

„מימון דק“, הרמת המסך והגבלת האחריות בדיני חברות

אוריאל פרוקצ'יה *

א. הצגת הבעיה

אירוע מס' 1. ראובן הינו הבעלים של צי מכונות המשמשות לו לצרכי עסקו. לימים מחליט ראובן לרשום מספר חברות השווה למספר המכונות שברשותו, ולהעביר לבעלותה של כל חברה מכונת אחת. מנייתיהן של כל החברות מרוכזות בידי ראובן. כל חברה שוכרת את שירותיו של נהג המפעיל עבורה את המכונת שבבעלותה. עקב מעשה רשלנות של אחד הנהגים סטה מכונתו מן הכביש ומתנגשת בחזית חנותו של שמעון. החנות נהרסת כליל והמלאי המוצג בה לראווה מתנפץ לרסיסים. מהי תרופתו של שמעון? פשיטא שהוא רשאי להיפרע הן מן הנהג והן מן החברה המעסיקה אותו את מלוא נזקו. אך אם נכסיהם של שני הנתבעים האלה אינם מספיקים כדי לכסות את הנזק, עלול שמעון לצאת נידיו על ראשו. לכאורה, נכסיו הפרטיים של ראובן ונכסיהן של החברות האחרות שבבעלותו חסינים מפני תביעתו האפשרית של שמעון. אם כך הוא הדבר, הצליח ראובן, באמצעות צורת הארגון המתוחכמת של עסקו, לבודד את עצמו ואת רכושו מפני תביעותיהם האפשריות של נושיו.¹

אירוע מס' 2. לוי מחליט לפתוח בעסק של סדיקת, שיגוהל בצורה מאוגדת. מאחר שאינו חפץ להשקיע בפירמה אמצעים כספיים משל עצמו, מממן לוי את פתיחת העסק מתוך הלוואות, ומסתפק בהקצאת מניות בסכום נומינלי לעצמו. מיד בחודשים הראשונים לפתיחת העסק הל משבר עוגתי בענף הסדיקת והעסק סובל הפסדים. כתוצאה ישירה מהפסדים אלה עולה סכום חובותיו של העסק על שווי נכסיו והחברה נאלצת להיכנס להליכי פירוק. בהליכים אלה נוכחים הנושים לדעת שלא יוכלו להיפרע את כספם בחזרה: נכסיו העסק אינם מספיקים לכיסוי התחייבויותיו, בעוד שנכסיו הפרטיים של לוי אינם, לכאורה, חשופים לתביעות הנושים. גם כאן הצליח לוי לארגן את עסקו בצורה כזו המגוללת את נטל הסיכון הנובע מהפסדים על שכמם של נושיו הפירמה.²

* מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית.

¹ סיטואציה מעין זו התעוררה במספר פרשות אמריקאיות. ראה, למשל, *Berkey v. Third Avenue Ry. Co.* 244 N.Y. 84; 155 N.E. 58 (1926); *Walkovskyy v. Carlton*, 18 N.Y. 2d 414; 276 N.Y.S. 2d 585; 223 N.E. 2d 6 (1966).

² בשני פסקי דין אלה קבעו שופטי הרוב, כנגד דעות מיעוט מגומקות היטב, כי אחריותן של החברות מוגבלת לרכוש המזערי שבבעלותן הפורמלית, ואין להרים את מסך ההתאגדות אל יתר החברות שבאשכול או אל האנשים הפיסיים המושכים בחוטים מאחורי הקלעים. ואולם היו גם פסקי דין לסתור, ולאו דווקא בסיטואציה בה חולק צי רכב בין חברות רבות באשכול. ראה, למשל: *Minton v. Cavaney* 15 Cal. Reprtr. 641; 56 Cal. 2d 576; 364 P. 2d 473 (1961). *Contra: Bartle v. Home Owners Cooperative, Inc.* 309 N.Y. 103; 127 N.E. ed. 832 (1955).

³ בפרשה אחת פעלה שותפות בהשקעה כוללת של שותפיה בסך 51,000 דולר. בשנה

מהו המשותף לשני האירועים? המשותף הוא שבשני המקרים נמנע בעל העסק מלהשקיע סכום כסף מספיק בהונה העצמי של החברה, ומכאן ששילל מנושית הפוטנציאליים מעין „כרית בטחון“ להבטחת חובם. בשני המקרים די היה בשלשלת אירועים בלתי יוצאת דופן אחת שהסבה לחברה הפסדים, בכדי להותיר את הנושים ללא סעד אפקטיבי להחזרת חובם. באירוע הראשון נבע הדבר מכך שחברה שעיסוקה עתיר סיכונים לא היתה „מרופדת“ בנכסים (ובמיוחד נכסים נוילים) בכמות מספקת לכיסוי ההפסדים הצפויים מסיכונים אלה. באירוע השני אפשר שרכושה של החברה אמנם היה מספיק לכיסוי הנזקים האינהרנטיים לעסקיה הרגי-לים, ואולם רכוש זה לא הושקע בחברה על ידי בעליה מתוך כספם הם, כי אם נרכש בכספי הלוואות. מכאן שכבר בתחילת דרכה היתה החברה עמוסה הלוואות לעיפה, כך שדי היה בתוספת חבויות קטנה יחסית, כדי לעשותה הדלת פרעון (insolvent).

לתופעה המאופיינת על ידי האירועים הנ"ל אקרא ברשימה זו „מימון דק“ (thin capitalization). מימון דק הינו, אם כן, מצב, בו התון העצמי שהושקע בחברה (או, לחלופין: סך הכל נכסיה פחות סך הכל התחייבויותיה בתאריך הפתיחה בעסקים) איננו מספיק לכיסוי החיובים העלולים לצמוח, בדרך העסקים הרגילה, מניהולו של העסק.

מימונה הדק של חברה פוגע ביכולתם של הנושים לבוא על סיפוקם אם ורק אם נותנת שיטת המשפט תוקף מלא, בהקשר זה, לשתי דוקטרינות עיקריות בתורת החברות: אישיותה המשפטית הנפרדת של החברה ועקרון הגבלת האחריות. אם ובמידה ששיטת המשפט מוכנה להתעלם מקיום אישיותה המשפטית הנפרדת של החברה ולהרים את מסך ההתאגדות בסיטואציה של מימון דק, לא יפגע המימון הדק בנושי החברה. כל מה שלא יצליחו להיפרע מן החברה עצמה יוכלו להיפרע מבעלי מניותיה, כך שצורתו המיוחדת של מימון החברה לא תעמוד עוד לרועץ לנושים. גם אם תוכר אישיותה המשפטית הנפרדת של החברה יוכלו הנושים לבוא על סיפוקם, אם יוכר חריג לתורת האחריות המוגבלת של בעלי המניות. כך, אם הללו אחראים במקרים של מימון דק לחובותיה של החברה ללא הגבלה, יוסר העוקץ מצורת המימון המיוחדת, והנושים יבואו על סיפוקם.

אכן, הושמעו קולות המתריעים כנגד הלותן של שתי דוקטרינות אלה, הפרדת האישיות המשפטית והגבלת האחריות, במקרה של מימון דק.³ המלומד Otto Kahn-Freund כינה את הלכות של בית הלורדים בפרשת

פלונית הגיעו מכירותיה של הפירמה לסכום גבי של קרוב ל-400,000 דולר, ואילו הפסדיה — לסך 22,000 דולר. השותפים החליטו להתאגד בחברה. הון מניותיה של החברה נקבע כ-6,000 דולר בלבד, בעוד יתרת התמורה בעד העברת העסק מן השותפים לחברה שולמה בניירות חוב. כששקעה החברה סרב בית המשפט לחת תוקף לחובות החברה לחבריה ופסק שאין להכיר בהם כחובות בני הוכחה בפשיטת רגל: *Costello v. Fazio* 256 F. 2d 903 (1958).

ראה באופן כללי: W. Fuller "The Incorporated Individual: A Study of the One-Man Company" 51 *Harv. L. Rev.* (1938) 1373; B.F. Cataldo "Limited Liability with One-Man Companies and Subsidiary Corporations" 18 *Law and Contemp. Problems* (1953) 473.

Salomon v. Salomon⁴ בכינוי "calamitous decision"⁵, באפשרה לבעל החברה להסתתר מאחורי מסך ההתאגדות בסיטואציה של מימון דק⁶. החרה החוק אחריו הסופר האמריקאי Hornstein, אשר קבע, אגב ניתוח פסיקה שענינה מימון דק: "The importance of these inadequate capitalization cases cannot be over-emphasized... It is improbable that the Supreme Court today would act as did the English House of Lords in 1897 in Salomon v. A. Salomon and Co. Ltd."

היו שהעדימו להשקיף על הבעיה באספקלריה של הגבלת האחריות. כך, צמד המהברים Jennings and Lattin כתבו:

"In order to obtain the privilege of limited liability, incorporators must contribute 'capital reasonably adequate' for the needs of the particular business. That is the quid pro quo exacted for limited liability."⁸

ואולם אלה הם קולות שמעבר לים. בית משפט ישראלי מעולם לא פסק כך, ושום סופר ישראלי טרם חקר את השאלה לעומקה⁹. גם הלכה אנגלית ברורה איננה בנמצא, כך שניתן להשקיף על הסוגיה בכללותה כעל קרקע בתולה בצד זה של האוקיינוס האטלנטי.

מטרתה של רשימה זו היא לברר את מהות התופעה של מימון דק, ובאילו נסיבות היא מצדיקה את הרמת מסך ההתאגדות או את הסרת ההגבלה על אחריותם האישית של בעלי המניות.

2. הנושאים לנימון דק

2.1. כללי

בפרק משנה 2.2 אסביר כיצד יכול לקרות שהיקף נכסיהן הכולל של חברות ישראליות רבות הוא מינימלי, ואיננו מספיק לכיסוי התחייבויותיו הצפויות של העסק. בפרק משנה 3.2 אנתח בהרחבה מהם הטעמים לכך שגם באותם מקרים בהם נכסי החברה הם משמעותיים בשווים, סביר להניח שחלק ניכר מהם נרכש

⁴ [1897] A.C. 22.

⁵ O. Kahn-Freund "Some Reflections on Company Law Reform" 7 *Mod. L. Rev.* (1944) 54.

⁶ עיקר ביקורתו של קהן-פריינד כזונה כנגד החלת הדוקטרינה של האישיות המשפטית הנפרדת, המסוככת על חבריה מפני סיכוני אחריותם האישית, בהקשר של חברות זעירות, כגון חברתו של אהרון סלומון.

⁷ G.D. Hornstein, *Corporation Law and Practice* (St. Paul 1959 Suppl., 1968) vol. 2, 751-759.

⁸ N.D. Lattin and R.W. Jennings, *Corporations* (Chicago 3d ed., 1959) 104. See also: N.D. Lattin, *Corporations* (Mineola 2d ed., 1971) 73-74.

⁹ בעבודת דוקטורט שפורסמה בנושא הרמת המסך זוכה הנושא של מימון דק באיזכור שטחי בלבד. מחברת העבודה מציינת כי אפשר שצורת מימון זו תצדיק את הרמת מסך ההתאגדות, ואולם הנושא טרם זכה לליבון פסיקתי כלשהו בארץ או באנגליה: ס' אוטולנגי, ההרמה של מסך ההתאגדות במשפט הישראלי, חיבור לשם קבלת התואר דוקטור למשפטים (תשכ"ז) 122-125.

בכספי הלוואות, (להבדיל מהון שהושקע על ידי החברים עצמם כחלקם במימון העסק) כך שדי בהפסדים קלים יחסית כדי להביא את העסק למצב של חדלות פרעון. לאחר שנעמוד בפרק זה על הטעמים למימון הדק, נוכל להסיק בפרק ג' להלן, על המסקנות המתבקשות מכך לגבי החלוקה (allocation) האופטימלית של הסיכונים הנובעים מן המימון הדק.

2.2. חברות עם היקף נכבים מינימלי

1.2.2. חברות עם מאזן קטן מלכתחילה

כל נהג המשתמש בדרך ציבורית הוא סכנה פוטנציאלית לציבור. הוא עלול לפגוע בזולת ולהסב לאחרים נזקי תאונות קשים. מאחר שלא לכל נהג אמצעים מספיקים לפצות את הנפגעים על נזקים אלה, מחייבות מירב שיטות המשפט את הנהגים להצטייד בביטוח אחריות מתאים, שתכליתו להעמיד לרשות הנפגע מאגר של נכסים שמתוכו יוכל להיפרע. באגלוגיה למצב זה ניתן להשקיף גם על החברה המסחרית. כל פירמה המתווספת למשק ופועלת בתוכו עלולה לפזר סיכונים על דרכם של הבאים אתה במגע. היא עלולה לבצע כלפיהם מעשי נזקים אורחיים, להפר את חוזה או שלא לפרוע את חיוביה האחרים המגיעים ממנה כדין. סביר לכן להניח ששיטת המשפט תחפוץ למצוא דרך להבטיח את יכולת הפרעון של חברות כאלה, פן תוטל מלוא המעמסה על הפרת חיוביהן על הזולת¹⁰. א. דרך אפשרית אחת להבטיח את יציבותן הפיננסית היא לדרוש כי לא תירשם חברה, או לא תורשה לפתוח בעסקים, אלא אם הושקע בה מטעם בעלי מניותיה סכום הון מינימלי הקבוע בחוק. דוגמאות לפתרונות מעין אלה ניתן למצוא בקונטיננטל האירופי. בצרפת מחייב החוק כי ההון המושקע בחברה בע"מ לא יפחת מסכום השווה ל-5,000 דולר בקרוב. לגבי חברות מן הסוג הקרוי „חברת מניות סחירות“ אין דרישת הון מינימלי, אך החוק מחייב כי לפחות 25% מן ההון שהוצא יהיה הלכה למעשה בפרע. בגרמניה מחייב החוק כי „חברת מניות סחירות“ לא תפתח בעסקים אלא אם הונה העצמי היה בסדר גודל של 100,000 מרק לפחות, בעוד ההון המינימלי במקרה של חברה בע"מ קטן הרבה יותר — 250 מרק. גם הקהילה האירופית המשותפת ניסחה באחת מועדותיה המשפטיות הצעה לפיה לא תירשם חברה אירופית ציבורית בהון שיפחת מ-5,000 דולר¹⁰. הקושי הוא, כמובן, שקביעת הון מינימלי בסכום גבוה מאד מקשה על כניסת פירמות חדשות ליצולם העסקים

¹⁰ יש לדרות על הסף את אפשרות חיובן של כל הפירמות במשק לבטח את עצמן מפני סיכונים אינסולבנטיות. למושג ביטוח החובה אופי פטרנליסטי מובהק. הוא כופה על פירמות פרטיות להגן על עצמן מפני סיכונים שהן מצידן היו מעדיפות להסתכן בהם. בכלכלה הפשית כשלנו יש הצדקה להתערבות ממשלתית מסוג זה רק במקרים יוצאי דופן, כגון ביטוח אחריות לגזקי גוף, בהם אי קיומו של הביטוח עלול ליצור בעיה סוציאלית קשה מבחינתו של קורבן התאונה. אמנם גם ביטוח נזקי אינסולבנטיות עשוי להשיג תוצאה רצויה של פיזור הנזק. אולם בהברה שאינה חפצה, ואף אינה יכולה, לפזר את כל הנזקים המתהוללים בה, קשה להעמיד את נזקי האינסולבנטיות בראש סולם העדיפויות.

¹⁰ ראה האסמכתאות המצוטטות אצל: A.F. Conard, *Corporations in Perspective* (Mineola 1976) 309 et seq.

בעוד שסכום מינימלי קטן יותר אינו משיג את התוצאה הנכספת של הגנה על הציבור. הבא במגע עם החברה. מטעם זה בוטלו במרבית המדינות בארצות הברית הדרישות הסטטוטוריות להון מינימלי, ובאותן מדינות בהן קיימת דרישה כזו, הדרישה היא כה מינימליסטית עד כדי שאינה משמעותית.¹¹

החוק האנגלי אינו דורש כל דרישת מינימום בנוגע למימון חברות. אכן, המלומד האנגלי Gower מדווח על חברה שרשמה הון מניות המסתכם בסך חצי פני בלבד, כשהוא מחולק לשתי מגיות בנות רבע פני כל אחת.¹² מאחר שאין מניעה שחברה כזו תעסוק בכל עיסוק חוקי הנראה למנהליה, עלולים נושיה להימצא מול השוקת השבורה בת חצי הפני כמקור היחידי לסיפוק תביעותיהם. גם פקודת החברות הישראלית, כמוה כחוק האנגלי שממנו הועתקה, איגנה קובעת כל דרישת מינימום בנוגע להון המניות. מכאן שמה שמותר באנגליה מותר גם בישראל.¹³ אמנם, סיפורה של חברת חצי הפני גולש קצת אל תחום האקוויטיקה. אך ישנן חברות רבות שהמרחק בינן לבינה איננו רב. על דרכן של חברות אחרות כאלה ניתן ללמוד מן התקדימים האמריקאיים, הבאים ממדינות נטולות סטנדרדים סטטוטוריים מינימליים בשאלת מימון החברה.

