



מוקד הוויסות של מנכ"לים והבדלים באסטרטגיות פשרה בתובענות ייצוגיות בניירות ערך



שרית אבני

עו"ד שרית אבני היא דוקטורנטית בתחום האסטרטגיה בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. בוגרת תואר ראשון במשפטים ובכלכלה מאוניברסיטת תל אביב, ובוגרת תואר שני במנהל עסקים מ-University of Cambridge. מחקרה מתמקד בתהליכי קבלת ההחלטות של מנכ"לים בקשר עם סיכונים משפטיים.

תקציר

תובענות ייצוגיות בניירות ערך המוגשות נגד חברות נסחרות הן תופעה נפוצה בישראל ובעולם. לתובענה מזו יש השפעות שליליות ניכרות על ביצועי החברה הנתבעת והמוניטין שלה, ותוצאותיה עשויות להשפיע באופן משמעותי גם על עתידם המקצועי והמוניטין של המנכ"ל או המנכ"לית העומדים בראש החברה. מאמר זה בוחן האם ישנם הבדלים באסטרטגיות הפשרה של החברות הנתבעות, בהתאם לאופן שבו המנכ"לים תופסים את האיום הנשקף על החברה בכללותה ועליהם באופן אישי. הבחינה מתמקדת במוקד הוויסות של מנכ"לים במועד קבלת ההחלטה להתפשר בתובענה. באופן ספציפי, נבחנת ההשפעה המשותפת של מוקד הקידום ומוקד המניעה על ידי סיווג המנכ"לים לארבע קבוצות מובחנות בהתאם לשילובים שנוצרים בין רמות גבוהות ונמוכות של שני המוקדים. כל קבוצה מאופיינת בנתיב מוטיבציה והתנהגות צפוי וייחודי המוביל להבדלים בעיתוי הכניסה להסדר הפשרה ובגובה הסכום שהחברה מסכימה לשלם. מהממצאים עולה שחברות בהובלת מנכ"לים בעלי מוקד קידום ומניעה גבוהים נוקטות אסטרטגיית תגובה הפוכה לזו של חברות בהובלת מנכ"לים בעלי מוקדים נמוכים: זמן לפשרה הארוך ביותר וסכום הפשרה היחסי הנמוך ביותר, לעומת זמן לפשרה הקצר ביותר וסכום הפשרה היחסי הגבוה ביותר.

בין השנים 2011–2022 הסתיימו בהכרעה שיפוטית של פסק דין (רשות ניירות ערך, מאי 2022). לכן ישנה ציפייה שתובענות אלו תסתיימנה בהסדר פשרה. מאחר שניתן להגיע להסכם פשרה בכל שלב של ההליך המשפטי וניתן לקבוע בו כל סכום שמוסכם על הצדדים, על החברה הנתבעת לקבל החלטה אסטרטגית מתי נכון לה להיכנס להסכם הפשרה ומה גובה הסכום שהיא תסכים לשלם. ההכרעה בין פשרה מוקדמת או מאוחרת ובין סכום פשרה יחסי גבוה או נמוך חשובה, מכיוון שכל אפשרות החלטה מניבה תוצאה חיובית ייחודית, והעדפתה נקבעת בהתאם לשיקולים ולצרכים של כל חברה. פשרה מוקדמת מפחיתה את אי-הוודאות ואת העלויות הכרוכות בניהול המשפט (הוצאות משפטיות, הסחת דעת ההנהלה, פגיעה במוניטין ובמורל החברה), ומקצרת את משך החשיפה התקשורתית ותשומת הלב הציבורית השלילית כלפי החברה בנוגע לתובענה. פשרה מאוחרת, לעומת זאת, משרדת למשקיעים ולבעלי עניין את ביטחונה של החברה כי אין בתביעה ממש ושהיא הוגשה ללא בסיס ראוי, מסר העשוי להפחית את התגובות השליליות של השוק בעקבות התובענה. תשלום פשרה גבוה יחסית מאפשר לחברה לסיים את הסכסוך במהירות רבה יותר, ובכך להפחית את העלויות הכרוכות בניהול המשפט, ומשדר גישה יזומה לפתרון סכסוכים משפטיים. לעומת זאת, תשלום פשרה נמוך יחסית משדר למשקיעים כי התובענה אכן הייתה חסרת בסיס, ובכך אולי להרתיע תובעים עתידיים מלהגיש תובענות נגד החברה.

החלטת הפשרה של החברה – האם להתפשר, מתי ובאיזה סכום – אינה סוגיה משפטית גרידא, אלא מהווה החלטה ניהולית משמעותית שעשויה להשליך על האסטרטגיה הכוללת של החברה ואף על מעמדה של החברה בשוק. להחלטה זו עלולות להיות השלכות שליליות מהותיות, לרבות סכנת מחיקה מהבורסה (Brogaard et al., 2024), הצעות רכש (Basnet et al., 2021), ואף איום על המשך קיומה של החברה (Alexander, 1991). כאן ראוי לציין כי אין תגובה מוגדרת או מחייבת מראש שהחברה נדרשת לה, וכל החלטה אסטרטגית שתקבל תדרוש הקצאת משאבים ניכרים ותיצור תקדים לחברה (Mintzberg et al., 1976). הספרות בתחום המנהיגות האסטרטגית (Strategic Leadership) מייחסת למנכ"ל משקל סגולי מיוחד בקבלת ההחלטות האסטרטגיות של החברה; יש למנכ"ל שיקול דעת נרחב בתהליך קבלת ההחלטות, שיש בו כדי להשפיע באופן משמעותי על פעולותיה ותוצאותיה של החברה (Finkelstein et al., 2009). העיקרון הזה נכון גם לגבי החלטת הפשרה של החברה

