר הנייר. עודף ההפסד ייחשב כהפסד ריאלי מניירות ערך לענין סעיף 6(ז)(1).

30. על אף האמור לעיל, לגבי ניירות ערך שנרכשו עד ל־31/12/1991 יחולו הכללים הבאים (למעט ניירות ערך שנרכשו על ידי בעלים קודם שנרשמו למסחר בבורסה והרישום כאמור היה לאחר 31/12/1991):
א. לגבי ניירות ערך שנרכשו בתקופה שבין 31/12/91 ועד 31/12/98 יראה המחיר המקורי כערכו של נייר הערך בבורסה בתום שנת הרכישה כשהוא מתואם עד לתום שנת המס בה נמכר.
ב. לגבי ניירות ערך שנרכשו עד 31/12/91 יראה המחיר המקורי כערכו של נייר הערך בבורסה ב־31/12/91, כשהוא מתואם עד לתום שנת המס בה נמכר.

כמו כן, נקבע כי אם נוצר רווח ממכירת נייר ערך בחישוב על פי הוראת המעבר, יופחת מרווח זה ההפסד המחושב מאותה מניה כשהוא מתואם מהיום הקובע עד לתום שנת המכירה. ההפרש יהווה רווח או הפסד ריאלי מניירות ערך לפי הענין, זאת לענין סעיף 6(ז)(1).

סיכום: מיסוי ניירות ערך על פי סעיף 6 לחוק התיאומים

בכדי לסכם את שאמרנו עד כה, נציין כי למעשה, תיקון 11 משווה את שטת מיסוי ניירות ערך לפי סעיף 6 לחוק התיאומים לשיטת מיסוי רווחי הון מנכסים שבחלק ה' לפקודת מס הכנסה. עם זאת, בהבדל מנכס הון "רגיל" שאיננו בר פחת – קיזוז ההפסדים מניירות ערך יבוצע בערכים ריאליים (אך, כנגד רווחים ריאליים מאותו מקור בלבד). **משמע, רווח הון ריאלי חייב במס בידי מחזיק שהוא חברה בדרך כלל במועד המימוש של נייר הערך.** כך שבצורה הכללית ביותר ניתן לטעון כי החזקת ניירות ערך בידי תאגיד (לרבות מניות וני"ע המירים של חברת אם) חייבת במס. חוק החברות החדש איפשר בין השאר רכישה עצמית של מניות. כאשר המניות שנרכשו נפדות למעשה וניתנות להנפקה מחדש. במצב זה ניתן אף לטעון שפדיון מניות נופל במסגרת סעיף 3(ג) לפקודה ועל פיו הפדיון חייב במס בשיעור 35% (בידי המוכר).

חריג למיסוי ניירות ערך בהחזקה הודדית

כפי שצינו, התפתח בפרקטיקה חריג לענין מיסוי ניירות ערך בהחזקה הודדית. ענינו של החריג הוא בחברת בת הרוכשת את מניות חברת האם בהנפקה וזאת לצרכים ספציפיים שאותם נציין להלן. לעיתים, חברה מעוניינת להנפיק כמות גדולה של ניירות ערך לציבור, בודעה כי השוק אינו בשל לרכישת הכמות המונפקת בכללותה. בדרך כלל, הדבר נובע מרצונה של החברה לחסוך בהוצאות ההנפקה, קרי, במקום לצאת בשתי הנפקות "קטנות", יוצאת החברה בהנפקה אחת "גדולה". לצורך המהלך האמור, מקימה החברה המנפיקה חברת בת שקופה, שכל עיסוקה הוא החזקת מניות החברה המנפיקה אשר נקנו בהנפקה. דהיינו, חברת הבת מוקמת לצורך רכישת מניות חברת האם בהנפקה והחזקתן עד שימצא קונה. במקרה כאמור, שלטונות המס ניאותו, לפני משורת הדין, לראות במכירת המניות המוחזקות על ידי חברת הבת לצד ג' כהנפקה. וכפועל יוצא, שלא לשום אותן על פי הוראות סעיף 6 לחוק התיאומים.

הוראות חוק המתייחסות למצבי ההחזקה ההודדית

כפי שצינו, קיימות שתי הוראות חוק בלבד, המתייחסות למצב של החזקה הודדית. ההוראה הראשונה מצויה בתקנות מס הכנסה (מיזוג חברות המחזיקות זו בזו) התשנ"ה-1995 (להלן: "תקנות מיזוג חברות"). ההוראה השנייה, מצויה בתקנות מס הכנסה (מיזוג חברות שמתקיימים ביניהן יחסים מיוחדים) התשנ"ה-1995 (להלן: "תקנות המיזוג").

שתי התקנות לעיל, עוסקות בקביעת הוראות מיוחדות למיזוגן של חברות בהחזקה הדדית. נציין כי אין בהוראות אלה, בכדי לשנות או לחדש בדבר דרך המיסוי השוטפת של החזקת מניות חברת אם בידי חברת בת.

רכישת איגרות חוב ניתנות להמרה למניות חברת אם המטופלות כחוב

כאמור אג"ח ניתנות להמרה למניות מטופלות בחוק החברות החדש בצורה דומה למניות ורכישתם מהווה כאמור חלוקה. יחד עם זאת, אג"ח ניתנות להמרה נושאות אופי דואלי לעיתים הן יכולת להיחשב כמניות (על פי ערך המניות בבורסה, יחסי החליפין ושער הריבית) ולעיתים כאיגרת חוב³¹. גילוי דעת 53 של לשכת רואי חשבון הפעיל כללים להבחנה זו. כך לדוגמא, על פי כללים אלה מרבית האג"ח להמרה הנסחרות כיום יסווגו כאג"ח.

להלן נדון באופן הטיפול באג"ח (להמרה) חברת אם הנרכשת על ידי חברת בת.

רכישת חובות על ידי חברת בת, בין שנעשית על דרך רכישת אג"ח חברת אם בשוק פתוח (בורסה) או על ידי רכישת שטר הון, אינה מהווה פקיעת החוב, אלא סיחורו בשוק המשני, כאשר לא ניתן לראות בכך מחילה כלפי חברת האם, אף אם החוב נרכש בשונה מערכו החוזי, לדוגמא משום שמחירו בבורסה שונה משמעותית. מחיר השוק משקף שני פרמטרים: האחד – את הסיכון הכרוך ברכישת אג"ח של חברת האם והשני – את השפעת השינויים בשער הריבית בשוק.

בענין **ענבר**³² נקבע כי אין להוון את התחייבויותיה של חברת האם לפי ריבית בנקאית מקובלת, אלא יש להוון את הערך הנוכחי לפי הריבית הריאלית של האג"ח כפי ששוק ני"ע קבע.

ההיוון נעשה בשוק החופשי ואינו מושפע מיחסים בין חברת האם לחברת הבת והוא הקובע. רכישת האג"ח על ידי חברת בת במחיר השונה מהערך ההסכמי הרשום בספריה לא מקנה לה כל רווח, הואיל ונדרש קודם לעשות יחוס להפרשי ההצמדה והריבית והיתרה לקרן (ס' 49 לחוק החוזים (חלק כללי) התשל"ג-1973³³, ומכאן שההתחייבות לתשלום הקרן היא בד"כ נמוכה יותר מהערך המקורי, ולכן אין בהכרח ברכישת אג"ח במחיר הנמוך מערכו הנקוב כדי להקטין את ההתחייבויות לתשלום הקרן ולהביא למחילה.

בנוסף, גם אם נראה בחברת הבת זרוע ארוכה של חברת האם, וגם אם חברת האם היתה רוכשת ישירות את האג"ח במחיר נמוך משמעותית מהערך ההסכמי, עדיין קיימת האפשרות כי לא מדובר בהפחתת התחייבות ו/או במחילה, כי אם ברכישת נכס לשם השגת תשואה עליו בטווח הארוך, היינו יתכן כי מדובר בשיקולי השקעה טהורים.

31. הדיון לעיל בטיפול במניות הרלוונטי באותה מידה לאג"ח להמרה המתנהג כמניה.

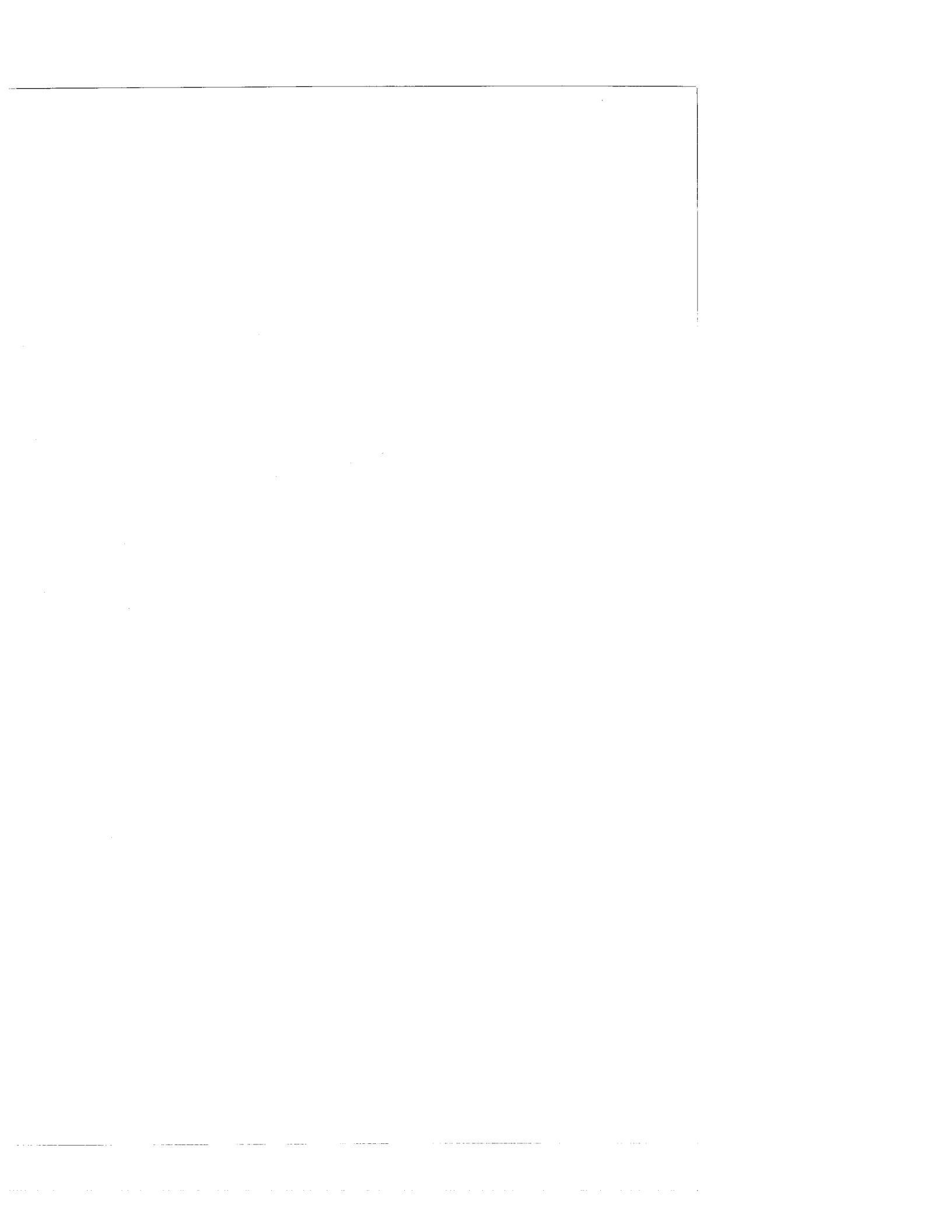
32. ע"א 4125/90 **ענבר נפ"ש גוש דן**, פ"ד מח (2) 383.

יתכן גם כי רכישה עצמית עשויה להתבסס על שיקולי השקעה, אם החברה סבורה כי האג"ח מתומחר מתחת לערכו והיא מעוניינת לרכוש את האג"ח ובעתיד למוכרו בשוק. בנסיבות כאלה יש כמובן חשיבות לבחירת אופן ההצגה במאזן, של רכישה עצמית של האג"ח ישירות או באמצעות חברת הבת, ונקודת המוצא היא המהות הכלכלית המתבטאת בעובדות אובייקטיביות, למשל כאשר הנסיבות מלמדות כי השקעה זו תקנה לפירמה יתרונות כלכליים עתידיים.

לסיכום, נראה כי הטיפול החדשני בחוק החברות החדש ברכישת מניות עצמית או באמצעות חברת בת ובעיקר רכישת ניירות ערך המירים אינו עולה בקנה אחד עם טיפול מערכת המס והחשבונאות ולפיכך תידרש על פני זמן התאמת מערכות אלה או פיתוח מערכת דיווח עצמאית לצורך הפעלת חוק החברות החדש.



**מדיניות חלוקת
דיבידנד בישראל**



מדיניות חלוקת דיבידנד בחברות ציבוריות

חשיבותה של מדיניות הדיבידנד עבור משקיעים בשוקי הון מרכזיים בעולם (ארה"ב, יפן, אנגליה ועוד) מתועדת היטב במחקרים אמפיריים אשר נערכו בשלושת העשורים האחרונים. ההסבר העיקרי למעמד המרכזי שאותה תופסת מדיניות זאת באותם שווקים היא השימוש בדיבידנד כאמצעי תקשורת בין חברות למשקיעים וכמנגנון להקלת בעית הסוכן בשווקים עם מבנה בעלות מבוזר.

לעומת זאת, נמצא, כי למדיניות הדיבידנד חשיבות פחותה עבור משקיעים בשוקי הון בעלי מבנה פיסקלי ומבנה החזקות שונה מזה של השווקים שנזכרו לעיל (למשל הונג'קונג). מחקרים שניסו לתעד את מאפייני חלוקת הדיבידנד בישראל [ראה למשל האזור ושוחט (1990)], אינם מצביעים על מדיניות עקבית על פני שנים במדגם בין-חברתי (Cross-Sectional). קיים ספק רב באשר להתאמתן של תיאוריות מקובלות בדבר מדיניות חלוקת הדיבידנד, לשוק הישראלי. בפרספקטיבה של חמשיעשרה השנים האחרונות, ניתן לומר כי במרבית המקרים חלוקות הדיבידנד בחברות ישראליות הן מקריות ונובעות בעיקר מתכנוני מס ומשיקולי בעלות נקודתיים. לפיכך, כל ניסיון להשוות את מדיניות הדיבידנד של פירמות בישראל לפירמות בארצות אחרות הוא מוגבל למדי.

על אף שהטענה תקפה לגבי מרבית החברות הציבוריות, הרי בשנים האחרונות ניתן להצביע על חברות שאימצו דפוס חלוקת דיבידנד קבועים יחסית על פני שנים. בנוסף, מספר החברות המחלקות דיבידנד מדי שנה גדל וכך גדל גם מספר החברות המאמצות מדיניות חלוקת דיבידנד יותר מפעם אחת בשנה. אולם ניצנים אלה של גיבוש מדיניות דיבידנד כמידע למשקיעים (המושפעים בין היתר מגידול מסוים בפיזור ההחזקות בחברות בישראל, חשיפה למשקיעים זרים ולבורסות זרות וצעדים המכוונים להטמעת המשק הישראלי בכלכלה העולמית) טרם הבשילו לכדי תופעה מרכזית בשוק ההון הישראלי. שיקולים נקודתיים, הנוגעים בעיקר לאינטרסים של בעלי הענין, ואינם משקפים מגמה כללית של "החלקת דיבידנדים" או "יצירת תשתית אינפורמטיבית", עדיין תופסים משקל מכריע בהחלטות על חלוקת דיבידנד בחברות בישראל.

מבנה המשק הישראלי הריכוזי ושליטת בעלי ענין בחברות בישראל הם גורמים המנטרלים את חשיבות הדיבידנד כאמצעי להעברת מידע או לפיקוח על המנהלים.

שנים ארוכות נהגו חברות בישראל שלא לחלק דיבידנד. הטיעון השכיח שהועלה כדי להסביר תופעה זו, הוא אפליית המס בין רווחים מחולקים בהשוואה לרווחים בלתי מחולקים. נראה, כי אין זה השיקול היחיד שהניא חברות בישראל מחלוקת דיבידנד, שכן אפליית המס קיימת גם במדינות אחרות שבהן שכיחה חלוקת דיבידנד. כמו כן, שכיחות חלוקת דיבידנד ושיעור הדיבידנד המחולק בישראל עלו בשנים האחרונות, על אף שאפליית המס ליחידים גברה בתקופה זו: הפרש המס בין מצב בו מחלקים לבעלי מניות שהם יחידים לבין מצב בו לא מחלקים דיבידנד היה 6% לפני שנת 1987 והוא כיום 16%. תיקון פקודת מס הכנסה משנת 1991, אשר ביטל את המס על חלוקת דיבידנד בין חברות, פעל בכיוון הפוך והאיץ חלוקת דיבידנד בשרשרת החזקות. יש לזכור עם זאת שבהחזקת מניות על ידי חברה קיים יתרון מס בחלוקת דיבידנד בהשוואה למס על רווח הון. גורם נוסף אשר מנע, לכאורה, חלוקת דיבידנד הוא שיעורי האינפלציה הגבוהים ששררו בישראל. המציאות הכלכלית הביאה לכך שהשארית הרווחים בפירמה איפשרה למשקיע להגן על כספו מפני האינפלציה.

הגורמים העיקריים המשפיעים על ההחלטה בדבר חלוקת דיבידנד – עדות אמפיריות

בין האלמנטים המשפיעים על ההחלטה בדבר חלוקת דיבידנד ניתן למנות את הגורמים הבאים:

1. צורכי המימון של בעלי השליטה

הכוונה לדרישה של מחזיקי המניות העיקריים למשיכת סכומים מהותיים של דיבידנד במזומן. גורם זה בולט בעיקר בהקשרים הבאים:

חברות ממשלתיות הממשלה רואה בבעלותה על חברות במשק מקור למימון התקציב השוטף ולפיכך דורשת מהחברות להעביר לבעלי המניות נתח משמעותי מרווחיהן כדיבידנד במזומן. דוגמאות בולטות לכך הן בתי הזיקוק, כי"ל, בזק והבנקים. סכומי הדיבידנד אותו מחלקות חברות אלה הם בדרך כלל מהגבוהים במשק. כך, לדוגמה, נדרשו הבנקים דיסקונט, לאומי והפועלים בראשית שנת 1997 על ידי שר האוצר דאז, דן מרדור, לחלק דיבידנדים בשיעור מינימלי של 45% מהרווח השנתי בגין השנים 1996-1998. בנוסף, נדרשו הבנקים לחלק דיבידנד בגובה רווח ההון נטו ממכירת נכסים ריאליים (כל זאת בכפוף לשמירה של דרישות הלימות ההון ועמידה במגבלת שיעור המימון מההון של החזקות ריאליות של הבנק כפי שנקבע בחוק).