במשפט מפורסם אחד גרשמה חברה שעיסוקה היה בהפעלת בריכת שחיה לשירות הציבור הרהב. החברה חכרה את הבריכה מבעליה אך מעולם לא רכשה בה בעלות, ומלבד זכות החכירה, שהושגה תמורת הבטחה לתשלום דמי חכירה חודשיים, לא היו לחברה כל נכסים. קטיגה אחת שרצצה בבריכה טבעה במים, והוריה הגישו תביעת נזיקין כנגד החברה, הסתבר שלא היו כל נכסים שמהם ניתן היה לממש את פסק הדין שניתן כנגד החברה, ולפיכך החליט בית המשפט על הרמת מסך ההתאגדות.¹³

במשפט אחר שכרה חברה נזקקעין בדמי חכירה שנתיים ומתוך המושכר ניהלה את עסקה. לפני תום מועד החכירה פסק העסק מלהתקיים, ולפיכך חדלה החברה לשלם את דמי השכירות. עיון במסמכי החברה העלה שההון העצמי שהושקע בה היה בסך דולר אחד בלבד. גם כאן הכיר בית המשפט, עקרונית, בזכותו של המשכיר להיפרע מן המתאגדים באופן אישי.¹⁴

¹¹ B. Manning, *Legal Capital* (Mineola 1977) 17.

¹² L.C.B. Gower, *Modern Company Law* 107 (3rd ed. 1967).

Gower מציין כי ועדת Jenkins לתיקון חוק החברות נתנה את דעתה לבעיה זו, אך החליטה לבסוף להימנע מלהמליץ על דרישה סטטוטורית להון עצמי מינימלי, מהוד החשש שדרישה כזו ניתנת לעקיפה בקלות יתירה.

¹³ יש, אמנם, כמה פירמות מיוחדות במינו, כגון בנקים וחברות ביטוח, שמכנה הונן כפוף לפיקוח תחיקתי ומינהלי. ראה הערות 65 ו-66 להלן והטקסט הנלווה להן. מכלל הן אתה שומע לאו. אין בישראל פיקוח כזה על פירמות מן השורה.

¹⁴ *Minton v. Cavaney* 15 Cal. Repr. 641; 56 Cal 2d 576; 364 P. 2d 473 (1961).
¹⁵ *Weisser v. Mursam Shoe Corp.* 127 F. 2d 344 (1942). פסק הדין אמנם לא קבע מסמרות לגופו של ענין; המדובר היה בבקשת הנתבעים למחוק את התביעה נגדם על הסף מחוסר עילה, ובית המשפט שנוקק לבקשה החליט לדחות אותה. ראה גם: *Luckenbach S.S. Co., Inc. v. W.R. Grace and Co., Inc.* 267 Fed. 676 (1920).

אם נניח שחוזי ההכירה שהושגו על ידי החברות בשתי הדוגמאות הנ"ל ביטאו את מחירי השוק לחוזים מן הסוג הנדון באותו פרק זמן ובאותו מקום, ברור שאין לחוזים אלה ערך מאזני חיובי, שכן אפילו היו חוזים אלה — או טובת ההנאה הנצמחת מהם — גשליים מן החברה, היתה יכולה להמירם בחוזים חלופיים באותה הוצאה ממש. ומאחר שלפי הנחתנו לא הושקעו בחברה כל נכסים אחרים, זולת הסכום המזערי של מניות החברים, יש להניח כי מאזן החברה נראה בערך כך: ¹⁵

מאזן חברת הבניה אאא בע"מ ליום..... (בלירות)			
התחייבויות		נכסים	
מניות רגילות	1	מזומנים ששולמו תמורת המניות	1
סה"כ	1	סה"כ	1

הניצול לרעה של פרגוד ההתאגדות בולט כאן לעין. הנכסים „הערבים“ לחיובי החברה נקבעו בסכום מזערי בלבד, בעוד נפח החיובים עצמו יכול שיהיה סובסטנטיבי ביותר. וכי מדוע יותר לחברה להתנהל באופן המותר לבעליה את כל סיכויי הרווח, אך מטיל על הזולת את כל סיכוני ההפסד?

2.2. חברות עם מאזן ההולך וקטן
 למרות שהדין בישראל מתיר לחברות לפתוח בעסקיהן ללא הון מינימלי כלשהו, עיון בתיקי רשם החברות מגלה שהתופעה אינה מן הנפוצות. ואולם עיון באותם תיקים מגלה תופעה דומה — אם גם לא זהה — המאפשרת לבעלי החברה לבצל לרעה את יכולת ההתאגדות בה במידה ממש. הכוונה היא לפתיתת בעסקים בהשקעה נכסית סבירה, אך תוך הקצאת מניות לבעלי החברה בערך נקוב מזערי. נסקור דוגמא הממחישה אפשרות כזו. חברת הבניה אבג בע"מ פתחה בעסקיה בהשקעה נכסית סבירה של 20 מיליון לירות. 10 מיליון לירות הושקעו בנכסי מקרקעין, ואילו 10 מיליון לירות נחלקו בין השקעות בציוד ובחומרים מתד גיסא, לבין מזומנים מאידך גיסא. ואולם בעלי החברה בחרו להקצות לעצמם מניות בערך גומינלי מזערי בלבד — 100 לירות. מאחר שהמניות נרשמות במאזן בערך הנקוב בלבד, יש לרשום חשבון הוגי נוסף בצד שמאל של המאזן, הלוא הוא חשבון הפרמיה, המבטא את ההפרש בין ההשקעה הנכסית לערך הנקוב של המניות ¹⁶. כמה הערות

¹⁵ לצורך חידוד התמונה אני מניח גם שלחברה לא היה מלאי עסקי או נכסים אחרים הנחוצים לפתיתת העסק. אם אכן היו לה נכסים כאלה, יש להוסיף את שוויים בצד הנכסים ולאזן את טור ההתחייבויות על ידי תוספת מתאימה בחשבון הפרמיה.
¹⁶ המאזן ההיפותטי הבא מייצג את הדוגמא הנדונה:

מאזן חברת הבניה אבג בע"מ ליום..... (בלירות)			
התחייבויות		נכסים	
מניות רגילות	100	מקרקעין	10,000,000
חשבון פרמיה	19,999,900	ציוד	5,000,000
		חומרים	4,000,000
		מזומנים	1,000,000
סה"כ	20,000,000	סה"כ	20,000,000

נחוצות לענין. ראשית, יש להבין, כי ערכה, המאזני של כל מניה גדול הרבה יותר מערכה הנקוב. ערכה המאזני של מניה מוגדר כשווי בכסיה של החברה נטו (קרי: בכסיה פהות סה"כ הובותיה לנושים) המחולק למספר המניות. מכאן ששוויה המאזני של כל מניה בדוגמא דלעיל הוא 200,000 לירות. שנית, מצב מאזני התחלתי זה אינו משקף בהכרח כוונה מרמה מצד המתאגדים, וגם אין בו, כשל-עצמו, משום סכנה לנושי החברה. ברור שאילו היתה החברה מתפרקת בשלב זה, היו עומדים כל בכסי החברה (בסך 20 מיליון לירות) לרשות הנושים, ולפי הנחתנו מהווה סכום זה בטחון מספיק בנסיבות הענין. אכן, רבות הן החברות הגוקטות בדרך מימון זו. ככל הנראה הסיבה המרכזית לכך היא, שעם רישום החברה משתלם מס שהוא יחסי להוגה הרישום של החברה¹⁶, מה שמספק תמריץ חזק ליוזמים (שאינם מתכוונים לגייס הון מן הציבור)¹⁷ להסתפק בהון נקוב קטן. זוהי דרך לגיטימית של תכנון מס ואין לה נגיעה לסוגי ההתנהגויות הפסולות שהזכרנו קודם. כדי להדגיש נקודה זו כדאי לציין שאין היוזמים משיגים, באמצעות דרך מימון שכזו, הגבלת אחריות קיצונית יותר ממה שהיו משיגים אילו הקצו לעצמם הון מניות בערך נקוב גדול יותר, שכן בשני המקרים הם צפויים להפסיד עד גבול הנכסים שהשקיעו בעסק, קרי 20 מיליון לירות. בכל זאת טמונה בדרך מימון זו מכשלה פוטנציאלית גדולה לנושים. כידוע, מותר לחברה לחלק דיבידנדה לבעלי מניותיה מתוך רווחיה השוטפים, אך לא מתוך הון. חלוקת רווחים מתוך הון נחשבת להפחתת הון ואסורה בתור שכזו¹⁸. ואולם הפסיקה האנגלית הגדירה את הביטוי „רווח“ לענין זה, ככולל כל סכום שהשתלם כתמורה בעד הקצאת מניות העולה על ערכן הנקוב של המניות המוקצות¹⁹. בדוגמא שלפנינו, אם כן, מותר להתייחס אל חשבון הפרמיה בסך 19,999,900 לירות כאל „רווח“ ואין נגיעה שהוא יחולק כדיבידנדה בין בעלי המניות²⁰. אם אמנם ינצלו בעלי החברה את זכותם זאת, ילך ויקטן סך בכסיה של החברה (או שיגדלו חיוביה לנושים) עד שיגיעו אל הגבול המינימליסטי המיוצג על ידי ערכן הנקוב של המניות. מכאן שגם אם מאזן החברה היה בתחילה סביר מבהינת גודלו, צורת המימון המיוחדת איפשרה את הקטנתו המתמדת. ייתכן שיצומק עד כדי כך שלא יהיו לנושים בכסים שמתוכם יוכלו להיפרע, ממש כאילו היה מאזן החברה מינימליסטי מלכת-חילה. מצב משפטי זה הינו כיום מיוחד לישראל. באנגליה גופה, בה נפסקה ההלכה המתירה לחלק דיבידנדה „מתוך“ חשבון הפרמיה, תוקן החוק בשנת 1948, ומאו אותו תיקון כל פרמיה ששולמה עבור הקצאת מניות תיחשב, לענין חלוקת

¹⁶ תקנות החברות (אגרות וטפסים), תשל"ו—1976 ק"ת 2282 ת' 1, וראה סעיף 2 לתוספת.

¹⁷ ברור שאם הכוונה היא לגייס הון מניות מן הציבור, חייבת החברה להנפיק מניות בערך נקוב כולל גבוה, המתאים לסכום שהיא מבקשת לגייס בדרך זו.

¹⁸ ראה, באופן כללי: L.C.B. Gower, *The Principles of Modern Company Law* (London, 3rd ed., 1969) 115 et seq.

¹⁹ *Drown v. Gaumont—British Picture Corp., Ltd.* [1937] 2 All E.R. 609.

²⁰ ייתכן מאוד שחלוקת הדיבידנדה מתוך חשבון הפרמיה איננה עולה בקנה אחד עם חובות הנהירות והאמון שהבים המנהלים לחברה. שאלה זו נמצאת מחוץ לתחום עיסוקנו, שכן היא דנה בחיובי מנהלים בחור שכאלה בעוד שאנו עוסקים בחיוביהם של בעלי המניות.

דיבידנדה, כהון גקוב, ולפיכך הלוקת דיבידנדי „מתוך“ החשבון הזה נחשבת להפחתת הון אסורה.²¹

ב.3. מימון על ידי הלוואות

ב.3.1. כללי

במקרים שנדונו בספק משנה ב.2 לעיל היה מאזנה של החברה קטן מלכת-חילה או שצורת המימון איפשרה את הקטנתו במשך הזמן. ראינו באיזו דרך עלול מימון דק מסוג זה לפגוע בגושי החברה. מצבם של הנושים לא יהיה טוב יותר, אם מאזן החברה הוא גדול, יחסית, אך חלק ניכר מן ההון שאיפשר את רכישת הנכסים הזורם לחברה לא כתמורה להונה העצמי (מניות) אלא מכספי גושים. הדבר בולט במיוחד כאשר הנושים דאגו להבטיח את החזרת החוב המגיע להם באמצעות הסכמי מיטכון, שתכליתם להוציא את הנכסים הממושכנים מהישג ידם של הנושים הרגילים, ולהועידם לסיפוק תביעותיהם של הנושים המובטחים בלבד. נסקור דוגמה הממחישה מצב דברים כנ"ל.

חברת הבניה גבא בע"מ החלה בעסקיה בהשקעה נכסית סבירה של 20 מיליון לירות. 10 מיליון לירות הושקעו בנכסי מקרקעין, ואילו 10 מיליון לירות נחלקו בין השקעות בציוד ובחומרים מהוד גיסא, לבין מזומנים מאידך גיסא. בעלי החברה בחרו להקצות לעצמם מניות בערך נומינלי מזערי בלבד — 100 לירות.

סך של 19,999,900 לירות — המבטא את ההפרש בין ההשקעה הנכסית לערך הנקוב של המניות — מוצא ביטוי באג"ח מובטחות במשכנתה ובשעבוד צף.²²

במה נבדלת דוגמת מאזן זו מקודמתה? ההבדל הוא שאין לחברה חשבון פרמיה שתוכל לנצלו לצורך תשלום דיבידנדה. מאידך גיסא, שוויה הנקי של החברה אינו אלא סך כל נכסיה פחות סך כל התחייבויותיה לנושים, דהיינו 100 לירות. די בכך שהחברה תפסיד 101 לירות בכדי לעשותה חדלת פרעון. אמנם חדלות פרעון זו הינה „מאזנית“ בלבד. לפי הגדרה אחרת של המושג, חברה לא תיחשב לחדלת פרעון אלא אם לא עולה בידיה לשלם את התחייבויותיה השוטפות בהגיע מועד פרעונן. הגדרה שניה זו, הידועה בכינוי: „חדלות פרעון מן היושר“ (equitable insolvency), איננה מתקיימת בהכרח במקרה המתואר כאן. חברות רבות מעדיפות מימון בדרך זו, אם כי על פי הרוב אין היחס

²¹ The Companies Act, 1948, s. 56(1). See R.R. Pennington, *Company Law* ²² (London, 3d ed., 1973) 152.

²² המאזן ההיפותטי הבא מייצג את הדוגמה הנדונה:

מאזן חברת הבניה גבא בע"מ ליום (בלירות)			
נכסים	התחייבויות		
מקרקעין	מניות רגילות	10,000,000	100
ציוד	אג"ח מובטחות במשכנתה	5,000,000	
חמרים	ובשעבוד צף	4,000,000	19,999,900
מזומנים		1,000,000	
סה"כ	סה"כ	20,000,000	20,000,000

בין ההון העצמי להון ההלוואתי יחס אסטרונומי כמו בדוגמתנו, שהיא ללא ספק דוגמה קיצונית ביותר. בספרות האמריקאית ישנם כמה נתונים סטטיסטיים מאלפים לענין זה. לא זו בלבד שמימון באמצעות הנפקת מניות מעולם לא היווה דרך דומיננטית לגיוס כספים; מסתבר שבכמה שנים סכום הכסף הנקי שגויס בדרך זו במשק האמריקאי כולו היה סכום שלילי, דהיינו החברות הוציאו יותר כסף על פדיון מניות מהנפקות קודמות מאשר גבו כתמורה עבור הנפקות חדשות.²² בד בבד עם כך הלך ועלה היחס שבין שיעור התחייבויותיהן הכולל של החברות לסך הכל נכסיהן. כך, בשנת 1958 עלה שיעור חובן של כל החברות התעשייתיות בארה"ב לנושיהן לכדי 33.6% משווי כלל נכסיהן. עשור לאחר מכן, בשנת 1968, הגיע אחוז התחייבויותיהן ל-43.2% מסך כל נכסיהן.²³

בפרק משנה זה נלבן כמה מן הסיבות הממריצות יומים לבכר דרך מימון זו.

2.3.2. יתרונות מס

כפי שאדגים בהמשך הדברים, הטעם הפיסקאלי הוא, ככל הנראה, הטעם הדומיננטי ביותר להעדפת מימון הלוואות.²⁴ פקודת מס הכנסה קובעת כי סכומים המשתלמים בתור ריבית או הפרשי הצמדה על כסף שלווה הנישום לצורך ייצור הכנסתו יהיו ניתנים לניכוי מהכנסתו החייבת במס.²⁵ אם הנישום הוא חייב מואגד ומימן את עסקו בצורת הון מניות במקום על ידי הלוואות, דין הדיבידנדה אינו כדין הריבית. תשלום הדיבידנדה אמנם ניתן לניכוי מבסיס מס ההכנסה של החברה, אך לא מבסיס מס החברות.²⁶ גם הריבית וגם הדיבידנדה נחשבות להכנסה חייבת במס אצל מקבליהן,²⁷ ולפיכך הריהן חייבות בתשלום מס בשיעור השולי המתאים. אמנם המחוקק הציב תקרה על אחוז המס המשתלם על הכנסה מדיבי-דנדה;²⁸ ואולם השורה התחתונה היא שסך הכל של המס המשתלם על ידי עסק שמומן במניות והמחלק דיבידנדה, בצירוף המס המשתלם על ידי בעלי המניות הנוכחים בדיבידנדה, הוא גדול יותר מסך כל המס שהיה משתלם על ידי העסק והמלווים ביחד, לו מומן בהלוואות ושילם עליהן ריבית.²⁹ פרופוזיציה זו ידועה לכל, וללא ספק משמשת גר לרגליו של כל יזם השוקל את הדרך האופטימלית

22 A.F. Conard, R.L. Krauss and S. Siegel, *Enterprise Organization* (Mincola 2d ed., 1977) 667.

23 V. Brudney and M.A. Chirelstein, *Corporate Finance* (Mincola 1972) 359.

24 כך גם בארצות-הברית. ראה: H.G. Henn, *Law of Corporations* (St. Paul, 2d ed., 1970) 301 et seq.