תובענה ייצוגית בניירות ערך משמשת כמנגנון אכיפה פרטית משמעותי ונפוץ עבור משקיעים נגד חברות נסחרות והנהלותיהן. בארצות הברית לדוגמה, כ-5% בממוצע מהחברות הנסחרות ב-NYSE ובנאסד"ק נתבעות מדי שנה במסגרת תביעה ייצוגית חדשה בניירות ערך¹. בקרב החברות הנדולות הנכללות במדד ה-S&P 500 שיעור התביעות הממוצע השנתי גדול אף יותר: בשנים 2023–2024 הוגשו תובענות נגד כ-6.6% מהחברות בממוצע (בממוצע לשנה Cornerstone Research, 2024). גם בישראל התופעה נפוצה, ומדי שנה מוגשות תובענות ייצוגיות חדשות בניירות ערך נגד כ-4% בממוצע מהחברות הרשומות למסחר (רשות ניירות ערך, מאי 2022)².

הגשת התובענה הייצוגית בניירות ערך היא אירוע מהותי שלילי עבור החברה הנתבעת ומציבה איום ממשי עבורה. מחקרים מצאו כי הגשת התובענה מובילה להשלכות שליליות כגון ירידה מיידית משמעותית, וסביר שגם מתמשכת, במחיר מניית החברה, וכן פגיעה במוניטין החברה (Gande & Lewis, 2009; Haslem et al., 2017; Arena), (נטילת סיכונים גבוהה יותר) ובמינוף של החברה (נטילת סיכונים גבוהה יותר) (Julio, 2015; McTier & Wald, 2011), ירידה בתשלומי דיבידנדים לבעלי המניות (McTier & Wald, 2011), צמצום הגיוון בפעילות (McTier & Wald, 2011), עלייה בעלויות התפעול, ורמות נזילות נמוכות יותר בהשוואה למתחרים בשנים שלאחר הפשרה (Bai et al., 2010). לאור היקף הפגיעה האפשרית, נדרשת החברה הנתבעת, בהובלת מנכ"ל החברה, לנבש אסטרטגיית תגובה יעילה כדי להתמודד עם האיום ולנסות למתן את ההשפעות השליליות ממנו.

התובענה עצמה יכולה להסתיים באחת משלוש דרכים: הכרעה שיפוטית של פסק דין, סילוק התובענה, או הסדר פשרה. באופן מעניין, כמעט כל התובענות הייצוגיות בניירות ערך מסתיימות בהסדר פשרה. על פי Cornerstone Research (2020), רק שתי תובענות מתוך 2,950 תובענות ייצוגיות בניירות ערך שהוגשו לבתי משפט פדרליים בארצות הברית בין השנים 2010–2020 הסתיימו בהכרעה שיפוטית של פסק דין (0.06%). גם בישראל, על פי מחקר שביצעה הרשות לניירות ערך, פחות מאחוז אחד מתוך כלל ההליכים שהתנהלו

1 ממוצע שנתי עבור השנים 2011–2024.
2 ממוצע שנתי עבור השנים 2011–2020.

תרשים 1: ארבע קבוצות המנכ"לים לפי שילובי מוקדי קידום ומניעה



* עליון: Markovits, 2012; תחתון: Bilgili et al., 2020

הנחת היסוד של תיאוריית מוקד הוויסות היא שמוקד הקידום ומוקד המניעה הם שני מבנים אורתוגונליים עצמאיים (Higgins, 1997). מחקרי ניתוח-על (Meta-analysis) (studies) מאוחרים מצאו תימוכין להנחה זו והציעו שמוקד הקידום ומוקד המניעה מתקיימים בו-בזמן ברמות שונות באדם, כך שיייתכן שלאנשים יהיו רמות גבוהות של שני סוגי המוקדים, רק אחד מהם, או אף אחד מהם" (Lanaj, Chang, 2012: 1026). לכן בחינת ההשפעה המשותפת של מוקד הקידום ומוקד המניעה אמורה לאפשר זיהוי מדויק יותר של דפוסי המוטיבציה וההתנהגות, בהשוואה לבחינת ההשפעה של כל מוקד בנפרד. ואכן, מספר מחקרים החלו לבחון את ההשפעות של שילובים של רמות שונות של מוקד הקידום ומוקד המניעה על משתנים ארגוניים מרכזיים כגון שביעות רצון בעבודה ומחויבות ארגונית (Markovits, 2013), פעילות יומית (Kammerlander et al., 2015), והליכי פרישה של מנכ"לים (Bilgili et al., 2020). (Markovits, 2013). ומאוחר יותר Bilgili ועמיתיו (2020), אף הגדירו, כל אחד בעבודתו, ארבע קבוצות מובחנות על בסיס ארבעת השילובים שנוצרים בין רמות גבוהות ונמוכות של מוקד הקידום ומוקד המניעה, והציעו נתיב מוטיבציה והתנהגות צפוי וייחודי עבור כל קבוצה. הקבוצות כונו, בהתאמה בכל עבודה: רציונליים/מאזנים (רמות גבוהות של מוקד קידום ומוקד מניעה), הישגיים/אייקוניים (רמה גבוהה של מוקד קידום ורמה נמוכה של מוקד מניעה), שמרנים/משמרים (רמה נמוכה של מוקד קידום ורמה גבוהה של מוקד מניעה), ואדישים/מחממי כיסא (רמות נמוכות של שני המוקדים). תרשים 1 מציג בצורה ויזואלית את החלוקה לארבע הקבוצות הן על פי (Markovits, 2013) והן על פי (Bilgili et al., 2020).