השתלטות על חברות באמצעות רכישה ממונפת בשנים האחרונות היינו עדים למספר רב של עסקאות העברת שליטה, אשר מומנו באמצעות מינוף פיננסי. בחלק ממקרים אלה הסתמך הרוכש, במישרין או בעקיפין, על תקבולי דיבידנד מהחברה הנשלטת כמקור לפירעון האשראי. במקרים אלה שולם דיבידנד בסכום גבוה מיד לאחר הרכישה. דוגמאות לכך הן:

- חלוקת סכומי דיבידנדים גבוהים על ידי החברה הכלכלית לירושלים מיד לאחר רכישתה בשנת 1989 מהממשלה. מימון הרכישה נעשה באמצעות הלוואה. שיעור הדיבידנד שחילקה החברה הכלכלית לירושלים בשנת 1990 עמד על כ-13.4% משווייה הבורסאי, בעוד שבשנת 1989 עמד שיעור הדיבידנד על 0.7% מהשווי בלבד ובשנת 1988 החברה לא חילקה דיבידנד.
- חברת מבני תעשיה נמכרה על ידי הממשלה למשקיעים פרטיים בשנת 1993. גם במקרה זה מומנה הרכישה באמצעות אשראי. תוך שנתיים מהרכישה חולק דיבידנד בשיעור הקרוב ל-50% ממחיר הרכישה.
- חלוקת דיבידנד בשיעור גבוה בשנת 1998 עם העברת השליטה בחברות: בנק הפועלים, דלק, מאקפל וגרנית-הכרמל. הדיבידנד החרוג נועד לטייע לבעלי השליטה לממן את הרכישה. חלוקת הדיבידנד שבוצעה בעקבות ההשתלטות על חברת גרנית-הכרמל בשנת 1998 מעלה מספר נקודות מעניינות המאפיינות לעיתים קרובות עסקאות ממונפות מסוג זה.¹ הדיבידנד שהוכרז על ידי רוכשי גרנית-הכרמל, כ-4 חודשים לאחר הרכישה, הוא בסך כ-500 מיליון ש"ח והיווה כ-57% מההון העצמי של החברה ב-30 בספטמבר 1998. בחינת הדיבידנד שחולק על ידי הבעלים הקודמים בשנים 1995-1997 מעלה כי בשנים הללו שולמו דיבידנדים בשיעור של למעלה מ-60% מהרווח השוטף. שיעור אשר, בהנחה כי הוא מסמן מדיניות דיבידנד יציבה, גבוה בקנה מידה ישראלי ובינלאומי. יתרה מזו, בחינת יתרות הנכסים הנזילים של הפירמה בשנים 1998-1995 (מזומנים ובטוחות סחירות המוחזקות לזמן קצר) מעלה, כי יתרות אלו הן שוליות ביחס להיקף הנכסים של החברה. מכיוון שתזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה (כ-100 מיליון ש"ח בתשעת החודשים הראשונים של שנת 1998 ותזרים שלילי בגובה כ-24 מיליון ש"ח בשנת 1997) אינו מספק את המקור הדרוש לחלוקת סכום הדיבידנד הגבוה, ברור כי החברה נדרשה לקחת אשראי נוסף מבנקים על מנת לממן את הדיבידנד. נוסף לכך את העובדה שסכום הדיבידנד המחולק מהווה כ-50% מהשווי שבו נסחרת החברה בבורסה וכי ערב חלוקת הדיבידנד נסחרה החברה ביחס הון עצמי לשווי שוק קרוב ל-1, הרי הדיבידנד שינה מהותית את המינוף הפיננסי של הפירמה והאיזון בין בעלי המניות ונושי הפירמה. במידה רבה, רכישה ממונפת אינה נתפסת בשוק ההון כפעולה טכנית, אלא מהווה תפיסה אסטרטגית עם השלכות תפעוליות אשר לא כאן המקום לדון בהם.

2. תכנוני מס של בעלי השליטה

- חברות רבות המחלקות דיבידנד בסכומים גבוהים או באופן תדיר הן חברות בנות של חברות החזקה. חלוקת דיבידנד בחברות אלו היא למעשה דרך להעביר רווחים לחברת האם תוך ניצול הפטור ממס על דיבידנד המועבר בין חברות בישראל. התופעה בולטת בעיקר בקונצרנים הגדולים:

1. ראה, למשל כתבתו של ג. רולניק בנושא במוסף הכלכלי של הארץ מיום 2.12.98.

כור, כלל, כ"ל, אי.די.בי. והחברה לישראל (בעוד רווח ההון לאחר תיקוני החקיקה האחרונים חייב במס).

• היות ורווח ההון ממכירת המניות חייב במס בעוד חלוקת דיבידנד בין חברות פטורה ממס, הרי שחברות עשויות להעדיף חלוקת דיבידנד בסכום גבוה לפני מימוש ההשקעה או חלוקה כדי להקטין את רווח ההון והמס בגינו. דוגמא לכך היא חלוקת דיבידנד גבוה מהרגיל על ידי אוסם בשנת 1995 (בסך 92 מיליון ש"ח לעומת כ"6 מיליון ש"ח ב"1994 וכ"44 מיליון ש"ח ב"1996), ערב הכנסת משקיע אסטרטגי לחברה.

3. חלוקת עודפי מזומנים

בכפוף לשיקול המס ולצורכי המזומנים של בעלי המניות העיקריים, היו מקרים שבהם חברות נימקו חלוקת דיבידנד בסכומים גבוהים מהרגיל ב"ניתוב עודפי מזומנים למשקיעים" או ב"שיתוף משקיעים בהצטברות הרווחים".

דוגמא לכך ניתן למצוא בדו"ח הדירקטוריון של חברת טמבור לשנת 1997, שבו צויין:

"סכומי הדיבידנד הגבוהים מהרגיל בשנים 1997 (61 מיליון ש"ח) ו"1996 (97 מיליון ש"ח) מבטאים את כוונת הדירקטוריון לשתף את כל בעלי המניות בהצטברות רבת השנים של יתרות רווחים שלא חולקו".

נימוק זה מעניין, בפרט לאור העובדה שטמבור נהגה לחלק דיבידנד בסכום כמעט קבוע בשנים קודמות (בין השנים 1993-1995 חילקה החברה דיבידנד שנתי בסך כ"20 מיליון ש"ח), למרות תנודתיות ברווחיות.

4. דרישה לחלוקת דיבידנדים מצד משקיעים זרים

חשיפתן הגוברת של חברות ישראליות למשקיעים זרים המרכזים גרעיני החזקה משמעותיים משפיעה לעיתים על התנהגותן של החברות בכל הקשור לחלוקת דיבידנד. לדעתנו ניתן לסווג את ההשפעה לשלוש רמות:

- 1 הגדלת סכומי הדיבידנד המשולמים.
- 2 הגברת תדירות חלוקת הדיבידנד.
- 3 הטמעת מכשיר הדיבידנד ככלי אינפורמטיבי וגיבוש מדיניות דיבידנד בהתאם, היינו: החלוקת דיבידנדים, הימנעות מקיצוץ דיבידנד וכיו"ב (בדומה למצב השורר בשוק ההון האמריקאי).

לדעתנו, מרבית החברות בישראל המושפעות מהחזקה של משקיעים זרים נמצאות ברמה הראשונה או השניה, ורק מיעוטן נמצא ברמה השלישית. בין אלו האחרונות ניתן למנות את חברות אלביט וטבע, הרשומות למסחר גם בניו יורק ומקפידות על חלוקת דיבידנד מדי רבעון. עלינו לציין, כי רישום בבורסה

זרה אינו מצביע בהכרח על הטמעת מכשיר הדיבידנד ככלי להעברת מידע על ידי אותן חברות, שהרי ישנן חברות לא ישראליות הנסחרות באותן בורסות אשר אינן משלמות דיבידנד בתדירות רבעונית או מתייחסות אל הדיבידנד באופן הנ"ל. כדוגמא בולטת ניתן לציין את חברת Berkshire Hathway הנשלטת על ידי Warren E. Buffett ונסחרת ב־ NYSE, אשר באופן מוצהר ועל דעת רוב המשקיעים בה, אינה נוהגת לחלק דיבידנדים.

כדוגמא להגדלת סכומי הדיבידנד המשולמים בעקבות כניסת משקיעים זרים כגורם דומיננטי בחברה ניתן לציין את חברת כור, אשר בשנת 1995 נרכשה בחלקה על ידי קבוצת שמרוק (כ־10.7% בהון וכ־20.4% בהצבעה). בשנים 1995-1996 חילקה החברה דיבידנד ממוצע בסך כ־80 מיליון ש"ח, לעומת כ־12 מיליון ש"ח בממוצע בשנים 1992-1994.

דוגמא נוספת היא חברת בזק, אשר שיפרה את מדיניות הדיבידנד שלה בעקבות כניסתה של "כייבלס את ווירלס" כמשקיע אסטרטגי בחברה.

יחד עם זאת, כעדות לכך שבזק אינה מצוייה במה שהוגדר לעיל כ"רמה השלישית" מבחינת התנהגות הדיבידנד, ניתן לציין את החלטתה של החברה מספטמבר 1998 לקצץ את שיעור הדיבידנד השנתי מרווחים מ־55% ל־30% מהרווחים. על קיצוץ זה הוחלט על אף התנגדותה של "כייבלס אנד ווירלס". לשם השוואה, מחקרים אמפיריים הראו, כי חברות בארה"ב נמנעו בדרך כלל מלקצץ דיבידנדים גם כאשר היה להם צורך במימון השקעות חדשות, משום שהקיצוץ נתפס כאיתות על הרעה מהותית בתוצאות העסקיות של החברה.

5. השפעת גודל החברות

בחינה של מאפייני חלוקת דיבידנד של חברות ציבוריות בישראל חושפת "אפקט גודל", היינו, החברות הגדולות נוטות לחלק דיבידנד בשיעור ובתדירות גבוהים יותר מאשר החברות הקטנות. ההסבר לתופעה זו נעוץ במספר סיבות ולדעתנו, העיקריות הן:

- החברות הגדולות נהנות בדרך כלל מגמישות רבה יותר בחלוקת רווחיהן, בעיקר כתוצאה מיציבות גבוהה יותר של הרווח.
- לחברות הגדולות נגישות רבה יותר לשוקי הון וכספים ועלויות גיוס הון נמוכות יותר.
- השפעת משקיעים זרים ובעלות ממשלתית, על חברות גדולות.
- מבנה החזקה ריכוזי יותר בחברות הקטנות, המאפשר לבעלי המניות העיקריים קבלת הטבות תחליפיות (שכר, דמי ניהול וכד') העדיפות על דיבידנד.

חלוקת דיבידנד במזומן בחברות ציבוריות בישראל

בשנת 1997 חילקו החברות הנסחרות בבורסה בתל-אביב דיבידנד בסך כ- 4.8 מיליארד ש"ח. סכום זה משקף עלייה של כ- 74% בהיקף הדיבידנד שחולק בהשוואה לשנת 1996, ומושפע מחלוקת דיבידנדים נכבדים בבנקים (בנק הפועלים – 1 מיליארד ש"ח, חלקו יוחס לרווחים של המחצית הראשונה של 1998 ולרווח חד פעמי ממכירת דלק, ובנק לאומי – 755 מיליון ש"ח, מזה כ- 475 מיליון ש"ח מיוחסים לרווח חד פעמי ממכירת אחזקותיו העודפות של הבנק באפריקה-ישראל ובלאומי ביטוח). מעל 80% מסכום הדיבידנד הכולל חולק על ידי 60 חברות הנכללות ברשימת 100 החברות הגדולות הנסחרות בבורסה בת"א². שיעור החברות שחילקו דיבידנד בשנת 1997 מכלל החברות הנסחרות בבורסה בת"א באותה שנה עומד על כשליש³ לעומת כ- 17% מהחברות בלבד בשנת 1989. שיעור זה נמוך במידה ניכרת משיעור החברות המחלקות דיבידנד בבורסות מרכזיות בעולם – כ- 70% ב- NYSE ושיעורים גבוהים מזה בבורסות ביפן, אנגליה, גרמניה וצרפת. על אף השיעור הנמוך של חברות המחלקות דיבידנד בהשוואה לבורסות אחרות בעולם, הרי, שכאמור, נרשם גידול מהותי בשיעור זה על פני השנים האחרונות בבורסה בת"א. שיפור הדרגתי נרשם גם בתשואת הדיבידנד בבורסה בת"א, אשר עמדה על כ- 2.4% בשנת 1997 (בניכוי רווחים חד-פעמיים בבנקים וייחוס חלק מהדיבידנד בבנק הפועלים לרווחי שנת 1998), לעומת 2.2%, 1.8%, 1.6% ו- 1% בשנים 1993-1996 בהתאמה. שיעור הדיבידנד המחולק מהרווח עלה בשנת 1997 לכ- 42% בממוצע, לעומת כ- 33% בשנים 1995-1996. היעדר מדיניות דיבידנד קבועה בחברות מקשה לבחון איזה חלק מעליה זו בשיעור הדיבידנד המחולק נובע מהשפעות חד פעמיות.

טבלה 1 להלן משווה את תשואת הדיבידנד (ברוטו) ושיעור הדיבידנד מרווחים בשנים 1996-1997 ב- 16 בורסות בעולם. מהשוואה עולה לכאורה, כי השיעור הממוצע של תשואת הדיבידנד ושיעור הדיבידנד מרווחים בבורסה בת"א גבוה באופן יחסי (בפרט בהתחשב בכך שהנתונים מחושבים לכלל החברות ולא לחברות המחלקות בלבד). אין בכך כדי להצביע על שכלול השוק או מידת יעילותו. הנתונים בדבר השיעור הנמוך של חברות המחלקות דיבידנד והתדירות הנמוכה של חלוקת דיבידנד בבורסה בת"א (על בסיס ממוצע בינ-חברתי) מצביעים על חוסר החשיבות היחסי של הדיבידנד בשוק ההון הישראלי. בטבלה מספר 2 נכללים נתונים נוספים המסייעים להשוואה בין החברות הישראליות לחברות אחרות בעולם בהתייחס לתשואת הדיבידנד ושיעור הדיבידנד מרווחים. בטבלה מנוטרלת ההשפעה של שיעור החברות המחלקות מכלל החברות. בנוסף, בחנו את השיעור המצטבר של הדיבידנד מהרווחים בקרב חברות תעשיות בישראל המחלקות דיבידנד באופן יציב יחסית (לפחות ב- 5 השנים 1992-1996)

2. ראה מאמרו של יובל צוק "גידול בדיבידנדים שמחלקות החברות הבורסאיות", החודש בבורסה (אוגוסט 1988).
3. השיעור גבוה יותר אצל 100 החברות הגדולות. כשני שלישי מהחברות הנמנות על רשימת ת"א - 100 חילקו דיבידנד בשנת 1997.

– 37 במספר. התוצאה שהתקבלה היתה, כי החברות התעשייתיות חילקו בממוצע כ-60% מרווחיהן כדיבידנד, באומדן מצטבר לשנים 1992-1996. ניתן לומר באופן כללי כי שיעור זה אינו שונה באופן מובהק משיעור חלוקת הרווחים בחברות הנמצאות ברבעון העליון (75%) באנגליה, יפן, קנדה ואף ארה"ב (ראה טבלה 2).

תדירות חלוקת הדיבידנד היא נתון שאנו מייחסים לו חשיבות רבה בבחינת דפוסי החלוקה של דיבידנד בחברות ציבוריות בישראל.

בין השנים 1993-1997 חילקו 73 חברות דיבידנד בכל אחת מהשנים. 52 חברות חילקו דיבידנד ב-4 מתוך 5 השנים. כך שלאור הניסיון בחמש שנים אלה ניתן להצביע על כ-19% בלבד מכלל החברות הנסחרות בבורסה בת"א כחברות הנוהגות לחלק דיבידנד באופן יציב (השיעור בקרב החברות התעשייתיות עומד על כ-17%).

מספר החברות הנוהגות לחלק דיבידנד יותר מפעם אחת בשנה קטן עוד יותר. רק 11 מבין החברות הבורסאיות חילקו בשנים האחרונות דיבידנד מידי רבעון.

באשר למדיניות חלוקת דיבידנד בחברות המעו"ף – כפי שניתן ללמוד מטבלאות 3 ו-4, מרבית חברות המעו"ף מחלקות דיבידנד באופן יציב בשנים האחרונות, לפחות פעם בשנה. טבלאות 3 ו-4 מאפשרות בחינה פרטנית של התפתחות שיעורי תשואת הדיבידנד ושיעורי הדיבידנד מרווחים בחברות המעו"ף, אשר אינם מוטים כתוצאה מחישובים על בסיס ממוצע.

יש בנתונים אלה כדי להצביע על כך, כי קשה להבחין במגמה אחידה על פני כל החברות וכי השונות, הן בשיעורים והן בהתפלגות שלהם על פני שנים, גבוהה מאוד.

טבלה 1

שיעור הדיבידנד מהרווח השוטף ותשואת הדיבידנד ברוטו ב-16 בורסות בעולם – נתונים על בסיס ממוצע לשנים 1996-1997

תשואת הדיבידנד ברוטו		שיעור הדיבידנד מרווחים		בורסה
1996	1997	1996	1997	
%	%	%	%	
1.5	1.2	30	26	אמריקאית (AMEX)
2.1	1.7	43	41	ניו יורק (NYSE)
2.4	2.1	47	41	מונטריאול
1.4	2.1	19	38	מקסיקו
4.1	4.0	41	44	ריו דה'ז'נרו
3.8	2.9	110	46	בואנוס איירס
2.7	2.3	48	45	אמסטרדם
3.8	3.1	53	55	ברצלונה
3.7	3.1	57	54	בריסל
1.8	1.7	37	47	גרמניה
3.9	3.2	62	61	לונדון
2.7	2.2	NA	NA	פריס
3.7	3.8	64	74	אוסטרליה
2.9	3.5	48	42	הונג קונג
0.8	1.0	63	38	טוקיו
2.8	2.5	51.6	46.6	ממוצע
2.2	2.4	33	42	תל-אביב

טבלה 2

שיעור הדיבידנד מרווחים ותשואת הדיבידנד ברוטו - השוואת התפלגות של ממוצעים רב-שנתיים (1984-1994) בשמונה מדינות⁴

שיעור דיבידנד ממוצע מרווחים			תשואות דיבידנד ברוטו			
Dividend Payont Ratio			D i v i d e n d Y i e l d			
75 th%	25 th%	חציון	75 th%	25 th%	חציון	
49%	0%	16%	3.0%	0%	1.3%	ארה"ב
60%	0%	32%	3.2%	0%	1.5%	קנדה
42%	20%	30%	3.5%	2.6%	1.4%	צרפת
57%	27%	38%	0.9%	0.9%	0.9%	יפן
60%	30%	40%	6.0%	3.1%	4.5%	אנגליה
68%	12%	48%	8.0%	3.3%	6.0%	אוסטרליה
74%	38%	51%	4.5%	3%	3.3%	גרמניה
74%	0%	29%	4.8%	0%	2.7%	ישראל

4. מקורות שונים: Bernard , Healy and Palepu (1996), Liu (1997)
International Federation of Stock Exchanges, Annual Report 1997

טבלה 3

התפתחות תשואת הדיבידנד (ברוטו) של 20 חברות מעו"ף בשנים 1991-1997⁵

תשואות הדיבידנד %

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	החברה
NA	NA	0.93	1.19	5.0	3.4	⁶ 3.9	בנק לאומי
NA	NA	—	—	1.92	5.2	9.8	בנק הפועלים
—	—	1.72	0.88	1.2	—	3.2	כי"ל
—	—	2.89	6.37	4.73	9.5	4.9	הבנק הבינלאומי
0.69	0.49	0.47	2.41	1.4	3.6	9.0	כלל תעשיות
—	—	—	—	1.25	2.0	1.7	כור
NA	NA	—	—	2.29	2.0	4.0	ברום
7.35	2.83	1.67	1.32	1.34	5.0	2.6	ים המלח
0.67	0.8	0.78	1.09	1.49	1.8	2.8	דיסקונט השקעות
1.19	0.68	0.52	1.26	0.75	0.6	0.7	טבע
3.00	2.58	2.15	2.38	4.78	2.0	1.0	בזק
0.89	0.57	0.47	1.4	1.1	1.9	3.7	כלל אלקטרוניקה
—	4.59	12.2	17.93	4.16	5.1	3.5	מבני תעשייה
—	0.87	0.5	1.0	1.35	1.7	1.5	כלל ישראל
—	—	0.93	0.96	1.27	1.6	1.1	אי.די.בי פיתוח
—	—	0.95	1.33	6.06	3.2	2.8	אוסם
NA	NA	NA	NA	1.05	1.7	1.3	תדיראן
—	—	1.22	1.21	1.52	1.7	1.0	אי.די.בי אחזקות
1.00	0.77	1.58	1.29	1.62	1.7	1.1	שופרסל
1.83	0.68	—	0.71	0.63	0.6	1.1	אלקו החזקות ⁷

NA אין נתונים
— לא חולק דיבידנד

5. דיסקונט, כלל ביטוח, לאומי ביטוח, אגן ומכתשים הושמטו מסעמי רציפות ההשוואה.
6. בניכוי רווח חד פעמי בסך 470 מיליון. 6.2% ללא ניכוי הרווח המיוחד.
7. ניס החליפה את אלקו החזקות במדד המעו"ף החל מפברואר 1998.