25 פקודת מס הכנסה [נוסח חדש], דמ"י 120, ס' 17(1) (להלן: פקודת מס הכנסה).

26 פקודת מס הכנסה, ס' 127(ב)(2).

27 פקודת מס הכנסה, ס' 2(4).

28 פקודת מס הכנסה, ס' 125. בזמן כתיבת שורות אלה התקרה היא בשיעור של 45%.

29 נניח, לדוגמא, שהחברה רווחה סך 100 לירות והיא הפצה לחלק את כולו למי שמימן אותה. נניח גם שאותו אדם נישום על פי השיעור השולי המכסימלי, דהיינו 60%. אם תחלק החברה את מלוא רווחיה לאותו אדם כתשלום ריבית, יהיה סך כל המס שישולם על ידי שני הנישומים ביחד 60 לירות, שכן לחברה לא תהיה, לאחר תשלום כל רווחיה בתורת ריבית, כל הכנסה שהיא. אם, לעומת זאת, תרצה לחלק את הרווח

מבחינתו לממן את העסק העומד לקום, או של המנהלים השוקלים את מדיניותה הפיננסית העתידה של החברה.³⁰

על תמריץ זה לממן את העסק, "מבחוץ" נשמעה ביקורת חריפה. היו שהציעו לבטל את האבחנה הפיסקאלית בין צורות המימון השונות,³¹ בעיקר כשהמדובר הוא בחברות זעירות.³² במיוחד ראוייה לעיון הביקורת, המצביעה על כך שאבחנות המס מעוותות בעצם את הבחירה במימון האופטימלי מבחינת היעילות הכלכלית, שכן ייתכן שיתרון כלכלי יקוץ על ידי הסכון פיסקאלי, או שפתרון פחות יעיל מבחינת תמריצי השוק יינקט בכל זאת בגלל יתרונות המס.³³ בשלב זה של הגיתוח אסתפק בהבעת הדעה שהניתוח הנ"ל נעצר באמצע הדרך, ולא אחז את השור בקרניו. נראה לי שהמבנה המיוחד של מיסוי הדיבידנדה נועד בכדי לתת תמריץ לקברניטי החברה להשקיע את רווחי העסק בעסק עצמו, ולא לחלקו לחברים. ואכן, אם הרווח, "גשאר בתוך" החברה יושגו יעדים מקרו כלכליים ברורים, כגון הקטנת הצריכה הפרטית והגדלת ההשקעה והצמיחה במשק.³⁴ הסוכריה הניתנת לעסק על הענותו לתמריץ היא שהחברה וחבריה ביחד משלמים מס מוקטן ביחס למס שהיה משתלם אילו חולק הרווח לחברים.³⁵ מאידך גיסא, אם העסק נוטל הלוואות לצרכי עסקו, ייתכן ואין זה מוצדק, מבחינת המשפט הרצוי, להחיל עליו אותו דין. החובה לפרוע את הריבית על ההלוואות אינה נתונה לשיקול דעתם של המנהלים, ולפיכך אין זה מוצדק, "להעניש" אותם על כי עמדו בהתחייבותם, או לפתותם, באמצעות תמריצי מס, להפר אותה. מכאן שבנסיבות מסוימות יכולה להיות הצדקה לאבחנה בין רווחים שמותר או לחלקם או לחסכם (כשהמימון הוא במניות) לבין רווחים שהיבבים לחלקם (כשהמימון הוא בהלוואות).

כדיבידנדה, האולץ לשלם קודם כל מס חברות, בשיעור הקבוע של 40%. בעל המניות שיקבל את יתרת הרווח, בסך 60 לירות, ייאלץ עתה לשלם עליו 45% מס, שהוא התקרה שנקבעה למיסוי דיבידנדה. מס זה יגיע לסכום של 27 לירות, וביחד עם המס ששולם על ידי החברה יגיע המס לסך 67 לירות, או ב-7 לירות יותר מאשר אילו חולק הרווח כולו בצורת ריבית על הלוואה.

³⁰ ראה, למשל, סקירה מפורטת במאמרים: M.R. Schlesinger "Thin" Incorporations: Income Tax Advantages and Pitfalls" 61 *Harv. L. Rev.* (1947) 50; M. Semmel "Tax Consequences of Inadequate Capitalization" 48 *Col. L. Rev.* (1948) 202.

³¹ Lent "Bond Interest Deduction and the Federal Corporation Income Tax" 2 *National Tax J.* (1949) 131, 141.

³² C.L.B. Lowndes "Taxing the Income of the Close Corporation" 18 *Law and Contemp. Prob.* (1953) 558.

³³ ש.פ.

³⁴ תשלום הדיבידנדה לחברים מגדיל את הכנסתם הפנויה, ולפיכך מגדיל גם את סך הכל המקורות המופנים לתצרוכת. החסכון העסקי, לעומת זאת, נועד בראש וראשונה להגדלת ההשקעה בסחורות הון, המאפשרות, מצידן, את צמיחתו הכלכלית של המשק.

³⁵ א' יורן, "הצעה לשינוי שיטת מיסוי רווחי חברות בישראל" הפרקליט כח (תשל"ב) 395; א' יורן, "מיסוי חברות לאחר ה'ריפורמה' – עדיין נחוצה רפורמה יסודית" משפטים 1 (תשל"ז) 423.

די לנו אם נציין לעת עתה, כי הדין הפוזיטיבי מספק תמריץ מס ברור למימון על ידי הלוואות, ולפיכך למימון דק.

3.3.3. תחרות עם נושים חיצוניים

אם מממן יזם את חברתו העתידה במניות, הוא צפוי להפסיד את השקעתו במניות, אם יפשוט העסק את הרגל. תוצאה זו אינה תלויה בשאלה אם המניות הונפקו בערכן הריאלי או בערך נקוב גמוך מאד, שכן אפילו במקרה האחרון ערכן הריאלי הוא רב והיזם צפוי להפסיד את ערך הנכסים שהשקיע בעסק. אם לעומת זאת, יטול מאת החברה מסמכי חוב, יוכל להשתתף בפירוקה כנושה שווה ערך עם הנושים האחרים; ואם יטול מסמכי חוב מועדפים, כגון שטר משכונ, יוכל אף לקדום לנושי העסק האחרים בהליכי האינסולבנטיות. בצורה כזו יכול בעל העסק להשיג מטרה מרהיקת לכת יותר מאשר הגבלת אחריותו האישית לחובות העסק. הוא יכול להשיג גם את הגבלת אחריותו לאותו חלק מהשקעתו בעסק שהחליט לממנו בצורת הון בעלים, ולגולל את הסיכון להפסד יתרת ההון שהשקיע בעסק (בצורת הלוואות) על שכם הנושים האחרים.

אפשרות זו קורצת ללא ספק ליזמים רבים. אחרי הכל זוהי צורת המימון שהובאה לדין ואושרה על ידי בית הלורדים בפסק הדין *Salomon v. Salomon*. לא אתעכב לעת עתה על מידת הצדקתה של החסינות המופלגת הזו הניתנת ליזמי החברה. מטרת פסקה זו היא להמחיש, שאם אכן חסינות זו מגיעה ליזמים על פי הדין, אין תימה שתופעה זו, כשהיא לעצמה, מצדיקה את מימון העסק בשכבה דקה של הון עצמי.

4.3.3. הגרלת הערך הכולל של הפירמה

הנהלת עסק צריכה לשאוף להגדלת ערכו הכולל של העסק. מטרה זו (שהיא ערכית בחלקה) מבטיחה את צמיחת הפירמה והבאת יתרונות לבעלי ניירות הערך שלה. במיוחד בכון הדבר כאשר ניתן להשיג עליית ערכם של ניירות ערך אחדים מבלי לפגוע בו זמנית בערכם של ניירות ערך אחרים של אותה פירמה.³⁶ לפי תיאוריית המימון הקלאסית ניתן להשיג יעד זה, של הגדלת ערכה הכולל של הפירמה, על ידי מימון הגוטה בכבדות לצד ההלוואות.

תנאי לתקפותה של תיאוריה זו הוא, כי שיעור התשואה הממוצע על הון החברה בכללותו עולה על שיעור הריבית המשתלמת למי שמלווה לחברה. הטענה היא שכאשר התנאי מתקיים כדאי לבעלי החברה, "לסחור על ערך מגיוותיהם" (to trade on equity) או לבצע את מה שידוע בעגה המקצועית כ"מינוף" (leverage).

³⁶ מצב מעין זה מוגדר בדרך כלל בספרות הכלכלית והמשפטית-כלכלית כ"פרטו-עדיפות". מהלך פלוני ייחשב לפרטו-עדיף אם יש בו כדי להביא תועלת לפחות לאדם אחד, מבלי שיביא לאי תועלת אפילו לאדם אחד. מצב של "פרטו-אופטימליות" מוגדר כך: "Any of a number of 'efficient' states of economic affairs, from which it is impossible to deviate so as to make one person or group better without making some other person or group worse off."

Gilpin, Dictionary of Economic Terms (4th ed. 1977):

(gearing)⁸⁷. להבהרת הטענה הבה נניח שחברה פלונית ממומנת, במצב ההתחלתי, בהון מניות בלבד, וכי מסתבר כי שיעור התשואה הממוצעת על ההון הוא 30%. נניח גם ששער הריבית בשוק הכסף באותה עת הוא 10% בלבד. החברה מחליטה על גיוס הון נוסף בצורה של אגרות חוב. ההון הנוסף יניב תשואה שהיא, להנחתנו, בשיעור של 30%. מאידך גיסא התחייבויותיה של החברה כלפי בעלי אגרות החוב אינן תלויות ברווחיותה, והן מוגדרות כחיוב קבוע לשלם להם את הריבית המוס-כמת, שהיא 10% בלבד. מכאן שיתרת הרווח, בשיעור של 20% על הון ההלוואות שהונפק, יתווסף לתשואה על מניות החברה. אם נניח ששוויון של אגרות החוב בשוק שווה לערכן הנקוב⁸⁸, יתברר כייד שערכה של הפירמה עלה, שכן ערך מגיותיה ישקף עתה לא רק את הציפיה לתשואה של 30% עליהן, כי אם גם את הציפיה להפרשי התשואה על אגרות החוב⁸⁹. אם, לעומת זאת, היתה הפירמה מגייסת את ההון הנוסף שלה בצורת מניות, היתה התשואה הנוספת, בשיעור של 30% מהון המניות הנוסף, מתחלקת בין כל בעלי המניות שווה בשווה, ושערן לא היה עולה כלל, הואיל והציפיה לתשואה בעתיד לא היתה משתנה ביחס לתשואה שהתקבלה בעבר, לפני המימון הנוסף.

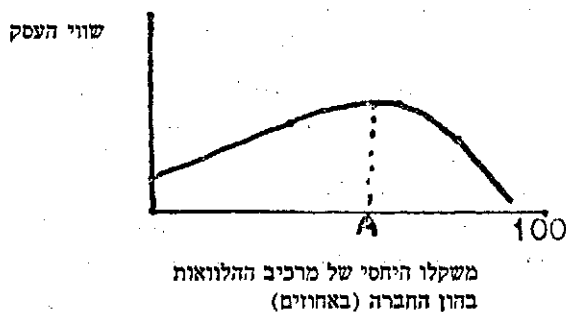
האם נובע מכאן שערכה של החברה יעלה ככל שמרכיב ההלוואות במבנה ההון שלה יגדל? לאו דווקא. יש לזכור כי המינוף יעיל להגדלת ערכה הכולל של הפירמה רק כל עוד התשואה על ההון המגויס גדולה משער הריבית המשתלמת למלווים. ומאחר ששיעור התשואה על ההון הינו גודל שטרם התממש, דהיינו אין לנו אלא ציפיות לגבי, בעוד שער הריבית המשתלם למלווים הוא קבוע וידוע מראש, ייתכן שהציפיות תנופצנה ושוויה של הפירמה ירד כתוצאה מפעולת

⁸⁷ להסבר מלא של תיאוריה קלאסית זו ראה: *Graham, Dodd and Cottle, Security Analysis* (4th ed., 1962) 539-549, cited at: *Brudney and Chirelstein, supra* note 23, at p. 315 et seq.

⁸⁸ הנחה זו היא סבירה, שכן אילו היה שערן של אגרות החוב יורד אל מתחת לערכן הנקוב, היתה התשואה הנומינלית של 10% מייצגת תשואה ריאלית של יותר מ-10%. ובהנחה שמחיר הכסף איננו אלא 10%, היה נוצר לחץ על קונים לרכישת הניירות העדיפים הללו, מה שהיה מביא להעלאה מחודשת של השער, עד הרמה של הערך הנקוב.

⁸⁹ נעזר בדוגמא הסכימתית הבאה: נניח שהון מניותיה של החברה במצב ההתחלתי הוא 100 לירות ושהתשואה השנתית עליהן היא 30 ל"י. מחיר הכסף במשק הוא 10%. מכאן שלפני השינוי תהיינה המניות שוות 300 לירות, מכיוון שערכן הכלכלי שקול כנגד ערכן של אגרות חוב בסך 300 ל"י, המניבות את אותו הריבית הנוהג במשק, דהיינו 10%, או 30 לירות. נניח שעתה החברה מגייסת 100 לירות נוספות באגרות חוב. עתה הונה הוא 200 לירות, והתשואה השנתית היא 60 לירות. מתוך סכום זה יש להפריש לבעלי אגרות החוב 10 לירות, המייצגות 10% מהשקעתם. בחברה נותרות 50 לירות, שהן התשואה האפקטיבית על המניות. ערכן של המניות יעלה עתה ל-500 לירות, שכן ערכן הכלכלי שקול כנגד 500 לירות באגרות חוב הנושאות 10% ריבית. מכאן שתוספת המימון התיצוגני הגדילה את ערכה הכולל של החברה בכך שההון החדש שהונפק עדיין שווה את מה ששולם בעודו, בעוד ששערן של ההון שהיה קיים במצב ההתחלתי עלה.

המינוף ⁴⁰. אם השתלשלות ענינים זו אכן תתרחש היא עלולה להסתיים כך: הונה העצמי של החברה לא יספיק לכיסוי ההתחייבויות הקבועות המגיעות לנושים, ולפיכך תאלץ החברה להפסיק את תשלומיה. בהליכי פירוק עלולים נכסיה – בעת קיומם – להכניס פחות מערכם המאוני ⁴¹, ולפיכך לא תוכל החברה לעמוד גם בהתחייבויותיה לתשלומי קרן. ככל שהונה של החברה דק יותר הודות למרכיב הלוואות גדול יותר, כן נעשית סכנה זו ממשית יותר, הואיל ודי בירידת תשואה מתונה יותר על הון החברה בכדי לגרום לכל השתלשלות הענינים המתוארת. מכאן שככל שמרכיב הלוואות גדול יותר, כן רב יותר הסיכון המוטל על ציבור המשקיעים בחברה, מה שחייב להתבטא בירידת שער ניירות הערך של החברה ⁴². המסקנה היא ששיעור המינוף האופטימלי איננו בהכרח שיעור המינוף המכסימלי שנתברה יכולה לגייס בשוקי הכספים וההון. מעבר ליחס האופטימלי בין הלוואות להון עצמי עלול ערכה הכולל של הפירמה לרדת, ולא לעלות ⁴³. צורה אפשרית של מינוף אופטימלי מיוצגת על ידי הדיאגרמה הבאה:



⁴⁰ הבה נניח שכל העובדות הן כמתואר בהערת השוליים הקודמת, זולת אחת, והיא שהתשואה שמומשה מהון החברה לא היתה בשיעור של 30% כמצופה, אלא בשיעור של 7.5% בלבד. מכאן ש-200 לירות של הון לא יניבו אלא 15 לירות רווח. לאחר שיחולקו לבעלי אגרות החוב 10 לירות בתור ריבית, תישארנה רק 5 לירות לחלוקה כדיבידנדה. ערכן של מניות המניבות 5 לירות לשנה לא יוכל לעלות על 50 לירות, השקול כנגד סכום דומה המושקע באגרות חוב הנושאות תשואה שנחית של 10%. ומכאן שערכה הכולל של הפירמה ירד.

⁴¹ תופעה זו מתרחשת תדיר במצב של הדלות פרעון, כאשר מתברר כי נכסי החברה, אפילו נרשמו במאזן החברה בצורה שלא נופחה באופן מלאכותי, אינם נמכרים במלוא הערך המאוני. הסיבה היא, שהביקוש בשוק המכירות הכפויות נמוך מן הביקוש בשוק הרגיל, ולכן המחירים המושגים בו נמוכים יותר. יש גם לזכור כי נכס הפעיל בחברה חיה (a going concern) שווה לאותו עסק יותר מאשר לקונה החייב להתאימו לעסק שונה לחלוטין.

