

## השקעות עם אחריות תאגידית ESG בישראל: האם וכיצד ניתן לקדם את האסטרטגיה של השקעות אחריות בשוק ההון ובסקטור העסקי?

יובל קרניאל, יגאל נוימן ועמית לביאדינור\*

### תקציר

מחקר הדעות והעמדות של בכירים בשוק ההון בישראל, שנערך לראשונה בישראל, בוחן את המצב הנוכחי ואת הסיכויים העתידיים של השקעות סביבה, חברה וממשל (ESG) ואחריות תאגידית בשוק ההון ובמגזר העסקי בישראל. באמצעות ראיונות עומק עם 23 מנהלים בכירים, מאסדרים, אנשי תקשורת ומקבלי החלטות מרכזיים, המחקר חושף נוף מורכב של דעות והשקפות בנושא, המאופיין בפערים משמעותיים במודעות, יישום ואסדרה של ESG. המחקר גם מצביע על צעדי מדיניות פרקטיים שעשויים לשפר את המצב.

הממצאים מציירים תמונה של שוק במעבר, שבו דמויות משפיעות רבות שולטות באופן חלקי בלבד בעקרונות ה-ESG. הבנה מצומצמת זו חלה גם על מנהלים בולטים ומובילי שוק, ומצביעה על ליקוי בחשיפה ל-ESG בסביבה העסקית הישראלית. כן עולה מהממצאים התייחסות שונה בתכלית לשלושת המרכיבים של ESG: גורמי סיכון סביבתיים, חברתיים ושל ממשל תאגידי, בעיקר בתחום ההשפעה שלהם על תשואת בעלי המניות, וכן עולות טענות ששילוב שלושת המרכיבים (E, S, G) לכדי פקטור יחיד (ESG) פוגעת באימוץ העקרונות הרצויים מבחינת המצדדים בכל אחד מהמרכיבים.

\* ד"ר קרניאל הוא משפטן וחוקר בבית ספר סמי עופר לתקשורת, אוניברסיטת רייכמן; פרופ' נוימן הוא חוקר בבית הספר למנהל עסקים, האוניברסיטה העברית בירושלים; ד"ר לביאדינור היא חוקרת בבית ספר סמי עופר לתקשורת, אוניברסיטת רייכמן. החוקרים מודים לעבודת המחקר המסורה של הילה הלל ורוני צדק, וכן לתמיכה כספית נדיבה של מרכז אריסון ל-ESG, אוניברסיטת רייכמן, ושל רשות ניירות ערך. המחקר בוצע באביב ובקיץ 2024, קודם לבחירתו של דונלד טראמפ לכהונה שנייה כנשיא ארצות הברית.

אתגר מרכזי נוסף שזוהה במחקר הוא היעדר מדדים אמינים, סטנדרטיים ומותאמים במיוחד לשוק הישראלי עבור כל אחד משלושת מרכיבי ה-ESG. מחסור זה יוצר מכשולים משמעותיים בפני משקיעים המנסים להעריך ולהשוות במדויק את ביצועי ה-ESG של חברות ישראליות, ההשפעה של מחסור זה היא כפולה: לחברות קשה לבחון באופן אובייקטיבי את ביצועיהן בתחום ה-ESG ולכן קשה להן להשתפר בתחומים אלה, ומאידך גיסא, קשה לגופי ההשקעה לשלב את עקרונות ה-E, ה-S או ה-G בהחלטות ההשקעה שלהן.

המחקר חושף דעות חצויות בנוגע לקשר בין השקעות ESG לתשואות פיננסיות. בעוד חלק מהמרוויגים הביעו אמונה חזקה ביתרונות ארוכי הטווח של שילוב עקרונות ESG (או חלקם) בהחלטות השקעה תוך ציון פוטנציאל לתשואה עודפת או ניהול סיכונים משופר, אחרים נותרו סקפטיים לגבי היתרונות של שילוב עקרונות ESG בהחלטות השקעה והצביעו על היעדר ראיות חד משמעיות הקושרות את החשיפה ל-ESG לתשואות עודפות. חלוקה זו משקפת את הדיון העולמי המתמשך על המהותיות הפיננסית של גורמי ESG ומדגישה את הצורך במחקר ממוקד יותר בהקשר הישראלי.

כן מזהה המחקר הנוכחי חסמים מרובים (שחלקם קשור זה בזה) המעכבים את התפתחותן של פרקטיקות ESG בישראל. אלה כוללים חוסר מודעות כללי בקרב תאגידים ואצל מובילי דעה בציבור, ביקוש נמוך מצד משקיעים למוצרים מוטי ESG, אתגרים בכימות ומדידה של ביצועי ESG, מסגרות אסדרתיות לא מספקות וחסמים תרבותיים המטפחים ספקנות כלפי הרלוונטיות הפיננסית של גורמי ESG. בנוסף לכך, הריכוזיות הגבוהה בשוק ההון הישראלי מצוינת כגורם שעשוי להגביל את השפעתם של משקיעים ממוקדי ESG.

המחקר מדגיש את תפקידה המכריע של התקשורת בעיצוב תפיסות ESG, הן במגזר הציבורי והן במגזר העסקי. בהקשר זה, התפלאלנו לשמוע ממספר מובילי דעה מרכזיים בתקשורת הכלכלית כי "אינם מרגישים בנוח" להביע דעה בנושאי ESG, אם מחוסר ידיעה מספיק בנושא ואם בשל החשש מתגובה לא אוהדת. כן מצאנו כי הסיקור התקשורתי הנוכחי בישראל נוטה להיות לא מספק. בסך הדברים, סביר כי גישת התקשורת לנושאי ה-ESG תרמה למצב שתיארנו לעיל, ולכן היינו שמחים לראות התבוננות פנימית מעמיקה גם מצד התקשורת בגישתה לנושאי ה-ESG השונים.

המחקר קורא לגישה מתואמת ורבת פנים לקידום פרקטיקות ה-ESG השונות בישראל. ההמלצות מתמקדות בשיפור החינוך והמודעות, פיתוח מדדי ESG ספציפיים לישראל, חיזוק מסגרות אסדרתיות, טיפוח שיתוף פעולה בין בעלי עניין, קידום הוראה ומחקר ממוקד, שיפור הסיקור התקשורתי, יישום תמריצים והנעת שינוי תרבותי רחב יותר לעבר השקעה אחראית.

עוד מדגיש המחקר את הצורך בכינון מסגרות אסדרתיות איתנות יותר ובתמיכה מוסדית ביוזמות ESG בישראל. המחסור הנוכחי בהנחיות ברורות ובדרישות דיווח סטנדרטיות, ביחד עם המצב הגאופוליטי המסובך בישראל שדוחק לאחור כמעט כל עיסוק לא דחוף בנושאים אחרים, יוצר סביבה שבה לחברות ולמשקיעים אין מוטיבציה חיצונית לתכלל גורמים אלה בתהליכי קבלת ההחלטות שלהם.

המחקר עוסק בצורך בשינוי אופן המדידה של נושאי ה-ESG השונים ובהפרדתם המעשית זה מזה והוא גם מדגיש את הצורך הקריטי בהעלאת רמת המומחיות בנושאי ESG שונים בקרב בעלי עניין מרכזיים.