טבלה 4

שיעור הדיבידנדים ששולמו על ידי חברות המעו"ף מהרווח השוטף בשנים 1996 ו-1997
מיליוני ש"ח במחירי דצמבר 1997

שיעור דיבידנד מהרווח ב-1996 (%)	סכום הדיבידנד ב-1996	שיעור דיבידנד מהרווח ב-1997 (%)	סכום הדיבידנד ב-1997	החברה
35	212	59	747	בנק לאומי
38	331	96	1,000	בנק הפועלים
0	0	51	184	כי"ל
56	105	54	122	הבנק הבינלאומי
92	77	268	110	כלל תעשיות
14	88	22	105	כור
26	23	62	88	ברום
58	82	57	80	ים המלח
24	36	19	79	דיסקונט השקעות
25	59	21	75	טבע
16	116	הפסד	74	בזק
18	22	44	70	כלל אלקטרוניקה
91	49	100	60	מבני תעשייה
36	43	455	50	כלל ישראל
31	44	13	41	אי.די.בי פיתוח
31	79	20	40	דיסקונט
58	46	58	38	אוסם
21	27	34	32	כלל ביטוח
9	31	14	31	תדיראן
38	38	13	30	אי.די.בי אחזקות
38	25	25	29	לאומי ביטוח
21	23	21	23	שופרסל
12	10	15	15	אגן
9	5	23	11	אלקו החזקות

גיבוש מדיניות חלוקת דיבידנד בחברות ציבוריות בישראל

בשנים האחרונות החלו חברות רבות בישראל להצהיר על מדיניות דיבידנד שלהן מראש. בדרך כלל נכללת ההצהרה בתשקיפי החברות או בדוחות הכספיים ומהווה מעין התחייבות כלפי בעלי המניות. ברור, כי ברוב המקרים מדובר בהתחייבות "מוסרית" בלבד וכי הדירקטוריון יכול לשנות את החלטתו אולם החברה עשויה לשאת במחיר הפגיעה באמינותה ואמינות מנהליה.

קיימות נוסחאות רבות של מדיניות חלוקת דיבידנד שאותן יכולה חברה לאמץ. הדירקטוריון יכול לקבוע כי בכפוף למגבלות חוקיות ואחרות החברה תחלק בעתיד סכום קבוע של דיבידנד, סכום קבוע למניה, שיעור קבוע מההון העצמי, שיעור קבוע משווי השוק, שיעור קבוע מהרווחים, שיעור קבוע מתזרים המזומנים השוטף⁸ וכיוצא בזה. ברור שהדירקטוריון יכול לקבוע את המדיניות תוך שימוש בסף תחתון ו/או סף עליון, והאפשרויות הן רבות ומגוונות. הנוסחה השכיחה בדרך כלל בחברות בעולם היא קביעת מדיניות דיבידנד כאחוז מהרווח השנתי השוטף. זוהי גם הנוסחה העיקרית המאומצת על ידי חברות בישראל, כאשר קביעת אחוז מינימלי מהרווח שיחולק במדיניות דיבידנד היא החלופה השכיחה ביותר. במקרים מסוימים נקבע גם סף עליון לשיעור הדיבידנד שיחולק מתוך הרווחים השוטפים.

החברות הבולטות במדיניות דיבידנד קבועה הם הבנקים בישראל. לגבי הבנקים שבשליטת הממשלה – פועלים, לאומי ודיסקונט, נקבעה על ידי שר האוצר מדיניות חלוקת דיבידנדים בשנים 1996-1998, שלפיה יחולק דיבידנד שוטף בשיעור של כ-45% מהרווח השוטף השנתי וכן יחולקו כל הרווחים נטו ממכירת נכסים ריאליים.

דירקטוריון בנק הפועלים אימץ בספטמבר 1998 החלטה כי יחלק בשנים הבאות, החל מ-1998, לפחות 50% מהרווח השוטף השנתי שלו כדיבידנד. בנק לאומי והבנק הבינלאומי אימצו מדיניות של חלוקת דיבידנד בהיקף של 35% מהרווח השוטף השנתי שלהם.

חברות אחרות שהצהירו על מדיניות דיבידנד קבועה כוללות את: אופיס – אשר הכריזה בשנת 1995 על מדיניות חלוקת דיבידנד בשיעור של לפחות 35% מהרווח הנקי בחמש השנים הבאות, דלק, נתור, רגוזין, נצבא ותשלז נכסים, שהתחייבו לחלק דיבידנד בשיעור שבין 25%-50% מהרווח השוטף השנתי מדי שנה. חברת צינומטל וחברות אפסק ומלתא, שהן חברות קטנות יחסית, הודיעו על אימוץ מדיניות חלוקת דיבידנד בשיעור קבוע מהרווח השוטף השנתי. שתי החברות האחרונות כללו הצהרה זו בתשקיפן, ככל הנראה על מנת לשפר את סיכויי ההצלחה של ההנפקה.

8. מענין להזכיר בהקשר זה את נוסחת מדיניות הדיבידנד שאימצה לעצמה חברת הענק ההולנדית DSM, שהיא קונצרן כימיקלים, פלסטיק ואנרגיה בינלאומי. מדיניות הדיבידנד של החברה כפי שנכללת בדוחותיה הכספיים לשנת 1997 קובעת כי היא תחלק מדי שנה 20%-16% מתזרים המזומנים הרגיל מפעולות שלה, בניכוי הדיבידנד למניות בכורה.

התאמת מדיניות חלוקת הדיבידנד לעקרונות המשפטיים

בפרקים הקודמים דנו באריכות בעיקרון המשפטי הקוגנטי לפיו "אין לשלם דיבידנדים, אלא מתוך רווחים" [תקנה 98 בתקנון לדוגמא, תוספת שניה לפקודת החברות (נוסח חדש) התשמ"ג 1983]. כאמור, בחוק החברות החדש נעשה ניסיון להתמודד עם בעיה זו ולקבוע קריטריון אחיד ובהיר לשאלה מתי מותר לחלק דיבידנד. אי הבהירות בדבר הגדרת הרווחים ומקורות הרווח לצורך חלוקת דיבידנד הותירו את הנושא פתוח לפרשנויות.

לאור תהליך התגבשותם של כללים חדשים אלה לחלוקת דיבידנד בישראל, מעניין לבחון את מידת התאמתן של חלוקות דיבידנד, שבוצעו בפועל במהלך השנים האחרונות, לעקרונות המוצעים.

המבחנים המקובלים הם שלושה:

- מבחן הרווחים
- מבחן הנזילות⁹
- מבחן יכולת הפירעון (סולבנטיות אקוויטבילית)

מבין השלושה, מבחן יכולת הפירעון הוא הקשה ביותר לאימות, בפרט משום שהנתונים הקיימים בידינו כמשתמשים חיצוניים לביצוע ניתוח סולבנטיות מראש (ex-ante) הם מוגבלים למדי. בחינת החלוקה בדיעבד (ex-post) מפריכה בדרך כלל טענות בדבר היעדר סולבנטיות משום שברוב המקרים החברות שורדות. בנוסף, נתוני הדוחות הכספיים בלבד אינם מאפשרים למתוח קו ברור בין חלוקה המגדילה במידה מסויימת את סיכון חדלות הפירעון לבין חלוקה שבעקבותיה קרוב לודאי כי הפירמה תהיה חדלת פירעון. המשימה קשה עוד יותר אם מנסים להעריך את מבחן הסולבנטיות האקוויטבילית כהגדרתו בהצעת החוק לאור הערפל האופף את המושג "חשש סביר".

9. כפי שצינו מבחן הנזילות הוא חלק אינטגרלי ממבחן יכולת הפירעון, וזו גם גישת חוק החברות התשנ"ט – 1999. בהצעת החוק התשנ"ו – 1995, נכלל בסעיף 348 מבחן נזילות מאזני יחס שוטף).

לאור האמור, רוב הדוגמאות שיובאו בהמשך יתמקדו בעיקר בהיבטים הקשורים לרווחיות ומקורות הרווח לחלוקת דיבידנד במזומן. בנוסף, נבחן במקרים מסויימים את היבטי הנזילות של החברות בעת החלוקה ויחסים הנגזרים משווי השוק שלהן באותו מועד כאינדיקטור לעמידה בקריטריונים המשפטיים המוצעים.

חלוקת דיבידנד ומבחן הנזילות – עדויות אמפיריות

חוק החברות התשנ"ט-1999 כולל שני מבחנים הקובעים את החלוקה מותרת – מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון, אשר כולל גם את בחינת הנזילות של הפירמה. בחינת הנזילות תיעשה, בדרך כלל, על ידי בחינת תזרים המזומנים בטווח הקצר (לאחר החלוקה). יחד עם זאת, במקרים מסויימים, ניתן לפנות למבחנים אלטרנטיביים, וביניהם מבחן מאזני, כאינדיקציה לנזילות הפירמה.

חוק החברות התשנ"ט-1999 אינו קובע כיצד יש ליישם את מבחן יכולת הפירעון (ובכלל זה את בחינת הנזילות), ומותיר לשר המשפטים את האפשרות לקבוע בעתיד הוראות ליישום המבחן (סעיף 302 לחוק). בנוסח הקודם של הצעת החוק תשנ"ו-1995 נכלל בנוסף למבחן יכולת הפירעון גם מבחן נזילות מאזני.

הצעת החוק התשנ"ו-1995 קבעה, כי חלוקת דיבידנד תיאסר אם בעקבות חלוקת הדיבידנד יחס הנכסים השוטפים להתחייבויות השוטפות ירד מ'1, וההצעה הגדירה נכסים שוטפים כ"נכסים הניתנים למימוש בכסף תוך פרק זמן הקצר משנה, מבלי שמימוש כאמור יסב נזק של ממש למהלכם התקין של עסקי החברה".

להלן נבחן את הקריטריונים החוקיים השונים לחלוקה, ונתמקד במבחן הנזילות, בשני מקרים של חלוקת דיבידנד: האחד – בחברת פריצקר יזמות בע"מ בשנת 1997, והשני – בחברת מבני תעשיה בשנים 1996-1997.

פריצקר יזמות בע"מ

להלן נתונים רלבנטיים מהדוחות הכספיים המאוחדים של חברת פריצקר יזמות בע"מ:

ליום 31 בדצמבר 1997
(באלפי ש"ח של 12.97)

רכוש שוטף	
5,121	מזומנים ושווי מזומנים
48,550	לקוחות
8,195	חייבים ויתרות חובה
12,357	מלאי דירות ושטחי משרד
88,006	בניינים בהקמה בניכוי מקדמות
162,229	

137,558 התחייבויות שוטפות

דו"ח על תזרימי המזומנים – מאוחד
(באלפי ש"ח של 12.97)

1995	1996	1997	
776	5,774	161	רווח נקי
(39,041)	(12,561)	(7,273)	מזומנים נטו מפעילות שוטפת
		(5,030)	דיבידנד ששולם

יישום מבחן נזילות מאזני:

במסגרת הרכוש השוטף של חברת פריצקר מופיעים מלאי דירות ושטחי משרד ובניינים בהקמה (בניכוי מקדמות) – לא ברור אם נכסים אלה ניתנים למימוש תוך פרק זמן קצר (שנה). בפרט לא מובטח שמיושם נכסים אלה בטווח של שנה לא יסב נזק של ממש למהלכם התקין של עסקי החברה. לפיכך קיים ספק בדבר היכולת לכלול נכסים אלה במסגרת ההגדרה שניסחה הצעת החוק התשנ"ו-1995. והנכסים השוטפים של פריצקר על פי הגדרה זו עומדים על סך: 61,866 אלפי ש"ח – למטה ממחצית

מההתחייבויות השוטפות של פריצקר, היינו חלוקת דיבידנד במצב כזה לא תעמוד בקריטריון הנזילות כפי שנקבע בהצעת החוק התשנ"ו-1995. גישה שמרנית פחות תניח מימוש חלקי של נכסי פריצקר תוך זמן הקצר משנה – נניח 50%. גם תחת הנחה פחות שמרנית זו תעמוד החברה ביחס שוטף הנמוך מ"ו.

מסקנות:

כפי שניתן לראות, בחינת הנזילות במסגרת מבחן יכולת הפירעון, העולה מחוק החברות התשנ"ט-1999 עשויה לספק במקרים רבים תשובה חדה פחות מזו המתקבלת תחת מבחן הנזילות המאזני, שהוא חד משמעי. יחד עם זאת, היא בדרך כלל מביאה בחשבון אינפורמציה עשירה יותר ורלבנטית יותר לבחינת הנזילות, משום שיש לה זיקה ישירה לתזרים המזומנים של הפירמה. יש להדגיש, כי כמו במקרה דלעיל, תזרים המזומנים ההיסטורי של הפירמה עשוי לשמש רק כאינדיקציה לנזילות הפירמה והמבחן האמיתי הוא הערכת תזרים המזומנים העתידי בטווח הקצר שלאחר החלוקה.

מבני תעשייה

להלן נתונים רלבנטיים מהדוחות הכספיים המאוחדים של חברת מבני תעשייה בע"מ:

ליום 31 בדצמבר (באלפי ש"ח של 12.97)		
1996	1997	
231,557	401,818	רכוש שוטף
433,288	527,361	התחייבויות שוטפות

דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים (באלפי ש"ח של 12.97)			
1995	1996	1997	
53,882	54,273	59,778	רווח נקי לשנה
119,137	80,880	113,270	מזומנים נטו מפעילות שוטפת
(54,425)	(48,145)	(60,000)	דיבידנד ששולם

חברת מבני תעשייה חילקה בשנים 1995-1997 כמעט את מלוא הרווח השנתי הנקי כדיבידנד לבעלי מניותיה. היצמדות לניסוח שנקבע בהצעת החוק התשנ"ו-1995 היתה אוסרת חלוקת דיבידנד, עקב אי עמידה במבחן היחס השוטף. אולם, בניגוד למקרה הקודם, ניתן להבחין כי תזרים המזומנים מפעילות שוטפת הוא חיובי בכל אחת מהשנים האחרונות. בנוסף, מרבית חוזי השכירות של מבני תעשייה הם לטווח ארוך יחסית, באופן המבטיח תזרים מזומנים צפוי קבוע שעליו ניתן להסתמך לצורך חלוקת דיבידנד תוך עמידה בדרישות הנזילות. דוגמא זו ממחישה את היתרון של גישת תזרים המזומנים על פני מבחן הנזילות המאזני. כאמור סעיף זה ומבחן הנזילות אינם כלולים בחוק החברות החדש ומוצגים כאן כהדגמה בלבד.

אפיונים של חלוקת דיבידנד על פי מקורות רווח

החקיקה הנוגעת לחלוקת דיבידנד בישראל מטילה משקל כבד על מבחן הרווחים כאחד הקריטריונים העיקריים לבחינת נאותות החלוקה. בעוד שפקודת החברות הקיימת (התשמ"ג-1983) נותרה עמומה באשר להגדרת רווחים ומקורות הרווח לחלוקה, חוק החברות התשנ"ט-1999 קובע נחרצות את הרווח המותאם המצטבר ככלי המדידה לבחינת כשרות החלוקה בחברות ציבוריות. גישת המחוקק בהצעת החוק נובעת מתפיסת הרווח כפריט מאזני (Stock). על פי תפיסה זו, הרווח המצטבר מודד את רמת ההון הפנוי לחלוקה, ומדידתו הנכונה היא במונחים ריאליים. עם זאת, הרווח הינו גם פריט תזרימי (Flow), אשר מתייחס לתנועת הנכסים בפירמה ובפרט לתנועת הנכסים הנזילים. לפיכך, מתעוררות שאלות הנוגעות לקשר שבין הדיבידנד לרווח המותאם השוטף ולרווח הנומינלי (בעל הזיקה החזקה יותר לתזרים המזומנים), וכן שאלות הנוגעות לעיתוי צבירת הרווחים (ההכרה בהפסד לצורך חלוקת דיבידנד). בנוסף עדיין נותרות מספר שאלות חשובות, בעלות השלכה משפטית, הנוגעות לזיהוי מקור הרווח – ביניהן נמנות: שאלת החלוקה מרווחי הון, החלוקה מרווחי אקזיטי, ועוד.

בפרק זה נבחן, כיצד שאלות אלו עומדות במבחן המציאות, תוך שימוש במקרים של חלוקת דיבידנד בחברות ישראליות בשנים האחרונות.

1. חלוקת דיבידנד מעבר לרווח השוטף

חלוקת דיבידנד מעבר לרווח השוטף ומתוך יתרת רווחים שנצברו בשנים הקודמות היא לגיטימית, בפרט כאשר נצברים בחברה עודפי כספים שהמשקיעים עשויים לנתב אותם להשקעות באופן מוצלח יותר או התואם יותר את העדפותיהם הפרטיות, כלומר חלוקת דיבידנד מעבר לרווח השוטף עומדת במבחן הרווחים וכפופה כמובן למבחן כושר הפירעון. עצם החלוקה נתונה לשיקולים כלכליים כמו נגישות להשקעות.

להלן מספר דוגמאות לחלוקת דיבידנד מעבר לרווח השוטף:

- בשנת 1996 חילקה חברת טמבור דיבידנד בסך כ־90 מיליון ש"ח (כ־250% מהרווח הנקי בשנת 1996) ובשנת 1997 חולק דיבידנד בסך כ־65 מיליון ש"ח (כ־200% מהרווח הנקי בשנת 1997), כולל דיבידנד שהוצע לאחר תאריך המאזן (הסכומים נקובים בשקלי ספטמבר 1998). זאת בהשוואה לרווח שנתי ממוצע של כ־34 מיליון ש"ח בשנים 1996-1997. מימון הדיבידנד בשנים אלו נבע מתזרים המזומנים מפעילות שוטפת וצימצום משמעותי ביתרות הנכסים הנזילים של החברה. בדו"ח הדירקטוריון לשנת 1997 מסבירה ההנהלה את חלוקת הדיבידנדים הגבוהים כלהלן: "סכומי הדיבידנד הגבוהים מהרגיל בשנים 1997 ו־1996 מבטאים את כוונת הדירקטוריון לשתף את כל בעלי המניות בהצטברות רבת השנים של יתרות רווחים שלא חולקו".
בתשעת החודשים הראשונים של 1998 חילקה טמבור דיבידנד בסך כ־146 מיליון ש"ח. מזה כ־56 מיליון ש"ח מתייחסים לדיבידנד שהוצע בשנת 1997. זאת בהשוואה לרווח נקי בתקופת תשעת החודשים בסך כ־19 מיליון ש"ח ותזרים מזומנים מפעילות שוטפת בסך כ־16 מיליון ש"ח בלבד. תשלום הדיבידנד מומן בין היתר על ידי נטילת הלוואות לזמן ארוך בסך כ־118 מיליון ש"ח.
- בשנת 1996 חילקה חברת קניאל דיבידנד בסך כ־25 מיליון ש"ח בהשוואה לרווח שנתי של כ־5.5 מיליון ש"ח בלבד (בשקלי דצמבר 1996). בין השנים 1995-1992 הרויחה החברה במצטבר כ־26 מיליון ש"ח וחילקה דיבידנדים מדי שנה, אשר הסתכמו לסך כ־11 מיליון ש"ח. הדיבידנד החרגי בשנת 1996 מוסבר כחלוקת רווחים שהצטברו במשך מספר רב של שנים. יתרת הרווח הגבוהה של החברה (כ־182 מיליון ש"ח בדצמבר 1996, המהווים כ־70% מההון העצמי) ויתרת נכסים מילים גדולה בסך כ־44 מיליון ש"ח (מזומנים ובטוחות סחירות) מתוך רכוש שוטף העולה פי 2.4 על ההתחייבויות השוטפות מאששים את הטענה, כי מדובר בחלוקת עודפי הרווחים והנזילות של החברה למשקיעים.
- חברת קדם (ענף מוצרים כימיים, גומי ופלסטיק) היא מקרה דומה. בשנת 1996 חולק דיבידנד בסך כ־22.0 מיליון ש"ח העולה על הרווח השנתי בסך 4.0 מיליון ש"ח. בין השנים 1995-1992 חילקה קדם, מדי שנה, דיבידנד שסכומו המצטבר כ־5.8 מיליון ש"ח, זאת לעומת רווח מצטבר באותה תקופה בסך כ־18.7 מיליון ש"ח. בדומה לקניאל, נראה כי גם כאן מדובר בחלוקת רווחים שהצטברו תקופה ממושכת, בעיתוי נוח לבעלי המניות העיקריים של החברה, מבלי לפגוע בפעילות העסקית השוטפת שלה.
- בשנת 1997 שילמה חברת אומניטק איכות (ענף חשמל, אלקטרוניקה ואופטיקה) דיבידנד בסך כ־5.4 מיליון ש"ח (בשקלי ספטמבר 1998) לעומת רווח נקי בסך 0.17 מיליון ש"ח בשנת 1997, כמיליון ש"ח בשנת 1996 והפסד של כמיליון ש"ח בשנת 1995. תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה היה שלילי בשנת 1997, אך היו לה עודפי מזומנים שנצברו בשנת 1996 ומימנו את תשלום הדיבידנד.

