

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

נספח א' לחומר הרקע למפגש מקוון (דצמבר 2020):

**מגמת ההשקעות החברתיות (ESG): הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי ואחריות
דירקטוריונים**

פרופ' יעקב עמיהוד

בדיון אשתמש בקיצור במונח "חברות ESG" לחברות שפועלות כדי להעלות את ניקוד ה-ESG שלהן. השאלה היא, האם אפשר גם להעלות גם את ערך ההשקעה וגם את ניקוד ה-ESG? המשקיעים ממילא יבחרו השקעות כאלה, אם הן קיימות, ואין צורך לדון בהן. למשל, כל המשקיעים יעדיפו השקעות שמייצרות יותר תשואה ופחות סיכון. הבעיה היא, מה לעשות כשיש תחלופה ביניהם. בדרך כלל מציבים למנהל יעד של השגת תוחלת תשואה גבוהה לסיכון נתון או מזעור הסיכון לתוחלת תשואה נתונה. זה מייצר תפריט של צירופים של תשואה וסיכון, והמשקיע בוחר. צריך להתייחס ל-ESG באותה צורה. אפשר לדרוש ממנהל ההשקעה להשיג את המקסימום מהקומבינציה של סיכון ותוחלת תשואה עבור מינימום ESG נתון. זה דומה לנהוג למשל בניהול השקעות של אגרות חוב. מציבים למנהל ההשקעות סף דירוג תחתון – למשל BBB – ומצפים ממנו לבנות תיק השקעות עם מדד שארפ או אלפא הכי גבוהים.

אם מנהלי ההשקעות היו מתעלמים מ-ESG, המשקיע השולי צריך להיות אדיש. תוחלת התשואה (מנוכח-סיכון) איננה מושפעת מהצורה שבה החברה מתפקדת כל עוד הדבר ידוע מראש. לשתי חברות עם אותו סיכון תהיה אותה תוחלת תשואה גם אם הן נבדלות ביעילות וברווחיות שלהן. הכל מתבטא במחיר בהינתן זרמי המזומן הצפויים. כלומר, אין זה חשוב אם חברות ESG הן יותר או פחות יעילות.

אולם הטענה הזאת איננה נכונה אם יש למשקיעים העדפות מעבר למקסום תוחלת התשואה של התיק עבור רמת סיכון נתונה. למשל, לחברות "חטא" -- סיגריות, אלכוהול, נשק -- יש אלפא חיובי כי משקיעים מוסדיים גדולים (כמו אוניברסיטאות, קרנות פנסיה של מדינות) נמנעים מלהשקיע בהן ומוכנים לוותר על תשואה. אמנם משקיעים אחרים שאדישים לנושא יכולים לקנות מניות חטא ולגדר את סיכון השוק באמצעות מכירה בשורט של מדדים מתאימים. אם יש מספיק משקיעים כאלה, האלפא יחזור להיות אפס. אולם במציאות יש מגבלות על ארביטראג'. האסטרטגיה איננה חסרת סיכון, והיא כרוכה בעלות תיחזוק של התאמת הגידור – עלויות עיסקה רציפות, עלויות שורט, וכד'. אם המוסדות הנמנעים מהשקעה במניות חטא מספיק גדולים, צריך מקורות גדולים מאד כדי לקזז את השפעתם על השוק, וזה מקטין את כמות השחקנים שיכולים להשקיע בכיוון הפוך למוסדות האלה.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בהקשר של ESG, "מניות חטא" הן מניות עם דירוג ESG נמוך. ממצאים אחרונים מראים שלמניות חברות ESG יש אלפא שלילי, כנראה בגלל לחץ פוליטי להשקיע בהן. אולם, זה תלוי אם קיימת הסכמה לגבי דירוג ה-ESG של החברה. מחקרו של דורון אברמוב ואחרים בדק דירוגי ESG שמסופקים על ידי שש חברות דירוג וחישוב את אי-ההסכמה בדירוגים. המחקר מצא אלפא של -0.25% בחודש, במניות של חברות שנמצאות בחמישון העליון של דירוג ה-ESG ואשר לגביהן יש הסכמה גבוהה בדירוג. כלומר, המשקיעים במניות אלה מוכנים לוותר על תשואה כדי להגשים את העדפות ההשקעה שלהם לגבי ESG. המחקר גם מצא שבמניות עם הסכמה גבוהה לגבי הדירוג, מדיניות של לונג במניות בדירוג ESG נמוך ושורט במניות בדירוג ESG גבוה מניבה אלפא של 0.50% בחודש. ההבדל בין הביצועים נעלם במניות שלגביהן יש אי-הסכמה בדירוג ה-ESG.

מה צריכה להיות מדיניות מנהל ההשקעות? לדעתי, עליו להיות שליח נאמן של המשקיעים. אם המשקיעים אינם מציינים העדפות, עליו להתעלם מדירוג ה-ESG ולפעול לפי עקרונות השקעה רגילים כדי להשיא את הביצועים של תיק ההשקעות. המשקיעים שנושא ה-ESG חשוב להם יכולים להשקיע בקרנות מיוחדות שמתעדפות חברות ESG, ומנהלי ההשקעות בקרנות האלה צריכים לפעול בהתאם להעדפות המשקיעים. במקרה כזה, צריך לקבוע לקרן רמה מינימלית של ESG לפי מדד כלשהו, כפי שהדבר נעשה באגרות חוב. המנהל צריך להשיא את ביצועי תיק המניות כפוף לדרישת ה-ESG. אולם בניגוד למקרה של אגרות החוב, כאן המנהל יכול להשיג את אותו דירוג ESG בקומבינציות שונות. למשל, אפשרי שלשתי חברות יהיה אותו דירוג ESG כאשר אחת גבוהה בזכויות בעלי המניות ונמוכה בזכויות עובדים והשנייה להיפך. או, אחת טובה בזיהום ורעה בדאגה לקהילה, והשנייה להיפך. האילוץ המדויק תלוי בתיאור של האילוץ הנדרש ממנהל הקרן. כמובן שבכל מקרה יש להצהיר מהו המדד שעל פיו פועלים.