אנו סבורים כי אם ישראל תשכיל להתמודד עם האתגרים שצינו ותיישם את האסטרטגיות המומלצות במחקר, נצליח להתאים את שוק ההון הישראלי למגמות בין-לאומיות של השקעות אחראיות ובנות-קיימא ונתרום לקיימות ולחוסן ארוכי הטווח של הכלכלה והחברה הישראלית כולה.

## הקדמה

מטרת המחקר היא לאפיין את החסמים הקיימים היום בשוק הישראלי בתחום ה-ESG (סביבה, חברה וממשל תאגידי) בהשוואה למצב בשווקים בעולם, ולבחון כלים שעשויים לשפר את המצב. זהו מחקר עמדות שנערך באמצעות ראיונות מובנים עם בכירים בשוק ההון ובכלכלה הישראלית. אנו מניחים שקיימות בשוק ההון ואצל בכירים המכירים היטב את השוק הישראלי תובנות רלוונטיות, עמדות וידע בתחום שטרם תורגמו לעשייה, אשר יכולים לסייע בהבנה ובהכרה של תחום ההשקעות האחראיות בישראל, ולתת מענה לשאלה האם וכיצד ניתן לקדם את התחום.

המחקר שלנו, כמו גם כלל הדיון בהשקעות ESG, תורם לקידום השאלה היסודית סביב תכליתו של התאגיד: האם מטרת התאגיד היא השאת רווחים לבעלי המניות ותו לא, או שמא על התאגיד לדאוג לכל מחזיקי העניין בחברה? הדיון מקבל משנה תוקף לאור העלייה במודעות לסוגיות סביבתיות וחברתיות, והדחיפה מצד גופים מאסדרים, בנקים וספקי אשראי לאמץ השקעות בנות-קיימא (Hopt, 2023).

תחום ה-ESG בישראל לא התפתח באופן דומה למתרחש בעולם. האסדרה המקומית מצומצמת יחסית למתרחש באירופה, שם קיימת חובת דיווח בנושאי ESG במסגרת דירקטיבת NFRD, והמאסדרים הפיננסיים כוללים שיקולי ESG במסגרת ניהול הסיכונים. גם המצב במגזר הפרטי בישראל שונה בתכלית מהמצב בארצות הברית, שם נהגו קרנות השקעה רבות לדרוש מחברות הפורטפוליו שלהן לעמוד בסטנדרטי ESG גבוהים או לשאת בתוצאות, קודם שלחץ מצד ממשל טראמפ פעל כדי לשנות נוהג זה. הניסיון בעולם מלמד כי לחץ מצד הציבור והמשקיעים מוביל לשיפור השקיפות והאחריות התאגידית (World Economic Forum, 2021; PWC, 2022).

מחקר של הפורום הישראלי לקידום כלכלת האימפקט, מצא כי "החסם המרכזי להשקעות אלה הינו היעדר נתונים אחידים וברי השוואה לגבי היבטי ESG ואימפקט, והיעדר רגולציה ברורה, הן בהיבטי הדיווח מצד החברות, והן לגבי הגדרת התפקיד של משקיעים מוסדיים בתחום זה". נקודת המוצא של המחקר שלנו היא השאיפה להפריך או לאשש מסקנות אלה, ולהוסיף עליהן תובנות ורבידים נוספים הקשורים לעולמות הניהול, ההשקעה, האסדרה, השיח, המידע, התקשורת, השיווק ויחסי המשקיעים. המחקר מתכלל ומציג את ששמענו בראיונות שערכנו, ומנסה לגבש על בסיסם

רעיונות והצעות שיעזרו לשוק הישראלי לשפר את הגישה לנושא ESG, לרבות באמצעות שינוי דרך המדידה של מרכיבי ה-ESG השונים ואופן ההתייחסות לכל אחד מהם.

מבנה המחקר הוא כדלקמן: **פרק א** מציג את הרקע וסקירת הספרות לנושא ESG; **פרק ב** מתייחס לשאלה הקריטית של ה-ESG: האם יש קשר בין ביצועי החברות בתחום ה-ESG ובין תשואה עודפת? **פרק ג** מציג את המצב הנוכחי בתחום ה-ESG בישראל; **פרק ד** מציג את מתודולוגית המחקר: ראיונות מובנים עם בכירים במשק הישראלי, בשוק ההון ובתקשורת; **פרק ה** מציג את התכנים שעלו מהראיונות באמצעות ריכוז התובנות לפי מספר תמות עיקריות; **פרק ו** דן בממצאים מנקודת המבט של החוקרים; וה**פרק האחרון** מסכם.

## פרק א: רקע וסקירת ספרות בנושא ESG בעולם ובישראל

### (1) הגדרת המושגים

תחום ההשקעות האחראיות ושילוב שיקולים אתיים חברתיים וסביבתיים בעולמות הניהול התאגידי וההשקעות נמצא איתנו בעשורים האחרונים, ואולם עדיין קיים חוסר בהירות גדול בהבחנה בין המושגים השונים בתחום. להלן נפרט את ההגדרות המקובלות בתחום על פי ספרות מחקרית עדכנית: ESG (Environmental, Social, and Governance): אמידת ההשפעה של פעילות כלכלית כלשהי – דוגמת פעילות של חברה עסקית או השקעה של משקיע – מההיבט הסביבתי, ההיבט החברתי ומהיבטי ממשל תאגידי.

**השקעות ESG:** שם כולל לביצוע השקעות על ידי מנהלי השקעות תוך התחשבות בשיקולי ESG, כלומר מתן העדפה להשקעה בחברות שההשפעה הסביבתית, החברתית והממשל תאגידית שלהם היא חיובית ביחס לזו של חברות אחרות, מתוך כוונה להפחית סיכונים הקשורים לחשיפות האלה (Rau & Yu, 2024).

**השקעות אימפקט (Impact Investments):** השקעות שנעשות במטרה לחולל תשואה חברתית/סביבתית חיובית ומדידה, לצד השאת תשואה פיננסית. השקעת אימפקט מאופיינת בשלושה מרכיבים: תשואה פיננסית חיובית; כוונה ליצור השפעה חיובית מוגדרת על החברה או הסביבה; ומדידה של ההשפעה החברתית ו/או הסביבתית כתוצאה מההשקעה, שאותה מקובל למדוד בהתאם ליעדי הפיתוח ברייהקיימא (SDGs) שהוגדרו על ידי האו"ם.

**אחריות חברתית תאגידית (CSR):** מחויבותו של תאגיד לדאוג לא רק לבעלי המניות שלו, אלא גם לעובדיו, לספקיו, לסביבה ולקהילה שלו, וזאת כחלק מהאסטרטגיה העסקית הקבועה שלו, ולא רק כתגובה ללחץ חיצוני מצד משקיעים או מאסדרים (Rau & Yu, 2024).

**השקעות אחראיות חברתיות (SRI):** (Socially Responsible Investment) השקעות אשר מתווספת אליהן הערכה של ההתנהלות של חברת המטרה בנושאי ESG.

### סינון השקעות (Screening): הוצאה מסל ההשקעות של חברות אשר מפרות ערכים מסוימים לפי

העדפת הלקוח או מנהל ההשקעות. הסינון יכול להיעשות על סמך שיקולים מוסריים או מניעת חשיפה לסיכונים או לתביעות אפשריות, ועשוי להוציא מסל ההשקעות סקטורים מסוימים (כגון טבק, נשק, תעשיית המין, סחר בבני אדם ועוד) או פרקטיקות עסקיות מסוימות (כגון עבדות ילדים, ניסויים על בעלי חיים, יחס לעובדים, חוסר מגוון בחברה ועוד).