בתובענות ייצוגיות בניירות ערך שמוגשות נגדה: המנכ"ל מוביל את ההחלטה בנוגע לתגובה היעילה ביותר לאיום הנובע מהתובענה, ובכך קובע בפועל את תוצאתה (O'Reilly et al., 2018). אולם להבדיל מהחלטות אסטרטגיות אחרות, להחלטת הפשרה יש חשיבות מיוחדת עבור המנכ"לים, שכן לתוצאות התביעה עשויות להיות השלכות לא רק על מצבה של החברה, אלא אף, ואולי באופן משמעותי יותר, עליהם עצמם, כגון עזיבה מוקדמת של התפקיד (Humphery-Jenner, 2012; McTier & Wald, 2011). הפחתת שכר (Humphery-Jenner, 2012), פיטורים מחברות בדירקטוריונים של חברות אחרות (Haslem et al., 2017), ופגיעה במוניטין ובסיכויים למלא תפקידים בעתיד (Desai et al., 2006; Humphery-Jenner, 2012).

לכן מתבקש לבחון האם ישנם הבדלים באסטרטגיית הפשרה בין סוגי מנכ"לים שונים, בהתאם לתפיסתם את האיום הנשקף על החברה באופן כללי ועליהם באופן אישי. אחד המאפיינים הפסיכולוגיים של מנכ"לים שנמצא כמשפיע על החלטות אסטרטגיות של החברה הוא מוקד הוויסות של מנכ"לים (Gamache et al., 2015; Kammerlander et al., 2015). תיאוריית מוקד הוויסות (Higgins, 1997) טוענת שמערכות הוויסות העצמי של הפרט משפיעות על המוטיבציה, התהליכים הקוגניטיביים וההתנהגות של הפרט בקשר להשגת מטרותיו. התיאוריה מניחה את קיומן של שתי מערכות ויסות עצמי נפרדות: מוקד הקידום, המכוון את תשומת ליבו של הפרט להזדמנויות להישגים ולצמיחה; ומוקד המניעה, המכוון את הפרט לאחריות (Oughts), לביטחון ולהימנעות מתוצאות שליליות.

על פי (Bilgili et al., 2020), שהתמקד ספציפית במנכ"לים של חברות, ההחלטות האסטרטגיות של המנכ"לים המאזנים הן הכי קשות לחיזוי, מכיוון שהם שואפים הן להשגת הישגים (Approach) והן להימנעות מהפסדים (avoidance) באופן שווה. במאמץ לאזן בין שתי השאיפות, החלטותיהם והתנהגותם תלויות בהקשר ולכן קשות לחיזוי. לעומתם, המנכ"לים האייקונים שואפים באופן פעיל להשגת תוצאות חיוביות ואינם מודאגים מתוצאות שליליות. לכן הם ייטו יותר לקחת סיכונים ולזוז מהלכים. המנכ"לים המשמרים שואפים להימנע מתוצאות שליליות ופחות מתמקדים בהשגת תוצאות חיוביות, ולכן יעדיפו להימנע מסיכונים, לפעול בהירות ולשמר את הסטטוס-קוו. ולבסוף, מנכ"לים מחממי כיסא מאופיינים באדישות או במוטיבציה פנימית נמוכה הן להשגת הישגים והן להימנעות מהפסדים, ולכן החלטותיהם יהיו רגישות במיוחד להשפעות חיצוניות, לרבות גורמים שלישיים.

שיטת המחקר

המדגם ששימש לבחינת הקשר בין סוג המנכ"ל לבין הפשרה בתובענה הייצוגית כלל 65 מנכ"לים של חברות נסחרות, שהוגשה נגדן תובענה ייצוגית בניירות ערך לבית המשפט הפדרלי המחוזי של המחוז הדרומי של ניו יורק, ארצות הברית (Southern District New York) בין השנים 2009–2020, ושההליך בעניין הסתיים בהסדר פשרה. המנכ"לים הנכללים במדגם הם אלו שכיהנו בתפקיד במועד הפשרה בתובענה, מתוך הנחה שההחלטה להתפשר התקבלה על ידם ולא על ידי קודמיהם, אם היו כאלה³. המחוז הדרומי של ניו יורק נבחר כמוקד המחקר מכיוון שבממוצע מוגש בו מדי שנה מספר התובענות הייצוגיות בניירות ערך הרב ביותר⁴ (Cornerstone Research, 2024), ולכן הוא מהווה את הזירה המרכזית ביותר לבחינת התופעה.

זמן הפשרה חושב כמספר הימים מיום הגשת התובענה הייצוגית לבית המשפט ועד ליום הגשת הבקשה לאישור הסדר הפשרה לבית המשפט, ואילו סכום הפשרה היחסי חושב כיחס בין סכום הפשרה הכולל (בדולרים ארה"ב) לבין סך נכסי החברה (במיליוני דולרים ארה"ב), כפי שפורסמו בדוחות הכספיים של החברה עבור השנה שקדם לה למועד הגשת הבקשה לאישור הסדר הפשרה

3 נלקחה בחשבון האפשרות להבדלים במוטיבציה להתפשרות בין מנכ"לים שכיהנו בתפקידים בעת הגשת התובענה לבין אלה שמונו לאחריה, וזאת על ידי שימוש במשתנה בקרה בינארי שקיבל את הערך 1 אם זהות המנכ"ל השתנתה בין מועד הגשת התובענה לבין מועד הפשרה.
4 ממוצע שנתי עבור השנים 1997–2023.