2. חלוקת דיבידנד מעבר ליתרת הרווח הנומינלית (הנמוכה מיתרת הרווח המותאם)

בסוגיה זו, דנו בהרחבה בפרק 5. אחת הדיעות הרווחות בענין זה גורסת, כי חלוקת דיבידנד מעבר לרווח נומינלי, הנמוך מהרווח המותאם, גוררת פגיעה במזילות החברה, ועלולה להביא לחלוקת דיבידנד מרווחי שיערוך שקיומו הכלכלי מוטל בספק (ראה הדיון המלא בפרק האמור). דיעה זו מעוגנת, בין היתר, בהוראות המפקח על הבנקים בבנק ישראל הקובעות, כי ניתן לחלק דיבידנד מהרווח הנומינלי או המותאם, כנמוך ביניהם.

הדוגמאות הבאות ממחישות מצבים בהם חולק דיבידנד מעבר ליתרת הרווח הנומינלי:

- תשקיף חברת חוף גיא, אשר פורסם עם הפיכתה של החברה לחברה ציבורית והנפקתה לראשונה בבורסה בנובמבר 1995, מגלה כי החברה חילקה בין השנים 1992-1994, בהיותה חברה משפחתית, דיבידנדים (בסך 2.8 מיליון ש"ח, 1.6 מיליון ש"ח נומינליים, בהתאמה), למרות גירעון ביתרת הרווח הנומינלית (אשר עמדה יתרת חובה של 8.7 מיליון ש"ח נומינליים בינואר 1995). בכל השנים הללו היה הרווח הנומינלי נמוך מהרווח המותאם. בשנת 1992 חילקה החברה את הדיבידנד האמור למרות שבעקבותיו נרשם גירעון ביתרת הרווח המותאמת של החברה (בסך 79 אלפי ש"ח). על פי חוק החברות היתה נאסרת חלוקה זו של דיבידנד, אך החלוקות האחרות היו מותרות.
- מדוחותיה הכספיים של חברת א. דורי לעבודות הנדסיות לשנת 1995 עולה כי החברה חילקה בשנת 1993 דיבידנד בסך כ־33.8 מיליון ש"ח, על אף הפסד נומינלי בשנה זו בסך 4.6 מיליון ש"ח ומעבר ליתרת הרווח הנומינלית שנותרה בגירעון בסך כ־8.4 מיליון ש"ח לאחר חלוקת הדיבידנד. לאחר חלוקת הדיבידנד במזומן עדיין נותרה בחברה יתרת רווח מותאמת חיובית, ולכן על פי חוק החברות החדש חלוקה זו היתה מותרת, בכפוף לבחינת יכולת הפירעון של החברה במועד החלוקה. נציין כי חברת א. דורי הנפיקה בשנת 1993 הון מניות נוסף בסך 12.2 מיליון ש"ח (וכן אופציות בסך 4.7 מיליון ש"ח), כך שמבחינת נושי החברה ערב ההנפקה וחלוקת הדיבידנד, כרית ההון של החברה לא קטנה בגובה הגריעה מהרווחים עקב חלוקת הדיבידנד, אלא בסכום נטו של שתי הפעולות יחד. מכאן, שהגבלת סכום הדיבידנד לגובה הרווחים עשויה היתה במקרה זה לתת הגנה עודפת לנושים מעבר לסכומים עליהם הסתמכו בעת מתן האשראי.
- בשנת 1994 חילקה חברת א. לוי השקעות ובנין דיבידנד במזומן בסך כ־2.4 מיליון ש"ח, על אף הפסד נומינלי בשנה זו בסך 6.9 מיליון ש"ח וגירעון ביתרת הרווח הנומינלית, אשר הסתכם בסוף שנת 1994 בסך כ־9.9 מיליון ש"ח. יתרת הרווח המתואמת נותרה חיובית לאחר החלוקה. נקודה מעניינת היא שערב חלוקת הדיבידנד הכריזה החברה על חלוקת מניות הטבה, אשר גרעה מהרווח הראוי לחלוקה.

היינו, אם ההכרזה על מניות ההטבה היתה נעשית **לאחר** חלוקת הדיבידנד, הרי שהבעיה שהתעוררה לעיל של חלוקת דיבידנד מעבר ליתרת הרווח (במקרה זה – הנומינלי) לא היתה קיימת או היתה קטנה באופן משמעותי. מכיוון שאנו סבורים כי אין להחיל מגבלות על חלוקת מניות הטבה, הרי ניתן לטעון, כי על ידי שינוי עיתוי ההכרזה על מניות הטבה יכולים המנהלים להשפיע על המגבלות על חלוקת דיבידנד במהלך השנה בצעד אשר עשוי להיתפס כמלאכותי. נראה כי מניות ההטבה ניתנו כמכשיר למנהלים ל"נעול" סכומים רצוניים מהרווחים ולהגביל אפשרות חלוקתם כדיבידנד ממועד ההכרזה על מניות הטבה ואילך, היינו, כפי שגובה הסכומים הוא רצוני ונקבע על ידי המנהלים, כך גם שאלת העיתוי. שני פרמטרים אלו מאפשרים למנהלים להפעיל את מכשיר מניות ההטבה באופן אפקטיבי להשגת מטרות החברה.

3. חלוקת דיבידנד מרווחי הון

הטענה העיקרית העולה כנגד הכללת רווחי הון ברווחים הראויים לחלוקה כדיבידנד הינם כי רווחים הנובעים ממכירת נדל"ן ונכסים קבועים אחרים אינם משקפים בהכרח רווח או הכנסה, אלא מהווים חלק מההון הכלכלי של הפירמה שעליו מסתמכים הנושים. זאת משום שבמידה שנדרשת החלפה של הנכס שנמכר כדי לשמור על כושר הייצור של הפירמה, הרי שלרווח אין משמעות כלכלית. במקרים רבים, רווחי ההון מקדימים הכנסות עתידיות שעליהן הסתמכו הנושים וחלוקתם כדיבידנד תגרום לדילול של נכסי הפירמה ו"הברחת" הכנסות אלו מחוץ לטווח ידם של הנושים.

בפרק 5 הבהרנו מדוע אין לדעתנו מקום להבחנה בין רווחי הון לרווחים אחרים לצורך חלוקת דיבידנד רגיל, ומאידך יש היגיון להתחשב בהבחנה זו לצורך חלוקת דיבידנד מזורז (Nimble Dividend). דוגמאות בולטות לחלוקת דיבידנד מרווחי הון ניתן למצוא בחלוקות הדיבידנד שנעשו על ידי הבנקים הגדולים בישראל בשנים האחרונות. כתוצאה ממימוש מאסיבי של נכסים ריאליים אשר נכפה על הבנקים על ידי הרשויות, הפיקו הבנקים רווחי הון משמעותיים אותם חילקו לבעלי מניותיהם: בשנת 1997 חילק בנק לאומי דיבידנד בסך 755 מיליון ש"ח, אשר כ-475 מיליון ש"ח ממנו יוחס לרווח הון (לאחר מס) ממכירת ההשקעות העודפות של הבנק באפריקה¹ ישראל ולאומי ביטוח. בנק הפועלים חילק בשנת 1998 דיבידנד בסך כמיליארד ש"ח, אשר חלק נכבד ממנו יוחס לרווח ההון ממכירת מניות דלק.

מדיניות הדיבידנד של הבנקים אינה מבחינה בין סוגי רווחים שונים לצורך חלוקת דיבידנד. יתרה מזו, דרישות האוצר מן הבנקים כוללות דרישה לחלוקת רווחיהם נטו ממכירת החזקותיהם הראליות העודפות לבעלי המניות (כולל הממשלה כמובן) בצורה של דיבידנד.

לעומת זאת, המפקח על הבנקים פרסם בספטמבר 1998 הנחיה המגבילה את רוכשי בנק דיסקונט מלחלק דיבידנד מרווחי הון ממכירת נכסים (כגון מניות בבנק מרכזתיל דיסקונט ובנק דיסקונט ניוירוק).

לא ברור אם הנחיות המפקח על הבנקים בענין זה נקבעות מטעמי יציבות, ולפיכך דעתו כי דיבידנד כאמור עשוי לערער את יציבות הבנק, או משום שהוא היה מעוניין למנוע את הסתמכות הרוכשים הפוטנציאליים על אשראי, אשר ייפרע מתקבולי דיבידנד מהבנק. נראה כי, השיקול השני הוא שהנחה את המפקח על הבנקים.

4. חלוקת דיבידנד מרווחי אקוויטי

בפרק 5 דנו בהרחבה בשאלה באלו נסיבות ניתן לחלק דיבידנד מרווחי אקוויטי. הדיעה אותה גיבשנו בעקבות דיון זה היתה, שיש לראות ברווחי אקוויטי רווחים ש"הוכרו" או "מומשו" אשר ניתן לחלקם כדיבידנד לבעלי המניות. עם זאת, כיוון שהדיווח הכספי בשיטת אקוויטי מניח כי אין כוונה לממש ההשקעה הרי ידרשו לטעמנו שני תנאים מצטברים להכללת רווחי אקוויטי ברווח הניתן לחלוקה: ראשית כי רווחים אלה ניתנים לחלוקה בחברה המוחזקת על פי כללי חוק החברות החדש וכן כי לחברה המחזיקה אפשרות להשפיע על מדיניות הדיבידנד. דוגמא בולטת לשימוש ברווחי אקוויטי היא שרשרת החברות אלרון-אלביט-אלסינט. בשנים 1995-1996 חילקה חברת אלרון דיבידנד לבעלי מניותיה (בסך כ-13.4 מיליון ש"ח וכ-17.8 מיליון ש"ח בשקלים של ספטמבר 1998, בהתאמה) אשר ניתן לייחס אותם בין היתר לרווחי אקוויטי שרשמה חברת אלרון מהחברה הכלולה (החזקה בשיעור 39%) אלביט. בשנות החלוקה ובשנים קודמות לחלוקה, חילקה אלביט דיבידנד לבעלי מניותיה, ובכלל זה אלרון. הדיבידנד שחילקה אלרון מרווחי האקוויטי של אלביט לא הוגבל לרווחים בגינם התקבל דיבידנד במזומן מאלביט בלבד. זאת, על אף שחברת אלביט היא חברה כלולה ולא חברה בת. רווחיה של אלביט, בגינם חילקה דיבידנד, נובעים בין היתר מרווחים שרשמה כתוצאה מהחזקתה בחברת הבת אלסינט (החזקה בשיעור 55%). גם במקרה זה לא הגבילה חברת אלביט את חלוקת רווחי האקוויטי (חלקה ברווחי אלסינט) כדיבידנד לבעלי המניות, למרות שבתקופה הנסקרת אלסינט לא חילקה דיבידנד בגין אותם רווחים.

5. חלוקת דיבידנד במקביל להנפקת הון מניות נוסף

במקרים מסוימים בוחרות חברות לבצע שתי פעולות שמהיבט מימוני נראות לכאורה כסותרות – חלוקת דיבידנד והנפקת הון מניות נוסף, בהפרש זמנים קצר. במקרים כאלו עשויים כללי חלוקת דיבידנד המבוססים על מבחן הרווחים בלבד להעניק הגנה עודפת למשקיעים. זאת משום שהם מתייחסים לגריעה מכרית הבטחון של הנושים – הון החברה – הנובעת מחלוקת הרווחים ומתעלמים מהתוספת לכרית הביטחון הנובעת מגיוס הון המניות הנוסף. בסקירת הדוגמאות לעיל הזכרנו את המקרה של חלוקת דיבידנד והנפקת הון במקביל בחברת א. דורי.

מקרים נוספים הם: חלוקת דיבידנד בסך 3.1 מיליון ש"ח על ידי חברת טכנופלסט תעשיות (ענף כימיה ופלסטיק) בשנת 1996, הנפקת הון במקביל בסך כ"כ 3.6 מיליון ש"ח. תשלום דיבידנד בסך כ"כ 14.2 מיליון ש"ח ע"י חברת גיבור ספורט (ענף טקסטיל) בשנת 1997 ובמקביל הנפקת הון מניות בסך כ"כ 12.0 מיליון ש"ח. במקרים אלו יישום מבחן השווי ההוגן לצד מבחן הרווחים עשוי לדעתנו לאפשר גמישות בחלוקת דיבידנד לחברות, במצבים אחרים הוא עשוי לספק הגנה אפקטיבית יותר לנושים מפני דילול נכסי הפירמה (ראה הדיון לעיל הנוגע לחברת א. דורי ודוגמאות נוספות, בהמשך, להנפקת הון במקביל לחלוקת דיבידנד בחברות כרמיאל ואמדוקס).

6. חלוקת דיבידנד במצב של עודפים שליליים

פקודת החברות התשמ"ג-1983 אסרה חלוקת דיבידנד שלא מרווחים אך לא הגדירה אם הכוונה לרווח מצטבר או רווח שוטף. חוק החברות התשנ"ט-1999 אוסר את חלוקת הדיבידנד שלא מתוך הרווח המתואם המצטבר, אך מאפשר חלוקת דיבידנד מזורז מרווח מצטבר של השנתיים שקדמו לחלוקה גם במקרה שבו החברה נקלעה למצב של עודפים שליליים. נבחן מספר מקרים של חלוקת דיבידנד על ידי חברות ציבוריות בישראל בעת שהיה להן גירעון בעודפים.

- בשנת 1993 חילקה חברת דור כימיקלים (ענף מוצרים כימיים, גומי ופלסטיק דיבידנד בסך כ"כ 9.1 מיליון ש"ח, על אף שבשנה זו הרוויחה החברה כ"כ 1.8 מיליון ש"ח בלבד ולאחר החלוקה היתה יתרת העודפים במאזן שלילית בסך כ"כ 1.4 מיליון ש"ח. בשנים 1995-1996 הרוויחה החברה סך מצטבר של כ"כ 9.4 מיליון ש"ח וחילקה דיבידנדים בסך כ"כ 8.8 מיליון ש"ח, כך שעודפיה ליום 31.12.96 היו שוב חיוביים (כ"כ 1.1 מיליון ש"ח). מקרה זה הוא דוגמא קלאסית למצב שאליו מתכוון החוק בהתירו חלוקת דיבידנד מזורז, אשר מאפשר לחברה לחלק דיבידנד במצב של גירעון בעודפים תוך ציפיה שהחברה תחזור למסלול רווחיות ותשקם את מצב עודפיה. התנאי בחוק לחלוקת דיבידנד מזורז מתקיים במקרה זה, משום שהגירעון בעודפים נופל מהרווח השוטף ממנו חולק הדיבידנד. נשים לב, כי מחד, סכום הדיבידנד שחולק לא יכול היה להיות מחולק במלואו מהרווח המצטבר (שכן נוצר גירעון בעודפים), ומאידך הרווח השוטף נמוך במידה ניכרת מסכום הדיבידנד שחולק.
- חברת כרמיאל (ענף עץ ומוצרי, נייר ודפוס) הרוויחה בשנת 1993 סך של כ"כ 3.3 מיליון ש"ח, הנפיקה הון בסך כ"כ 23.7 מיליון ש"ח וחילקה דיבידנד בסך כ"כ 10.5 מיליון ש"ח. בשנת 1994, למרות הפסד שוטף בסך כ"כ 6.3 מיליון ש"ח, חילקה החברה דיבידנד בסך כ"כ 1.1 מיליון ש"ח שהביא אותה למצב של עודפים שליליים בסך כ"כ 3.8 מיליון ש"ח. בשנים 1995-1996 הרוויחה החברה כ"כ 12.9 מיליון ש"ח במצטבר וחילקה דיבידנד בשנת 1996 בסך כ"כ 8.6 מיליון ש"ח.

למעשה, בשנתיים שקדמו לחלוקה היה לחברה הפסד מצטבר בסך כ־3 מיליון ש"ח. על אף האמור חילקה החברה דיבידנד שוטף לבעלי מניותיה במשך כל השנים שנסקרו, ואף חזרה לפסי רווחיות. בנוסף היא הגדילה את כרית ההון של הנושים על ידי הנפקת הון נוספת בסך כ־23.7 מיליון ש"ח. דוגמא זו ממחישה שוב כיצד, במצבים מסוימים, היצמדות למבחן הרווחים היא שרירותית ואינה מהווה פתרון אופטימלי לא לנושים ולא לבעלי המניות. נראה, כי במקרה האמור שימוש במבחן השווי ההוגן היה מביא לפתרון עדיף אשר היה משמר את זכויות בעלי המניות תוך הבטחת אי פגיעה בנושים.

- בשנת 1994 חילקה חברת לבידי אשקלון (ענף עץ ומוצרים, נייר ודפוס) דיבידנד מזורז בסך כ־1.8 מיליון ש"ח. לחברה היה גירעון בעודפים בסך כ־54 מיליון ש"ח ורווחיה בין השנים 1992-1995 הסתכמו בכ־6.5 מיליון ש"ח.

- בשנת 1995 חילקה חברת מיטרני (ענף עץ ומוצרים, נייר ודפוס) דיבידנד בסך כ־1.5 מיליון ש"ח, שהביא אותה לעודפים שליליים בסך כ־0.5 מיליון ש"ח ב־31.12.95. בשנתיים שקדמו לחלוקת הדיבידנד החברה הפסידה (כ־2.2 מיליון ש"ח בשנת 1994 וכ־0.7 מיליון ש"ח בשנת 1997) וכך גם בשנה שלאחר החלוקה (2.4 מיליון ש"ח בשנת 1996).

- חברת מודגל (ענף כימיה ופולסטיק) הציגה בשנת 1995 רווח נקי בסך כ־9 מיליון ש"ח ובשנים 1997-1996 רווח נקי בסך כ־7 מיליון ש"ח בכל שנה (בשקלי דצמבר 1997). בשנת 1997 החליטה החברה לחלק דיבידנד ביניים בסך כ־5.8 מיליון ש"ח למרות גירעון בהון בסך כ־10.7 מיליון ש"ח ב־31.12.96 וכ־8.8 מיליון ש"ח ב־31.12.97, לאחר החלוקה.