⁴² Graham, Dodd and Cottle, *supra* note 37, *ibid*; Durand "Costs of Debt and Equity Funds for Business" *Trends and Problems of Measurement, National Bur. of Economic Research Inc., Haverford College* (1952), cited at Brudney and Chirelstein, *supra* note 23, at p. 381 et seq.

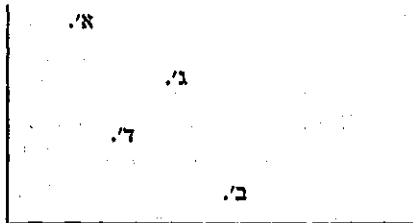
⁴³ הפרקטיקה המקובלת על משקיעים מקצועיים בניירות ערך היא להעדיף נייר שתשואתו

בתרשים אנו רואים כי אם החברה ממומנת במניות בלבד יהיה שוויה הכולל של הפירמה קטן יחסית. ככל שידגל מרכיב ההלוואות בהונה ילך שוויה של הפירמה וידגל, עד שיגיע לנקודת קיצון מסוימת, המיוצגת בתרשים על ידי הנקודה A. אם תגדיל הפירמה את מרכיב ההלוואות בהונה מעבר לנקודה A ילך שוויה הכולל ויפחת, עד שבנקודה הקרובה ל-100% הון הלוואות, יגיע שוויה של הפירמה לסכום מזערי בלבד. כהסבר נוסף לתופעה זו, זולת ההסברים שהובאו למעלה, ניתן להצביע על הגורם הפסיכולוגי. בעלי העסק הם המכירים את אור-חותיו טוב מכולם. לכן אם יהססו להשקיע ולסכן את כספם הם בפירמה, יעמש הדבר כאות אזהרה למשקיעים החיצוניים, שיחששו להסתכן בהשקעה שבעלי העסק עצמם מסרבים להשקיע.

עד כאן תיאורה של התיאוריה הקלאסית. הסברתי באריכות מה הואיל ויש בה כדי לשפוך אור נוסף על מניעיהם של קברניטי חברה המבכרים לממנה מימון דק. כדאי להדגיש כבר בשלב זה כי מערכת השיקולים בבסיס התיאוריה הקלאסית ממוקדת כולה באינטרסים של בעלי המניות. הגדלת ערכה הכולל של הפירמה מתממש כולו באמצעות עליית שערי המניות. שעריהן של אגרות החוב נשארים יציבים⁴⁸ ואילו כרית הבטחון המסופקת לבעליהם וליתר נושי הפירמה הולכת

גבוהה יותר על כזה שתשואתו נמוכה יותר, וכזה שהסיכון הטמון בו נמוך יותר על כזה הצופן בחובו סיכון רב יותר. מכאן שבדיאגרמה הבאה ברור שיש להעדיף את נייר א' על פני נייר ב'. ואולם כלל לא ברור איזה משני הניירות, ג' או ד' עדיף, שכן האחד נושא תשואה גבוהה יותר, בעוד האחר, "בטוח" יותר. אציין במאמר מוסגר שהסיכון נמדד לאו דווקא על פי סיכויי האינסולבנטיות של המנפיק, כי אם בעיקר על פי מידת "יציבותה" של התשואה השנתית, כאשר, "יציבות" מוגדרת לענין זה כקירבה המירבית בין התשואה הרב-שנתית הממוצעת מצד אחד, לבין ממוצע הסטיות השנתי ממנה מצד שני.

שיעור תשואה שנתי
ממוצע (באחוזים)



שיעור הסיכון

⁴⁸ ניתן אפילו לטעון כי ככל שרוב היצע אגרות החוב החדשות במשק, כן יורד מחירן ועולה שער הריבית המשתלם על פיהן; מכאן ששער הריבית הקבוע לאגרות החוב הישנות נמוך מזה שיש לקבוע לאלה החדשות. מחיר אגרות החוב הישנות חייב לרדת, על מנת להתאים את תשואתן הריאלית לתשואת אגרות החוב החדשות. נמצא כי גידול בהנפקת אגרות החוב, אף אם הוא מעלה את שעריהן של המניות, מוריד את שערן של האגרות שכבר נמצאות במחזור לפני הגידול בהנפקה. בחרתי שלא להדגיש היבט זה בגוף הטקסט, הואיל ולניתוח זה משמעות בעיקר במישור המקרו-כלכלי; גידול בהיצע אגרות חוב של חברה בודדת יהיה בדרך כלל קטן מכדי שיוכל להתבטא בשער הריבית של המשק בכללותו ובעקבות זאת בשער אגרות החוב של אותה חברה.

ומתכוונת ככל שהונה דק יותר. מי שנענה לתמריצים המתוארים בתיאוריה הקלא-
סית מכוון, איפוא, את צעדיו כדי להיטיב עם קבוצת אנשים אחת — בעלי ההון
הדק — מתוך אדישות מוחלטת להשפעת הצעדים הללו על קבוצות אחרות, כגון
נושי החברה.

על נכונותה של התיאוריה הקלאסית נטוש ויכוח בין המומחים למימון
חברות, ולאחרונה ניבעו בה פרצות עמוקות. חלוצי הביקורת על התיאוריה
הקלאסית הם צמד המלומדים Modigliani and Miller, שעל שמם אף נקראת
התיאוריה החדשנית שיצרו.⁴⁴ הם ביקשו להראות כי שוויה הכולל של הפירמה
(ושל מניות החברה) לא יוכל להיות מושפע ממבנה ההון שלה. אם צדקו בביקורתם
זו, לא נוכל עוד להגיד כי קברניטי החברה שמיימנו מימון דק עשו כן תוך
העדפת חד צדדית של בעלי המניות על פני הנושים; נאלץ לחפש צידוקים אחרים
למדיניות המימון הדק ולהעמיד את קברניטי החברה בחזקתם שלא כווננו צעדיהם
באופן מפלה לטובת סוג משקיעים אחד בלבד. מכאן החשיבות הרבה לפירוט
תורתם של Modigliani and Miller, ולהערכת נכונותה והשלכותיה על הסוגיה
שלפנינו. הקורא שאינו אמן על רזי מימון החברות יאלץ להתנהג בהשיבות
הענין אם יקשה עליו להבין את הניתוח שבקטע הבא מייד עם קריאתו הראשונה.
בבסיס תיאוריית מימון זו מונחת הנחה לפיה שוק ההון פועל בתחרות
משוכללת, כשלכל המשתתפים בו מידע מושלם בכל ענין רלבנטי. כל המשקיעים
פועלים בצורה רציונלית עם מניע להשיג מכסימום של תשואה על השקעתם.
הנחה נוספת היא שרמת הסיכון הצפויה מן ההשקעות האלטרנטיביות הקיימות
בשוק היא רמת סיכון אחידה. ברי כי איש מן המשקיעים לא ישלם כל מחיר נתון
בעד נייר ערך כלשהו, אם יוכל להשיג נייר ערך אחר, המהווה תחליף מושלם
לנייר הראשון, במחיר יותר נמוך. מכאן שאם ייווצרו הבדלי מחירים בין ניירות
ערך המהווים תחליפים מושלמים אלה לאלה, "מהרו הסרסורים" להמיר את
הניירות הפחות כדאיים בניירות היותר כדאיים. פעולת סרסורים זו כשלעצמה
תביא בהכרח, לדעת אבות התיאוריה הזו, להשוואת שווין של כל הפירמות הנבד-
לות זו מזו רק בשיעור של מרכיב ההלוואות בהונן.

נדגים פרופוזיציה זו תוך השוואה בין שתי פירמות, שנכנה אותן חברה א'
וחברה ב'. נניח כי שיעור התשואה האבסולוטי בשתי הפירמות הוא זהה, בסך
10,000 לירות. ההבדל בין שתי הפירמות אינו אלא שחברה א' ממומנת כולה על
ידי בעליה (הון מניות) בעוד שחברה ב' גייסה סך 30,000 לירות תמורת הנפקת
אגרות חוב. שער הריבית הקבוע במשק — שהוא גם שער הריבית המשתלמת על
אגרות החוב — הוא 5%. להלן טבלה המשווה בין שתי הפירמות (כלירות), לפי
התיאוריה הקלאסית:

F. Modigliani and M.H. Miller "The Cost of Capital, Corporation Finance⁴⁴
and the Theory of Investment" 48 *Am. Econ. Rev.* (1958) 261.

⁴⁵ פעולת הסרסורות (arbitrage) הינה פעולה של מכירת סחורה הומוגנית בשוק החלקי
שבו מחירה גבוה יותר, וקנייתה בשוק החלקי שבו מחירה הוא נמוך יותר, כאשר רווחו
של הסרסור מתבטא בכך, שנשאר בעלים על אותה כמות של סחורה, אך זכה בהפרישי
שערים. מובן מאליו שפעולת הסרסורות הימשך כל עוד קיימים הפרשי שערים בין שני
השוקים החלקיים, ולפיכך סופה לבטל אותם.

חברה א'	חברה ב'	
10,000	10,000	תשואה שנתית
0	1,500	ריבית על אג"ח
10,000	8,500	תשואה לבעלי מניות
0.1	0.11	שער הון ומניות
100,000	77,272	שווי השוק של המניות
0	30,000	שווי השוק של אגה"ח
100,000	107,272	שווייה הכולל של הפירמה

לדעתם, מצב זה, העולה מתוך התיאוריה הקלאסית, אינו יכול להימשך אלא פרק זמן קצר בלבד.⁴⁶ נניח שלמשקיע פלוני אחוז אחד בהון המניות של חברה ב'. מחיר השוק של מניותיו הוא, איפוא, 772.72 לירות, והתשואה השנתית הנצמחת מהן היא 85 לירות. למשקיע כזה כדאי יהיה לנהוג כדלקמן: למכור את מניותיו ולקבל תמורתן 772.72 לירות. ללוות 300 לירות בשוק ההלוואות. לקנות מניות בחברה א' בסך 1000 לירות, אשר תכנסנה לו 100 לירות כל שנה. התוצאה נטו של מהלכים אלה תהיה רווח לאותו משקיע מן הטעמים הבאים: מתוך 100 הלירות שירוויח מהשקעתו בחברה א' יצטרך להפריש 15 לירות כריבית על ההלוואה בסך 300 לירות שנטל. יישארו לו 85 לירות, כלומר בדיוק אותה תשואה אבסולוטית שהיתה לו על מנייתו בחברה ב'. ואולם בנוסף על כך הוא מימש רווח בסך 72.72 לירות, המהווה את ההפרש בין מחיר המניה שמכר בחברה ב' פלוס 300 הלירות שנטל כהלוואה, והסכום ששילם (1000 לירות) עבור מניותיו בחברה א'. הרווח מתבטא, אם כן, בכך, שהוא יכול עתה לקבל אותה תשואה אבסולוטית תמורת השקעה יותר קטנה. מאחר שאנו מגיחים כי כל המשקיעים הם רציונליים ויחפצו לעשות כדוגמת המשקיע שבדוגמתנו — דהיינו, „למנף“ (to lever) את עצמם — תחול תנועה מיידית של עודף מוכרים במניות חברה ב' ועודף קונים במניות חברה א'. כוחות הביקוש וההיצע יגרמו, איפוא, להורדת שער מנייתה של חברה ב' ולהעלאת שער מנייתה של חברה א', עד לנקודת שיווי המשקל, הלא היא הנקודה בה ערכן הכולל של שתי הפירמות יתאזן.

התיאוריה של Modigliani and Miller, שאין ערכה של הפירמה תלוי בהרכב ההון שלה, נראית לי נכונה ומוצדקת. ואולם נכונותה מותנית בהתקיימות הנחותיה. לפחות שתיים מתוך ההנחות האלה אינן מתקיימות במציאות. ההנחה הראשונה היא שהפירמות פועלות במשק ללא מיסים. ברור שאם מוטל מס המפלה לטובת אגרות חוב ולרעת מניות, יעלה ערכה הכללי של הפירמה ככל שיגדל מרכיב ההלוואות שבה (לפחות עד לנקודת אופטימום מסוימת)⁴⁷. ההנחה השנייה שאינה מתקיימת במציאות היא שכל שווקי ההון נמצאים בתחרות משוכללת. למעשה אין הדבר כך ממכלול של טעמים: למשקיעים אין מידע מספיק על הנעשה

⁴⁶ הדוגמא המספרית המובאת כאן והניתוח שבפניסקה הבאה לקוח מתוך ספרו של Van Horne, *Financial Management and Policy*; See Brudney and Chirelstein, *supra* note 23, at p. 387 et seq., esp. at 395, note: Home Made Leverage.

Brudney and Chirelstein, *ibid.* ⁴⁷

בשווקים שבהם הם סוחרים, המעבר מגייר ערך אחד למשנהו כרוך בהוצאה כספית (transaction cost) גיכרת, שוק הכספים אינו כה הומוגני עד כי משקיע המבקש „למנה” (to lever) את עצמו מסוגל להשיג אשראי באותו שער ריבית המשתלם על ידי הפירמות לבעלי אגרות החוב שלהן.⁴⁸ ייתכן שהגורם החשוב מכל שיש לזכרו בהקשר זה הוא, כי הזנן של מרבית הפירמות, והכוונה בעיקר לפירמות הקטנות, אינו נסחר בכל שוק מאורגן שהוא. ייתכן אפילו ששוק הון כזה אינו בכלל בנמצא. מכאן שפעולת סרסורים שתכליתה מעבר מהיר מפירמה אחת למשנה, בכדי לנצל הפרשי שערים שנוצרו משינויים במבנה ההון, איננה בגדר האפשרות כלל ועיקר.

לסיכום ניתן לקבוע כי עקב קיומם של חוקי מס מפלים ואי שכלולים (אימפרפקציות) בשוק ההון אין ערך מעשי רב לתיאוריה זו. התמריץ לממן מימון דק אכן קיים — וכל כולו ממוקד בשאיפה להיטיב את מצבם היחסי של בעלי המניות בחברה.

ג. מימון דק והרמת מסך: משפט רצוי

ג.1. כללי

בפרק הקודם עמדתי על הטעמים הממריצים יומים לממן פירמות באופן דק.⁴⁹ לפני שנעבור למסקנות המתבקשות מטעמים אלה, רצוי להבליט בהם כמה תכונות יסוד משותפות. התכונה הבסיסית ביותר היא שהדאגה לטובת הנושים איננה ממין השיקולים המשפיעים על צורת מימון העסק. במקרה קיצוני אחד — צורת מימון על ידי הלוואות בעלים שתכליתה לתת לבעלים עדיפות על פני נושי הפירמה — נלקחת „טובה” הנושים בחשבון באורח שלילי: התכנון מיועד ברחל בתך הקטנה להמעט מן הנוכיות שהנושים היו נהנים מהן לו מומן העסק בצורה אחרת. במקרה המאזן הקטן מלכתחילה פותחים הבעלים בעסקים בהוסר אכפתיות מודע לגורלם של הנושים, שכן ידוע לבעלים שכל תגודה שלילית ברווחיות הפירמה עלולה להפוך אותה לחדלת פרעון. ייתכן שמצב זה בולט עוד יותר במקרה המאזן ההולך וקטן, כי בעלי החברה מודעים בו זמנית הן לרפינו של העסק, והן לאפשרות שרפיון זה אינו ידוע לנושים, המסתמכים על המאזן התקופתי האחרון של העסק, אשר טרם שיקף את התרופפותו. אם המגיע העיקרי למימון הדק הוא השיקול הפיסקאלי, ברור שלא „רעת” הנושים היא שעמדה לנגד עיני היוזמים. ואולם גם כאן ניתן לציין, ראשית, כי הבעלים ידעו שההתחשבות

⁴⁸ Van Horne, *supra* note 46.

⁴⁹ נמנעתי במודע מלציין כמה סיבות אפשריות נוספות, הנראות לי כבעלות חשיבות זמנית או לוקאלית בלבד. למשל, בראשית התפתחותו של המשק הישראלי שמו מעצבי המדיניות הכלכלית במדינה את הדגש על צמיחה מהירה וכמעט „בכל מחיר”. כדי לממש כוונה זו העמידו לרשות מפעלי התעשייה בארץ הון הלוואות זול ועודדו אותם להשקיעו בהרחבת מפעליהם. מאחר שבעלי המפעלים לא היו מסוגלים להשקיע הון ניכר משל עצמם, אשר ישמור על יחס סביר בין ההון העצמי לבין הלוואות הנוחות האלה, נוצר מאליו מצב של מימון פירמות במרכיב הלוואות דומיננטי. ראה, לענין זה, שמואלי, מה מסתתר מאחורי המאזן? (שוקן תש”ל) בעיקר הפרק השני, עמודים 23 ואילך.