### סינון חיובי (best-in-class method): בחירת החברות המצטיינות בתחומן (ביחס לסקטור שלהן)

#### בהתגברות על מדד ESG.

במחקר זה נתייחס למושגים אחריות תאגידית ר-ESG המשמשים לחלופין במשמעות דומה, וזאת בהתאם לשימוש במושגים אלה אצל רוב המרואיינים, אלא אם כן נאמר במפורש אחרת כדי להבחין ביניהם בהקשר מסוים.

## **(2) סקירה היסטורית קצרה על התפתחות התחום בארצות הברית, באירופה ובישראל**

### (א) ארצות הברית

השילוב של גורמי ESG בהחלטות השקעה בארצות הברית מייצג התפתחות משמעותית בנוף השווקים הפיננסיים. היבטים של התופעה מופיעים כבר בתחילת המאה התשעעשרה, כאשר מניעים דתיים ואידיאולוגיים השפיעו על החלטות השקעה שונות. השפעתם גברה באמצע המאה העשרים כאשר חששות לגבי סוגיות אתיות וחברתיות החלו לצוץ במקביל לצמיחתו של הקפיטליזם המודרני (Sparkes & Cowton, 2004). עם זאת, רק בשנות ה-60 וה-70 של המאה העשרים תפס תאוצה הרעיון של השקעה אחראית חברתית (SRI), כשציון דרך בולט בהתפתחות התחום אירע בשנת 1971 עם הקמתה של Pax World Fund, קרן הנאמנות הראשונה בארצות הברית שהגדירה את עצמה כ-SRI (Renneboog, Horst & Zhang, 2008).

במהלך תקופה זו התפתחה ה-SRI כתגובה למודעות הציבורית הגוברת לפגיעה סביבתית, אי-צדק חברתי ורשלנות תאגידית. משקיעים החלו לשקול את ההשלכות האתיות של החלטות ההשקעה שלהם, מה שהוביל להדרת חברות העוסקות בתעשיות שנויות במחלוקת כמו טבק, אלכוהול וכלי נשק מתיקי השקעות. הדגש היה בעיקר בסינון שלילי, שלפיו ביקשו המשקיעים להימנע מהשקעות בחברות שנחשבו לבעלות השפעה חברתית או סביבתית שלילית במיוחד (Schueth, 2003).

בשנות ה-80 וה-90 של המאה העשרים המשיכה תנועת SRI להתפתח כשהיא מונעת על ידי הכרה גוברת בקשר ההדדי בין סוגיות סביבתיות, חברתיות וממשלתיות ובין ביצועים פיננסיים. בתקופה זו התפתחו גישות מתוחכמות יותר להשקעה אחראית, כולל סינון חיובי – בחירה מכוונת בחברות בעלות אימפקט חיובי על הסביבה – ושילוב גורמי ESG בניתוח השקעות (Mackenzie & Lewis, 1999). ההשפעה ההולכת וגוברת של אקטיביזם מצד מנהלי השקעות במהלך תקופה זו, כמו גם הגברת המעורבות של בעלי המניות בקבלת החלטות עסקיות, מילאה גם היא תפקיד משמעותי בהתפתחות מגמת ה-SRI, כאשר

משקיעים החלו להשתמש בכוח הנובע מאחזקותיהם כדי לדחוף לשינויים בהתנהגות הארגונית בחברות שבהן הם מחזיקים בבעלות (Richardson, 2009).

המונח "השקעות ESG" החל לצבור תאוצה כאשר משקיעים הכירו יותר ויותר ברלוונטיות של גורמי סביבה, חברה, וממשל תאגידי בהערכת התאגיד, והחלו לבחון את מרכיב הסיכון העסקי כתוצאה מגורמים אלה, כמו גם את הכדאיות הפיננסית ארוכת הטווח של חברות שונות לנוכח הסיכונים האלה (Waddock, 2008).

שנות האלפיים סימנו נקודת מפנה נוספת בהתפתחות התחום, כאשר השקעות אחריות חברתית והשקעות ESG הפכו בהדרגה מנישה בשולי עולם ההשקעות לאסטרטגיית השקעות שחדרה למיינסטרים. שינוי זה ניזון משילוב של גורמים, כולל המודעות המוגברת לשינויי האקלים (בעקבות התגליות המדעיות בתחום) ולשערוריות בתחום הממשל התאגידי (בעקבות שערוריית אנרון ב־2001 ושערוריית וורלדקום ב־2002), מה שתרמו לשינוי העדפות המשקיעים כלפי קיימות והשפעה (Revelli & Viviani, 2015). המשבר הפיננסי הגלובלי של שנת 2008 הדגיש עוד יותר את חשיבות ההתחשבות בסיכונים ארוכי טווח – כולל בגורמי קיימות – בהחלטות השקעה, מה שתרם לצמיחת ההשקעות ב־ESG (Scholtens, 2006).

עם זאת, בשנים האחרונות הסתיימה מגמת הצמיחה והשגשוג של התחום בארצות הברית, בעקבות ביקורת ציבורית ופוליטית שסימנה את תחום השקעות ה־ESG כנושא פוליטי המסומן עם הקצה הליברלי של המפה הפוליטית, ובית־רשאת עם בחירתו של דונלד טראמפ לכהונה שנייה כנשיא ארצות הברית בנובמבר 2024. נעסוק בתופעה הזו ובהשלכותיה בהמשך.

## (ב) אירופה

השקעות ESG קיבלו הכרה משמעותית באירופה החל משנות ה־80 של המאה העשרים, כאשר גופים פיננסיים ומוסדות ציבוריים החלו לשים דגש רב בסוגיות סביבתיות וחברתיות בהחלטות ההשקעה שלהם (Sparkes, 2022). השקעות אחריות היו חלק מהמסורת הכלכלית האירופית שהדגשה את האחריות התאגידית וההשקעות האתיות (Louche & Hebb, 2014).

יוזמות שונות – כמו קרן הנאמנות ההולנדית Triodos Bank, שהוקמה ב־1980 – הציבו סטנדרטים גבוהים להשקעות אחריות על ידי מימון חברות ופרויקטים עם השפעה חברתית וסביבתית חיובית (Scholtens, 2011). באותו הזמן החלה קרן EIRIS (Ethical Investment research Services), שהוקמה ב־1983 בלונדון) לספק מחקרי ESG למשקיעים מוסדיים, מה שהגביר את מודעות הציבור לחשיבות ההשקעות האחריות (Von Wallis & Klein, 2015). בעשורים האחרונים מובילה אירופה את ההכרה וההתפתחות של התחום בחקיקה (אירופית ומדינתית) ובאסדרה למדדי הקיימות, הסביבה, החברה והממשל (Bannier, 2019) (Bofinger & Rock, 2019).