לאור הרווחיות העקבית של החברה קיימת הצדקה לחלק "דיבידנד מזורז" מהרווח השוטף, למרות הגירעון בעודפים. עם זאת התרת חלוקת דיבידנד כאמור עד מלוא גובה הרווח השוטף עשויה להותיר את החברה עם גירעון פרמננטי בעודפים. מכאן, שעל אף התפקיד החיובי שממלא הדיבידנד המזורז בהיותו תמריץ להשקעה בחברות וממריץ לשיקומו וחזרתן לפסי רווחיות, "הקפאה" של הגירעון בעודפים לתקופה ארוכה אינה סבירה. לפיכך נראה כי יש לאפשר חלוקת דיבידנד כאמור תוך הבטחה לכיסוי הדרגתי בגירעון בעודפים, למשל על ידי קביעת סף עליון לשיעור הדיבידנד שניתן לחלק מהרווח השוטף, תוך כדי הפניית היתרה לכיסוי הגירעון בעודפים.

- הדוגמא החותמת פרק זה זכתה לכותרות רבות וסיקור נרחב בכלי התקשורת. חברת אמדוקס, חברת בת של החברה הישראלית עורק, תחת בעלות וניהול ישראלים, אשר משרדיה העיקריים רוב עובדיה נמצאים בישראל. החברה, הרשומה כחברת "Off-Shore", הונפקה בשנת 1998 בבורסת ניו יורק, לפי שווי של כ־3 מיליארד דולר. הנתון המעניין לגבינו נוגע כמובן למדיניות חלוקת הדיבידנד בחברה זו.

כחמישה חודשים טרם ההנפקה, שבוצעה ביוני 1998, חילקה החברה דיבידנד לבעלי מניותיה בסך כ-479 מיליון דולר, אשר יצר גירעון בעודפים של החברה בסך כ-480 מיליון דולר (בתאריך 31.3.98) וגירעון בהון בסך כ-238 מיליון דולר. גם לאחר גיוס ההון שביצעה החברה נותר הגירעון בהון בסך כ-40 מיליון דולר, והחברה נתנה לכך גילוי בתשקיף.

החברה דיווחה בשנת 1997 על הפסד בסך כ-12 מיליון דולר, אשר נבע בעיקר מהוצאה חד פעמית. שווי הבורסה של החברה טיפס לתחום של 4-5 מיליארד דולר מאז הנפקתה. עליה זו בשווי הבורסה מהווה אינדיקציה לשווי ההוגן שהוא מבחן עיקרי בקביעת דיבידנד המותר לחלוקה.

דוגמא זו ממחישה שוב את חוסר היכולת של מבחן הרווחים, מבחן חשבונאי במהותו, להדביק את המודרניזציה של העסקים, בפרט כאשר מדובר בעידן בו הרכוש הלא מוחשי הופך להיות בעל חשיבות מכרעת בשווי חברות ומקור הסתמכות כלכלי רחב ומקובל. חברת אמדוקס לא היתה יכולה לחלק את הדיבידנד כאמור אם היתה כפופה לסטטוס חוקי המחיל את מבחן הרווחים כמבחן ראשון במעלה. במקום זאת היא כפופה לכללים למבחנים כלכליים של יכולת פירעון ההתחייבויות (סולבנטיות אקוויטבילית) ושווי הוגן. לכן התאפשרה חלוקת דיבידנד המהווה כ-16% משווי ההוגן של החברה.

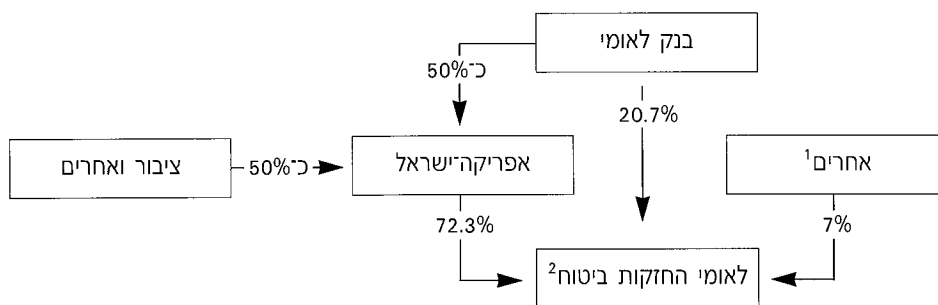
דיבידנד בעין

חלוקת דיבידנד בעין מעלה מספר סוגיות חשבונאיות שבהן דנו בפרק 5. אחת השאלות העיקריות נוגעות לבסיס הרישום של הדיבידנד בעין – עלות לעומת שווי הוגן. להלן נתאר ארבעה מקרים של חלוקת דיבידנד בעין על ידי חברות בישראל ונבחן מהו הטיפול החשבונאי הנאות בכל מקרה בהקשר האמור.

בחודש נובמבר 1996 פיצלה אפריקה-ישראל להשקעות בע"מ את עסקי הביטוח שלה שהתנהלו באמצעות חברת לאומי אחזקות ביטוח בע"מ באמצעות "הנפה" (Spin-off) של מניות לאומי ביטוח המוחזקות בידי אפריקה-ישראל (72% אל בעלי המניות של אפריקה-ישראל, כך שכל בעל מניות באפריקה-ישראל קיבל מניות בלאומי ביטוח על פי חלקו היחסי באפריקה-ישראל. ההעברה היתה ללא תמורה ולכן נחשבת כחלוקת דיבידנד בעין.

העברת מניות על פי סעיף 104ג: בפיצול זה בוצע Spin-off שבו הועברו מניות לאומי ביטוח מחברת אפריקה ישראל לבעלי מניותיה של חברת אפריקה-ישראל. הפטור ממס למהלך זה ניתן בהתאם להוראות סעיף 22 לחוק הבנקאות (רישוי) ואישורים מיוחדים שניתנו על ידי נציב מס הכנסה.

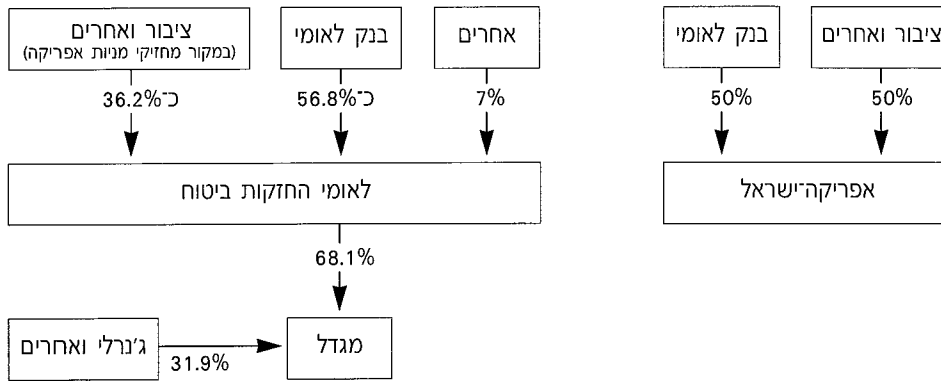
מצב מקורי



1. אחרים בשליטת בל"ל.

2. לאומי ביטוח מחזיקה ב-68.1% ממניות חברת מגדל.

מצב חדש



בחודש אפריל 1998 החליט דירקטוריון חברת דלק לחלק את המניות שהחזיקה החברה בחברת שופרסל (כ־12.69%) כדיבידנד בעין לבעלי המניות בה. על אף שיעור ההחזקה הנמוך יחסית של דלק בשופרסל, החזקה זו הבטיחה לדלק השפעה מהותית על פעילותה של שופרסל מכוח הסכם הצבעה עם בעלי השליטה בשופרסל, אשר הקנה לה את הזכות למנות 20% מחברי הדירקטוריון. לפיכך נכללה השקעת דלק בשופרסל בדוחות הכספיים של דלק על בסיס השווי המאזני. מתוך הדוחות הכספיים של חברת דלק ליום 30.6.98:

ביאור 5 – דיבידנד בעין

“ביום 23 ביוני, 1998, חילקה החברה את מניות חברת ‘שופרסל בע”מ’, אשר הוחזקו על ידי החברה המאוחדת דלק השקעות בנכסים בע”מ כדיבידנד בעין לבעלי המניות של החברה. במועד החלוקה היה שווי הבורסה של מניות “שופרסל” כ-311 מיליון ש”ח. ההפרש בין השווי המאזני של ההשקעה בספרי החברה המאוחדת לבין שווי המניות בבורסה מגלם רווח לחברה בסך של כ-97 מיליון ש”ח. לאחר שהחברה בחנה בצורה מדוקדקת את דרך הטיפול החשבונאי החליטה החברה לרשום את חלוקת הדיבידנד על פי השווי המאזני של ההשקעה ולא לתת ביטוי חשבונאי לרווח האמור.”

לאופן הטיפול החשבונאי אין השפעה על יתרת ההון העצמי של החברה לאחר חלוקת הדיבידנד.

בחודש ספטמבר 1998 החליטה חברת עוש”פ טכנולוגיות בע”מ לחלק כ־10% ממניות חברה מוחזקת שלה טכנומטיקס בשווי של 12 מיליון דולר כדיבידנד בעין לבעלי המניות. נקבע כי מספר המניות שיחולקו כדיבידנד יותאם, כך ששווי המניות שיחולקו כדיבידנד יהיה 12 מיליון דולר.

כפי שגרסנו בפרק 5, העברה של מניות בחברות בנות או מסונפות יש לסווג כ-"Spin-off", ולרשום את החלוקה על פי השווי המאזני של ההשקעה שחולקה.

חלוקת מניות טכנומטיקס על ידי עוש"פ כדיבידנד בעין הותירה את עוש"פ עם כ-18.5% ממניות טכנומטיקס, לאור ההשפעה המהותית שנותרה לחברה המחלקת, החלוקה שנערכה אינה עונה להגדרה זו, ולכן הטיפול החשבונאי הנאות בעסקה זו הוא על בסיס השווי ההוגן, כפי שאכן יושם בפועל.

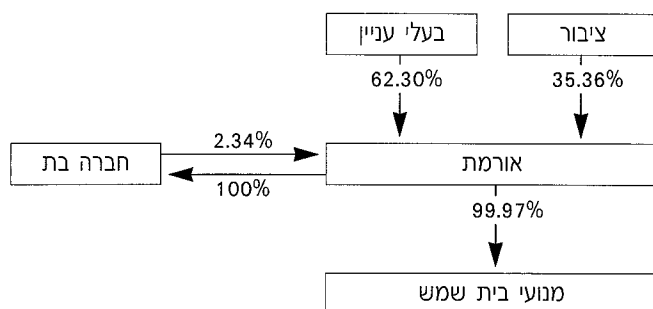
הפיצול באפריקה-ישראל הוא תוצאה של הליך שהפעילו הרשויות ומטרתו לנתק את פעילות מגזר הביטוח מפעילותה של אפריקה-ישראל. לפיכך, חלוקה זו עומדת בהגדרת "Spin-off" בסעיף 5 של גילוי הדעת האמריקאי APB 29 וצריכה להירשם על בסיס עלות, כפי שמנחה סעיף 23 של אותו גילוי דעת. זהו גם הטיפול אותו יישמה אפריקה-ישראל בפועל.

דוגמא נוספת לחלוקת דיבידנד בעין היא חלוקת מניות מנועי בית שמש אחזקות (1997) בע"מ כדיבידנד בעין לבעלי המניות של אורמת תעשיות בע"מ. בחודש נובמבר 1997 החליטה חברת אורמת לפצל את חברת מנועי בית שמש, וזאת על ידי:

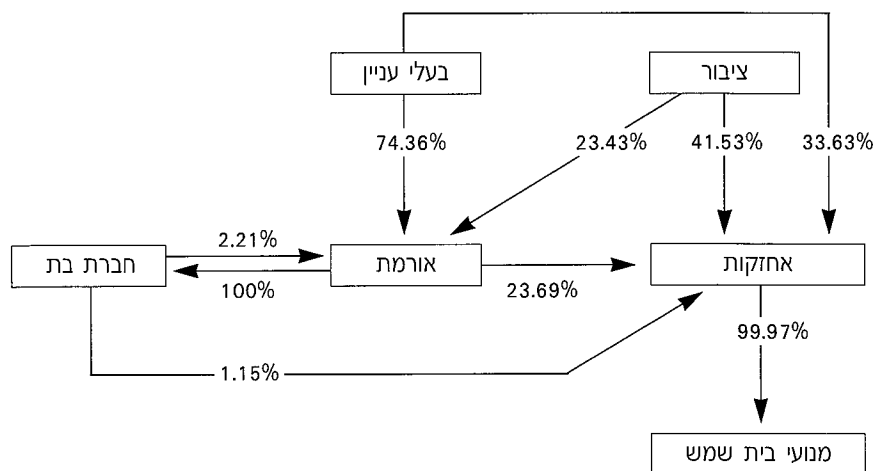
1. העברת מניות חברת מנועי בית שמש המוחזקות על ידי אורמת לידי חברה בת בבעלות מלאה של אורמת, שהוקמה למטרה זו [בשם מנועי בית שמש אחזקות (1997) בע"מ].
2. הנפת (Spin-off) רוב מניות מנועי בית שמש אחזקות אל בעלי המניות של אורמת בדרך של חלוקת דיבידנד בעין. לפיכך, בעלי המניות של אורמת החזיקו לאחר הפיצול בנפרד במניות אורמת ובמניות מנועי בית שמש אחזקות.

להלן מבנה ההחזקות לפני חלוקת הדיבידנד בעין ולאחריה:

מבנה החזקות לפני חלוקת דיבידנד בעין



מבנה החזקות לאחר חלוקת דיבידנד בעין



בעסקה האמורה נכללו שני אלמנטים מעניינים:

1. מכיוון שחברת אורמת רצתה למנוע קיפוח של בעלי ניירות הערך ההמירים שלה, היא העבירה כ-69% בלבד ממניות מנועי בית שמש אחזקות לבעלי המניות הקיימים ואת יתר 31% המניות הפקידה בידי נאמן לטובת מחזיקי ניירות ערך המירים בחברה.
2. חברת אורמת ביקשה למנוע את הטלת עלויות המס הנובעות מחלוקת הדיבידנד על כתפי המשקיעים ולכן גילמה עלות מס זו בסכום הדיבידנד שחילקה. זאת, על ידי חלוקת דיבידנד נוסף במזומן, שהועבר בפועל רק לידי משקיעים שהמציאו פטור מניכוי מס במקור בגין הדיבידנד.

בבחינת הטיפול החשבונאי במקרה האמור יש לשים לב לסוגיות הבאות:

- הדיבידנד בעין חולק במסגרת הליך פיצול מגזר הפעילות של מנועי בית שמש, העוסקת בעיקר בייצור חלקים למנועי סילון ובשיפוץ מנועי סילון, מחברת אורמת, אשר עיקר עיסוקה בפתוח וייצור מערכות כוח לייצור חשמל. מכאן, שמדובר בהעברת מניות המהווה שינוי תפעולי מהותי בחברה המעבירה, ואשר עונה על הגדרת "Spin-off" בסעיף 5 של APB 29. לפיכך, הטיפול החשבונאי בעסקה זו הוא רישומה על בסיס **עלות**. אורמת יישמה טיפול חשבונאי זה לצרכים חשבונאיים וגרעה סך כ-23 מיליון ש"ח בגין הדיבידנד בעין שהעבירה לבעלי מניותיה.
- עם זאת, לצורכי מס הזערך שווי המניות המחולקות כדיבידנד בעין בהתאם למחיר לאחר רישום מניות מנועי בית שמש אחזקות בבורסה (ביום המסחר הראשון או על פי המחיר הממוצע בשלושת ימי המסחר הראשונים, לפי הנמוך) בסך כ-31 מיליון ש"ח.

מדיניות דיבידנד בישראל

שוק ההון הישראלי מאופיין במבנה השליטה הריכוזי בחברות. אין בשוק ההון הישראלי ולו חברה אחת (למעט טבע במידה מסויימת) אשר מבנה השליטה והגופים השולטים בה אינם מוגדרים. בנתונים כלליים כ-65% מהמניות הסחירות בבורסה של תל-אביב מוחזק ע"י בעלי ענין, והיתרה מתחלקת בין קרנות נאמנות, קופות גמל וציבור. מבנה בעלות ושליטה זה הוא בעל חשיבות מכרעת בקביעת מבנה שוק ההון ותפקודו.

התפלגות ההחזקות במניות החופשיות 1991-1998 (לסוף שנה)¹⁰

השנה	הון רשום במליארדי ש"ח (מחירי שוק)	הציבור סך הכל כולל משקיעים זרים ¹	קרנות נאמנות (כולל בעלי עניין)	קופות גמל וקרנות פנסיה (כולל בעלי עניין)	בעלי עניין אחרים (כולל זרים) ¹
אחוזים					
1991	29.7	23	13	10	54
1992	74.8	22	15	9	54
1993	134.9	23	14	9	54
1994	83.0	18	10	14	58
1995	96.0	22	8	12	58
1996	98.0	25	5	11	59
1997	146.8	22	5	10	63
1998	155.2	21	4	10	65

* המקור — המחלקה המוניטרית בבנק ישראל, סקירה שנתית 1998.
1. התפלגות החזקות הציבור בין בעלי ענין ואחרים בשנים 1991-1994 הינה על פי אומדן.

10. אברמוב ק, ורז ש, "החזקות הציבור במניות — דצמבר 1997", החודש בבורסה מרס 1998.

מבנה זה נדון רבות בדוח ועדת ברודט¹¹ אשר דנה ברפורמה נדרשת בשוק ההון. המבנה הוא תוצאה ישירה של היעדרם של גופים מוסדיים משוק ההון, כגון קרנות פנסיה ובמידה רבה חברות ביטוח, וכן קיום הסדרים כמו פנסיה תקציבית. הגופים המוסדיים שהם אבן מסד בבורסות המפותחות בעולם (כ-80%-70 מהחזקות במניות הנסחרות) מתייבים מבנה שליטה ובעלות שונים בתכלית מאלה הנהוגים בשוק ההון הישראלי.

מבנה בעלות זה, והעובדה שהחזקות בעלי ענין הן מטבעם לטווח ארוך, מביאים לכך ששוק ההון סובל מבעיית נזילות ותנודתיות חריפה ובמידה רבה מחוסר שכלול, הנובע מהיעדר שוק המאפשר העברת שליטה (Market for Corporate Control). כך, עלול להיווצר נתק בין שווי המניה בבורסה ושווייה הכלכלי, מבלי שהמשקיעים בשוק ההון יוכלו לפעול לצמצום או ביטול פער זה, על ידי רכישה או השתלטות על החברה.