בתמריץ הפיסקאלי עלולה לפגוע בנושים, ושנית, כי הבחירה בדרך של מרכיב הלוואות גבוה לא היה מענה לתמריץ שוק⁵⁰, ולפיכך לא נועד אלא לשרת את טובתם החד צדדית של בעלי החברה. גם אם ביקשו היוזמים להגדיל את ערך הפירמה כולה על ידי הדגשת מרכיב הלוואות, המצב אינו שונה בהרבה, היות וגם התנהגות זו אינה אלא מענה לתמריץ המס, וכן לאי שכלוליו של השוק, כלומר לאו דווקא פעולה המיועדת להשיג תוצאה משקית רצויה, ובהחלט פעולה שידוע עליה שתהיה לרועץ לנושים.

תכונה חשובה אחרת (אך הקשורה בתכונה הראשונה) של המימון הדק היא שהשוקל מתיימר להחליט בעצמו על חלוקה (allocation) של נזקי חדלות הפרעון של הפירמה שלו, בינו לבין נושי החברה. אם אכן יינתן לכוונתו תוקף, יוכל להסיר מעל עצמו את סיכוני כשלוננו של העסק, ולהעמיסם על שכם הנושים. מטרתו של פרק זה לברר, מבחינת המשפט הרצוי, האם אכן צריך המשפט לסייע בידי היום במימוש חלוקת הנזקים הרצויה לו.

2. הרמת מסך כדרך לחלוקה (allocation) של נזקי מימון דק

1.2.2. ההצנה (externalization)

1.1.2.2. בעד אפשרות ההצנה

בעליו של כל עסק נושאים פניהם לסיכוי לאכול את פירותיו. תחושת צדק אלמנטרית מחייבת שהם יהיו גם אלה הצפויים לסיכון לשאת בהפסדיו. אין זה מתקבל על הדעת שראובן יפתח בפעילות היכולה להועיל רק לו — לראובן — אך היכולה להזיק רק לשכנו שמעון — אלא אם כן, כמובן, שמעון עצמו נתן הסכמתו לחלוקה כזו של עלויות ותועלות⁵¹.

השאלה שנרצה לבררה במסגרת פסקה זו היא האם דומה הגדון לראיה, כלומר האם מאפשר המימון הדק לבעלי הפירמה לקצור את כל פירות העסק ולגולל את מלוא סיכוני ההפסד על שכם הזולת. שני נימוקים חזקים חוברים יחד

⁵⁰ ראה לעיל הערה 33 והטקסט הנלווה לה, וכן הטקסט בסיפא לפיסקה ב.4.3.

⁵¹ מלבד טיעון זה של צדק, קיים גם נימוק כלכלי חזק להפנמתם של סיכונים (ועלויותיהם) אל תוך החברה, ולמניעת ההצנתם וגלגולם על הזולת: אם הסיכון הוא חלק מן העלות החברתית של הנקיטה בפעילות מסויימת, רצוי הוא שעלות זו תוסף אל מחירי המוצרים הנצמחים מאותה פעילות, ולא למחיריהם של מוצרים אחרים. רק בצורה כזו תוכל החברה, על ידי קניית הפרטים, להוציא את כספה לרכישת אוהם מוצרים שהיא מוכנה לשלם את מחירם. אילו יכולה היתה חברה א' להחצין חלק מעלויות ייצור מוצריה לחברה ב', היו מחירי המוצרים של חברה א' יורדים, ואילו אלה של חברה ב' תופחים אל מעבר להוצאות ייצורם האמיתיות. הצרכנים היו מקבלים תמריץ להעדיף את מוצריה של חברה א' על פני מוצריה היעילים יותר של חברה ב' למרות שללא ההצנה היו נוטים יותר להעדיף את מוצריה של חברה ב' החסכונית יותר. תוצאה זו היא בלתי יעילה והאיל וחברה א' מבזבזת משאבים — המצויים במשק במשורה — שניתנים היו לניצול יעיל יותר אצל זולתה. ראה באופן כללי: G. Calabresi "Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts" 70 *Yale L.J.* (1961) 499.

נגד הטענה שהטלת גטל סיכוני חדלות הפרעון על גורמים שמחוץ לחברה יוצרת חלוקה בלתי אופטימלית.

הנימוק הראשון הוא שהחלוקה המתקשר עם חברה בעלת מימון דק לוקה את הסיכונים הצפויים בהתקשרות כזו בחשבון, ונותן להם ביטוי במערכת המתי-רים המוסכמת בינו לבין החברה. אם, לדוגמה, הסיכוי שחברה המקבלת אשראי מן הזולת לא תוכל לפרעו הוא אחד למאה, יגיב הזולת המספק לחברה זו אשראי בהעלאת אחוז הריבית באחוז אחד. מובן שתוספת עלויות זו אינה בלעדית. כדי לעמוד על סיכויי החברה לעמוד בהתחייבותיה על המלווה להשיג מידע, ואף השגת המידע אינה נטולת עלויות. גם לאחר קשירת עסקת האשראי, יאלץ המלווה לשאת בעלויות פיקוח שוטף על יכולת הפרעון של החברה, בכדי שלא יחמיץ את המועד האופטימלי למיצוי זכויותיו, אם אכן ניכרים באופק סימני חדלות פרעון ברורים. בתחרות משוכללת אין כל סיבה לכך שמלווה יסכים לעסקת אשראי עם חברה כלשהי בתנאי ריבית נתונים, אם הוא יכול להלוות את כספו לחברה אחרת באותם תנאי ריבית ובסיכויי חדלות פרעון מופחתים. כפי שטען המלומד Posner, חוקה על כל המלווים שבתחרות משוכללת לא כרתו עסקאות אשראי כלשהן, בלתי אם תנאי העסקאות ביטאו את עלויות הסיכון הנוסף הנצמחות מן המימון הדק של החברה.⁵²

בהמשך לקו מחשבה זה בוטאה אף הסברה כי מימון דק מהווה, בתנאים מסוימים, מכשיר אידיאלי לחלוקה המועדפת על ידי הצדדים:

"A nominally capitalized corporation may be an ideal device for allocating the risk of loss between the parties. If X extends credit to a venture, operated by A, the risk of loss is normally on A; however, if it is agreed that X is to look only to the profits of the venture rather than to A personally, a nominally capitalized corporation to operate the venture allocates the risk as desired."⁵³

ואכן, אם חלוקה זו מבטאת את העדפותיהם האמיתיות של הצדדים, יהיה זה בלתי רצוי למחוק אותה מעל מפת האפשרויות; אם היא מהווה את בחירתם הראשונה — מדוע להדיחם אל אפשרות הנראית להם פחות?

הנימוק השני נגד החזרת הסיכונים שהחברה ניסתה להחצינם אל תוך החברה פנימה הוא זה: אין זה נכון לומר שהחברה בכללותה מתומרנת למצב בו עליה לשאת רק בעלויות, אך לא לקצור את התועלות. הגבלת האחריות מהווה תמריץ חזק להשקעה בעסקים, בעוד שביטולה של הדוקטרינה הזו היה מפנה את כספם של היוזמים לאפיקים חלופיים, כגון צריכה, שאינם מאפשרים צמיחה משקית

⁵² ראה, בהרחבה: R.A. Posner "The Rights of Creditors of Affiliated Corporations" 43 *U. of Chi. L. Rev.* (1976) 499.

⁵³ R.W. Hamilton, *Corporations* (St. Paul 1976) 197.

כדאי לציין כי גותני אשראי מתוחכמים יכולים להגן על עצמם מפני נזקי חדלות פרעון גם בדרכים חלופיות. למשל, בישראל קיים נוהג בנקאי שלא להלוות לתאגיד קטן, אלא כנגד ערבויות אישיות של בעליו להחזרת האשראי. כך מצליחים הבנקים להביא מראש לתוצאה הדומה להרמת המסך מבלי שיצטרכו לעמוד בבחי המשפט כדי להשיג יעד זה.

ושגשגו כלכלי. על כך קבע המלומד Gower בלשון זו:

"[I]t is clear that without legislative intervention, limited liability could never have been attained in a satisfactory and clear cut fashion, and that it was this intervention which finally established companies as the major instrument in economic development. Of this the immediate and startling increase in promotions is sufficient proof."⁶⁴

מאחר שהתועלת מקיום החברה אינה ייחודית ליזמיה, אלא היא משותפת לכלל, מן הראוי שהכל יהיו שותפים בנטל הסיכונים הנובעים מעשיית עסקים עם חברות.

ג.2.1.2. נגד אפשרות החצנה

אף אחד משני הנימוקים התומכים באפשרות ההחצנה איננו נראה לי, בפסקה זו אתאר את הסיבות המרכזיות לכך. באפשרות של שיקוף עלויות המימון הדק במחיר האשראי דן בהרחבה המשפטן האמריקאי Landers⁶⁵. הוא הצביע על כך רבים מנושיה של החברה אינם יכולים לתת ביטוי לעלויות האמורות, הואיל והחיוב הקיים בינם לבין החברה אינו נוצר מאקט רצוני של הסכמה. הדוגמה הבולטת ביותר לכך היא חיובים נזיקיים. גם חיובי מס הם דוגמה טובה: המימון הדק עלול לעוות את השוויוניות בנטל המיסוי, בשחררו את הנישומים שמימנו כך את עסקם מחבויים מס, ובהעבירו את הנטל אל יתר הנישומים, וזאת בכל מקרה בו חדלה החברה להיות מסוגלת לעמוד בהתחייבויותיה. גראה שגם Posner מודה באי הרלבנטיות של השקפתו כשהמדובר הוא בחיובים בלתי רצוניים⁶⁶. ואולם Landers מפנה את חיצו ביקורתו גם לטריטוריה של החיובים הרצוניים. כרי ששיקוף הסיכונים הנובעים ממימון דק בשער הריבית הגגה מחברות הלוח כספים, מחייב מערכת מהירים מיוחדת לקטגוריות רבות יותר של לווים. ככל שהמערכת מעודנת יותר, כן גדלה עלות הפעלתה, שכן נותן האשראי חייב להעסיק מנגנון שתפקידו יהיה לסווג את הלווים לפי הקטגוריות הרבות שקבע לעצמו. ייתכן שעלות ההפעלה של מנגנון זה תהיה גבוהה יותר מן התועלת שתצמח מאיתור מוקדם של הסיכונים הרעים, ומסיווגם בקטגוריה החייבת בתשלומי ריבית מוגדלת. דומה שטענה זו מוכחת מנסיון החיים. נפת עסקאות האשראי הנקשרות במשק הולך וגדל, ואין המלווים נפנים לעיין בציציותיו של כל לווה, כדי לסווג, ולתמחר את האשראי המזורם אליו בהתאם. מכאן שהטענה שסיכוני חדלות פרעון הנובעים מצורת מימונו של העסק באים לידי ביטוי בשער הריבית, במשק שאיננו

⁶⁴ L.C.B. Gower, *supra* note 18, at p. 50. בהערת שוליים מציין המחבר כי בשש השנים שחלפו מאז נחקק באנגליה כלל האחריות המוגבלת (בשנת 1856) הוכפל מספר החברות פי שניים וחצי בקירוב.

⁶⁵ במיוחד: J. Landers "A Unified Approach to Parent—Subsidiary and Affiliate Questions in Bankruptcy" 43 *U. Chi. L. Rev.* (1975) 589.

ראה גם: J. Landers "Another Word on Parents, Subsidiaries and Affiliates in Bankruptcy" 43 *U. Chi. L. Rev.* (1976) 527.

⁶⁶ Posner, *supra* note 52. על השפעתו של מימון דק על נושים אינוולונטריים ראה

בהרחבה: J.G. Deutsh and J.J. Bianco, *The Law of Corporations — What Corporate Lawyers Do?* (Mineola 1976) 226.

נמצא בתחרות משוכללת, אינה נראית כסבירה⁵⁷, ולא נוכל להאחז בה להצדקת ההחצנה. כחריג אפשרי לכלל רחב זה ניתן לחשוב על מקרה בו הוכח פוזיטיבית שצורת מימונו של העסק היתה ידועה למלווה, וכי לקח ביוזעיון, חלק תמורה בת ערך, את הסיכונים על עצמו. מעניינת יותר היא הטענה כי המשק בכללותו, ולא רק בעלי העסק, נהנים מקיום הדוקטרינה של הגבלת האחריות, ולפיכך חייב הכלל להטות שכמו ולשאת גם בעלויותיה של דוקטרינה זו. כאמור, הטיעון הוא שהגבלת האחריות מסירה לאגה מלב ציבור המשקיעים בקשר לאפשרות שירדו לנכסיהם האישיים, ואי לכך הריהם מעיזים להשקיע במקום שללא אחריות מוגבלת לא היו מסכנים את כספם. באנגליה, למשל, נראה שדעת הקהל החלה לנטות בחוזה לכיוון של אימוץ דוקטרינה זו בתקופת מיתון קשה, כשהורגש חוסר של תגופה וצמיחה כלכלית⁵⁸. עם כל זאת, נראה הדבר שהקשר המדויק בין אימוצה של הדוקטרינה לבין התגשמות היעד המיוחד של תגופה כלכלית אינו מהווה די צרכו. בוועדה שהוקמה בשנת 1850 הושמעה הדעה כי הגבלת האחריות תיטיב עם מעמד הפועלים והמעמד הבינוני, בכך שתאפשר להם להשקיע את כספם בחברות ללא חשש לנכסיהם הפרטיים⁵⁹. מאידך גיסא גרס John Stewart Mill, שהוזמן להופיע בפני הוועדה, כי

“[T]he great value of a limit to responsibility as it relates to the working classes would be not so much to facilitate the investment of their savings, not so much to enable the poor to lend to those who are rich, as to enable the rich to lend to those who are poor.”⁶⁰

חוסר בהירות זה באשר לתועלת שתצמח, כביכול, מאימוצה של הדוקטרינה, ריפה את ידי הוועדות שישבו על המדוכה. ככל הנראה הגימוק המכריע שהטה בסופו של דבר את הכף, היה כי המדינה תיטיב לעשות ככל שתתערב פחות בדרך ניהול העסקים הרצויה לפרטים המנהלים אותם⁶¹, ברוח תורת ה- laissez faire ששלטה בכיפה באירופה של אותם הימים. תורה זו איבדה, כידוע, מקסמה, במשקי הכלכלה המערבת. במיוחד נס ליחה לאחר שהתפתחו הכלכלנים והבינו, כי תועלות היוזמה החופשית אינן יכולות תמיד להתממש בגין אי שכלולי שוק (imperfections), ובראשם חוסר חירות אמיתית של קהל הלקוחות בנוגע לאפשרות להינזר מן ההתקשרות ההווית, וליקויי מידע רציניים⁶². איני הפץ לבטל כליל את ערכה של התועלת החברתית הנצמחת ממתן

⁵⁷ אילו שררו במשק תנאי תחרות משוכללת, לרבות מידע מושלם, היה המצב שונה, שהרי המלווה היה פטור מעלויות סיווג הלווים לפי הקטגוריות של סיכוני האינסולבנטיות. L.C.B. Gowers, *The Principles of Modern Company Law* (London 2nd ed. 1951) 44-45.

⁵⁹ *ibid.*

⁶⁰ *ibid.*

⁶¹ *ibid.*, 47

⁶² ראה, בהרחבה: א' פרוקצ'יה, תוקפו המחייב של הווה אחיד כפונקציה של מבנה השוק משפטיים ט (תשל"ט) 25.

התמריצים להתאגד. אך ברצוני להעיר בהקשר זה שתי הערות, האחת עובדתית והאחרת משפטית.

ההערה העובדתית היא שאין לי בטחון מה גודלו ומה חשיבותו של התמריץ להתאגד הניתן על ידי שיטה המקדשת את עקרון הגבלת האחריות גם בסיטואציות של מימון דק. כבר לפני חמישים שנה הביע השופט Douglas, שלימים נהפך לדמות בולטת בבית המשפט העליון של ארצות הברית, את דעתו, כי בין כל המניעים להתאגד, הולכת ופוחתת חשיבותו היחסית של מניע הגבלת האחריות.⁶³ ייתכן שגירסה זו היא קיצונית קצת. ואולם היא בוודאי נכונה לגבי מוסדות כספיים או פיננסיים גדולים, כמו בנקים או חברות ביטוח, שקשה להעלות על הדעת שיגהלו את עסקיהם בצורה לא מאוגדת. מעניין כי דווקא באלה קיים פיקוח הדוק שמטרתו למנוע את עיבוי היחסי של מרכיב ההלוואות בהשוואה להון העצמי. לעומתם ייתכן כי יזמיהם של עסקים זעירים (בית הקפה בפינת הרחוב, המכבסה השכונתית) מתכננים בקפידה את אלמנט הגבלת האחריות שבעסקם, אך נראה כי התועלת החברתית הנצמחת ממתן אפשרות לעסקים כאלה לנהוג כאמור אינה רבה, והיא אולי גם שלילית. חוקה על בעלי עסקים כאלה שהיו מוצאים דרך לנהל את עסקיהם גם ללא ה"בוגוס" הזה של הגבלת האחריות, וממילא אין בכוחם להרחיב את עסקיהם בצורה ניכרת (וכך ליצור אפשרויות תעסוקה חדשות ולהצמיח את המשק) באמצעות גיוס הון בקנה מידה נרחב מן הציבור.