אולם מנהלי השקעות יכולים לתמוך במדיניות ESG בצורה אופורטוניסטית. למנהל קרו מדדית-פאסיבית אין שום תועלת מקידום מדיניות כלשהי של החברות שבהן מחזיקה הקרן משום שממילא איננו צריך להכות את המדד. מצידם, גם מדיניות שתפגע ברווחיות החברות לא תפגע באטרקטיביות של ההשקעה בקרן המדדית. נשאלת אז השאלה: מדוע אנו עדים לאחרונה לקריאה נמרצת של מנהלי קרנות מדדיות פאסיביות לחברות לקדם מדיניות שעקבית עם עקרונות של דירוג ESG גבוה? מיכל ברזוזא ואחרים מציעים שהדבר נעשה מסיבות אופורטוניסטיות. המשקיעים הצעירים היום רגישים לנושאי ה-ESG וכדי למשוך את כספם להשקעות בקרן, הם מצהירים על קידום מדיניות תמיכה בעקרונות ה-ESG. כלומר, תמיכה בהעלאת דירוג ה-ESG נעשית לצרכי קידום תדמית שתסייע בגיוס כספים לקרן.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מה שמסקיעים אינם אוהבים זה הפתעות רעות. למשל, אם חברה מודיעה שהיא רוצה להעלות את דירוג ה-ESG שלה גם אם זה יבוא על חשבון ביצועים, מחיר המניה עלול לרדת והמשקיעים עלולים להפסיד. השאלה כאן היא: מיהו הריבון בחברה. וזה מביא אותנו לנושא חובת מנהלי החברה.

ענין ה-ESG הוא מקרה פרטי של שאלה רחבה יותר: באיזו צורה צריכים מנהלי חברות להביא בחשבון את העדפות בעלי המניות. אפשר להחיל כאן את הכלל המוצע לעיל לגבי מנהלי ההשקעות. בעלי המניות צריכים להחליט על ניקוד ESG מינימלי שהחברה צריכה להשיג, והמנהלים צריכים להשיא את הערך כפוף לאילוץ. המנהלים יחליטו – אלא אם כן בעלי המניות יקבעו אחרת – באיזו דרך להשיג את הניקוד הנדרש. כאמור, לכל מדד ESG יש הרבה מרכיבים והמנהלים יכולים להשיג דירוג נתון באמצעות קומבינציות שונות של המרכיבים. כמובן שבעלי המניות יכולים להיות יותר ספציפיים, כגון שדירוג הזיהום לא יעלה מעל סף מסוים.

במקרים רבים, אין ארוחת צהרים בחינם, כמו שאומרים הכלכלנים. דרישה ממנהל לעלות בדירוג של סעיפים רבים ברשימת המרכיבים של דירוג ה-ESG כרוכה בעלויות שאינן מייצרות ערך כספי לבעלי המניות וכך לפגוע בהשאת ערך החברה. האם מנהלים יכולים לנהל חברה לפי צו מצפונם ולהקריב את ביצועי החברה כדי להשיג מטרות מסוימות הקשורות ל-ESG? השאלה היא אם הדמוקרטיה של החברה היא דמוקרטיה אתונאית, שבה הצביעו האזרחים ישירות על החלטות המדינה, או דמוקרטיה כמו במשטר רפובליקאי שבו בוחרים נציגים ואלה מקבלים החלטות לפי שיקול דעתם. אם המצביעים אינם אוהבים את ההחלטות, הם יחליפו את הנציגים. כלומר, אפשר להורות למנהלים לפעול לפי שיקול דעתם, כפי שהם פועלים בכל החלטה עסקית. הרי בעלי המניות אינם נקראים להצביע בכל החלטה של מועצת המנהלים. אולם בבחירות חברי המועצה – כמו בבחירות פוליטיות – אפשר לבחור דירקטורים הידועים בנטייה לצד זה או אחר באשר לתחלופה בין דירוג ESG וביצועי החברה.

השאלה היא אם המנהלים משתמשים ב-ESG כתירוץ. כמו באמירה הידועה, "הפטריטיזם – מפלטו של הנבל", ה-ESG יכול להיות מפלטו של הנכשל. מחקר מצא שכאשר הרווח נופל מציפיות האנליסטים, המנהל נוטה יותר לציין בתקשורת עם המשקיעים סביב מועד הדו"ח השנתי על צמידות לעקרונות אשר משרתים קהל רחב מעבר לבעלי המניות בלבד. המחקר גם מצא שתקשורת מסוג זה מקטינה את סיכון הפיטורין של המנהל שנובע מרווחיות נמוכה. השאלה היא, כמובן, האם המנהל משתמש בטיעוני הדבקות בעקרונות ה-ESG כתירוץ בלבד או שהוא – בכנות – מקריב רווחיות למען עקרונות אחרים, ובעלי המניות מרוצים מכך. קשה לדעת.