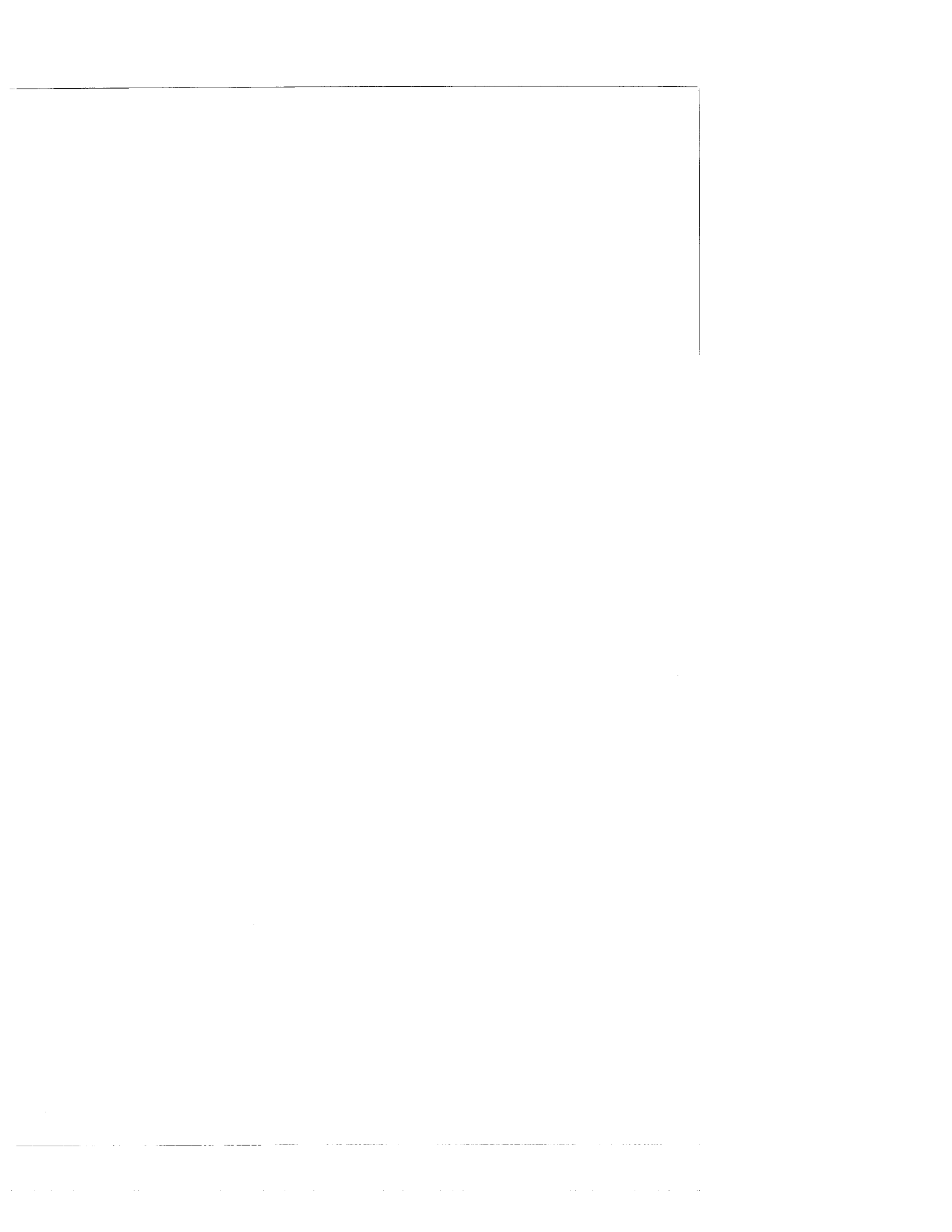
לבעיות מבנה אלה רלבנטיות נמוכה לבעלי ענין ובעלי שליטה, אשר להם גישה ישירה לנכסי החברה, במובן שבידים אפשרות לבצע פעולות אשר באופיין כרוכות בנכסי החברה, כגון מיזוגים, פיצולים דמי ניהול וכו' וחלוקת דיבידנד מהותי, כפי שהיינו עדים בתקופה האחרונה. מאידך, בעלי הענין הינם המועמדים העיקריים לפעול במצבי שפל והיעדר נזילות בשוק ההון.

לבעלי המניות מקרב הציבור אשר פועלים כמיעוט אין כלל נגישות לנכסי החברה, ולפיכך הם יכולים לממש פירות השקעתם על ידי מכירת המניות בשוק. עם זאת, הבעיה הבסיסית של מבנה השליטה הריכוזי והיעדרם של גופים מוסדיים פוגמת בשכלול השוק ונזילותו, ובכך מגבילה אפשרויות המימוש באמצעות השוק.

בתנאי שוק הון אלה למדיניות דיבידנד נודעת חשיבות רבה למשקיעים מקרב הציבור (מיעוט), שכן היא מבטיחה להם נגישות מסויימת לנכסי החברה, ואפשרות מימוש (חלק) מהשקעתם בעיתות שפל והיעדר נזילות בשוק. ראוי עם זאת לזכור את החיסרון היחסי של מיסוי דיבידנד לעומת מיסוי רווח הון בידי יחידים. מובן שדיבידנד ורווח הון הם תחליפים מנקודת ראות בעלי המניות. עם זאת, בעלי מניות פטורים ממס אדישים בין קבלת דיבידנד לרווח הון בעוד שבעלי מניות שהם חברים חייבים בדרך כלל במס רווח הון ופטורים ממס על דיבידנד. לעומת זאת יחידים בדרך כלל פטורים ממס על רווח הון מניירות ערך סחירים וחייבים במס על דיבידנד. כך שמבנה המס יוצר קונפליקט בסיסי בנושא חלוקת דיבידנד בין בעלי מניות שהם יחידים ובין בעלי מניות שהן חברות (להוציא חריגים).

לדעתנו, במכלול השיקולים חברות אשר התחייבו למדיניות דיבידנד תועדפנה על ידי משקיעים מקרב הציבור, וכתוצאה מכך תתרחב מדיניות כזו בשוק ההון.

11. "דין וחשבון הועדה לבחינת שינויים מבנים בשוק ההון", משרד האוצר, ירושלים, ספטמבר 96.



פרק שני: שמירת ההון וחלוקה

סימן א': חלוקה מותרת

אי התניה 301. (א) חברה רשאית לבצע חלוקה לפי הוראות פרק זה בלבד; ואולם חברה רשאית להתחייב בתקנונה או בחוזה שלא לבצע חלוקה במגבלות נוספות על הוראות פרק זה.

חלוקה מותרת (ב) חלוקה בניגוד להוראות פרק זה היא חלוקה אסורה.
302. (א) חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה (להלן - מבחן הרווח), ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן (להלן - מבחן יכולת הפרעון).

(ב) בסעיף זה -

"רווחים", לענין מבחן הרווח - יתרת עודפים או עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות, לפי הגבוה מבין השנים, והכל על פי הדוחות הכספיים המותאמים האחרונים, המבוקרים או הסקורים, שערכה החברה, ובלבד שהמועד שלגביו נערכו הדוחות אינו מוקדם ביותר משה חודשים ממועד החלוקה;
"דוחות כספיים מותאמים" - דוחות כספיים מותאמים למדד או דוחות כספיים הבאים או שיבואו במקומם, והכל לפי כללי חשבונאות מקובלים;
"עודפים" - סכומים הכלולים בהון העצמי של חברה ושמקורם ברווח הנקי שלה כפי שנקבע לפי כללי חשבונאות מקובלים, וכן סכומים אחרים הכלולים בהון העצמי לפי כללי חשבונאות מקובלים ושאינם הון מניית או פרמיה שהשר קבע שיראו אותם כעודפים.

(ג) השר רשאי לקבוע הוראות לענין חזקות בדבר עמידתה של חברה בתנאי מבחן יכולת הפרעון וכן פטורים או הקלות לענין התאמת הדוחות הכספיים.

חלוקה באישור בית משפט 303. (א) בית המשפט רשאי, לבקשת חברה, לאשר לה לבצע חלוקה שלא מקיימת את מבחן הרווח, ובלבד ששוכנע שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן.

(ב) חברה תודיע לנושיה על הגשת בקשה לבית המשפט כאמור

בסעיף. קטן (א) באופן שיקבע השר.
(ג) נושה רשאי לפנות לבית המשפט ולהתנגד לבקשת החברה להתיר לה ביצוע חלוקה.

(ד) בית המשפט רשאי, לאחר שנתן לנושים שהתנגדו הזדמנות להשמיע את טענותיהם, לאשר את בקשת החברה, כולה או חלקה, לדחותה או להתנות את אישורה בתנאים.

304. (א) החליטה חברה להקצות מניות שלהן ערך נקוב, בתמורה הנמוכה מערכן הנקוב, לרבות מניות הטבה, עליה להפוך להון מניות חלק מרווחיה, כמשמעותם בסעיף 302(ב), מפרמיה על מניות, או מכל מקור אחר הכלול בהונה העצמי, האמורים בדוחות הכספיים האחרונים שלה, בסכום השווה להפרש שבין הערך הנקוב לבין התמורה.

(ב) בית המשפט רשאי, לבקשת חברה, לאשר לה לבצע הקצאת מניות בתמורה נמוכה מערכן הנקוב, שלא כאמור בסעיף קטן (א), בתנאים שיקבע.

305. השר רשאי לקבוע הוראות לביצוע פרק זה.

הקצאת מניות בפחות מערכן הנקוב

תקנות

סימן ב': דיבידנד

306. (א) לבעל מניה הזכות לקבל דיבידנד או מניות הטבה, אם החליטה על כך החברה.

(ב) היו בהון החברה מניות שלהן ערכים נקובים שונים, יחולקו דיבידנד או מניות הטבה באופן יחסי לערך הנקוב של כל מניה, אלא אם כן נקבע אחרת בתקנון.

307. החלטת החברה על חלוקת דיבידנד תתקבל בדירקטוריון החברה, ואולם חברה רשאית לקבוע בתקנונה, כי ההחלטה תתקבל באחת מהדרכים הבאות:

(1) באסיפה הכללית, לאחר שתובא בפניה המלצת הדירקטוריון; האסיפה רשאית לקבל את ההמלצה או להקטין את הסכום אך לא להגדילו;

(2) בדירקטוריון החברה, לאחר שהאסיפה קבעה את סכום החלוקה המרבי;

(3) בדרך אחרת שנקבעה בתקנון, ובלבד שניתנה הזדמנות נאותה לדירקטוריון לקבוע, בטרם תבוצע החלוקה, כי החלוקה אינה חלוקה אסורה.

זכות לדיבידנד או למניות הטבה

החלטה על חלוקת דיבידנד

סימן ג': רכישה

308. רכשה חברה מניה ממנייתיה, לא תקנה המניה זכויות כלשהן (להלן – מניה רדומה), כל עוד המניה הרדומה היא בבעלות החברה.

**תוצאות
רכישה**

309. (א) חברה בת או תאגיד אחר בשליטת החברה האם (בסעיף זה – התאגיד הרוכש) רשאים לרכוש מניות של החברה האם באותו היקף שבו החברה האם רשאית לבצע חלוקה, ובלבד שהדירקטוריון של החברה הבת או מנהלי התאגיד הרוכש קבעו כי אם רכישת המניות היתה מתבצעת בידי החברה האם, היתה בגדר חלוקה מותרת.

**רכישה בידי
תאגיד
בשליטה**

(ב) נרכשה מניה של חברה אם בידי חברה בת או בידי התאגיד הרוכש, לא תקנה המניה זכויות הצבעה, כל עוד המניה היא בבעלות החברה הבת או התאגיד הרוכש.

(ג) בוצעה חלוקה אסורה, תתבצע ההשבה, כאמור בסעיף 310, לחברה הבת או לתאגיד הרוכש, והוראת סעיף 311 תחול בשינויים המחוייבים, על הדירקטורים בחברה הבת והמנהלים בתאגיד הרוכש; ואולם, אם קבע דירקטוריון החברה האם כי החלוקה מותרת תחול האחריות על הדירקטורים בחברה האם כאמור בסעיף 311.

(ד) על אף הוראות סעיף קטן (א), רכישה בידי חברת בת או בידי התאגיד הרוכש שאינם בבעלות מלאה של החברה האם, היא חלוקה בסכום השווה למכפלת סכום הרכישה בשיעור הזכויות בהון החברה הבת או בהון התאגיד הרוכש המוחזקות בידי החברה האם.

סימן ד': חלוקה אסורה

310. (א) ביצעה חברה חלוקה אסורה, יהיה על בעל מניה להשיב לחברה את שקיבל, זולת אם לא ידע ולא היה עליו לדעת כי החלוקה שבוצעה אסורה.

**תוצאות
חלוקה
אסורה**

(ב) חזקה על בעל מניה בחברה ציבורית, שלא היה דירקטור, מנהל כללי או בעל השליטה בחברה במועד החלוקה, שלא ידע ולא היה עליו לדעת, כי חלוקה שבוצעה היא חלוקה אסורה.

311. בוצעה בחברה חלוקה אסורה יראו כל מי שהיה דירקטור במועד החלוקה כמי שהפר בכך את חובת האמונים שלו לחברה, אלא אם כן הוכיח אחד מאלה:

**אחריות
דירקטורים
לחלוקה
אסורה**

(1) שהתנגד לחלוקה האסורה ונקט בכל האמצעים הסבירים כדי למנעה;

- (2) שהסתמך בתום לב הסתמכות סבירה על מידע שאלולא היה מטעה היתה החלוקה מותרת;
- (3) שבנסיבות הענין, לא ידע ולא היה עליו לדעת על החלוקה.

סימן ה': ניירות ערך בני פדיון

312. (א) על אף הוראות סעיף 302 רשאית חברה לכלול בתקנונה הוראה המתירה לה להנפיק ניירות ערך הניתנים לפדיון בתנאים שייקבעו בהוראה כאמור (להלן – ניירות ערך בני פדיון).
- (ב) הנפיקה חברה ניירות ערך בני פדיון רשאית היא לפדותם ולא יחולו על הפדיון המגבלות הקבועות בפרק זה.
- (ג) הנפיקה חברה ניירות ערך בני פדיון רשאית היא להצמיד להם מתכונותיהן של מניות, לרבות זכויות הצבעה וזכות השתתפות ברווחים.
- (ד) ניירות ערך בני פדיון לא ייחשבו כחלק מהונה העצמי של החברה, יהא כינויים אשר יהא. אלא אם כן הזכות לפדיוןם הוגבלה למקרה של פירוק החברה לאחר פרעון כל התחייבויות החברה לנושיה בעת הפירוק; הוגבלה הזכות לפדיונם של ניירות הערך כאמור, יחולו, לענין חלוקה, הוראות חוק זה, על אף הוראות סעיף קטו (ב).

ניירות ערך בני פדיון

313. מניות פדיון שהוקצו בהתאם לסעיף 141 לפקודת החברות, כנוסחה ערב תחילתו של חוק זה, יחשבו חלק מהונה של החברה, וניתן יהיה לפדותן בכפוף להוראות פרק זה, בתנאים ובדרך שנקבעו בתקנון.

הוראת מעבר

ביבליוגרפיה

מקורות ישראלים

1. אברמוב ק, ורז ש, "החזקות הציבור במניות – דצמבר 1997", *החודש בבורסה*, מרס 1998.
2. אגרן ג, ורוזנצוויג י, "היבטים בקביעת מקום מקור ההכנסה", *מיסים* ג 4 / א-33.
3. אלטר א, וגרשגורן ש, "חלוקת דיבידנד מתוך רווח משפטי בר חלוקה", *רואה החשבון* מ"ה (6) 646-650.
4. אלטר א, והדרי י, "דיני המיסים בראי הדין האזרחי", *עיוני משפט* י(2), 1984, 429-456.
5. בן פורת ע, חשין מ, "חלוקת דיבידנד מתוך רווחים על יסוד דוחות כספיים מותאמים עפ"י השינויים בכוח הקניה בהתאם לגילוי דעת מס' 36 של לשכת רואי חשבון", *רואה החשבון* ל"ד (4), 309-304.
6. בנק ישראל, המפקח על הבנקים – *הוראות ניהול בנקאי תקין*.
7. בנק ישראל, המפקח על הבנקים – *הוראות הדיווח לציבור של תאגידים בנקאיים*.
8. גרוס י, *דיני מיסים – פרקי הוראה*, בעריכת פורת א, ושופי ד, דיומן, תל-אביב, 1994.
9. גרוס י, "ההון העצמי בחברה ככרית ביטחון לנושים – הגנה אמיתית או מדומה?", *עיוני משפט* יג (3), 1988, 439-452.
10. גרוס י, "הצעת חוק החברות החדש ורואה החשבון", *רואה החשבון* מ"ה (6), 583-594.
11. גרוס י, "חלוקת דיבידנד ומניות הטבה בהסתמך על דוחות כספיים מתואמים", רב שיח, *רואה החשבון* ל"ז (6), 643.
12. גרוס י, "מקורות לחלוקת דיבידנד במזומנים וחלוקת מניות הטבה בעיתות אינפלציה", *עיוני משפט* יג (2), 1988, 241-274.
13. דיאמנט מ, ושגיב ש, "חלוקת מניות הטבה כאינדיקטור לעליה פרמננטית ברווחים", *רואה החשבון* מ"ה (5), 536-542.
14. האוזר ש, ושוחט א, *מדיניות הדיבידנדים של חברות הרשומות למסחר בבורסה הישראלית*, הרשות לניירות ערך, ספטמבר 1990.
15. זילברג י, *מיסוי בינלאומי – דין ותכנון מס בישראל*, חושן למשפט תש"ן-1990.
16. חוק מס הכנסה (תיאומים בשל אינפלציה), התשמ"ה 1985.
17. חוק ניירות ערך, התשכ"ח 1968.
18. לשכת רואי חשבון בישראל, *פרסומים מקצועיים – כללי חשבונאות ודיווח כספי*, תשנ"ז 1996.
19. משרד המשפטים, *הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש – דין וחשבון*, 1994.
20. נאמן י, "חלוקת דיבידנד ומניות הטבה בהסתמך על דוחות כספיים מותאמים", *רואה החשבון* ל"ז (6), 622-637.
21. נס ש, "חלוקת דיבידנדים בעיתות אינפלציה, מצב משפטי וכלכלי – המצוי והרצוי", *רואה החשבון* ל"ה (3), 227-239.

22. סוארי י. וכהן. א., סוגיות בהחזקת מניות חברה על ידה או על ידי חברת בת שלה, מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות, דצמבר 1995.
23. סומך חייקין, סוגיות בחשבונאות מס' 2, דצמבר 1986.
24. סומך חייקין, סוגיות בחשבונאות מס' 10, אוגוסט 1995.
25. פקודת החברות (נוסח חדש), תשמ"ג 1983.
26. פקודת מס הכנסה (נוסח חדש), התשכ"א 1961.
27. פרקצ'יה א., "טיוטה להצעת חוק לתיקון פקודת החברות בנושא שמירת ההון", משפטים יד'.
28. פרקצ'יה א., "מימון דק, הרמת מסך והגבלת האחריות בדיני חברות", עיוני משפט ו', 526.
29. צוק י., "גידול בדיבידנדים שמחלקות החברות הבורסאיות", החודש בבורסה, אוגוסט 1988.
30. הצעת חוק החברות, התשנ"ו 1995.
31. חוק החברות, התשנ"ט 1999.
32. קריב ג., "חלוקת דיבידנד שלא מתוך 'הכנסה חייבת' – גישת דיני המס", מיסים ג' 4.
33. רובין פ., "הבסיס לקביעתם של רווחים הניתנים לחלוקה כדיבידנדים – נתונים נומינליים או מותאמים", רואה החשבון ל"ה (1), 39-50.
34. רוטנשטרייך י. וגולדנברג א., "חלוקת רווחים בעיתות אינפלציה", רואה החשבון ל"ד (4), 227-234.
35. שלהב י., "דיבידנד במזומן מרווחים הנובעים משווי מאזני, קרן הון מהפרשי תרגום ומקרנות שיערוך", רואה החשבון ל"ט (1), 64-68.
36. תקנות ניירות ערך (עריכת דוחות כספיים שנתיים), התשנ"ג 1993.