ההערה המשפטית היא כי אפילו אם מתן האפשרות לארגן עסק בהון דק ולהסתייע בדוקטרינה של הגבלת האחריות מביאה לחברה תועלת כלשהי, נראה שהנוק רב מן התועלת, ולפיכך נורמה משפטית אופטימלית לא תתיר זאת. כאשר ההון העצמי הוא דק בהשוואה למרכיב ההלוואות עלולים להוצר גיגודי אינטרסים חריפים בין בעלי החברה המחזיקים במניותיה לבין ציבור המלווים לחברה. כאשר רמת הרווחיות של החברה תרד לנקודה כזו ששיעור התשואה הכולל קטן מן הריבית המשתלמת למלווים, תהיה מערכת האינטרסים זו: בעלי החברה ייטו לפעילות ספקולטיבית העלולה לסכן את החברה מחד גיסא, אך הפותחת סיכוי לרווחים גדולים מאידך גיסא. כל עוד תשמור החברה על רמת רווחיותה הנוכחית עלולים כל רווחיה להיות מנוקזים לכיסוי ההתחייבויות הקבו-עות למלווים, ומכל מקום שיעור התשואה על ההון העצמי יהיה קטן יותר משער הריבית. לכן לבעלי המניות הסיכון של כשלון הספקולציה לא יהיה משמעותי בהשוואה לסיכוי הנובע מהצלחתה. בעלי אגרות החוב (או המלווים האחרים), מאידך גיסא, יעדיפו כי החברה תימנע מכל פעילות ספקולטיבית. התשואה המש-תלמת להם מובטחת גם במצב ההתחלתי, ואין היא יכולה לגדול אפילו תוכתר הספקולציה בהצלחה, ולכן אין בפעילות הספקולטיבית כדי להסב להם הנאה כלשהי. מצד שני אם הפעילות הזו תיכשל, עלול להוצר מצב שבו לא תוכל החברה לעמוד בהתחייבויותיה הקבועות כלפיהם.⁶⁴

W.O. Douglas and C.M. Shanks "Insulation from Liability Through Sub-⁶³ subsidiary Corporations" 39 *Yale L.J.* (1929) 193.

Part Three of the S.E.C. Report on Investment Trusts and Investment Com-⁶⁴ panies, 1594-95 (1939) in Brudney and Chirelstein, *supra* note 23, at p. 351 et seq.

מאחר שבדרך כלל השליטה בהברה מרוכזת בידי בעלי המניות בלבד (והמנהלים הממונים מטעמם) פותח המימון הדק פתח לשולטים בחברה להעדיף את טובתם על פני טובת המשקיעים. חוסר איוון זה בין התועלות המופקות מן החברה והעלויות הנובעות ממנה הביא לכך שבהרבה שיטות משפטיות מובא מבנה הון של חברות מסוימות לביקורתן ואישורן של רשויות השלטון. חברות אלה הן מסוגים שונים ומגוונים ואיני הפעם להתיימר למנות כאן את כולם. די באיזכור אחדים מן הסוגים האלה, כפי שהם קיימים בישראל, בכדי ללמוד על החלוקה שגורמת בעיני המחוקק ובתי המשפט כאופטימלית.

סוג אחד של חברות הן כאלה של ציבור בכללותו יש ענין רב ביכולת הפרעון שלהן, ואשר התמוטטותן הכלכלית עלולה לגרום נזקים כבדים לחלק ניכר מן הציבור. הדוגמאות הבולטות לכך הם בנקים⁶⁶ וחברות ביטוח⁶⁶, אשר המחוקק ציווה במפורש שמבנה הונם לא יהיה דק מדי.

סוג אחר של פירמות הן כאלה המבקשות לגייס הון מן הציבור. כידוע מהייב חוק ניירות ערך כי גיוס הון כזה יערך באמצעות תשקיף, וכי התשקיף יגלה לציבור את כל העובדות הרלבנטיות הנהוצות לצורך שקילת כדאיות ההשקעה במנפיק. בין יתר הפרטים שהמנפיק חייב לגלותם לציבור בולט הצורך לפרט את חשבונותיו הכספיים, תוך חלוקה ברורה לסוגי התחייבויות וסוגי הון עצמי⁶⁷. אמנם נכון הדבר, חוק ניירות ערך מסתפק בהטלת חובת גילוי, אך לא בפיקוח על איכות המוצר המוצע לציבור והמתואר בתשקיף. אך הפרקטיקה הנוהגת ברשות לניירות ערך היא שלא לאשר הנפקה של פירמה שיחס הונה העצמי להתחייבויותיה תיה לנושים הוא קטן מדי⁶⁸. אין ספק שדרישה (מוצדקת) זו של הרשות לניירות

⁶⁵ ראה, למשל, צו הבנקאות (ערבויות והתחייבויות אחרות על חשבון לקוחות), תשל"ה—1975, ק"ת 2495. ת' 7(א), למשל, קובעת כך: „לא יעלה הסכום המשוקלל של ההתחייבויות של מוסד בנקאי רגיל על חשבון לקוחות, לאחר ניכויים, על 300 אחוזים מהונו כשיעורו האחרון בחודש שקדם ליום החישוב“. ברור שאין בתקנה זו בכדי למצות את הפיקוח הנערך על סולבנטיות של בנקים או על מבנה הונם, והיא מובאת כדוגמא בלבד.

⁶⁶ ראה, למשל, תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת הקרנות וההון של מבטח), תשכ"ח—1967, ק"ת 350. ראה גם: תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (ההון הנפרע המינימלי של מבטח), תשל"ו—1975, ק"ת 748. גם כאן מצוייטים חיקוקים אלה כדוגמא בלבד, ולא כרשימה סגורה של המקורות המשפטיים לפיקוח על עסקי ביטוח או על מבנה ההון של חברות הביטוח.

⁶⁷ ראה במיוחד: תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), תשל"ל—1970, ק"ת 2037.

⁶⁸ ההוראה היחידה בחוק ניירות ערך המתירה למינהל להתערב בתנאי ההנפקה, להבדיל מאשר בצורך לגלותם לציבור, היא הוראת סעיף 39: „(א) הנפקה של ניירות-ערך והצעתם לציבור טעונות אישור שר האוצר או מי שנתמנה לכך על-ידי. (ב) לא יסרב שר האוצר לתת אישור לפי סעיף זה אלא אם ראה שההצעה, תנאיה או עיתויה נוגדים את המדיניות הכלכלית של הממשלה“. נראה לי, שפירושו הנכון של סעיף 39 הוא שלא די בנימוק כי ההשקעה בניירות הערך של המנפיק היא מסוכנת מדי בכדי להצדיק סרוב של שר האוצר לאשר את ההנפקה; קשה להלום פירוש לפיו יש לממשלה „מדיניות כלכלית“ למנוע הפצתם של ניירות ערך של פירמות לא בטוחות. אך היו

ערך גועדה להגן על הציבור מפני סכנותיהן של חברות בעלות הון דק.

סוג שלישי ומענין במיוחד של פירמות בהן מחוייבים בעליהן לעבות את הוגן העצמי הן פירמות שכבר הוכיחו כי כשלון פיננסי אפשרי עבורן. הכוונה לחברות הנמצאות בהליך של ארגון מחדש (ראורגניזציה), אשר בו מתבקשים הנושים לוותר על חלק מתביעותיהם כלפי החברה, אם במישור היקף החיובים ואם במישור של מועדי הפרעון. בהליכים מעין אלה רשאי בית המשפט לצוות על תכנון מחדש של הון החברה, כך שבעליה יתרמו תרומה נכבדה יותר לנטל הסיכון הנובע מפעילויותיה.⁷⁰ הפסיקה האמריקאית מדברת בהקשר זה על החובה להבטיח כי הון החברה יהיה „שמיש“ (“feasible”) להבדיל מסתם אופטימלי מגקודת ראות בעלי המניות (“optimal”). האבחנה בין שמישות לאופטימליות, מתבטאת ברובד העבה יותר של הון עצמי הנדרש במקרה הראשון.⁷¹

עינינו הרואות: החוסת הצדק מחייבת כי בהרבה מקרים לא יינתן לבעלי המניות להעצין את עלות כשלונם הפיננסי לגושי הפירמה. שורת הצדק מחייבת לראות בבעלי המניות ובחברה, גם כי אינם אישיות משפטית אחת, מקור משותף לנשיאה בסיכונים מעין אלה. העסק (enterprise) כולל הן את האישיות המשפטית הנפרדת של החברה, והן, בנסיבות מסוימות,⁷² את בעלי מגיותיה. אמנם אין בעלי המניות אחראים בכל הנסיבות לחובות החברה. לו היו אחראים בכל הנסיבות היה בכך משום ויתור מוחלט על עקרון האחריות המוגבלת. אך הם אחראים — או לפחות צריכים להיות אחראים — כאשר השימוש שעשו בפרגוד ההתאגדות היה

מקרים בהם נדרש יחס מינימלי בין הון עצמי להתחייבויות. דרישה זו, מאחר שאינה מעוגנת בחיקוק, משתנה מזמן לזמן והיא אף פתוחה למיקוח. אך כל צוות הנפקה וחיתום במוסד פיננסי כלשהו יודע כי אין אפשרות של ממש להתעלם מדרישה זו. (מקור המידע: המחלקות הרלבנטיות במרכז בנק הפועלים).

⁷⁰ המקור הפורמלי בישראל להפעלת סמכויותיו של בית המשפט בענין זה מפורז בכמה קבוצות של סעיפים בפקודת החברות. קבוצת הסעיפים הראשונה היא 117–119, הדנה ב„כוח לבוא לידי פשרה“, שמשמעותה, לעיתים קרובות, ארגון מחדש של כל מבנה ההון של החברה. במקרה של פירוק עסקים מרצון יחול במיוחד סעיף 203 הנוח יותר להפעלה מבחינה פרוצדורלית, אך המצריך שיתוף פעולה רב יותר מצד כל בעלי ניירות הערך הנוגעים לענין. אם הפשרה מצריכה הפחתת הון, יש לפנות לסעיפים 45 עד 53. למרות ריבוי הסעיפים נמנע המחוקק מלכבול את ידי בית המשפט בקריטר-יונים משפטיים נוקשים והכללים לבנייתו מחדש של הון החברה בצורה הרצויה ביותר פותחו כמעט בלעדית על ידי השופטים. ראה להלן ההערה הבאה.

⁷¹ על ההבחנה בין שמישות לאופטימליות עומדים Brudney and Chirelstein, *supra* note 23, at p. 327.

⁷² ראה בהרחבה: E.J. Calkins “Feasibility in Plans of Corporate Reorganization under Chapter X” 61 *Harv. L. Rev.* (1948) 763.

⁷³ „נסיבות מיוחדות“ אלה הן בראש וראשונה כל המקרים בהם התנהלה הפירמה תוך תשומת לב ייחודית לטובתם של בעלי המניות, ותוך התעלמות מן האינטרסים הלגיטימיים של נושי החברה. כפי שהסברתי לעיל, תופעת המימון הדק יוצרת נסיבות כאלה.

שימוש לרעה, קרי, כאשר המימון היה דק יותר מכפי שמתחייב מנסיבות העניין.⁷²

2.2.2. המשתנה של זהות הפירמה

1.2.2.2. כללי

עד כה התעלמנו מן העובדה שלא כל הפירמות קורצו מעור אחד. בפסקה זו אייחד את הדיבור לשאלה האם התכונות המאפיינות פירמה פלונית והמבדילות אותה מפירמות אחרות יכולות להיות גורם בהערכת החלוקה האופטימלית של הנזקים הנובעים מאי יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה בין בעליה לבין נושית.

2.2.2.2. אשכול חברות

לביטוי „אשכול חברות“ אין משמעות טכנית מוסכמת. בפסקה זו אשתמש בביטוי כמתאר כל מצב בו מוחזקות מניותיה של חברה-בת אחת או יותר בידי חברה אחת אחרת או יותר, וכי מבחינה עסקית ניתן להשקיף על כל החברות השלובות כאמור (דהיינו „אשכול החברות“) כעל ישות כלכלית אחת. השאלה העומדת לדיון היא, האם כאשר אחת החברות באשכול חדלה להיות מסוגלת לעמוד בהתחייבויותיה, ניתן יהיה לרדת לנכסיהן של החברות האחרות באשכול בעילה שהחברה שהפכה חדלת פרעון מומנה מימון דק. דרך אחרת להציג את השאלה היא, האם לענין הרמת המסך בעילת המימון הדק יש נפקא מינה אם החברה חדלת הפרעון נמצאת בבעלותם של בעלי מניות פסיים או שהיא מהווה איבר מאיבריו של אשכול חברות.

הגישה המקובלת היא לא להבחין בין חברה רגילה לכין חברה שהיא איבר באשכול חברות. לאבחנה בין שני סוגי החברות אין תימוכין בפסיקה, ואף הסופרים נטו לטשטש את קיומה.⁷³ Landers⁷⁴ לעומתם הצביע על טעמי האבחנה בין שני סוגי החברות כאשר טען כי באשכול חברות קיים תמריץ מיוחד במינו לממן איבר פלוני באופן דק – מה שיהיה כמובן לרועץ לנזשים – שכן ההנחה היא שבשעת מצוקה יוכל אותו איבר להסתייע באשראי זול מן הפירמות האחרות שבאשכול. מאחר שבעלי האשכול רואים בו – ולא בכל אחת מיחידותיו – את המושא לשאפתנות הכלכלית שלהם, יכול בקלות להיווצר מצב בו המימון של יחידה פלונית אינו סביר בנסיבות הענין. אי חשומת הלב שמשקיעה ההנהלה הראשית בכל יחידה כבגוף נפרד, מעודדת ערוב כספים ונכסים אחרים בין היחידות. ואם קברניטי האשכול עצמם נוהגים בו כך, מדוע יהיה בית המשפט אדוק עוד יותר מתם ויתיהס לכל יחידה כאל אישיות משפטית נפרדת?⁷⁵ מסקנותיו של Landers הן, כי בפשיטת רגלה של כל פירמה באשכול יש לאחד את נכסיה

⁷² A.A. Berle "The Theory of Enterprise Entity" 47 Col. L. Rev. (1947) 343.

Cf: R.A. Sprecher "The Conflict of Equities under the 'Deep Rock' Doctrine" 43 Col. L. Rev. (1943) 336.

⁷³ ראה, למשל: M.D. Lattin and R.W. Jennings, *supra* note 8, at p. 104 et seq.

לעומת זאת היו מחברים שחשו אי-נוחות מתוסר האבחנה. ראה: R.A. Sprecher *supra* note 72.

⁷⁴ ראה לעיל בהערה 55 את שני המאמרים המצוטטים.

⁷⁵ לתאור עובדת של ערוב כספים מעין זה בתוך האשכול, ראה: *Gannett Co., Inc. v. Larry* 221 Fed. 269 (1955).

עם נכסי הפירמות האחרות, ולחלק מסה מאוחדת זו בין נושי האשכול כולם. מסקנה זו, והנימוקים התומכים בה, זכו לביקורת גוקבת של המלומד Posner.¹⁶ אשר גרס כי הקשר העסקי האמיץ הקיים, כביכול, בין איברי האשכול, איננו אלא פרי דמיונו של Landers. למעשה פועלים שיקולי גיוון תיק נכסים ושיקולים לגיטימיים אחרים ליצירת שוני רב בין הפירמות השונות שבאשכול, כך שכל אחת מהן גראית בעיני ההנהלה הראשית כמושא נפרד למכסימיזציה של רווחים. יתירה מזו: אם אמנם יורם מסך ההתאגדות כדבר שבשגרה בתוך האשכול פנימה, תפסקנה החברות באשכול להעניק אשראי זו לזו, מחשש פן בפשיטת רגלה של אחת מהן יתייחסו לאשראי זה כאל הון עצמי. מכאן שכל פירמה באשכול תצטרך – בעקבות אימוץ הכלל הרצוי ל-Landers – לשאוב את האשראי שלה מבחוץ, ובכך לוותר על מקורות מימון זולים ויעילים יותר בתוך משפחת האשכול.