לבית המשפט. מדידת סכום הפשרה היחסי מאפשרת השוואה מהימנה בין חברות בגדלים שונים, ומבטאת בצורה מדויקת יותר את הנטל הכלכלי שהפשרה מטילה על החברה הנתבעת (et al., 2010; Jones & Wu, 2010; McTier & Wald, 2011).

מוקד הוויסות של המנכ"לים נמדד באמצעות ניתוח תוכן (Content analysis) של תמלילי פרק השאלות והתשובות (Q&A), המתקיים במסגרת שיחות הוועידה הרבעוניות של החברה עם אנליסטים. שיחות ועידה רבעוניות עם אנליסטים מתקיימות ביום פרסום הדוחות הכספיים הרבעוניים של החברה והפכו לנוהג מקובל בחברות ציבוריות. בשיחה משתתפת ההנהלה הבכירה של החברה (מנכ"ל, סמנכ"ל כספים וכו'), והיא כוללת פרק של הצגת הדוחות הכספיים ולאחריה פרק של שאלות ותשובות עם האנליסטים שהוזמנו לשיחה. תמלילי שיחות מוקלטות אלו זמינים לציבור על ידי החברות עצמן או באמצעות צדדים שלישיים. פרק השאלות והתשובות, שבו מוזמנים האנליסטים להפנות שאלות להנהלת החברה, הוא שיח לא מתוסרט, דינמי וספונטני, ולכן תשובותיו של המנכ"ל לשאלות שנשאל סביר שיהיו במילותיו שלו וישקפו בצורה המדויקת ביותר את מוקד הוויסות שלו. השימוש בניתוח תוכן של פרק השאלות והתשובות של שיחות הוועידה עם אנליסטים הפך כלי מחקרי נפוץ למדידת תכונות שונות של מנכ"לים, כגון מוחצנות, מאפייני אישיות, וערכים אישיים.

מכיוון שמוקד הוויסות של אדם אינו בהכרח נטייה או אוריינטציה יציבה, אלא מתעצב הן על ידי מאפיינים אישיותיים והן על ידי גורמים מצביים, הוא עשוי להשתנות לאורך זמן בהתאם לנסיבות ולהקשרים (Gamache et al., 2015; Lanaj et al., 2012). לפי (Higgins and Pinelli, 2020): 27, "מה שחשוב הוא מצב מוקד הוויסות הנוכחי של אנשים כאשר הם פועלים, מקבלים החלטות, או פותרים בעיות". בהתאם לכך, על מנת "לתפוס" את מצב מוקד הוויסות של המנכ"לים בעת קבלת ההחלטה להתפשר, נמדד מוקד הוויסות על ידי ניתוח תמלילי פרק ה-Q&A של שיחות הוועידה שהתקיימו ברבעון שקדם להודעת הצדדים על הסדר הפשרה לבית המשפט, מתוך הנחה שההחלטה להתפשר התקבלה סמוך למועד זה. לדוגמה, אם הסדר הפשרה הוגש לבית המשפט ביוני 2019, מוקד הוויסות של המנכ"ל הרלוונטי נמדד על ידי ניתוח שיחת הוועידה שהתקיימה עבור הרבעון הראשון של 2019. ניתוח התוכן נעשה באמצעות מילוני מוקד הוויסות שפותחו ותוקפו על ידי (Gamache et al., 2015), וכוללים 27 מילים עבור מוקד הקידום (כגון לשפר, להרוויח, קידום, גידול) ו-25 מילים עבור מוקד המניעה (כגון למנוע, להימנע, סיכון, איום), וכן ההטיות השונות של כל אחת מהן. המילונים הועלו

לתוכנת Linguistic Inquiry and Word Count (LIWC) (Pennebaker et al., 2015) software שחישבה את אחוז המילים המיוחסות למוקד הקידום ואת אחוז המילים המיוחסות למוקד המניעה בכל תמליל. פירוט נוסף בנוגע לניתוח התוכן שנעשה זמין על פי בקשה מהמחברת.

החציונים שהתקבלו ממדידת מוקד הקידום ומוקד המניעה של המנכ"לים שימשו לפיצול המדגם לארבעה מקבצים, שיוצרים את ארבעת סוגי המנכ"לים: מוקד קידום גבוה ומוקד מניעה נמוך (מנכ"לים אייקונים), מוקד קידום גבוה ומוקד מניעה גבוה (מנכ"לים מאזנים), מוקד מניעה גבוה ומוקד קידום נמוך (מנכ"לים משמרים), ומוקד מניעה נמוך ומוקד קידום נמוך (מנכ"לים מחממי כיסא).

לבסוף, חושב ממוצע הזמן לפשרה וממוצע סכום הפשרה היחסי (log) עבור כל קבוצה, ונבחנו מובהקות ההבדלים בין הקבוצות באמצעות ניתוח השוואות ממוקדות (Contrast Analysis). ניתוח זה מאפשר השוואות סטטיסטיות ממוקדות בין ארבע הקבוצות, מעבר להשוואה כללית בין כל הקבוצות. באופן ספציפי, כל קבוצה הושוותה לממוצע של שלוש הקבוצות האחרות הן לגבי הזמן לפשרה והן לגבי סכום הפשרה היחסי. היות שהתפלגות סכום הפשרה היחסי מוטה חיובית, משתנה זה עבר טרנספורמציה לוגריתמית.