פסקי דין ישראלים (עליון ומחוזי)

1. ע"א 554/83 "אתא" חברה לטקסטיל בע"מ נ' עזבון המנוח זולוטוב יצחק ז"ל ואח', פ"ד מא (1) 282.
2. עמ"ה (ת"א) 566/75 בית ניסנבוים בע"מ נ' פ"ש ת"א 1, פד"א ח 216.
3. ה"פ (ת"א) 1216/95 בכר נ' תמ"מ תעשיות מזון מטוסים בע"מ ואח', דינים-מחוזי כרך כו (7) 69.
4. ד"נ 39/80 ברדיגו ואח' נ' ד.ג.ב פ טקסטיל בע"מ ואח', פ"ד לה (4) 197.
5. ת"א (ת"א) 235/85 גיל חברה לפיתוח ותעשיות בע"מ נ' מר גיל (פש"ר) ואח', דינים מחוזי כרך כו (2), 769.
6. עמ"ה 181/84 ברנשטיין ואח' נ' פ"ש ת"א 1, פד"א טו (12) 179.
7. ע"א 12/62 דודזון נ' פ"ש ת"א 1, פ"ד טז (2) 1143.
8. עמ"ה (חי') 140/89 דר נ' פ"ש חיפה, מסים 4/ד, עמ' ה-116.
9. ע"א 479/89 המוטון הקופטי נ' חלמיש – חברה ממשלתית עירונית לשיקום הדיור בתל-אביב יפו בע"מ, פ"ד מ"ו (3) 843.
10. ע"א 719/70 ויסלר נ' פ"ש רחובות פד"א ב 732.
11. בג"צ 279/51 ת.ה. אמסטרדם ואח' נ' שר האוצר ואח', פ"ד י 945.
12. ע"א 151/76 החברה המאוחדת לתיירות בע"מ נ' טיל תורס בע"מ, פ"ד לב (1) 387.
13. ע"א 222/81 חננאל ואח' נ' מוסנובסקי, פ"ד לז (4) 471.
14. עמ"ה 138/87 טמבור בע"מ נ' פ"ש חיפה, פד"א טז 351.
15. ע"א 606/73 ירדניה חברה לביטוח בע"מ נ' אחים עופר (הולדינגס) בע"מ ואח', פ"ד ל (1) 29.
16. ע"א 667/76 ל. גליקמן בע"מ ואח' נ' א.מ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ, פ"ד לב (2) 281.
17. עמ"ה (ת"א) 14/91 לבנה ואח' נ' פ"ש חדרה, מסים ז/1, עמ' ה-130.
18. ע"פ 620/75 מ"י נ' קריב ואח', פ"ד לא (3) 589.
19. ע"ש (ת"א) 739/84 מילצקי ובניו חברה קבלנית בע"מ ואח' נ' מנהל המכס ומע"מ נתניה, מסים א/1, עמ' ה-40.
20. ע"א 31/64 מנורה חברה לאחריות ולביטוח משנה בע"מ נ' מנהל המכס והבלו, פ"ד יח (1) 663.
21. ע"א 263/70 מפעלי מוסיקה ישראלים (איי.מ.א.י.) בע"מ נ' פשמ"ג, פד"א ד 169.
22. ע"א 265/80 נוביץ נ' ליבוביץ, פ"ד לו (1) 537.
23. עמ"ה (ת"א) 133/76 סריגי ארצי בע"מ נ' פ"ש ת"א 5, פד"א ט 272.
24. עמ"ה (ת"א) 54/89 עיט ציוד צבאי לייצוא בע"מ נ' פשמ"ג, מסים ה/6, עמ' ה-9.
25. ע"א 118/83 עמר ואח' נ' מינהל מקרקעי ישראל, פ"ד לט (1) 693.
26. ע"א 4125/90 ענבר נ' פ"ש גוש-דן, פ"ד מח (2) 383.
27. ע"א 508/78 פ"ש נ' גלרט ואח', פד"א י 71.
28. ע"א 571/84 פ"ש חיפה נ' רז, פ"ד מא (4) 85.

29. ע"א 112/62 פ"ש ת"א נ' פרל אשורנס קומפני לימיטר, פ"ד טז (2) 1528.
30. עמ"ה 494/87 קבוצת השומרים ואח' נ' פשמ"ג, פד"א כרך כ חוב' 13 עמ' 403.
31. ע"א 817/79 קוסוי ואח' נ' בנק יל. פויכטונגר בע"מ ואח', פ"ד לח (3) 253.
32. ע"א 486/69 קמחי נ' בנק יל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד כד (1) 527.
33. המ' (ת"א) 1623/93 קסריה גלנויט תעשיות בע"מ (בכינס נכסים ובפירוק) נ' שפירא ואח' דינים-מחוזי ת"א כרך כו (5) 226.
34. רע"א 8522/96 רוכורגר רוטמנטש חברה לבניין והשקעות בע"מ נ' פ"ש ת"א 1, פד"א כה 323.
35. ע"א 226/85 שאשא חברה לניירות ערך והשקעות בע"מ נ' בנק "אדנים" למשכנתאות והלוואות בע"מ, פ"ד מב (1) 14.
36. ע"א 30/64 תוצרת מזון א"י בע"מ נ' מנהל המכס והבלו, פ"ד יח (4) 85.

פסקי דין בריטיים

1. **Acatos & Hutcheson plc V. Watson** (1995), 1 Bclc 218, Bcc 446.
2. **Ammonia Soda Co. V. Chamberlain** (1918) 1 Ch. 266.
3. **Aveling Barford Ltd. V. Perion and others** (1989), Bclc 626, Bcc 677.
4. **Dimbula valley (Ceylon) Tea Co. V. Laurie** (1961) Ch. 353.
5. **Drown V. Gaumont-British Picture Corporation** (1937) Ch. 402.
6. **Lee V. Neuchatel Asphalte Co.** (1889) 41 Ch. D.1, 21 (C.A.)
7. **Shearer (HM Inseetor of Taxes) V. Bercain Ltd** (1980) 3 All ER 295, 53 TC 698.
8. **Trevor V. Whitworth** (1887) 12 A.C. 409 (H.L.)
9. **Verner V. General & Commercial Investment Trust** (1894) 2 Ch.239.
10. **Westburn Sugar Refineries V. I.R.C** (1960) S.T.L. 297. (סקוטלנד)

פסקי דין אמריקאים

1. **Allied Supermarkets Inc. V. Grocers Dairy Co.** 206 N.W. 2d 490, 493 (Mich. App. 1973), aff'd, 219 N.W. 2d 55 (Mich, 1974).
2. **Baxter V. Lancer Indus (NY. 1963)** 213 F. Supp. 92, 324 F. 2d 286 (U.S. App.)
3. **Berks Broadcasting Co. V. Craumer**, 52 A 2d 571, 573-74 (Pa.1947)
4. **Black & Decker Corp. V. American Standard Inc.**, 682F. Supp. 772, 777 (D, Del., 1988).
5. **Buckhead America Corp.**, 178 B.R 956 (D. Del. 1994).
6. **Fulweiler V. Spruance**, 222 A. 2d 555, 559 (Del. 1966)
7. **Gallatin V. shannon**, 93 p. 2d 953, 955 (Mont. 1939).
8. **Liese V. Jupiter (Del. 1968)** 241 A. 2d, 492.
9. **Mindenberg V. Carmel Film Prod.**, 132 Cal. App 2d 598, 282 p. 2d 1024, 1030 (1955).
10. **Speier V. United States**, 9F. Supp. 1020, 1023 (Ct.Cl, 1935)
11. **Stephenson V. Plastics Corp. of America**, 150 N.W. 2d 668, 676 (Minn. 1967).
12. **Wittenberg V. Federal Minning & Smelting Co.**, 133 A.48, 50 (Del. Ch. 1926).

מקורות אחרים

1. Aharony, J. and Swary, I., "Quarterly dividend and earnings announcements and stockholder returns: An empirical analysis", *Journal of Finance* 35, No. 14, March 1980, p.1-12.
2. Aharony, J. and Dotan, A., "Regular dividend announcements and future unexpected earnings: An empirical analysis", *Financial Review* 29(1), Feb. 1994, p. 125-151.
3. AICPA, *Accounting Trends and Techniques*, 1996
4. Akerlof, G.A., "The market for 'Lemons': Quality uncertainty and the market mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, Iss.3, August 1970, p. 488-500
5. Ambarish, R.; John k. and Williams, J., "Efficient signalling with dividends and investments", *Working Paper*, New York University, May 1986.
6. Ang, J.S., "Do dividends matter? A review of corporate dividend theories and evidence", *Salomon Brothers*, 1987.
7. Anson, M.J., "The stock dividend puzzle", *Working Paper (Dis)*, Columbia University, 1986.
8. Asquith, P. and Mullins, D.W., "The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth", *Journal of Business* 56, January 1983, p. 77-96.
9. Asquith, p. and Mullins D.W., "Signaling with dividends, stock repurchases and equity issues", *Financial Management* 15, Autumn 1986.
10. Auerbach A., "Taxes, firm financial policy, and the cost of capital: An empirical analysis", *Journal of Public Economics* 23, 1984, p. 27-57.
11. Auerbach, A., "Share valuation and corporate equity policy", *Journal of Public Economics* 11, June 1979a, p. 291-305.
12. Auerbach, A., "Wealth maximization and the cost of capital", *Quarterly Journal of Economics* 93, August 1979b, p.433-446.
13. Bagwell, L.S. and Shoven J.B., "Cash distributions to shareholders", *Journal of Economic Perspectives* 3, Summer 1989, p. 129-140.
14. Bali, R. and Hite, G.L., "Ex-dividend day stock price behavior: Discreteness or tax-induced clientele?", *Journal of Financial Economics* 47(2), Feb. 1998, p. 127-159.
15. Bar-Yosef, S. and Huffman, L., "The information extent of dividends: A signaling approach", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, March 1986, p. 47-59.
16. Barclay, M.J., "Dividends, taxes and common stock prices: The ex-dividend day behavior of common stock prices before the income tax", *Journal of Financial Economics* 19, 1987, p. 31-43.
17. Battacharya, S., "Imperfect information, dividend policy and the 'bird in the hand' fallacy", *The Bell Journal of Economics* 10, No. 1, Spring 1979, p. 259-270.
18. Begley, J., "Debt covenants and accounting choice", *Journal of Accounting and Economics* 12, 1990, p. 125-139.

19. Bernard, V.L., Healy, P.M. and Palepu, K.G., *Business Analysis and Valuation*, South-Western Publishing co. Cincinnati, Ohio, 1996.
20. Black, B., *Corporate Dividends and Stock Repurchases*, Clark-Boardman -Callaghan, 1996.
21. Black, F., "The dividend puzzle", *Journal of Portfolio Management* 2, Winter 1976, p.72-77.
22. Black, F. and Scholes, M. "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy* 81, 1973, p. 637-654.
23. Black, F. and Scholes M., "The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns", *Journal of Financial Economics* 1, May 1974, p. 1-22.
24. Brennan, M., "Taxes, market valuation and corporate financial policy", *National Tax Journal* 23, December 1970, p. 417-427.
25. Brickley, J.A., "Shareholders' wealth, information signaling and the specially designated dividend: An empirical study", *Journal of Financial Economics* 12, August 1983, P. 187-210.
26. Choi, D. and Chen, S., "The differential information conveyed by share repurchase tender offers and dividend increases", *Journal of Financial Research* 20(4), Winter 1997, p. 529-543.
27. Chottiner, S. and Young, A., "A test of the AICPA differentiation between stock dividends and stock splits", *Journal of Accounting Research*, 1971, p. 367-374.
28. Copeland and Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, 1988.
29. Daley, L.A. and Vigeland, R.L., "The effect of debt covenants and political costs on the choice of accounting methods: The case for R&D costs", *Journal of Accounting and Economics* 5(3), December 1983, p. 195-211.
30. DeAngelo, H. and DeAngelo, L., "Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms", *Journal of Finance* 45(5), December 1990, p. 1415-1431.
31. DeAngelo, H. and Masulis, R.W., "Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation", *Journal of Finance* 35, May 1980, p. 453-464.
32. DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D., "Dividends and losses", *Journal of Finance* 47(5), December 1992, p. 1837-1863.
33. DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D., "Accounting choice in troubled companies", *Journal of Accounting and Economics* 17(1-2), January 1994, p. 113-143.
34. DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D., "Reversal of fortune: Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth", *Journal of Financial Economics* 40 (3), March 1996, p. 341-371.
35. Deloitte and Touch, *Professors' Handbook*, 1990.
36. Dempsey, S. and Laber, G., "Effects of agency and transaction costs on dividend payout ratios: Further evidence of the agency-transaction cost hypothesis", *Journal of Financial Research* 15(4), Winter 1992, p. 317-321.

37. Dielman, T. and Oppenheimer, H., "An examination of investor behavior during periods of large dividend changes", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19, June 1984, p. 197-216.
38. Easterbrook, F.H., "Two agency-cost explanations of dividends", *American Economic Review* 74, September 1984, p. 650-659.
39. Erickson, M. and Edward, M., "Implicit taxes on high dividend yield stocks", *The Accounting Review*, December 1998.
40. Fama, E., "The empirical relationships between the dividend and investment decisions of firms", *American Economic Review* 64, June 1974, p. 304-318.
41. Fama, E. and Babiak, H., "Dividend policy: An empirical analysis", *Journal of the American Statistical Association* 63, December 1968, p. 1132-1161.
42. Fama, E. and French, K.R., "Taxes, Financing decisions, and firm value", *Journal of Finance* 53(3), 1998, p. 819-843.
43. Fama, E. and Jensen M., "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics* 26, June 1983a, p. 301-325
44. Fama, E. and Jensen.M., "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics* 26, June 1983b, p. 327-349.
45. Fama, E., Fisher, M., Jensen, M. and Roll, R., "The adjustment of stock prices to new information", *International Economic Review*, Feb. 1969, p. 1-21.
46. FASB, *Original Pronouncements*, 1996.
47. Fields, L.P. and Wilkins, M., "An empirical investigation of stock dividends in kind", *Journal of Financial Research* 19(1), Spring 1996, p. 105-119.
48. Ghosh, D.K., *New Advances in Financial Economics*, 1995.
49. Gordon, M.J., "Dividends, earnings and stock prices", *Review of Economics and Statistics* 41, May 1959, p.99-105.
50. Gordon M.J. and Brigham E.F., "Leverage, dividend policy, and the cost of capital", *Journal of Finance* 23, March 1968, p. 85-103.
51. Gordon, M.J. and Shapiro, E., "Capital equipment analysis: The required rate of profit", *Management Science* 3, October 1956, p. 102-110
52. Gordon, R. and Bradford, D., "Taxation and the stock market valuation of capital gains and dividends", *Journal of Public Economics* 14, October 1980, p. 109-136.
53. Gower's *Principles of Modern Company Law*, 6th E., Paul L. Davies, editor, 1997.
54. Hall, S., "Dividend restrictions and accounting choices", *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 9(3), 1994, p.447-463.
55. Harris T.S., and Kemsley D., "Dividend and capital gains taxation in firm valuation:New evidence", *Working Paper*, Columbia University, Sep. 1997.

56. Harris, T.S., Hubbard, G.R. and Kemsley, D., "Are dividend taxes and tax imputation credits capitalized in share values?", *Working Paper*, Columbia University, November 1997.
57. Healy, P.M. and Palepu, K.G., "Earnings Information conveyed by dividend initiations and omissions", *Journal of Financial Economics* 21, March 1988, p.149-175.
58. Healy P.M. and Palepu, K.G., "Effectiveness of accounting-based covenants", *Journal of Accounting and Economics*, January 1990, p.97-123.
59. IASC, *Framework for the preparation and presentation of financial statements*.
60. IASC, *International Accounting Standards Guide*, 1996.
61. IP, Y. and Ho, P., "Dividend policy in Hong Kong", *The Securities Bulletin of stock exchange of Hong Kong* 36, April 1989, p. 32-35.
62. Jensen, G. and Johnson, R., "The dynamics of corporate dividend reductions", *Financial Management* 24(4), Winter 1995, p.31-51.
63. Jensen M.C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review* 76, May 1986, p. 323-329.
64. Jensen, M.C. and Meckling, W.H., "The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, Oct. 1976, p. 305-360.
65. John, K. and Williams J., "Dividends, retention and taxes: A signaling equilibrium", *Journal of Finance* 40, September 1985, p. 1053-1070.
66. Judy, D. and Peter, T., "Accounting Aspects:Room for improvements?", *Accountancy*, June 1994, p.129-133.
67. Kalay, A., "Signaling, information content, and the reluctance to cut dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Nov. 1980, p.855-870.
68. Kalay A., "Stockholders-bondholders conflict and dividend constraints", *Journal of Financial Economics* 10, July 1982, p.211-233.
69. Kalay, A. and Loewenstein, U., "The informational content of the timing of dividend announcements", *Journal of Financial Economics* 16, July 1986, p.373-388.
70. Kane, A., Lee, Y. and Marcus, A., "Earnings and dividend announcements: Is there a corroboration effect?", *Journal of Finance* 39, September 1984, p. 1091-1101.
71. Kieso, D.E. and Weygandt, J., *Intermediate Accounting*, Wiley, New York, 9thEd., 1997.
72. KPMG, *Generally Accepted Accounting practice in the United Kingdom*, 1996.
73. Lang, L.H., and Litzenberger, R.H., "Dividend Announcements, cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis", *Journal of Financial Economics* 24, 1989, p.181-191.
74. Lasfer, M. A., "Ex-day behavior: tax or short-term trading effects", *Journal of Finance* 50, July 1995, p. 875-897.
75. Leftwich, R. and Zmijewskg, M., "Contemporaneous announcements of dividends and

- earnings", *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 9(4), Fall 1994, p.725-762.
76. Leland, H.E. and Pyle, D.H., "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *Journal of Finance* 32, May 1971, p. 371-388.
77. Lintner, J., "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes", *American Economic Review* 46, May 1956, p. 97-113.
78. Lintner, J., "Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations", *Review of Economics and Statistics*, 44 Aug. 1962, p.243-269
79. Liu, C. and Ho, L.J., "Open-market stock repurchase announcements and revaluation of prior accounting information", *The Accounting Review* 72(3), July 1997, p. 475-487.
80. Liu, Y.H., *Essays on dividend policy*, Working Paper (Dis.) Columbia University, 1997.
81. Masulis, R.W., "Stock repurchase by tender offer: An analysis of the causes of common stock price changes", *Journal of Finance* 35(2), May 1980, p.309-319.
82. Michaely, R., Thaler, R. and Womack, K., "Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift?", *Journal of Finance* 50(2), June 1995, p. 573-608.
83. Millar, M., "Split or dividend: Do the words really matter?" *The Accounting Review* 52, January 1977, p. 52-55.
84. Miller, M., "Debt and taxes", *Journal of Finance* 32, May 1977, p. 261-275.
85. Miller, M., "The informational content of dividends", in *Macroeconomics: Essays in Honor of Franco Modigliani* (Bosons, J., Dornbusch, R. and Fischer, S., eds.), *MIT Press*, 1986.
86. Miller, M. and Rock, K., "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of Finance* 40, Sept. 1985, p. 1031-1051.
87. Miller, M. and Scholes, M., "Dividends and taxes", *Journal of Financial Economics* 6, No.2, December 1978, p. 333-364
88. Miller, M. and Scholes, M., "Dividends and taxes: some empirical evidence", *Journal of Political Economy* 90, Dec. 1982, p. 1118-1141.
89. Miller, M. and Modigliani, F., "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business* 34, Dec 1961, p.411-433.
90. Moh'd, M., Perry, L. and Rimbey, J., "An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy", *Financial Review* 30(2), May 1995, p. 367-385.
91. Mohrman, M.B., "The use of fixed GAAP provisions in debt contracts", *Accounting Horizons*, September 1996, p.78-91.
92. Myers, S. and Majluf, "Stock issues and investment policy when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics* 13, June 1984, p. 187-221.
93. Nichols, W., "Semantics and capital market efficiency", *Journal of Business Research* 11, 1983, p.11-20.