עיון מעמיק בפלוגתה המדוייקת בין שני המלומדים מלמד, כך נדמה לי, שאיננה אלא פלוגתת קש. עמדתו של Landers היא שהיותה של חברה איבר באשכול ממריץ את ההנהלה לזוית לנהוג בה שלא כחברה עצמאית, ועקב כך מתרבה הסכנה לנושים. עמדתו של Posner היא כי שיקולי הניהול בחברה כזו אינם שונים באופן עקרוני משיקולי הניהול של כל חברה אחרת. מיד ניתן להבחין כי הוויכוח איננו משפטי ואפילו לא ערכי כי אם עובדתי טהור. לא נראה לי שכדאי להכריע בשאלה עובדתית זו לכאן או לכאן, שכן אפילו אם יגלה מחקר אמפירי הסתברות סטטיסטית כלשהי התומכת בעמדתו של אחד הניצים, ודאי שיהיו מקרים רבים שיהרגו ממסגרת הכלל. נראה לי כענין עקרוני שהחלוקה האופטימלית של נוקי חולות הפרעון בין נושים לבעלי מניות אינה צריכה להתחשב בהסתברות הסטטיסטית החלה על פירמות מאותו סוג של החברה חולת הפרעון שבה מדובר; החלוקה צריכה להיקבע על פי מערכת העובדות שהוכחה למעשה בקשר לאותה חברה, כך, אם יוכח כי ההנהלה הראשית התייחסה אל החברה חולת הפרעון כאל מרכז רווח עצמאי וכי הכשלון הפיננסי ארע למרות מאמצים אלה, נראה כי הרמת המסך איננה מסקנה רצויה. אם יסתבר, לעומת זאת, כי השערות האמפיריות של Landers התקיימה באותה חברה קונקרטיית – תהיה הרמת המסך מסקנה רצויה הרבה יותר.¹⁷

התנהגות ההנהלה הראשית כלפי החברות הבנות אינה צריכה להיות המש-
תנה היחיד שיש להתחשב בו כשבאים להתליט האם להרים את מסכה של חברה-
בת ממומנת דק. כדוגמא למשתנה אחר אציין את מצבה הפיננסי של החברה-האם

¹⁶ ראה לעיל הערה 52.

¹⁷ גם מכל יתר הבחינות נראית לי ההבחנה בין חברה השלובה באשכול לחברה סתם כגנרית מדי, כלומר כמתחשבת פחות מדי בנסיבותיו המיוחדות של המקרה. למשל, מתוך דבריו של Landers עולה, כי הצדקה נוספת להרמת המסך דווקא בתוך האשכול היא, כי פעולה זו איננה בעלת משמעות חברתית שלילית חריפה כמו הרמת מסך סתם. רק במקרה האחרון יורדים לנכסיו הפרטיים של אדם, וכך יכולים להביאו לידי פת לחם. אך כנגד זה אפשר להעלות על הדעת כי נכסיו העיקריים של פרט כלשהו הם אחזקותיו בחברה אם, כך שאם יורם מסכה של החברה הבת, והנושים ירדו לנכסיה של החברה האם, יהיה בכך בכדי לרושש את הפרט המתויק במניותיה של החברה האם.

עצמה. אם נתאר לנו מצב שהחברה-האם היא חדלת פרעון⁷⁶, יש להבין כי הרמת מסכה של החברה-הבת תעביר את הנטל הכספי של חדלות הפרעון שלה לא אל השולטים בה, דהיינו החברה-האם והנהלתה, כי אם אל נושיה של החברה-האם. מאחר שבעלי המניות של חברה כלשהי באשכול לא יוכלו בלאו הכי ליהנות מנכסי החברה-הבת או החברה-האם בפירוק, תהיה המשמעות האמיתית של הרמת מסכה של החברה-הבת תוספת דיבידנדה לנושיה של החברה-הבת וגריעת דיבידנדה מנושיה של החברה-האם. תוצאה זו אינה נראית צודקת⁷⁷. היו שהציעו לאחד במקרה כזה את המסות הרכושיות של כל החברות החדלות הפרעון ולחלקן באופן שווה בין הנושים של כולן⁸⁰. גם פתרון זה אינו נראה לי. „האשמים“ במימון הדק של החברה-הבת הם אלה שארגנוה ושלטו בה, דהיינו החברה-האם והנהלתה. התרופה של הרמת המסך בעילת המימון הדק גועדה להעמיס על שכמם של אלה את נטל חדלות הפרעון של החברה-הבת שהם יכולים וצריכים היו למנוע. אך מכאן אין הדבר נובע שאם נגעלת האפשרות הזו רצוי להסתפק במעין „אלטרנטיבה“ של העמסת הנטל על צדדים שלישיים שלא הטאו, כלומר נושיה של החברה-האם. ועוול זה אינו מקוּוּז על ידי עשיית העוול ההפוך של העמסת הנטל של החברה-האם על נושיה של החברה-הבת. במקרה של חדלות פרעון כפולה זו מוצע כי כל נושה יישא בנטל כשלוננו העסקי של החייב שלו, כלומר שיישמר עקרון הפרדת האישיות המשפטיות בתוך אשכול החברות⁸¹.

⁷⁶ אם החברה האם היא חדלת פרעון, יהיה אף האשכול כולו, בדרך כלל, הדל פרעון. מסקנה זו נובעת מהעובדה שאם אחת מן החברות הבנות איננה חדלת פרעון, האחזקה במניותיה מוסיפה לאקטיב של החברה האם. אם סך הכול הפסיב של החברה האם גדול מסך הכול האקטיב שלה, משמע שחובותיה של החברה האם גדולים מחוספת האקטיב הנובעת מאחזקה במניות החברה הבת הטלוננטית. מכאן שאילו היה נערך מאזן מאוחד לאם ולבנותיה היה מאזן זה מראה על מצב של חדלות פרעון.

⁷⁷ Note "The Deep Rock Doctrine: Inexorable Command or Equitable Remedy?" 47 Col. L. Rev. (1947) 800.

⁸⁰ ראה לעיל הערה 72, (Sprecher); ראה לעיל הערה 55, (Landers).

⁸¹ באנלוגיה למצב זה כדאי לחזור ולעיין במקרה מיוחד של פירוק חברה שבעליה בשר ודם. אם אף בעלי המניות של חברה כזו הם חדלי פרעון, רצוי שלא להכיר בתביעות נושי התאגיד כנגד בעלי המניות באופן אישי. אילו הוכרו תביעות אלה, היו נושיהם של בעלי המניות נאלצים לסבך את כשלונה הפיננסי של החברה. במקום שהרמת המסך תקנוס את האשמים בכשלון זה, היא היתה מענישה את נושיהם של בעלי המניות, שהם, מצידם, גקיים מכל אשמה. עם זאת נראה לי כי מצב מיוחד זה פחות בחשיבותו המעשית בהרבה מן המצב של חדלות פרעון משותפת של חברה אם ובנותיה: בתוך אשכול החברות סביר להניח כי התוליות השונות הערובנה זו לזו, כך שהתמוטטות חוליה אחת יכולה לשמש אות להתמוטטות התוליות האחרות. המצב שונה בתאגיד המותק על ידי אנשים פיסיים. במקרה כזה עצם השימוש בתאגיד — אם הוא ממומן באופן דק — גועד לעיתים קרובות כדי לבודד את נכסי בעליו מסיכויי חדלות הפרעון, ולפיכך סביר מאוד להניח כי כשלוננו של התאגיד אינו מלווה בחדלות פרעון של בעלי המניות.

סופרים אחדים מציעים להבחין בין חברות גדולות וקטנות באופן שהרמת המסך תותר ביתר ליברליות בפירמות קטנות.⁸² הטיעון כה נפוץ עד כי ניתן לתגדירו כסטנדרדי⁸³; והוא נשען על שני נימוקים. הטיעון המרכזי הוא כי התברה הקטנה, ובעיקר זו הזעירה, המכונה לעיתים "one man company" איננה אלא אדם שהעטה עליו את מחלצותיה המשפטיות של חברה. במקרה של חברה מעטים זעירה אין היא אלא שותפות במובן הכלכלי שהתאגדה בצורה המשפטית הפורמלית של חברה. בני האדם הפיסיים המושכים בחוטים אינם אלא ה-alter ego של חברה כזו, ואין זה מוצדק להבחין בינה לביניהם. ואם הללו (האישיות הפיסיית) מימגו את עסקם באופן דק, אין שיטת משפט גאורה יכולה להתפס לפורמליזם של תורת האישיות המשפטית, ושומה עליה לחלק את נזקי חדלות הפרעון בהתאם למציאות הכלכלית האמיתית, הנבדלת מן הצורה הפורמלית. מן הבחינה המהותית הוויכוחים נזקי חדלות הפרעון ליפול על שכמ היוזמים ולא על שכמ נושיה החיצוניים של הפירמה.

הטיעון השני התומך בראשון אוזכר כבר בהקשר אחר והוא זה: קיים אינטרס מקרו-כלכלי לגייסי לעודד השקעות בחברות גדולות. השקעות כאלה מחישות את הצמיחה הכלכלית במשק. מאחר שהמשקיע הקטן אינו נהנה למעשה מיתרונות הניהול של הבעלים, ומאחר שלא היה מסכן את רכושו הפרטי ללא הגבלת האחריות, ראוי לעודדו להשקיע ואף להבטיח כי אחריותו תהיה מוגבלת. שניים אלה אינם דרים בכפיפה אחת עם אפשרות הרמת המסך ולפיכך ראוי שלא להרימו בנקל במקרה של חברות ציבוריות גדולות. לא כן בעסק הזעיר. זה בלאו הכי אינו מגייס כספים מן הציבור, ולפיכך אינו מביא להקטנת הצריכה, להגדלת החסכון ולצמיחה כלכלית. העוסק הזעיר יעסוק במשלח ידו בין בצורה פורמלית של חברה ובין בכל צורה פורמלית חלופית. הודקקותו לתמריץ של הגבלת האחריות היא קטנה יותר, ולכן הנזק המקרו-כלכלי שייגרם מהרמות מסך ליברליות יהיה נזק מועט בלבד. מכאן שיש להרים מסכן של חברות קטנות ביתר ליברליות ממסכן של חברות גדולות.

גדמה לי שהבהנה זו בין חברות קטנות לגדולות איננה במקומה, כאשר המדובר הוא בתופעה הספציפית של מימון דק. אם חברה גדולה ממומנת באופן

⁸² למשל: O. Kahn-Freund "Some Reflections on Company Law Reform" 7 *Mod. L. Rev.* (1944) 54; B.F. Cataldo "Limited Liability with One-Man Companies and Subsidiary Corporations" 18 *Law and Contemp. Probl.* (1953) 473; W. Fuller "The Incorporated Individual: A Study of the One-Man Company" 51 *Harv. L. Rev.* (1938) 1373.

מובן שהצעה כזו מחייבת קריטריון להבחנה בין פירמות, "גדולות", "קטנות", הגדרות של גורל הן ביסודן מושגים יחסיים, ולכן איש לא הצליח למצוא הגדרה קולעת המפרידה באיזמל חד בין שני "סוגי" הפירמות. הקורא המעוניין לעיין בהרחבה במאפייניה של הפירמה הקטנה ובכמה מן הבעיות המיוחדות האופפות אותה, מופנה לספרו הקלאסי של F.H. O'Neal, *Close Corporations*. Mundelein, Ill., Callaghan (with cumulative supplement).

⁸³ ראה, באופן כללי: *Arnold v. Phillips* 117 F 2d 497.

דק, פירוש הדבר הוא שמרכיב ההלוואות בהונה הוא גדול במיוחד: אילו מרכיב ההלוואות היה קטן ואף ההון העצמי היה בלתי מספיק, היתה זו חברה קטנה. כאשר המדובר הוא בחברה גדולה עם הון הלוואות גדול ועם הון עצמי קטן, נראה לי שקל לזהות את בעלי ההון העצמי כ-*alter ego* של החברה, לא פחות מאשר בחברה הזעירה. באמצעות השקעה מזערית בלבד הריהם שולטים בחברה ומנווטים אותה אל כל אשר יחפצו. אין כל סיבה להפלות לטובתם ולרעת הבעלים של עסק זעיר שכשל. גם מן הבחינה המקרו-כלכלית אין טעם לעשות אפליה כזו. הציבור הרחב שהשקיע כספו בהלוואות לחברה לא יינזק בלאו הכי כתוצאה מהרמת המסך, ואילו המעטים שהשקיעו אך מעט בהונה העצמי ראוי להם שישאו בנטל. אילו נענו לתמריץ והיו משקיעים בהונה העצמי של החברה השקעה סובסטיביבית כבר לא היה הונה של החברה דק.

ג.2.2.4. השליטה בחברה

הפנמת עלויות הדלות הפרעון אל בעלי המניות הוצדקה בטענה כי הללו „אשמים“ בכשלון הפיננסי, ולפיכך אל לנו לאפשר להם לגולל את נטלו על שכם הנושים. טיעון זה עשוי לעורר קשיים עיוניים בשני מקרים מיוחדים: המקרה האחד נוגע לבעלי מיעוט המניות בחברה. אלה יכולים להעלות את הטענה כי צורת המימון לא היתה נתונה לשליטתם, אלא לשליטתו של הרוב בחברה ושל המנהלים הממונים מטעמם. אם הרמת המסך המבוקשת על ידי הנושים לא תפלה בין בעל מניות אחד למשנהו, סופם ש„ייקנסו“ הם, ביחד עם בעלי רוב המניות, בעד מעשה שרק האחרונים אתראים לו. המקרה השני נוגע לבעל מניות שרכש את אחזקותיו בשלב מאוחר, דהיינו לאחר שצורת הארגון והמימון של התאגיד היתה כבר בבחינת עובדה מוגמרת. גם בעל מניות שכזה יוכל לטעון כי הרמת המסך פוגעת בו על לא עוול בכפו. בשני המקרים כאחד עלול משקיע קטן בחברה גדולה למצוא עצמו ערב לחובותיה, למרות שהאקט המצמיח תבות זו נעשה שלא בידיעתו, ולעתים בניגוד לרצונו.

נראה לי שחששות אלה אינם מבוססים. אם המדובר הוא בחברה ציבורית גדולה שהנפיקה את מניותיה לקהל, משמע כי אין היא מסוג החברות הממומנות דק. חברה הממומנת דק היא, מכוח הגדרתה, חברה שהשליטה בה נמצאת בידי מספר קטן של בעלי מניות המחזיקים ביחד בהון מניות קטן; מכאן שאם לחברה מימדים גדולים פירושו של דבר שגייסה את הונה בדרך ההלוואות. משקיע הבוחר להצטרף לקבוצה הדקה של בעלי המניות בחברה כזאת, אפילו אם אחזקותיו מקנות לו רק מיעוט בכוח ההצבעה, וכן אם רכש אותן לאחר שהחברה כבר היתה ממומנת באורח דק – חוקה עליו שעיניו פקוחות ושכלו מבין את מה שהוא עושה. הצטרפות כזו היא בבחינת שותפות לדרכה של החברה. בעל המניות שהצטרף לא יוכל לטעון עוד כי החברה בחרה בדרך המימון הדק חרף רצונו או שלא על דעתו.

ד. מימון דק והרמת מסך: הבסיס העיוני

1. כללי

בפרק הקודם העליתי את הטיעון כי החצנת נזקי הדלות הפרעון של חברות הממומנות באופן דק איננה רצויה. בפרק זה ברצוני לחזק את הבסיס העיוני לטיעון

כי ניתן למנוע החצנה זו על ידי הרמת המסך. השאלות הנדונות בפרק זה הן יותר טכניות באופיין מאלה שנדונו בפרק הקודם. אני יוצא עתה מההנחה שהחלוקה האופטימלית של נזקי חדלות הפרעון היא על בעלי החברה עצמם, והשאלה איננה אלא כיצד לאפשר חלוקה זו מבחינת התיאוריה המשפטית הטכנית.

2.7. ניצול לרעה של פרגוד ההתאגדות

1.2.1. החובה המהותית

מימון דק מדי של עסק עולה כדי ניצול לרעה של פרגוד ההתאגדות והפריווילגיה של אהריות מוגבלת. פריווילגיה זו צריכה להישלל ממי שמנצלה כך לרעה. כתב פרופסור Ballantine :

"If a corporation is organized and carries on business without substantial capital in such a way that the corporation is likely to have no sufficient assets available to meet its debts, it is... an abuse of the separate entity and will be ineffectual to exempt the shareholders from corporate debts."⁸⁴

דוקטרינה זו אינה יצירת החוק החרוט⁸⁵. השופטים שיצרו אותה חשו כי המימון הדק מהווה הפרת חובה כלשהי מצד בעלי החברה כלפי בעלי ניירות הערך הבכירים⁸⁶ שלה ויתר נושיה, וכי הסנקציה על הפרת החובה הזו צריכה איכשהו להתבטא בהרמת המסך⁸⁷. נבחון עתה מהי החובה המופרת על ידי בעלי חברה שמימנה מימון דק.

נראה לי שמימון דק מדי מהווה הן הפרת חובת זהירות והן הפרת חובת אמון שחבים השולטים בחברה⁸⁸ לחברה שבניהולם. ואלה הטעמים למסקנה: חובת זהירות: כל אדם חב חובת זהירות כלפי כל אדם אחר, אם צריך היה לצפות שהתנהגותו עשויה להזיק לאותו אדם אחר⁸⁹. חובה זו היא חובה נזיקת רגילה שלא לנהוג ברשלנות. חובה נזיקת זו הוחלה על השולטים בחברה ולטובת

⁸⁴ H.W. Ballantine, *On Corporations* (Chicago, 1946) 302.

⁸⁵ G.D. Hornstein, *supra* note 7, at p. 756.

⁸⁶ כלומר, כל ניירות הערך למעט המניות הרגילות המקנות לבעליהן שליטה בחברה.

⁸⁷ N.A. Lattin, *supra* note 8, at pp. 73, 74.