**(ג) ישראל**

תחום השקעות ה-ESG החל לצבור תאוצה בישראל רק בעשור האחרון, כשהמודעות לנושאים סביבתיים וחברתיים עלתה והמשקיעים החלו לזהות את הפוטנציאל הכלכלי שבתחום זה (Louche, Arenas & Van, 2012). באופן טבעי הושפעה ההתפתחות של התחום בישראל מההתפתחויות הבינלאומיות ומהתחייבויות גלובליות בנושאי אקלים וקיימות (Schwartz, 2003). במסגרת זו נוסדו מדד מעלה ומדד ת"א-125 אקלים נקי, המדדים הראשונים בישראל הבוחנים את ביצועי האחריות התאגידית והסביבתית של החברות הנכללות במדד. במקביל החלו גופי השקעה וקרנות פנסיה לשלב שיקולי ESG בתהליכי ההשקעה שלהם ולהקים קרנות בתחום.

התחייבויות ישראל בתחום הסביבתי והחברתי במסגרת הסכמי האקלים הבינלאומיים גררו תגובות אסדרתיות, כמו זו של הרשות לניירות ערך שביקשה מחברות לבצע גילוי וולונטרי בנושאי ESG בדוחות הכספיים שהן מפרסמות, ויוזמות דומות של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל. יוזמות אלה תרמו למגמת האימוץ של תחום ה-ESG בשוק המקומי, למרות קצב אימוץ איטי של התחום בישראל בהשוואה לארצות הברית ולאירופה (Haigh & Hazelton, 2004).

**(3) הערכת ביצועי חברות בתחום ה-ESG**

בשנים האחרונות ניכר בעולם גידול בולט במספר כלי המדידה שמטרתם להעריך את ביצועי ESG של חברות. כלים אלה ממלאים תפקיד מכריע בשילוב של שיקולי ESG בתהליכי קבלת החלטות השקעה, ומאפשרים למשקיעים להעריך את אישורי הקיימות של השקעות פוטנציאליות בצורה שיטתית ומקיפה יותר. הצמיחה של כלי מדידת ESG מונעת על ידי הגדלת המיקוד האסדרתי והביקוש של משקיעים להשקעות אלה.

אחד המניעים לצמיחה זו הוא ההכרה הגוברת, לפחות מצד חלק מגורמי ההשקעה בעולם, במהותיות של גורמי ESG בהנעת ביצועים פיננסיים ארוכי טווח. משקיעים מודעים יותר ויותר לכך שלגורמים סביבתיים כגון שינויי אקלים ומחסור במשאבי טבע יכולים להיות השפעות משמעותיות על החברה – על פעילותה, שרשראות האספקה והביצועים הפיננסיים שלה – ולכן יש לראות בהם גורם סיכון. בדומה לכך, גורמים חברתיים – לרבות נוהלי עבודה, הפרות של זכויות אדם ויחסי החברה עם הקהילה – יכולים גם להוות סיכונים מהותיים למוניטין ולשורת הרווח של החברה. לבסוף, נושאים הקשורים לממשל התאגידי – כגון גיוון בדירקטוריון, תגמול בכירים ושקיפות, שביעות רצון עובדים – מוכרים כיום כגורמים קריטיים לחוסן ולקיימות של חברות, וכשל בהם עלול להיחשב כגורם סיכון מבחינת המשקיע.

לאור הביקוש הגובר בעולם למידע בנושאי ESG פיתחו ארגונים רבים דירוגים ומדדים שמטרתם לספק למשקיעים כלים סטנדרטיים וברי-השוואה להערכת ביצועי ESG של חברות. במסגרת זו נמנים ספקים מסחריים, כגון MSCI, Refinitiv, Sustainalytics ו־Carbon Disclosure Project (CDP), כמו גם ארגונים ללא מטרות רווח ואיגודי תעשייה, כגון GRI (Global Reporting Initiative), ה־SASB (Sustainability

יוזמות חדשות, כגון מועצת הסטנדרטים הבין-לאומיים לקיימות (Accounting Standards Board International Sustainability Standards) (ISSB) והשותפות לחשבונאות פחמן פיננסית (Partnership for Accounting of Carbon Finance) (PACF), שנוצרו כדי לספק מסגרות דיווח סטנדרטיות (Clark, Feiner & Viehs, 2015).

#### (4) ביקורת על מדדי ESG

המדדים השונים נבדלים זה מזה בקריטריונים שאחריהם הם עוקבים ובמיקוד שלהם. דבר זה גורם להיעדר סטנדרטיזציה ועקביות במדדי ה-ESG השונים, לדוגמה בדרך שבה מדרגי ESG שונים משקללים את ציוני ה-E, ה-S וה-G, וכן את המרכיבים השונים של כל ציון ואת מקורות המידע שבהם משתמשים לצורך מתן הציונים. כך, למשל, מדד MSCI ESG מתמקד בעיקר בהיבטים הסביבתיים והחברתיים של חברות, בעוד מדדים אחרים עשויים לשים דגש גדול בתחום הממשל התאגידי.

נוסף על כך, עורכי המדדים אוספים מידע על החברות שהם מדרגים בדרכים שונות. חלק מהמדדים מסתמכים על נתונים אובייקטיביים, בעוד אחרים משתמשים בהערכות סובייקטיביות של חברות ייעוץ ו/או בדיווח עצמי של החברות עצמן, מה שעלול להוביל לאידיוקים ואף להטיות במדידה. כמו כן, חלק ממדדי ה-ESG סובלים מחוסר שקיפות במתודולוגיה. בסך הדברים, דירוגי ESG יכולים להשתנות באופן משמעותי בין מדד למדד, מה שמקשה על המשקיעים לקבל תמונה מדויקת ואחידה על ביצועי ה-ESG של חברות (Clark, Feiner & Viehs, 2015).

בעיה נוספת נוגעת בשקלול התחומים השונים בתוך המדד (סביבה, חברה וממשל) לציון אחד "שטוח" שלא תמיד מבטא את השוני בין התעשיות שבהן פועלות החברות השונות או את הסביבה העסקית והאסדרתית השונה בכל מדינה שבה החברה פועלת, וכפועל יוצא מכך את האתגרים השונים שעומדים בפני כל חברה. כך, למשל, חברת כימיקלים שמשקיעה מאוד בהפחתת הזיהום יכולה לקבל ציון גרוע יותר מחברת הייטק שלא משקיעה כלל בשיפור החתימה הסביבתית שלה אך באופן טבעי מזהמת פחות מחברתה. בדומה לכך, שתי חברות העוסקות בתחום פעילות זהה אך במדינות שונות, כאשר מדינה אחת מעודדת אימוץ קריטריונים של ESG והשנייה מערימה קשיים על כך. מחקר משנת 2020 מצא כי מדדי ESG נוטים להצביע על ביצועים שונים באותן חברות, מה שמקשה על היכולת להשוות בין החברות. החוקרים טוענים כי לעיתים קרובות המדדים אינם כוללים את כל ההיבטים הרלוונטיים ולכן עלולים להטעות את המשקיעים (Serafeim, 2020).

נקודת שוני נוספת בין המדדים השונים היא התאמת מודל האמידה לתנאי השוק המשתנים ולתקופות זמן שונות (Pástor, Stambaugh & Taylor, 2021), על מנת לשקף נאמנה את הדינמיקה של הנוף הפיננסי הנוכחי והעתיד. הבנת האופן שבו מודל האמידה של השפעת ESG של חברה מתאים לטווחי זמן שונים חיונית להבטחת הרלוונטיות שלו בסביבות שוק שונות, כולל שינויים בסביבה האסדרתית ובהעדפות המשקיעים. כצפוי, בתהליך אמידה זה עשוי להיות הבדל מהותי בין הבחירה שעושה כל עורך מדד.