94. OECD, *Taxing Profits in a Global Economy, Domestic and International Issues*, 1991.
95. Ofer, A.R., and Siegel, D.R., "Corporate financial policy, information and market expectations: an empirical investigation of dividends", *Journal of Finance* 42, September 1987, p.889-911.
96. Ohlson J., "Earnings, book value and dividends in security valuation", *Contemporary Accounting Research*, Spring 1995, p.661-688.
97. Patell, J.M. and Wolfson, M.H., "The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements", *Journal of Financial Economics* 13, No. 2, June 1984, p. 222-252.
98. Penman, S.H., "The predictive extent of earnings forecasts and dividends", *Journal of Finance* 38, September 1983, p. 1181-1199.
99. Pennington, *Company Law*, 5th'. Ed., 1985.
100. Pettit, R., "Taxes, transaction costs and the clientele effect of dividends", *Journal of Financial Economics* 5, December 1977, p. 419-436.
101. Posner, R.A. and Scott, K.E., *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Little, Brown, Boston, 1980.
102. Poterba, J.M. and Summers, L. H., "The economic effects of dividend taxation" in Altman, E. and Subrahmanyam, M., eds. *Recent Advances in Corporate Finance*. Homewood: R.D, Irwin, 1985.
103. Price Waterhouse, *Accounting Practice Guide Book*, 1993.
104. Ravid, S. and Sarig, O., "Financial signalling by committing to cash outflows", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26(2)., June 1991, p. 165-180.
105. Roberts, M.L., Samson, W.D., and Dugan M.T., "The stockholders' equity section: form without substance?", *Accounting Horizons*, December 1990, p.35-46.
106. Ross, S., "The determination of financial structure: the incentive signalling approach", *The Bell Journal of Economics* 8, No. 1, Spring 1977, p. 23-40.
107. Rozeff, M.S, "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios", *Journal of Financial Research* 5, Fall 1982, p. 249-259.
108. Schipper, K. and Smith, A., "Effects of recontracting on shareholders' wealth: The case of voluntary spin-offs", *Journal of Financial Economics* 12(4), December 1983, p. 437-467.
109. Scholes, M. and Wolfson, M., *Taxes and business strategy*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1992.
110. Spiegel, M., "A theory of the corporation: the dividend paradox", *Princeton Financial Research Center Memorandum* 64, Dec. 1985.
111. Stern, J., and Chew, D.H., *The Revolution in Corporate Finance*, Basil Blackwell, 1990.

112. "The Report of the Committee on Corporate Laws", *The Business Lawyer* 34, July 1979, p. 1867-1889.
113. Thomas, C., "The information content of quarterly dividend changes; professional adaption", *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 10(2), Spring 1995, p. 293-319.
114. Vermaelen, T., "Common stock repurchases and market signalling: An empirical study", *Journal of Financial Economics* 9(2), June 1981, p. 139-183.
115. Wainman, D., "*Company structures*", Sweet & Maxwell, London, 1995.
116. Watts, R., "The informational content of dividends", *Journal of Business* 46, April 1973, p. 191-211.
117. Watts, R., "Comments on the information content of dividends", *Journal of Business* 49, January 1976, p. 81-85.
118. Woolridge, J.R., "The information content of dividend changes", *Journal of Financial Research* 5, Fall 1982, p. 237-247.
119. Woolridge, J.R., "Dividend changes and security prices", *Journal of Finance* 38, Dec. 1983, p. 1607-1616.
120. Zodrow, G., "On the 'Traditional' and 'New' views of dividend taxation", *National Tax Journal*, December 1991, p. 497-509.

פירסומי מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות סדרת מחקרים יישומיים בחשבונאות

תשנ"ב

- נ"ב 1 היבטים חשבונאיים וכלכליים בהנפקות חבילה ובהנפקות לעובדים
פרופ' מנחם ברנר, פרופ' יצחק סוארי, אוקטובר 1991
- נ"ב 2 תהליך קבלת החלטות על ידי מבקר החשבונות בעסקים בהם קיימת אי ודאות לגבי המשך
קיומם כ"עסק חי"
פרופ' דן גבעולי, רו"ח צבי יוכמן, מרץ 1992
- נ"ב 3 "תלויות" – בחינה תאורטית ואמפירית של עקרונות המדידה והדיווח
ד"ר יוסי אהרוני, ד"ר אייל סולגניק, יוני 1992
- נ"ב 4 יישום "שיטת תזרים המזומנים" לחישוב הוצאות המימון הראליות – השלמת "החוליה החסרה"
בדו"חות המותאמים לאינפלציה
ד"ר אהוד סט, ספטמבר 1992
- נ"ב 5 ניתוח נורמטיבי של כללי הדיווח הכספי בעסקאות של מכשירים פיננסיים עתידיים
ד"ר יוסי בכר, פרופ' נחום מלומד, דצמבר 1992

תשנ"ג

- נ"ג 1 שינויים חשבונאיים
פרופ' יצחק סוארי, רו"ח רויטל אבירם, פברואר 1993
- נ"ג 2 חיזוי קשיים פיננסיים של חברות ציבוריות על פי נתונים חשבונאיים מותאמים ונומינליים
פרופ' אלי אופק, רו"ח דניאל ורקר, מרץ 1993
- נ"ג 3 פיתוח כלים תומכי החלטה לתימחור והמחרה בסביבת היצור המודרנית
ד"ר יורם עדן, ד"ר בועז רונן, ד"ר ישי ספקטור, דצמבר 1993
- נ"ג 4 הטיפול החשבונאי ברכישת נכסים וחברות בתמורה להנפקת מניות
פרופ' ניסים ארניה, רו"ח שלומי ברטוב, דצמבר 1993
- נ"ג 5 דיווח כספי במחירי שוק
ד"ר יוסי בכר, פרופ' נחום מלומד, דצמבר 1993

תשנ"ד

- נ"ד 1 מידע וולונטרי בשוק ההון הישראלי
פרופ' ברוך לב, רו"ח רן זילברמן, רו"ח רון קשניק, יולי 1994

- נ"ד 2 הטיפול החשבונאי במגזרים
 ר"ח ניר זיכלינסקי, ר"ח דורון דבי, אוקטובר 1994
- נ"ד 3 חשבונאות פנסיה והטבות לעובדים לאחר פרישתם
 ד"ר אלי אמיר, ד"ר אמיר זיו, נובמבר 1994
- נ"ד 4 ההשפעות של גורמי סיכון והחלקת רווחים על שיעורי הפרשות לחובות מסופקים של הבנקים
 המסחריים בישראל
 ר"ח שילה ליפשיץ, נובמבר 1994
- נ"ד 5 הכללת מדדי ביצוע (יעילות, איכות) בדו"חות כספיים תקופתיים של מלכ"רים (בתי חולים)
 ר"ח חיים אשהיים, דצמבר 1994

תשנ"ה

- נ"ה 1 היבטים אסטרטגיים וטקטיים בתהליכי המחרה וקבלת החלטות בסביבה מוגבלת משאבים
 ד"ר יורם עדן, פרופ' בועז רונן, פברואר 1995
- נ"ה 2 עקרון המהותיות בדיווח הפיננסי – היבטים תאורטיים ואמפיריים
 ד"ר יוסי אהרוני, ד"ר עמיהוד דותן, ד"ר אייל סולגניק, נובמבר 1995
- נ"ה 3 הטיפול החשבונאי במכירת הלוואות
 ר"ח שילה ליפשיץ, נובמבר 1995
- נ"ה 4 סוגיות בהחזקת מניות חברה על ידה או על ידי חברה בת שלה
 פרופ' יצחק סוארי, ר"ח אורי כהן, דצמבר 1995
- נ"ה 5 ירידת ערך נכסים
 ר"ח דורון דבי, ר"ח ניר זיכלינסקי, דצמבר 1995

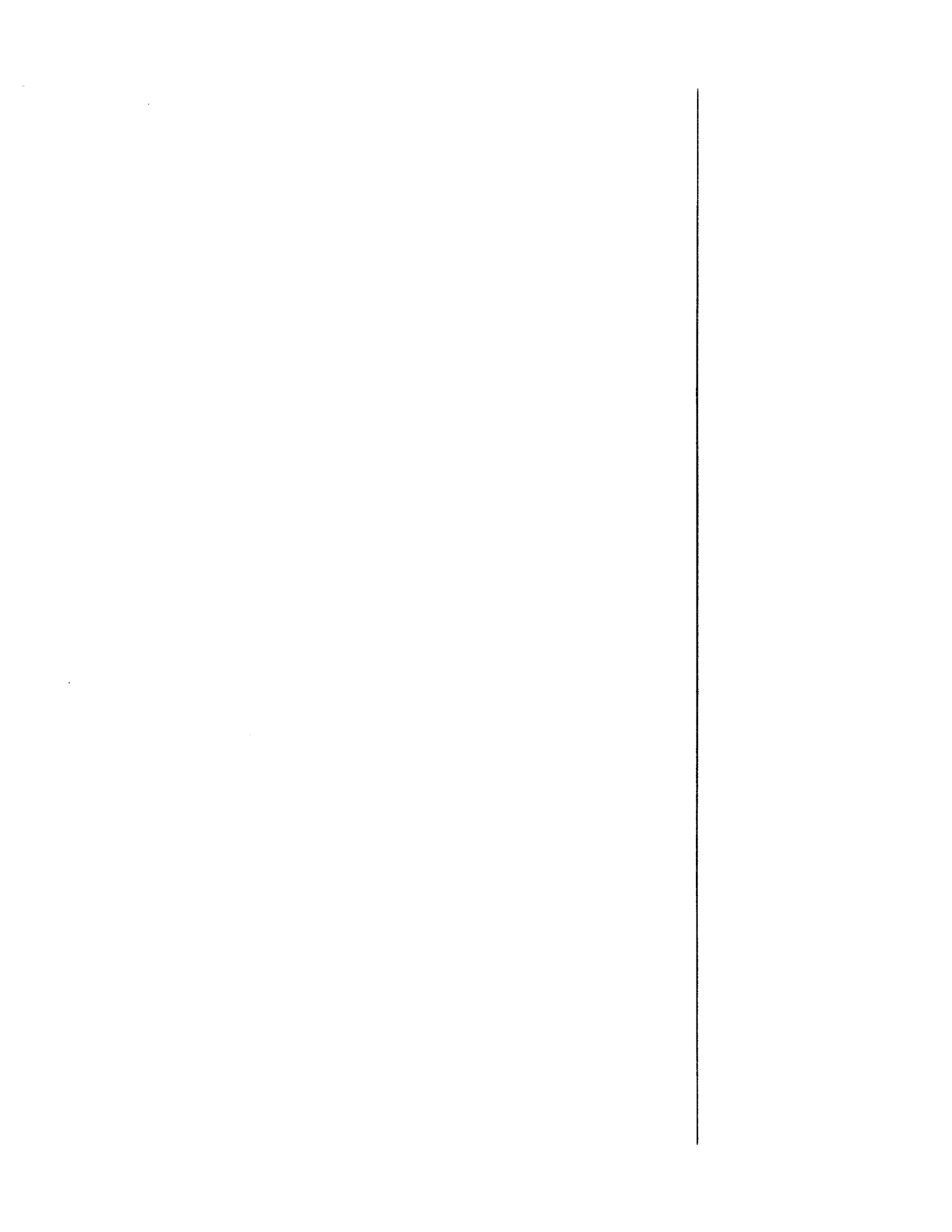
תשנ"ו

- נ"ו 1 היבטים כלכליים, חשבונאיים ומשפטיים בחבויות סביביות
 ר"ח משה ברקת (בן-לולו), פרופ' יצחק סוארי, ר"ח נחום שויצק, יולי 1996
- נ"ו 2 היבטים של עסקאות מכירה בחסר
 פרופ' דן גלאי, ר"ח רויטל אבירם, אוגוסט 1996
- נ"ו 3 הקשר שבין שיפור תפעולי לבין חשיפה חשבונאית
 ד"ר יורם עדן, פרופ' בועז רונן, דצמבר 1996
- נ"ו 4 עיון מחדש בחשבונאות על בסיס השווי המאזני
 ר"ח אורי כהן, פרופ' יצחק סוארי, ד"ר אייל סולגניק, דצמבר 1996
- נ"ו 5 ייחוס מסים בחשבונאות
 ד"ר אלי אמיר, דצמבר 1996

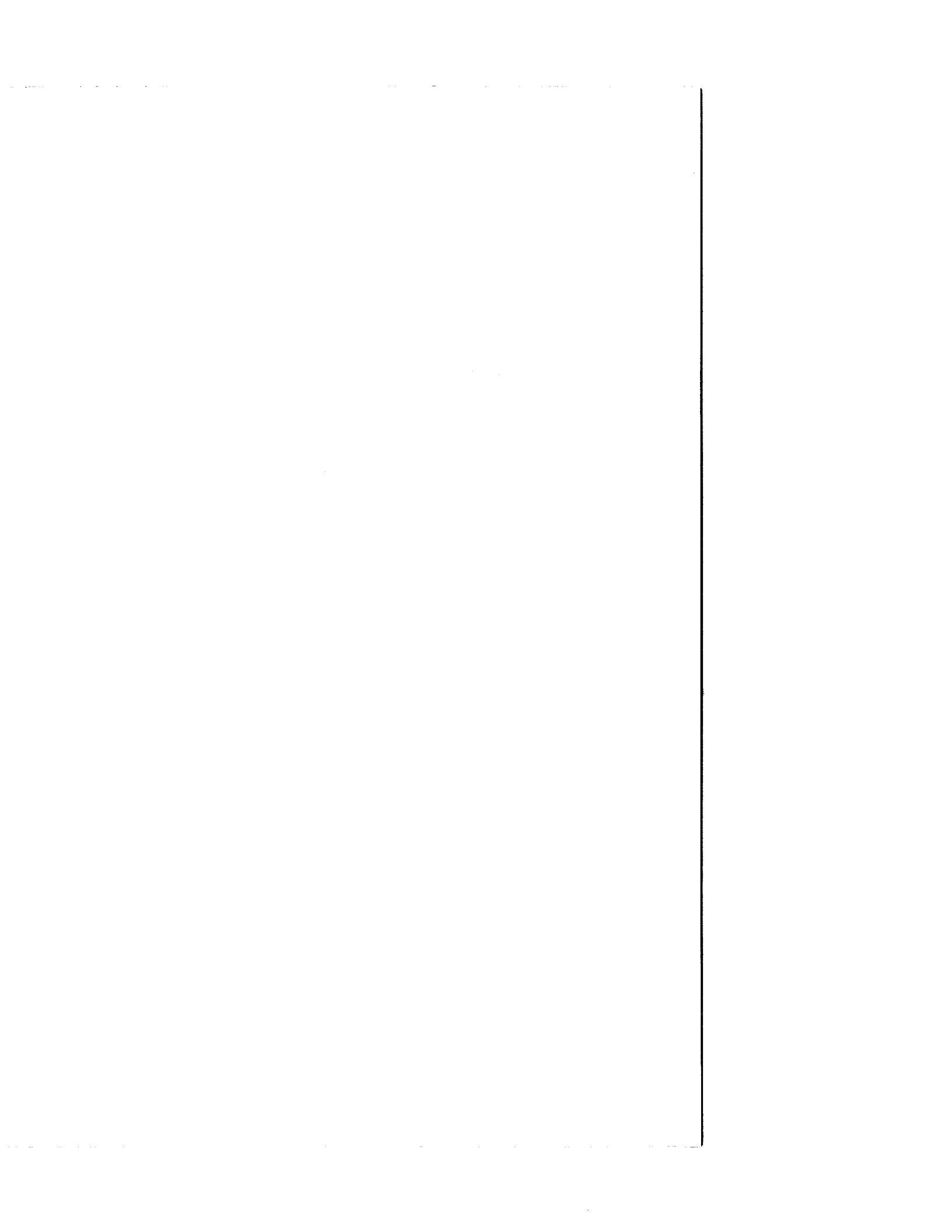
תשנ"ז-תשנ"ח

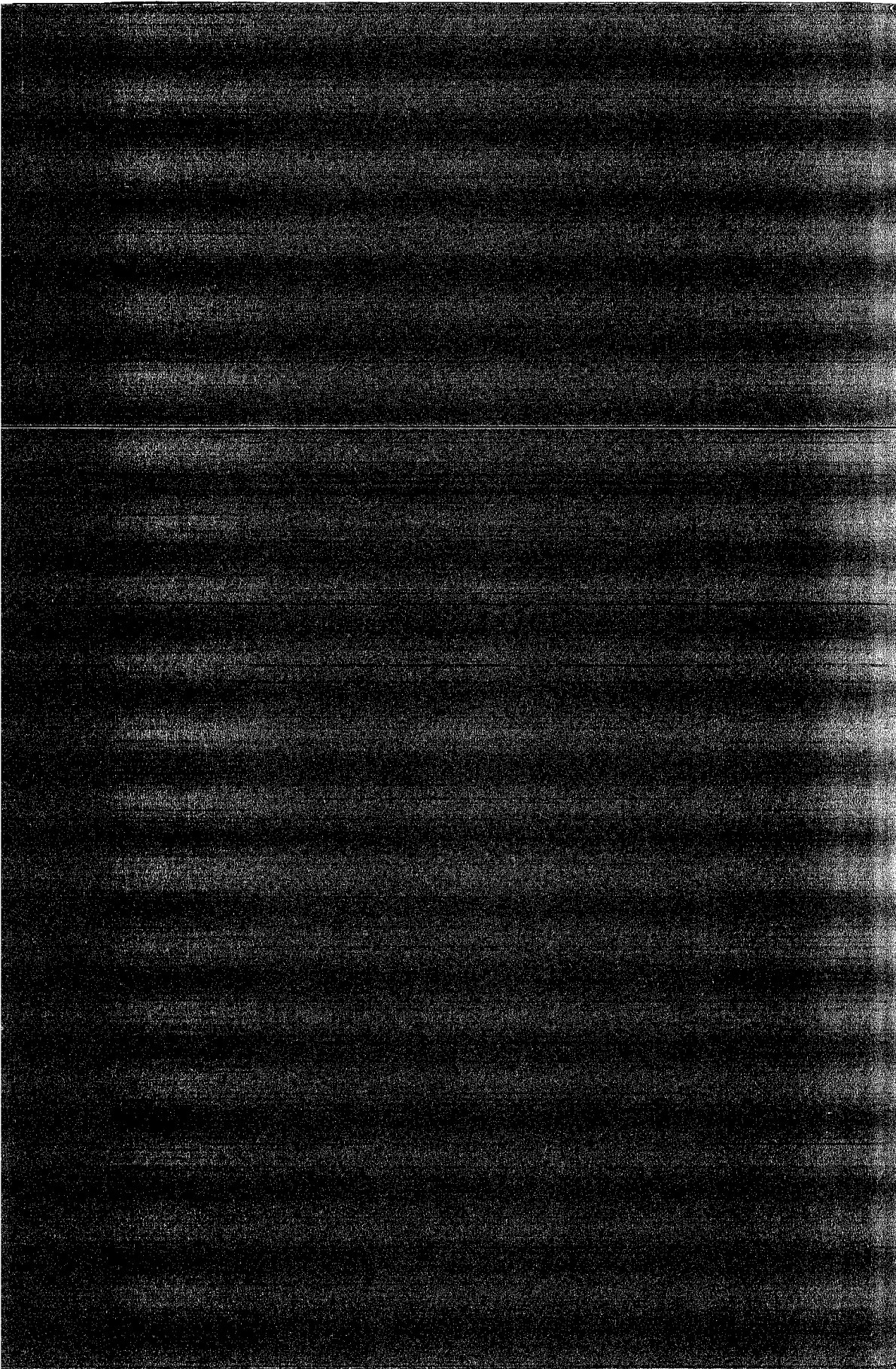
- נ"ז-נ"ח 1 ראייה משחקית של הדיווח הכספי
פרופ' ניסים ארניה, רו"ח אהוד ימפולר, מרץ 1998
- נ"ז-נ"ח 2 מדדי רווחיות חשבונאיים ותשואות על מניות בשוק ההון בישראל: בחינה אמפירית
פרופ' אמיר ברנע, ד"ר שמואל האוזר, ד"ר אייל סולגניק, מר אבי שכטר, נורץ 1998
- נ"ז-נ"ח 3 הטיפול החשבונאי בעלויות פרסום
פרופ' יוסי אהרוני, רו"ח ניר יהודה, דצמבר 1998
- נ"ז-נ"ח 4 הבקרה בחברות באמצעות הדמ"צ, הדח"צ (דירקטור חיצוני) ואחריותם
המיוחדת לדוחות הכספיים של החברה
פרופ' יוסף הרוס, דצמבר 1998
- נ"ז-נ"ח 5 היבטים בחלוקת דיבידנד
פרופ' יצחק סוארי, רו"ח משה ברקת, פרופ' דן גבעולי, מאי 1999











Small, illegible text or markings located at the bottom left corner of the page.