ממצאים ודיון

מטרת המחקר הייתה לבחון האם ארבעת סוגי המנכ"לים נבדלים זה מזה באסטרטגיית התגובה שלהם לתובענה ייצוגית בניירות ערך שמוגשת נגד החברה שבראשה הם עומדים. טבלה 1 מציגה את הסטטיסטיקה התיאורית של כל אחד מארבעת סוגי המנכ"לים. על פי התוצאות שהתקבלו, משך הזמן הארוך ביותר להגעה להסדר פשרה היה עבור מנכ"לים מאזנים (בעלי מוקד קידום גבוה ומוקד מניעה גבוה) (mean = 1409 ימים; כמעט ארבע שנים). לאחריהם מנכ"לים אייקונים (בעלי מוקד קידום גבוה ומוקד מניעה נמוך) (mean = 1151 ימים), ולאחריהם מנכ"לים משמרים (בעלי מוקד קידום נמוך ומוקד מניעה גבוה) (mean = 1060 ימים). משך הזמן הקצר ביותר להגעה להסדר פשרה היה עבור מנכ"לים מחממי כיסא (בעלי מוקד קידום נמוך ומוקד מניעה נמוך) (mean = 931 ימים; כשנתיים וחצי) – משך הזמן הזה קצר בכמעט שנה וחצי ממשך הזמן לפשרה עבור מנכ"לים מאזנים (בעלי מוקד קידום גבוה ומוקד מניעה גבוה).

תרשים 2 מציג באופן ויזואלי את ממוצע הזמן לפשרה עבור כל אחד מארבעת סוגי המנכ"לים. לעניין סכום הפשרה, על פי התוצאות שהתקבלו, סכום הפשרה היחסי הגבוה ביותר שולם על ידי חברות שבהן כיהנו מנכ"לים מאזנים (בעלי מוקד קידום גבוה ומוקד מניעה גבוה) (mean = 7.22), לאחריהם מנכ"לים משמרים בעלי מוקד קידום נמוך ומוקד מניעה גבוה (mean = 7.60), ולאחריהם מנכ"לים אייקונים (בעלי מוקד קידום גבוה ומוקד מניעה נמוך) (mean = 8.02). סכום הפשרה היחסי הנמוך ביותר שולם על ידי חברות שבהן כיהנו מנכ"לים מחממי כיסא (בעלי מוקד קידום נמוך ומוקד מניעה נמוך) (mean = 9.08). תרשים 3 מציג באופן ויזואלי את ממוצע סכום הפשרה היחסי עבור כל אחד מארבעת סוגי המנכ"לים.

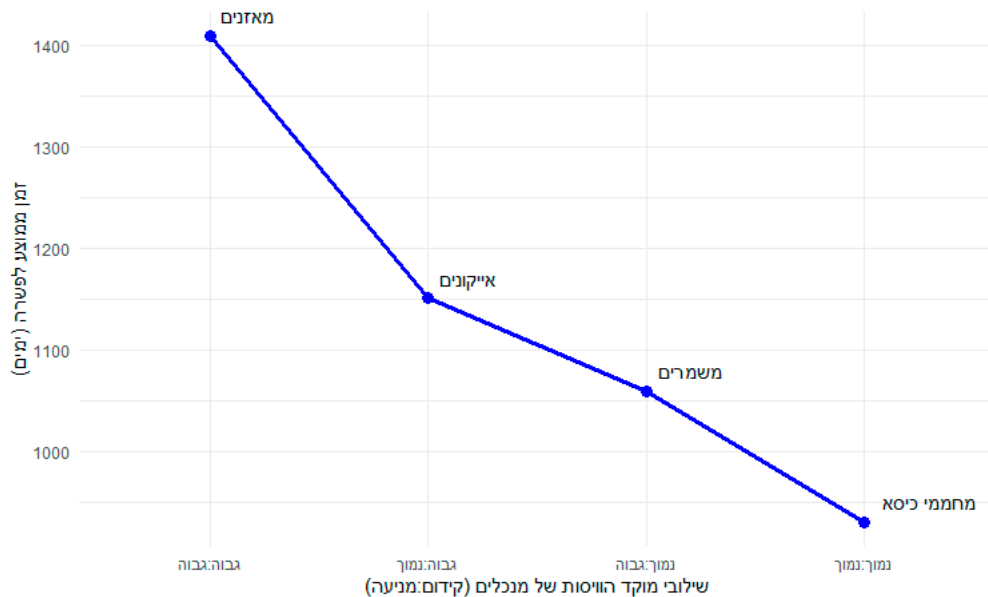
ממצאי ניתוח ההשוואות הממוקדות (Contrast analysis), המוצגים בטבלה 2, הצביעו על הבדל סטטיסטי מובהק הן לגבי משך הזמן לפשרה והן לגבי סכום הפשרה היחסי רק בין קבוצת המנכ"לים המאזנים (מוקד קידום גבוה ומוקד מניעה גבוה) לבין קבוצת המנכ"לים מחממי הכיסא (מוקד קידום נמוך ומוקד מניעה נמוך) ($p = 0.027$, $p = 0.018$, בהתאמה). ואולם גם ההבדל הסטטיסטי בין קבוצת המנכ"לים המשמרים לבין קבוצת המנכ"לים מחממי הכיסא הגיע לרמת מובהקות סטטיסטית ברמה של 7% ($p = 0.07$). יתר ההבדלים בין הקבוצות התקבלו כלא מובהקים סטטיסטית.