חוסר העקביות בבניית מדדים בין ספקים שונים אומנם אינו יוצא דופן בתעשייה הפיננסית,<sup>1</sup> אך בתחום ה-ESG (שאינו חף מבעיות אחרות), ניכר כי הוויכוח הזה משמש כלי ניגוח בידי המתנגדים ל-ESG.

בצל ריבוי המדדים והקריטריונים השונים להערכת ביצועי ESG, נעשים מאמצים בין-לאומיים ליצור סטנדרטים אחידים למדידה ולדיווח. כך, למשל, האיחוד האירופי תיקן דרישות לגילוי פיננסי ברקיימא (Sustainable Finance Disclosure Requirements (SFDR)) ומציע הנחיות לדיווח קיימות תאגידי (Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)), על מנת לשפר את הסטנדרטיזציה והשקיפות בתחום.

## (5) השקעות ESG

העלייה בזמינות ובתחכום של כלי מדידת ESG הקלה את צמיחתן של שיטות השקעה בנות-קיימא ומכשירים פיננסיים תואמים, באופן שמסייע למשקיעים לשלב שיקולי ESG באסטרטגיות ההשקעה (investment decision) ובהקצאות הנכסים (asset allocation) שלהם. כך, למשל, בתי השקעות המנהלים נכסים בשווי טריליוני דולרים – כמו BlackRock, Vanguard ו-State Street – מקדמים השקעות בתחום ESG ומשקיעות מאמצים רבים בשילוב שיקולי ESG בתהליכי קבלת החלטות השקעה. חברות השקעה רבות אחרות מציעות למשקיעים מוצרי השקעה מוטי ESG (לצד מוצרים אחרים שמתעלמים משיקולים אלה); כך, למשל, מנהלי השקעות כמו Amundi, Fidelity ו-PIMCO (מוקדם לחוות דעה כיצד תושפע מגמה זו מצעדיו הנוכחיים של ממשל טראמפ בתחום ההשקעות).

המוטיבציה של חברות ההשקעות בנקיטת הצעדים האלה מגוונת. אין ספק שסיבה אחת היא שיקולים עסקיים, דוגמת הניסיון לקלוע להעדפות הצרכנים. Blackrock, למשל, יצרה מסלולים רבים להשקעות "ערכיות" במטרה למשוך משקיעים מדור ה-Millennials להשקיע במטרות שהם מתחברים אליהן. שיקול עסקי נוסף נוגע לשאיפה להשיא תשואות גבוהות לבעלי המניות, והוא מתחבר להנחה שיש קשר אמפירי בין מדדי ESG גבוהים לתשואות גבוהות. עם זאת, נציין שהדעות חלוקות בשאלה אם הקשר הזה אכן קיים במציאות, ועל כך נרחיב בהמשך. במקביל, אין להתעלם מהרצון של מנהלים בחברות ההשקעה להשתמש בכוחם לצורך מטרה טובה כמו קידום עקרונות ESG וקיימות, גם אם אין בדבר תועלת עסקית מיידית ומדידה.

ה-GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) מעריך כי נכון לשנת 2022 היה סך הנכסים הגלובלי בקרנות השקעה בנות-קיימא (כלומר בתשומת לב לעקרונות ESG) כ-30.3 טריליון דולר, ירידה של כ-14% ביחס לשנת 2020 שבה נוהלו כ-35.3 טריליון באופן זה (GSIA, 2022). סך זה כולל עלייה של כ-20% ביחס לשנת 2020 (מ-18.2 ל-21.9 טריליון דולרים) בסך הנכסים המנוהלים לפי עקרונות ESG מחוץ לארצות הברית, ובמקביל ירידה של כ-51% ביחס לשנת 2020 (מ-17.1 ל-8.4 טריליון) בסך הנכסים המנוהלים לפי עקרונות ESG בארצות הברית. בהמשך נעמוד על הסיבות לשוני בין ארצות הברית לשאר העולם

1 כך, למשל, אין הסכמה בתעשייה בכל הנוגע לבניית מדדי Value או Growth וכל ספק – כמו Russell ו-S&P – נוקט מתודולוגיה משלו.

בנושא זה, אך גם בהתחשב בירידה של השנים האחרונות מדובר בעלייה משמעותית ביחס ל-\$22.8 טריליון שנוהלו ברחבי העולם בקרנות השקעה בנות-קיימא בשנת 2016.

בסך הדברים, ניכרת נוכחות בשוק של משקיעים המקצים יותר ויותר הון להשקעות ESG, המשקפים מעבר רחב יותר לעבר קיימות והשקעות מונעות השפעה. משקיעים המעוניינים בכך יכולים לבחור מתוך מגוון רחב של מוצרי ESG, הכוללים (GSIA, 2022): קרנות נאמנות ותעודות סל המאפשרים למשקיעים להשקיע בסלים המורכבים מחברות העומדות בקריטריונים של ESG על פי המדדים השונים; אג"ח ירוקות: אגרות חוב שמטרתן לממן פרויקטים סביבתיים, כגון אנרגיות מתחדשות, יעילות אנרגטית ותחבורה בת-קיימא; הלוואות ESG: הלוואות הניתנות לחברות על בסיס ביצועיהן בתחום ה-ESG, כאשר הריבית על ההלוואה עשויה להיות קשורה לביצועים אלו; מוצרים מובנים: מוצרים פיננסיים מורכבים יותר, כגון אופציות וחוזים עתידיים, הקשורים לביצועי ESG של חברות או מדדים.

## **(6) התיירקקות (Greenwashing): התחזות ויומרות בתאגידים**

בשנים האחרונות נחשפו מספר תאגידים גדולים בביצוע התיירקקות, הידועה יותר במונח הלועזי Greenwashing. מדובר בתופעה שבה תאגידים מציגים את עצמם כידידותיים לסביבה על מנת לעמוד בדרישות אסדרתיות או לשם מיתוג ציבורי חיובי ללא בסיס עובדתי ממשי.

אחד המקרים הידועים ביותר של התיירקקות הוא זה של חברת BP (Matejek & Gössling, 2014), שבעבר מיתגה את עצמה כ־Beyond Petroleum, והדגישה את מאמציה לפיתוח מקורות אנרגייה מתחדשת, תוך שבפועל היא המשיכה להשקיע משאבים רבים בחיפושי נפט וגז ובפעולות מזהמות. תדמית זו התנגשה עם המציאות כאשר התרחשה דליפת הנפט הגדולה במפרץ מקסיקו בשנת 2010, מה שהעמיד בסימן שאלה את מחויבותה של BP לקיימות (Delmas & Burbano, 2011).

מקרה מפורסם נוסף של התיירקקות הוא זה של חברת Volkswagen, שהודתה בשנת 2015 בזיוף נתוני פליטת מזהמים בכלי הרכב שלה. החברה השתמשה בתוכנה שהציגה תוצאות מבחן פליטה טובות משמעותית מהמציאות במטרה לעמוד בתקני הפליטה המחמירים לרכב שדורשות ארצות הברית ואירופה. פרשת זיוף זו, שנודעה בכינוי Dieselgate, גרמה לנזק רב למוניטין של Volkswagen והובילה לקנסות וסנקציות חמורות.