⁸⁸ האחראים למבנה ההון של הפירמה הם יזמי החברה לפני התאגדותה ומנהליה מיום מינוים. אין ספק – ואין צורך להביא אסמכתות לכך – כי היום והמנהל חבים לפירמה חובות זהירות ואמון. דעתי היא, כי חובות אלה מוטלות אף על רוב בעלי מניות השליטה בחברה: א' פרוקציה, פירוק חברה לפי בקשת מיעוט בעלי המניות" משפטים ח (תשל"ז) 13, וראה גם: "A.A. Berle "Corporate Powers as Powers in Trust" 44 *Harv. L. Rev.* (1931) 1049 מכאן שאף אם החלטת המימון הדק או אימוץ המדיניות שהובילה לכך התקבלה באסיפה הכללית, תהיה האסיפה הכללית אחראית בגין הפרת הבוהותיה לחברה; ואולם לצורך מאמר זה אין זה חיוני לעמוד על פרופוזיציה זו; בלאו הכי בעלי מניות השליטה בחברה שולטים אף בהנהלתה, ולפיכך ירידה לנכסיהם האישיים של בעלי המניות שקולה כנגד סנקציה המופעלת כלפי המנהלים.

⁸⁹ פקודת הנוזיקין [נוסח חדש], דמ"י 266, ס' 35.

החברה עצמה כאישיות משפטית נבדלת⁹⁰. מי שמימן את עסקו מימון דק הפר כלפי החברה שלו חובת זהירות כאמור. אדם סביר במקומו היה צופה כי החברה עלולה להתמוטט מבחינה פיננסית כתוצאה מצורת מימון שכזו. אות לכך הוא סטנדרד המימון המקובל בשוק לעסק הדומה לזה שמומן מימון דק, וכן העובדה שנושה נייטרלי היצוגי היה מסרב להלוות לעסק שכך מומן, הואיל וכרית הכסחון של הונו העצמי איננה מרופדת דיה⁹¹.

חובת אמון: סימן היכר מובהק להפרת חובת אמון היא העדפת טובתו של הנאמן על פני טובתו של הנהנה⁹² ואפילו עצם העמדתן של שתי מערכות אינטרסים אלה בעמדה של ניגוד⁹³. כבר ראינו כי התמריץ למימון הדק מהעלם מטובת החברה ומטובת נושיה, ומבקש להביא למתאגדים בה יתרונות חד צדדיים, כגון יתרונות מס והחצנה של סיכונים חדלות פרעון מבעלי הפירמה לבאים אתם במגע עסקי. התנהגות מעין זו אינה הולמת, לדעת, סטטוס של נאמן, ויש בה כדי להצדיק הטלת סנקציות כעל מי שהפר את חובות האמון הרובצות עליו.

גם מי שמוכן לראות במימון הדק הפרת חובה מצד קברניטי החברה, ואכן יש לעמדה זו סימוכין בכתבי המלומדים ובפסיקה⁹⁴, יוכל לטעון כי לפי המשפט האנגלי המקובל הנהנה היחיד מחובות אמון וזהירות היא החברה עצמה⁹⁵. אין המשפט המקובל מכיר בחובת אמון כלפי בעלי מניות אינדיבידואליים⁹⁶, ועל אחת כמה וכמה שאינו מכיר בחובות לטובת הנושים. כיצד יוכלו, איפוא, הנושים להיבנות מהפרות של חובות שלא למענם נוצרו?

לשאלה זו יש תשובה פשוטה. בהליכי הפירוק יורש המפרק את תפקידי המנהלים כאורגן של החברה, והריהו מוסמך לתבוע בשם החברה על כל הפרת חובה שבוצעה כלפיה⁹⁷. מאידך גיסא ברור כי הנהנים האמיתיים מפעולת המפרק הם נושי החברה. מכאן שבפירוק החברה מזדהה טובת החברה עם הגדלת המסה

⁹⁰ על היקפה של חובת הזהירות שתבים קברניטי החברה לפירמה שבניהולם ראה, באופן כללי: L.C.B. Gower, *supra* note 18, at p. 549 et seq.

⁹¹ ואכן, אם נושה היצוגי כאמור היה מסרב לתת אשראי באותם תנאים שהוענקה הלוואת הבעלים, או אם מימון הפירמה הוא דק יותר משל פירמות מסוגה, רואים בצורת המימון של הפירמה עילה להרמת מסך: N.D. Lattin and R.W. Jennings, *supra* note 8, at p. 104.

⁹² הביטויים „נאמן” ו„נהנה” אינם משמשים כאן במשמעותם הטכנית הצרה הידועה להם בדיני הנאמנות הפרטית האנגלית. ה„נאמן” כאן הוא מי שחב לחברו חובת אמון (fiduciary duty) והנהנה הוא מי שחובת האמון הוטלה לטובתו.

⁹³ ראה, באופן כללי: L.C.B. Gower, *supra* note 18, at p. 516 et seq.

⁹⁴ C.L. Israels "The Implications and Limitations of the 'Deep Rock' Doctrine" 42 *Col. L. Rev.* (1942) 376; M.N. Krotinger "The 'Deep Rock' Doctrine: A Realistic Approach to Parent — Subsidiary Law" 42 *Col. L. Rev.* (1942) 1124; Note "Parent Corporation's Claims in Bankruptcy of Subsidiary: Effect of Fiduciary Relationship" 54 *Harv. L. Rev.* (1941) 1045.

⁹⁵ *Parke v. Daily News Ltd.* [1962] Ch. 927.

⁹⁶ *Percival v. Wright* [1902] 2 Ch. 421.

⁹⁷ פקודת החברות, סעיפים 162 עד 174.

ועם טובת הנושים, והם הם הנהפכים לבהנים האמיתיים מזכויות שיש לחברה כלפי צדדים שלישיים.

2.2.7. התרופה

אם אמנם מימון דק עולה כדי הפרת חובת אמון וזהירות מצד השולטים בחברה כלפי החברה כתאגיד, והחברה מבקשת להיפרע על העוול הזה באמצעות המפרק ולטובת הנושים, עדיין נשאלת השאלה מדוע התרופה המתאימה להפרת חובה זו היא הרמת המסך. ממבט ראשון נראית תרופה זו כבלתי מוצדקת. ירידה לנכסיהם האישיים של בעלי המניות היא צעד דרסטי – ואולי דרכטי מדי. האם לא היה עדיף להיפרע מהם דמי נזק, שיוערכו לפי הכללים הרגילים של דיני הפיצויים, כך שהמסה תועשר בדיוק במה שנגרע ממנה עקב פעולותיהם? הייתכן שחלק מן הכשלון הפיננסי של התאגיד נגרם בגין חוסר הצלחה ותוסר מול סתם ולא בגלל המימון הדק, כך שירידה למלוא נכסיהם הפרטיים של המתאגדים בחברה עלולה להענישם בחומרה רבה ממה שמתבקש ממעשיהם? לצורך החשובה נפריד בין שני מקרים.

ראשית, נגיה כי החברה מומנה בסכום כספי מספיק, אך רובו התהווה מהלוואות בעלים ורק מיעוטו יוצג על ידי הון עצמי. במקרה כזה הנזק היחיד של נושי החברה החיצוניים הוא כי עתה עליהם להתחרות בהליכי פירוק החברה בהלוואות הבעלים, ואולי אפילו להידחות מפניה. פתרון מספיק למקרה מעין זה הוא לדרות את הלוואות הבעלים מפני תביעת הנושים האחרים, דהיינו להביא ל"סובורדינציה" של החוב המגיע לבעלים. יתרונו של פתרון זה הוא במתינות. אין נושי החברה רשאים לרדת לנכסיהם הפרטיים של בעליה, אלא אך ורק ובמידה שהדבר בא לידי ביטוי בסובורדינציה כאמור. ואמנם, שורה של פסקי דין אמריקאים הכירה באפשרות כזו של סובורדינציה⁹⁸, והיא זכתה לגושפנקא ברורה גם בכתבי המלומדים⁹⁹. מאחר שדוקטרינה זו מבוססת על הפרופוזיציה הכללית שאין המפרק או בית המשפט הדן בענין של פשיטת רגל מחויבים להכיר בתביעות בלתי מצפוניות, ותביעת הבעלים שהלוו לחברה איננה מצפונית¹⁰⁰, נראה לי שניתן לקלוט את הדוקטרינה ללא קושי ולאמצה בארצנו גם כן. גם כארץ אין המפרק חייב להכיר בתביעות לא מצפוניות, שכן הליך הפירוק כולו הוא הליך של יושר ולא של אכיפת זכויות משפטיות פורמליסטיות¹⁰¹. לדוקטרינה זו חסרון למראית עין והוא זה: אילו הצליחו הבעלים להשיג את ההלוואה ממקור חיצוני, ודאי שלא ניתן היה לעשות סובורדינציה של הלוואה זו, שכן לא המלווה

⁹⁸ *Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois* 312 U.S. 510 (1941); *Castello v. Fazio* 256 F. 2d 903 (1958).

⁹⁹ E.g. Symposium 52 *N.W.U.L. Rev.* (1957) 345.

¹⁰⁰ *Pepper v. Litton* 308 U.S. 295 (1939).

¹⁰¹ "The Bankruptcy Court, being a court of equity, has always inquired into the consideration for debts, and if no debt existed in equity, rejected the proof, even though the creditor had recovered a verdict at law." *Williams, on Bankruptcy* (London, 18th ed., by M. Hunter and D. Graham, 1968) 184.

דין זה חל גם על פירוקה של חברה. ראה טעיף 220 לפקודת החברות.

החיצוני הוא שהפר חובה כלשהי כלפי החברה. הדוקטרינה מפלה, איפוא, בין הלוואה להלוואה לפי המקור שממנו נצמחה. האפליה היא לטובת הלוואה מבחוץ. הטיעון הוא שמצב זה עלול להמריץ את בעלי החברה להעדיף הלוואות מבחוץ על פני הלוואות בעלים בכדי להשיג את ההעדפה האמורה, וזאת אפילו כאשר הלוואות הבעלים היא היעילה יותר מבחינה כלכלית ותזולה יותר לפירמה. סבורני שזהו חשש שוא. גם אם לא ניתן יהיה לדחות את ההלוואה מפני החובות האחרים המוכרים בפירוק, עדיין נשארת הפרת החובה המהותית כנגד הפירמה בעינה; ומכאן שבליט ברירה יאלץ בית המשפט להזדקק לתרופה הדרסטית יותר של הרמת מסך, דהיינו להשוף לנושים את נכסיהם של בעלי החברה ללא כל הגבלה שהיא. אפשרות זו הרתיע את בעלי הפירמה באופן שינטרל את רצונם להגן על המלווה שבא מבחוץ מפני אפשרות הסובורדינציה. מכאן שאין לחשוש להעדפה לא עניינית של מימון מבחוץ.

מבחינה מושגית נראה לי כי הסובורדינציה היא מעין הרמת מסך חלקית. היא הרמת מסך מכיוון שיעודה לחלט נכס השייך למתאגדים בחברה – זכות התביעה שיש להם כנגד החברה – ולהעבירו לטובת הנושים הכלליים. היא חלקית, הואיל ואין חילוט הנכסים הזה בעל תחולה כללית, אלא הוא משתרע רק על נכס אחד בלבד, הלוואה הזו זכות התביעה כאמור. הרמת מסך חלקית זו גראית לי מתאימה במיוחד לנסיבות של מימון דק באמצעות הלוואות בעלים. מטאם של בעלי החברה מוגדר יפה: ההון שהשקיעו בהלוואה היה צריך להיות מושקע במניות. הסובורדינציה משיגה בדיוק את ביטולה של העולה: מתייחסים אל ההלוואה כאילו היתה השקעה במניות.

המקרה השני כולל את כל יתר הסיטואציות של מימון דק למעט הסיטואציה של הלוואות בעלים. כאן התרופה המוגבלת של סובורדינציה לא תוכל להועיל, ולכן הדרך היחידה להיפרע על העוול שנגרם לחברה היא על ידי הרמת מסך מלאה. מאחר שהניצול לרעה של השליטה בחברה לא התבטא בהפרה בעלת היקף ותחולה מוגדרים כמו במקרה של הלוואות בעלים, קשה גם לדעת מהו, בדיוק, הנזק שנגרם לחברה כתוצאה מצורה זו של מימון. הסנקציה של הרמת המסך מחעלמת משאלה זו, בכך שהיא מטילה על בעלי החברה סנקציה כלתית מוגבלת, דהיינו ערבות אישית מלאה לכל חובותיו של התאגיד שמומן במימון דק. סנקציה זו מתעלמת, למעשה, מבעיית הקשר הסיבתי בין הפרת החובה לבין הנזק, ומטילה על בעלי החברה לשאת בנטל הכספי של עלויות אשר ייתכן שנגרמו בחלקן כתוצאה מסיבה זרה, ולא כתוצאה מן המימון הדק. הייתכן?

נראה לי שכן. כלל גדול הוא בדיני חובות האמון כי תפקידה של דרישת הקשר הסיבתי בין ההפרה לבין הנזק הוא תפקיד משני בלבד, ולעיתים קרובות מתעלמים ממנה לחלוטין. כך, אם עירבב נאמן בחשבון בנק אחד את חשבונותיו עם חשבונות הנהגה והבנק פשט את הרגל, הייב הנאמן להיטיב את הנזק, למרות שאין קשר סיבתי בין ההפרה (ערוכ החשבונות) וסיבתו הקרובה של הנזק (פשיטת הרגל של הבנק)¹⁰². גם בדיני החברות כך: מנהל שסחר עם החברה ולא גילה לה רווחים סמויים שהפיק ממסחרו הייב „להשיבם” לחברה, למרות שלא רק שאין

¹⁰² *Wren v. Kirton* (1805) 32 E.R. 1133; *Salway v. Salway* (1831) 102 39 E.R. 376.

קשר סיבתי בין ההפרה לבין הנזק, כי אם ייתכן שאין נזק כלל ועיקר¹⁰³. דין זה מתאים גם לסוגייתנו. המימון הדק הוא הפרת חובת אמון, והחברה שמומנה כך מצאה את עצמה על שרטון. מבהינת הכללים המשפטיים הטכניים אין צורך להראות כי מעשיהם של השולטים בחברה הם שהסבו לה את כל הנזק שהנהגים מבקשים עתה להיפרע.

ה. סיכום

רבים הם התמריצים לממן חברות במימון דק. רבים הם היוזמים ומנהלי החברות הנענים לתמריצים אלה. רבות הן החברות הממומנות מימון דק. צורת מימון זו משרתת אינטרסים חד צדדיים של בעלי החברה. מאידך גיסא היא עלולה לפגוע בנושים: היא מחצינה את סיכויי הדלות הפרעון מן הבעלים אל הנושים. החצנה זו אינה רצויה. מצד אחד אינה מקדמת יעדים כלל-משקיים או חברתיים; מאידך גיסא הריהי מטילה עלויות הקשורות בעסק על מי שאיננו קוצר את תועלות העסק ומבהינה זו הריהי הוטאת לעקרונות הבסיסיים של הצדק. גם מן הבהינה המשפטית הטכנית המימון הדק אסור. יש בו משום הפרה של חובות זהירות ואמון מצד קברניטי החברה כלפי החברה שבניהולם. אם החברה הגיעה למצב של הדלות פרעון רשאי המפרק (או כונס הנכסים) להיפרע מקברניטי החברה על הנזק שנגרם לה מן המימון הדק. התועלת מהליך כזה תוסב לנושי החברה. בכך יושב הצדק הדיסטריבוטיבי בין בעלים לנושים על כנו. הליך כזה כרוך בהרמת מסך ההתאגדות: לעיתים תהיה הרמת מסך זו כללית. במקרה כזה יחויבו בעלי החברה בחובות התאגיד ללא הגבלת סכום. לעיתים ניתן יהיה להסתפק בהרמת מסך חלקית. במקרה כזה לא יכיר המפרק בהלוואות שניתנו לחברה על ידי בעליה; הוא או בית המשפט יחליטו על סובורדינציה של הסכמי אשראי אלה. ההשפעה המעשית של אקט הרמת המסך הינו, החבת התכרים בחובות התאגיד. מבחינה זו מהווה האפשרות להתעלם מפרגוד ההתאגדות הריג השוב לדוקטרינה הנוגעת להגבלת האחריות. מאחר שמספר התאגידים הממומנים באופן דק הוא משמעותי, יש לאפשרות להרים את המסך בעילת המימון הדק משמעות מרחיקה לכת. ההלכה שנקבעה בפרשת *Salomon v. Salomon* תיהפך לנחלת העבר. כדי לזכות ביתרונותיה של תורת האחריות המוגבלת יצטרכו בעלי החברה לסכן בעסק סיכון של ממש משלהם. בהעדר סיכון של ממש שנטלו על עצמם מרצון יהיו נכסיהם הפרטיים ערבים להצלחת העסק ויתווספו לכרית הבטחון שמעמיד הדין להבטחת זכויות הנושים.

¹⁰³ הדוגמא הקלאסית להפעלת העקרון הזה היא *Regal (Hastings), Ltd. v. Gulliver* [1942] 1 All E.R. 378.