אם נתמקד בשני סוגי המנכ"לים שנמצאו נבדלים זה מזה באופן מובהק סטטיסטית (מאזנים מול מחממי כיסא), נוכל לראות שאסטרטגיות התגובה שלהם נדמות כהפוכות זו לזו: חברות המנוהלות על ידי מנכ"לים מאזנים דורשות את הזמן הממוצע הארוך ביותר עד להגעה להסדר פשרה, ומשלמות את סכום הפשרה היחסי הממוצע הנמוך ביותר. לעומתן, חברות שמנוהלות על ידי מנכ"לים מחממי כיסא דורשות את הזמן הממוצע הקצר ביותר עד להגעה להסדר פשרה, ומשלמות את סכום הפשרה היחסי הממוצע הגבוה ביותר. כאמור, אין אפשרות לקבוע איזו אסטרטגיה עדיפה, שכן כל אסטרטגיה מניבה תוצאות חיוביות שונות, והעדפתן משתנה בהתאם לשיקולים ולצרכים של כל חברה. מחקרים קודמים הציעו שמוקד הקידום דומיננטי יותר אצל מנכ"לים מאזנים (המאופיינים ברמות גבוהות של מוקד קידום ושל מוקד מניעה בו-בזמן), ולכן הם יעדיפו קודם למצות את האסטרטגיה היוזמה (Eager strategy) ורק לאחר מכן "חליפו" לאסטרטגיה זהירה (Bilgili et al., 2020; Kammerlander) (Vigilant strategy).

טבלה 1: סטטיסטיקה תיאורית של ארבע קבוצות המנכ"לים

זמן לפשרה (ימים)				סכום הפשרה היחסי (Log) (מיליוני דולרים ארה"ב)				מס' תצפיות	קבוצה
ממוצע	סטיית תקן	מינימום	מקסימום	ממוצע	סטיית תקן	מינימום	מקסימום		
1409	780	554	3912	7.22	3.00	1.51	12.80	18	מאזנים
1151	450	300	2105	8.02	1.89	4.07	10.40	16	אייקונים
1060	683	373	3071	7.60	1.93	4.07	11.30	15	משמרים
931	469	358	2289	9.08	1.77	5.02	11.60	16	מחממי כיסא
1147	629	300	3912	7.96	2.29	1.50	12.78	65	סה"כ

תרשים 2: ממוצע זמן לפשרה לפי שילובי מוקד קידום: מוקד מניעה של מנכ"לים



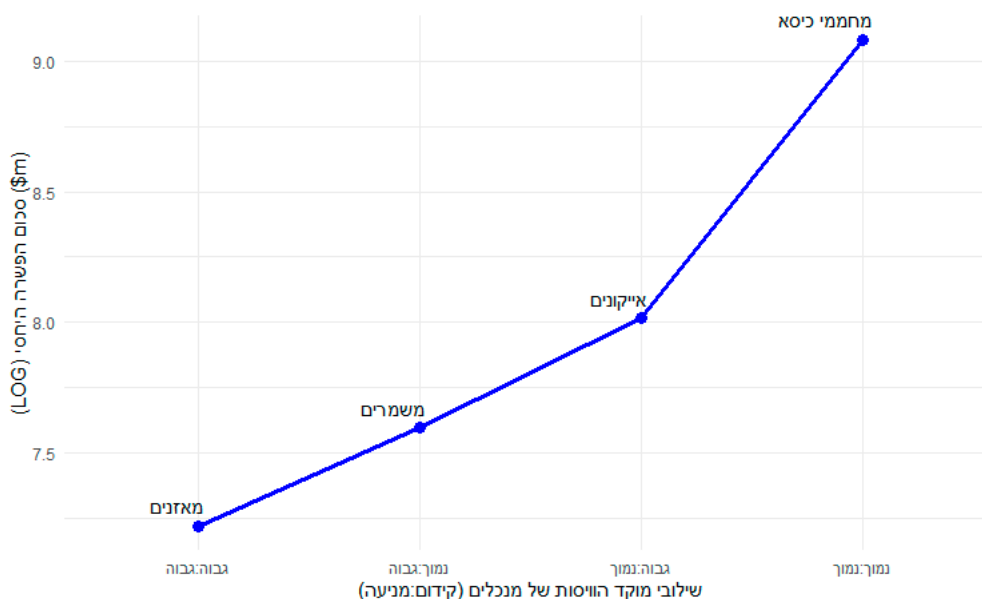
החלטותיהם ולכן הם רגישים יותר ללחצים חיצוניים בהשוואה לשלושת סוגי המנכ"לים האחרים (Bilgili et al., 2020). בהתאם לכך, ייתכן שאסטרטגיית התגובה של מנכ"לים מחממי כיסא לתובענה הייצוגית נקבעת בכלל על ידי גורמים שלישיים, כגון יעצים משפטיים. כאמור, גם ההבדל בין מנכ"לים משמרים לבין מחממי כיסא התקרב למובהקות סטטיסטית. השוואת הממוצעים של סוגי מנכ"לים אלו, המאופיינים שניהם במוקד מניעה נמוך, מצביעה על המגמה הצפויה שבה ככל שמוקד הקידום גבוה יותר, כך הזמן הממוצע לפשרה ארוך יותר וסכום

(et al., 2015). בהתאם לכך, בהקשר של תובענות ייצוגיות בניירות ערך, ייתכן שאסטרטגיית התגובה של מנכ"לים מאזנים היא לדחות את ההתקשרות בהסדר פשרה לשלב מאוחר יותר בהליך המשפטי, בתקווה שבמהלך הזמן תתקבל אחת מבקשות הסילוק של החברה, שהתובע ימשיך את תביעתו (סילוק מרצון), או שיושג הסדר פשרה מיטיב יותר. במקביל, הם יתעקשו לשלם רק סכום פשרה נמוך יחסית, כך שהפשרה תוכל להיות מוצגת כהישג מצידם. למנכ"לים מחממי כיסא, לעומת זאת, חסרה המוטיבציה הפנימית שתנחה ותכוון את