השפעות התיירקקות נרחבות ומורכבות (TerraChoice Environmental Marketing, 2010). התיירקקות עלולה לגרום לנזקים ישירים ועקיפים: ישירים כאשר קידום מוצרים ושירותים כידידותיים לסביבה – אשר אינם כאלה – יכול להוביל לפגיעה סביבתית משמעותית ועקיפים כשמשקיעים הבוחרים לתמוך ביוזמות ירוקות מפנים כספים לתאגידים שבפועל אינם מחויבים לקיימות ובכך מתבזבזים משאבים שלא מגיעים לפתרונות סביבתיים אמיתיים. נוסף על כך, כאשר צרכנים ומשקיעים מגלים שתאגידים אינם עומדים בהבטחותיהם לציבור נפגע האמון שהציבור רוחש למגזר העסקי ולנורמות האתיות השוררות בו, מה שמקשה על הציבור לבצע בחירות מושכלות ואחריות בתחום הקיימות.

תופעת ההתיירקקות כוללת לעיתים קרובות לא רק הטעיה ושימוש לרעה בטענות שווא, אלא גם פרקטיקות ראויות כשלעצמן מצד חברות הנוקטות יוזמות חברתיות או סביבתיות ראויות ומתהדרות בהן בפומבי, אף שבפועל מדובר בחלק קטן וזניח מההשפעה הכוללת השלילית של אותם תאגידים והפעילות החיובית, הצנועה, באה להסתיר ולטשטש את הפעילות הגדולה המזיקה יותר. מקרים אלה מעוררים תדיר מחלוקות בין אלה שמעודדים כל עיסוק ראוי חברתי וסביבתי של תאגידים, גם אם הוא קטן ונועד בעיקר למטרות יחסי ציבור לבין אחרים הרואים בכך הולכת שולל, הטעיה ונזק למטרות הראויות של חברה, סביבה וממשל תקינים.

ביקורת רבה מופנית כלפי תאגידים המואשמים בהתיירקקות, בעיקר מצד ארגוני סביבה, צרכנים מודעים ואנשי תקשורת. הביקורת נוגעת להטעיית הציבור, לפגיעה באמון ולחוסר התקדמות ממשי בתחום הקיימות. ארגונים כמו Greenpeace ו-Friends of the Earth מנהלים קמפיינים לחשיפת מקרים של התיירקקות ולדרישת שקיפות ואחריות מתאגידים (Lyon & Maxwell, 2011).

## (7) הפוליטיזציה של נושא ה-ESG

אחת הבעיות המרכזיות בהטמעת שיקולי ESG היא תפיסת התחום כנושא פוליטי ואת הטענות בדבר יתרונות ההשקעה לפי עקרונות ה-ESG ככלי לקידום אג'נדות פרוגרסיביות, ואף לכפייתן על הציבור שאינו מעוניין בכך. טענה זו רואה בהשקעות ESG אג'נדה שלא בהכרח עולה בקנה אחד עם האינטרסים של בעלי החברה או של עובדיה, לא כל שכן עם המטרות העסקיות שלהם.

כך, למשל, בהקשרה של מדינת ישראל: חלק ממדרגי ה-ESG, כמו למשל חברת Sustainalytics, "קונסים" אוטומטית כל חברה הפועלת בישראל מתוך הנחה (הנובעת מפוזיציה פוליטית מוטה) שכל חברה הפועלת בישראל מעורבת, בהגדרה, בהפרת זכויות אדם כלשהי (Goldberg, 2022). בדומה לכך, חברת MSCI דירגה באופן שלילי בנקים ישראליים וכן את מוטורולה, אלביט מערכות וקטרפילר, בשל פעילותם בשטחים ובמזרח ירושלים. כאן התערבו במתרחש 16 תובעים כלליים של מדינות בארצות הברית ותבעו את MSCI בטענה שהיא מאמצת את ערכי ה-BDS שמטרתם פגיעה כלכלית, קיומיות ותודעתית בישראל, דבר האסור לפי חוקי ארצות הברית (Moody, 2024).

הדוגמאות האלה בנוגע לפעילות בישראל משקפות את האופן שבו סטנדרטים "מוסריים" מסוימים עלולים להיות שנויים במחלוקת ו/או תלויי הקשר, ולכן השימוש בהם ככלי מדידה בתחום ה-ESG שאמור להיות ניטרלי ואובייקטיבי אינו משקף את המציאות בצורה ריאלית. בדומה לכך, סטנדרטים שונים של שוויון, גיוון והכלה ויישומם יכולים להתפרש במגוון דרכים ולהוות רקע למחלוקות אידיאולוגיות ופוליטיות.

סיבה אחת לכך היא השיוך הכמעט טבעי של נושאים "ירוקים" לצד הליברלי של המפה הפוליטית. נושאים כמו שינויי אקלים, מניעת זיהום וניצול מושכל של משאבים, הם חלק מרכזי מהדיון הציבורי הליברלי, ויש חפיפה רבה בינם לתחום ה-ESG. מחקר של Eccles, Ioannou & Serafeim (2014) מצא כי התמקדות בנושאים ירוקים (כגון שינויי אקלים וזיהום) היא חלק מרכזי מהשיח הציבורי הליברלי סביב

ESG. מחקר אחר מציע את הפער בין בני דור ה-Z לדורות מבוגרים יותר כהסבר להפיכת נושא ה-ESG לעניין פוליטי. לפי המחקר, בני דור ה-Z מתמקדים בנושאים של סביבת העבודה, השוויון והאקלים, ולכן מגלים מודעות גבוהה יותר להשפעה הסביבתית והחברתית של חברות ודורשים דורשים מהן לפעול בהתאם.

מחקרם של (Dimson, Karakas & Li (2015) מראה כיצד הקיטוב הפוליטי בארצות הברית, במובנו הרחב, משתקף בשיח הציבורי סביב ESG. תמיכה או התנגדות להשקעות ESG הפכה לסממן פוליטי: קבוצות ליברליות נוטות לתמוך בהשקעות האחריות לקיימות סביבתית וחברתית כחלק מאג'נדה רחבה של צדק חברתי ושמירה על הסביבה, בעוד קבוצות שמרניות רבות רואות בהן התערבות מיותרת בשוק החופשי ובפעילות העסקית. כך גם עולה ממחקרם של (Henisz & McGlinch (2019 שבחנו את ההשפעה של אירועי אשראי שליליים (Material Credit Events) על סיכוני אשראי בהקשר של ESG. המחקר מאשר שהיבטי ESG יכולים לתרום להערכת סיכון אשראי, אך במקביל חושף את הפוליטיזציה של השיח הציבורי בתחום בארצות הברית.

כך הפך ה-ESG מתחום מקצועי שבו דנים השפעות הכלכליות של הקפדה על עקרונות של קיימות לנושא חברתי השנוי במחלוקת בין המפלגה הדמוקרטית (שמצדדת בעמידה על עקרונות ה-ESG) למפלגה הרפובליקנית (שמתנגדת לשימוש בעקרונות אלו), ובין מדינות "כחולות" (שהרוב בהן דמוקרטי) שמאמצות את השימוש בעקרונות ה-ESG לצורך קבלת החלטות השקעה ובין מדינות "אדומות" (שהרוב בהן רפובליקני) שאוסרות על השימוש ב-ESG. מגמה זו התחזקה מאוד עם בחירתו של הנשיא טראמפ לכהונה שנייה; הממשל שם לו ליעד לבטל את מגמת ה-DEI (Diversity, Equality, Inclusion), שבמסגרתה קודם השימוש בעקרונות ESG בהחלטות השקעה.

מסיבה זו בחרה מדינת טקסס (אחת המדינות העשירות בנפט ובייצור תעשייתי בארצות הברית) להתנגד באופן קטגורי לניהול השקעות באופן שמתחשב בשיקולי ESG, ואף [משכה 8.5 מיליארד דולרים מכספיה המנוהלים בבית ההשקעות Blackrock כמחאה על כך שזה אימץ שיקולי ESG בהשקעותיו](#).

הפוליטיזציה של ה-ESG מציבה אתגרים גם בפני החברות עצמן: לחצים פוליטיים מהצד הליברלי קוראים לשלב עקרונות ESG במדיניות החברה, בעוד השמרנים קוראים להגביל את השימוש בעקרונות האלה. החברות נדרשות למצוא את האיזון בין הדרישות המנוגדות ולפעול בצורה שתתאים לערכי החברה ולציפיות המשקיעים והעובדים. בעיקר אמורים הדברים בהתרחשויות מאז ינואר 2025, עת החלה הכהונה השנייה של דונלד טראמפ כנשיא ארצות הברית, אשר פתח ביישום הבטחות הקמפיין שלו בכל הקשור לביטול מדיניות עידוד ה-DEI (Diversity, Equality, Inclusion) שבה נקט הממשל הקודם. כפועל יוצא מהקטלוג של נושא ESG כשנוי במחלוקת פוליטית בארצות הברית, את ההובלה בתחום נוטלת אירופה שבה מצוי הנושא בקונצנזוס, והסביבה החברתית והאסדרתית מעודדת את השימוש במדדי ESG ככלי ניהולי ברמת החברות וכקריטריון השקעות לגיטימי. מחקרים השוואתיים מעלים כי כ-50% מהנכסים המנוהלים באסטרטגיות בנות-קיימא מצויים באירופה (GSIA, 2022), ו[שליש ממדינות מערב אירופה מקוטלגות כמובילות ESG](#).

מחקר משנת 2017 סקר את מקומם של שיקולי ESG בהחלטות עסקיות ברחבי העולם (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). 82% מהמשיבים לסקר אמרו כי לדעתם יש למדדי ESG השפעה כלכלית משמעותית שכן לחברות המקפידות על העקרונות האלה קל יותר לגייס הון, ולכן קל יותר למשקיעים לנבא את צמיחתן. בסקר נמצא מתאם גבוה בין חברות השקעה שמתחשבות בשיקולי ESG בעת ביצוע השקעות ובין המחשבה שהמדדים האלה הם רלוונטיים. נוסף על כך, נמצא פער בין מספר המשיבים האירופים שצינו את השיקול הערכי (השימוש בשיקולי ESG מהווה עבורם דרך להשפיע לטובה על התנהלות בחברות שבהן הם משקיעים) ובין מספר המשקיעים האמריקאים שאמרו כך. החוקרים משערים כי הסיבה להבדל זה היא המודעות הסביבתית-חברתית הגבוהה יותר באירופה, מה שבא לידי ביטוי בסביבה תרבותית, חברתית, ואסדרתית תומכת. לעומתם, משקיעים אמריקאים נוטים לסבור כי שיקולי ESG אינם מהותיים פיננסית, ואף עלולים להתנגש עם החובה להשיא מקסימום רווח ללקוחותיהם.

## פרק ב: הרלוונטיות של מדדי ה-ESG לעניין ביצועי החברות הנמדדות

### (1) ESG כמנבא של תשואות עתידיות

הטיעון בזכות הרלוונטיות של מדדי ה-ESG לעניין הביצועים הפיננסיים של החברות הנמדדות הוא פשוט, לכאורה. חברות המתייחסות בהצלחה לשלושת תחומי ה-ESG מפגינות גישה ניהולית בריאה בנוגע לסיכונים שעומדים בפניהן וממחישות את יכולת החברה לנהל סיכונים בהצלחה. יש להניח שהגישה הניהולית הזו תעזור להם לנצל הזדמנויות עסקיות, לנהל סיכונים, לנחול הצלחה עסקית וליצור למשקיעים ערך ארוך טווח. לכן, ממשיך הטיעון, הכללת שיקולי ESG באסטרטגיות השקעה עשוי לשפר את התשואות בפועל הודות לזיהוי חברות איכותיות שמשמשות במודלים עסקיים ובשיטות ניהול ברייקימא.

נראה כי בראשית ימי ה-ESG הספיק טיעון זה כדי להפוך את נושא ה-ESG בכלל ואת השקעות ה-ESG בפרט לרלוונטיות. ברבות השנים הצטברו נתונים שאפשרו לבחון את הטיעון בכלים מדעיים אמפיריים, וכך נעשה. אלא שהמחקרים השונים הובילו לזיכוכ מתמשך (שטרם הוכרע) סביב הרלוונטיות של מדדי ה-ESG לביצועים הפיננסיים של החברות הנמדדות (Dunn, Fitzgibbons & Pomorski, 2023). בעוד מחקרים מסוימים תומכים בקשר שבין ביצועי ESG חזקים לתשואות פיננסיות משופרות, מחקרים אחרים מאתגרים את הקשר הזה.

בסקירה של Friede, Busch & Bassen משנת 2015 נבחנו 2,200 מחקרים אמפיריים על הקשר בין השקעות ESG לתשואה עודפת, ונמצא כי ב-90% מהמחקרים לא נמצא קשר שלילי בין ESG לרווחים, וברובם אף נמצא קשר חיובי, יציב, וארוך טווח בין השקעות ESG לתשואה עודפת.

מחקר אחר משנת 2022, של המרכז לקיימות עסקית באוניברסיטת NYU ושל חברת ניהול ההשקעות רוקפלר על בסיס יותר מ-1000 מחקרים שפורסמו בשנים 2015–2020, מחזק את המסקנות בנוגע לתשואה החיובית של השקעות ESG בטווח הארוך, במיוחד במובן של גידור סיכונים. לפי החוקרים,

השקעה של חברות בשמירה על קיימות מעידה על ניהול סיכונים וחדשנות בתוך החברה, מה שמשפר את סיכויי ההצלחה שלהן ביתר התחומים העסקיים.

מחקר זה חילק בין "מובילות" ובין "משפרות" בתחום ה-ESG, ומצא שחברות שמשפרות באופן פעיל את הפרקטיקות שלהן בתחום ה-ESG צפויות להניב תשואה עודפת טובה יותר בטווח הארוך בהשוואה ל"מובילות" שכבר יש להן דירוגי ESG גבוהים. הפרשנות של החוקרים היא שהשיפורים של החברות המשפרות לא משתקפים במלואם באופן מיידי במחירי השוק, מה שיוצר תשואה עודפת כאשר השוק מזהה מאמצים אלה ומשקלל אותם אל תוך המחיר הנסחר. באופן לא מפתיע, ניכר כי "רק" דיווח (disclosure) על ESG לא משפיע על התשואות, אלא שלשוק נדרשת הוכחת יישום לאורך זמן על מנת לתגמל את המאמצים בתשואה עודפת.