טבלה 2: מבחן השוואות ממוקדות (Contrast texts)

סכום הפשרה היחסי (Log) (מיליוני דולרים ארה"ב)					זמן לפשרה (ימים)					קבוצות	
Estimate	Std. error	Df	t	p-value	Estimate	Std. error	Df	t	p-value		
-0.79	0.77	61	-1.03	0.30	258.2	212	61	1.21	0.22	מאזנים	אייקונים
-0.37	0.78	61	-0.48	0.63	349.6	216	61	1.62	0.11		משמרים
-1.85	0.77	61	-2.41	0.01	478.3	212	61	2.25	0.02		מחממי כיסא
0.48	0.80	61	0.52	0.60	91.4	222	61	0.41	0.68	אייקונים	משמרים
-1.06	0.79	61	-1.34	0.18	220.1	218	61	1.01	0.30		מחממי כיסא
-1.48	0.80	61	-1.84	0.07	128.7	222	61	0.58	0.56		מחממי כיסא

תרשים 3: ממוצע סכום הפשרה היחסי לפי שילובי מוקד קידום: מוקד מניעה של מנכ"לים



במאמר זה, שנעשתה במסגרת עבודה נרחבת יותר, מנסה להאיר זרקור על חשיבות הגורם האנושי המרכזי המניע את החלטת הפשרה – מנכ"ל החברה הנתבעת. סיווג המנכ"לים לארבע קבוצות מובחנות על בסיס רמות מוקד הקידום והמניעה שלהם, כאשר כל קבוצה מאופיינת בפרופיל מוטיבציה ייחודי ומורכב, עשוי לאפשר חיזוי מדויק יותר של אסטרטגיית התגובה של החברה לתובענה שהוגשה נגדה. על פי התוצאות שהתקבלו, נראה שמנכ"לים בעלי מוקד קידום ומוקד מניעה גבוהים נוקטים אסטרטגיית תגובה הפוכה מזו של מנכ"לים בעלי מוקד קידום ומניעה נמוכים הן לגבי משך

הפשרה היחסי הממוצע נמוך יותר. תוצאה זו מתכתבת עם הנטייה של מנכ"לים בעלי מוקד קידום גבוה לקחת סיכונים ולהעדיף הישגים.

מסקנות והשלכות פרקטיות

מחקרים בנוגע להחלטות פשרה של חברות בתובענות ייצוגיות בניירות ערך, נוטים להתמקד בשיקולים המשפטיים, הכלכליים והפיננסיים המניעים החלטה אסטרטגית זו. העבודה המוצגת

הזמן לפשרה והן לגבי סכום הפשרה. גם אסטרטגיות התגובה של שני סוגי המנכ"לים הנוספים מציגות מאפיינים והעדפות ייחודיים הן לגבי משך הזמן לפשרה והן לגבי סכום הפשרה, אף שמאפיינים אלו לא נמצאו מובהקים סטטיסטית בעבודה זו.

לעבודה זו מספר מגבלות: ראשית, המחקר התבצע על מדגם מוגבל של מנכ"לים, כולם מכהנים בחברות שמשויכות לאותו מחוז שיפוט (המחוז הדרומי של ניו יורק). בהתאם, ייתכן שהתוצאות שהתקבלו משקפות ניואנסים ספציפיים למחוז שיפוט זה או מאפיינים ספציפיים של מנכ"לים של חברות הנסחרות בבורסות בניו יורק. שנית, המילונים ששימשו למדידת מוקד הוויסות פותחו במקור עבור מכתבים שנתיים לבעלי מניות, ולכן ייתכן שנדרשות התאמות ספציפיות במילונים אלו כדי שיוכלו לשמש גם לניתוח שיח ספונטני. לבסוף, יש לקחת בחשבון את האפשרות שתשובותיהם של המנכ"לים במהלך ה-Q&A אינן באמת ספונטניות אלא מתוכננות ומתוסרטות מראש על ידי אחרים, ולכן אינן משקפות באופן נאמן את מוקד הוויסות של המנכ"לים (Malhotra et al., 2018). כמו כן, עבודה זו מתמקדת במוקד הוויסות של מנכ"לים בלבד, ואינה כוללת גורמים נוספים שעשויים אף הם להשפיע על החלטת החברה להתפשר. בין גורמים אלה ניתן למנות מאפיינים אישיים נוספים של המנכ"ל (כגון השכלה, גיל, וכהונה מקבילה כיו"ר הדירקטוריון), מאפייני חברה (כגון גודל, ענף, וניסיון קודם בתביעות מסוג זה), וכן השפעות חיצוניות

(כגון משרדי עורכי הדין המייצגים את הצדדים או הרשות לניירות ערך). גורמים אלה נכללים במסגרת עבודה נרחבת יותר המתבצעת בימים אלה.

האפשרות להבין ואפילו לצפות את אסטרטגיית התגובה של החברה הנתבעת על בסיס הערכת פרופיל המנכ"ל היא בעלת ערך מעשי רב לכלל המעורבים בהליך המשפטי. עבור החברה הנתבעת עצמה, הבנה זו יכולה לאפשר תכנון פיננסי יעיל יותר, כגון הגדלת יתרונות המזומנים בשלב מוקדם של ההליך המשפטי והגדלת כיסוי ביטוחי ה-D&O כשמנכ"ל החברה הוא בעל פרופיל "מחמם כיסא" (מעדיף להתפשר מוקדם ולשלם סכום יחסית גבוה) (Arena & Julio, 2015; Baker & Griffith, 2009). דירקטוריון החברה הנתבעת יכול לבחור להטמיע מנגנוני בקרה ספציפיים שיאזנו את העדפות המנכ"ל הצפויות בנוגע לפשרה מסוימת. עבור המשקיעים, הבנה זו תאפשר לצפות את הסדר הפשרה העתידי (תזמון וסכום) ולגלם זאת במחיר מניית החברה הנתבעת עוד בטרם הודעת הסדר הפשרה עצמה. ולבסוף, עבור התובע המייצג ובא כוחו, הבנה זו יכולה לשמש במהלך המשא ומתן לפשרה, כלומר לצפות את תגובת החברה ולתכנן בהתאם את צעדי התביעה במטרה להגיע לעסקה הטובה ביותר עבור התובעים.

saritavny@mail.tau.ac.il

שרית אבני

רשימת מקורות

https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/10yearsresearch.pdf.

Alexander, J. C. (1991). Do the merits matter? A study of settlements in securities class actions. *Stanford Law Review*, 43(3), 497–598.

Arena, M., & Julio, B. (2015). The effects of securities class action litigation on corporate liquidity and investment policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(1–2), 251–275.

Bai, L., Cox, J. D., & Thomas, R. S. (2010). Lying and getting caught: An empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, 158(7), 1877–1914.

Baker, T., & Griffith, S. J. (2009). How the merits matter: Directors' and officers' insurance and securities settlements. *University of Pennsylvania Law Review*, 157, 755–832.

Basnet, A., Davis, F., Walker, T., & Zhao, K. (2021). The effect of securities class action lawsuits on mergers and acquisitions. *Global Finance Journal*, 48, 100556.

Bilgili, H., Campbell, J. T., O'Leary-Kelly, A., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (2020). The final countdown: Regulatory focus and the phases of CEO retirement. *Academy of Management Review*, 45(1), 58–84.

Brogaard, J., Le, N., Nguyen, D. D., & Sila, V. (2024). Does shareholder litigation risk cause public firms to delist? Evidence from securities class action lawsuits. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 59(4), 1726–1759.

רשות ניירות ערך. 2022. *אכיפה פרטית בדיני ניירות ערך ודיני חברות בראי עשור למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב*.

Cornerstone Research. (2024). *Securities Class Action Filings: 2024 Year in Review*. Retrieved (9 March) from: Securities Class Action Filings 2024 Year in Review.

Cornerstone Research. (2020). Securities Class Action Filings: 2020 Year in Review. Retrieved (9 March) from <https://securities.stanford.edu/research-reports/1996-2020/Securities-Class-Action-Filings-2020-Year-in-Review.pdf>.

Desai, H., Hogan, C. E., & Wilkins, M. S. (2006). The reputational penalty for aggressive accounting: Earnings restatements and management turnover. *The Accounting Review*, 81(1), 83–112.

Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. New York: Oxford University Press.

Gamache, D. L., McNamara, G., Mannor, M. J., & Johnson, R. E. (2015). Motivated to acquire? The impact of CEO regulatory focus on firm acquisitions. *Academy of Management Journal*, 58(4), 1261–1282.

Gande, A., & Lewis, C. (2009). Shareholder-initiated class action lawsuits: Shareholder wealth effects and industry spillovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(4), 823–850.

Haslem, B., Hutton, I., & Smith, A. H. (2017). How much do corporate defendants really lose? A new verdict on the reputation loss induced by corporate litigation. *Financial Management*, 46(2), 323–358.

- Higgins, E. T. (1997). Beyond pleasure and pain. *The American Psychologist*, 52(12), 1280–1300.
- Higgins, E. T., & Pinelli, F. (2020). Regulatory focus and fit effects in organizations. *Annual Review of Organizational Psychology and Organizational Behavior*, 7(1), 25–48.
- Humphery-Jenner, M. L. (2012). Internal and external discipline following securities class actions. *Journal of Financial Intermediation*, 21(1), 151–179.
- Kammerlander, N., Burger, D., Fust, A., & Fueglistaller, U. (2015). Exploration and exploitation in established small and medium-sized enterprises: The effect of CEOs' regulatory focus. *Journal of Business Venturing*, 30(4), 582–602.
- Lanaj, K., Chang, C., & Johnson, R. E. (2012). Regulatory focus and work-related outcomes: A review and meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 138(5), 998–1034.
- Malhotra, S., Reus, T. H., Zhu, P., & Roelofsen, E. M. (2018). The acquisitive nature of extraverted CEOs. *Administrative Science Quarterly*, 63(2), 370–408.
- Markovits, Y., (2013). The development of regulatory foci characters and moderation effects on satisfaction and commitment. *International Journal of Psychology and Behavioral Sciences*, 2(4), 71–80.
- McTier, B. C., & Wald, J. K. (2011). The causes and consequences of securities class action litigation. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 649–665.
- Mintzberg, H., Raisinghani, D., & Théoret, A. (1976). The structure of 'unstructured' decision processes. *Administrative Science Quarterly*, 246–275.
- O'Reilly III, C. A., Doerr, B., & Chatman, J. A. (2018). "See you in court": How CEO narcissism increases firms' vulnerability to lawsuits. *The Leadership Quarterly*, 29(3), 365–378.
- Pennebaker, J. W., Booth, R. J., Boyd, R. L., & Francis, M. E. (2015). *Linguistic Inquiry and Word Count: LIWC2015*. Austin, TX: Pennebaker Conglomerates (www.LIWC.net).