בשונה מכך, בשנת 2020 מצאו החוקרים Boffo & Patalano, שגם הם בחנו מספר רב של מחקרים מהאקדמיה ומהתעשייה, כי קשה למצוא הוכחות לקשר חיובי בין ביצועי ESG לתשואות עודפות, כאשר בחלק מהמחקרים האקדמיים אף נמצא קשר שלילי. כך גם נמצא במחקר שנעשה בקוריאה הדרומית, שהדגיש את ההבדל בין הטווח הקצר לארוך: חברות שהחליטו לאמץ אסטרטגיות ESG חוו תשואה עודפת בשלוש השנים הראשונות, אך לאחר מכן התשואה הפכה לשלילית (Do & Kim, 2020).

מחקר שלישי טוען כי למדדי ה-ESG יש אפקט הפוך: הטרנד של השקעות ה-ESG גרם למשקיעים מוסדיים להתרחק ממניות "חטא" (חברות המעורבות במעשים לא אתיים כמו מכירת נשק, אלכוהול, טבק, הימורים וכו'), ובכך הפיל את מחירן והפך את תשואותיהן העתידיות לאטרקטיביות יותר להשקעה עבור משקיעים המוכנים "לבלוע את הצפרדע" להשקיע בהן (Hong & Kacperczyk, 2009).

בתשובה לטיעון הבסיסי בזכות הרלוונטיות של עקרונות ה-ESG, יש הטוענים כי אין קשר בין מתאם לנסיבותיות (או באנגלית: correlation does not equal causation), וייתכן שחברות מצליחות בוחרות לאמץ את ערכי ה-ESG מבלי שהדבר משפיע במישרין על ביצועיהן. טיעון דומה לכך הוא שככל שנצפו ביצועים גבוהים יותר בתיקי השקעות מוטי ה-ESG, יש לייחס את הדבר לגורמים כמו הטיות הקשורות לתחום הפעילות של החברה או לתנאי שוק שאינם קשורים בהכרח ל-ESG (Hong & Kacperczyk, 2009).

טענה נוספת היא ששמירה על ערכי ה-ESG היא מאפיין תרבותי או טרנד של חברות "מערביות", כלומר תרגיל ביחסי ציבור, במיתוג או באיתות מוסרי (moral signaling). עצם ההצטרפות לרשימה של חברות השומרות על ערכי ה-ESG מקנה לחברה ערך מושג נתפס שעבורו כדאי לחברה לשלם את המחיר הכלכלי של עמידה בסטנדרטים של ESG, מבלי שהדבר מקנה לחברה ערך כלכלי מהותי בפני עצמו (Lee, Raschke, & Krishen, 2022).

ניתן לייחס את העדויות המעורבות שעולות ממחקרים שונים לגבי המהותיות הפיננסית של גורמי ESG להבדלים במתודולוגיות האמידה בין מדרגי ה-ESG השונים שבהם נעשה שימוש בכל מחקר (שעליהם עמדנו לעיל). השוני בין מדדי ה-ESG השונים הופך, במקרים מסוימים, את ההשוואה ביניהם להשוואה של מין בשאינו מינו, מה שמאתגר את היכולת להסיק מסקנות מן המחקר האמפירי בתחום ולהבין אם אכן יש מתאם בין עמידה בסטנדרטי ESG לתשואה עודפת.

נוסיף כי מחקרים העלו שחברות שמדדי ה-ESG שלהם נבדלים מאוד בין מדידות שונות, נוטות להציג תשואות נמוכות יותר מחברות שעורכי המדדים מסכימים לגבי דירוג ה-ESG שלהן (Gibson, Krueger & Schmidt, 2019).

נקודה נוספת בנוגע לרלוונטיות של מדדי ה-ESG היא שככל שעובר הזמן והמדדים הופכים לפופולריים יותר ולא לנחלת יודעי דבר בלבד, קל יותר לחברות לנקוט התיירקות (Greenwashing), וקשה יותר לעורכי המדדים לאמוד במדויק את ביצועי החברות בתחום, מה שגורם לדילול הרלוונטיות של המדדים (Cort & Esty, 2020).

ממד נוסף של הדיון הוא התפקיד של העדפות המשקיעים והמניעים שלהם להשקעות ESG. מבקרי השקעות ב-ESG טוענים כי היא מונעת בעיקר מאמונות פוליטיות, אתיות או מוסריות של המשקיעים ולא משיקולים פיננסיים, מה שמחייב פשרות פוטנציאליות בין תשואות פיננסיות להשפעה חברתית, ומוביל לפגיעה בתשואות הפיננסיות עצמן (Khan, Serafeim & Yoon, 2016). של סיכון עסקי נמוך. טענה אחרת של המצדדים ב-ESG היא שגם אם שילוב גורמי ESG בתהליכי קבלת החלטות השקעה לא מוביל לתשואות גבוהות יותר – ואפילו עלול לפגוע בתשואות – הרי שהוא מקטין משמעותית את הסיכון שבהשקעה, ובכך משפר את התשואה-מותאמת-סיכון (Risk-Adjusted Return) של ההשקעה.

ההכרה הגוברת בחשיבות ה-ESG בתחום מדידת הסיכונים נובעת מההבנה כי סיכוני ה-ESG יכולים להשפיע באופן משמעותי על הביצועים הפיננסיים של חברות. כך, למשל, סיכונים סביבתיים – כגון שינויי אקלים והידלדלות משאבים – עלולים לשבש את שרשראות האספקה שלהן ואת הביצועים הפיננסיים שלהן, והתעלמות מהם עלולה לסבך את החברה בתביעות פליליות ואזרחיות;; סיכונים חברתיים – כגון תנאי עבודה ירודים, הטרדות מיניות, הפרות זכויות אדם ויחסי קהילה גרועים – עלולים לפגוע במוניטין של החברה ולהוביל לבעיות משפטיות ואסדרתיות;; לבסוף, ממשל תאגידי פגום – כלומר מבנה דירקטוריון חסר עצמאות, ניגודי עניינים, מדיניות תגמול בעייתית למנהלים, היעדר שקיפות וכיוצא"ב – משפיע על האופן שבו חברות מנהלות לטובת בעלי המניות (Friede, Busch & Bassen, 2015).

אכן, מדדי ESG הפכו בשנים האחרונות למרכיב חיוני בכל הקשור לניהול סיכונים קיימות בתעשייה הפיננסית, כשהם מספקים למשקיעים כלים להערכת סיכוני קיימות ומאפשרים קבלת החלטות מושכלות לגבי השקעותיהם (Abdullah & Rao, 2022). שילוב גורמי ESG בתהליכי ניהול הסיכונים נותן למשקיעים יכולת לזהות סיכונים פוטנציאליים ובכך לשפר את תיקי ההשקעות שלהם. באופן כזה משמש ה-ESG כמדד צופה פני עתיד שמטרתו לצפות סיכונים לפני שהם מתממשים, במקום להגיב למשברים רק לאחר שהם מתרחשים.

למשל, חברת דירוג האשראי S&P Global Ratings משתמשת בדירוג האשראי שלה במתודולוגיה הכוללת ניתוח של גורמי סיכון סביבתיים, חברתיים וממשלתיים, ומבחינה בין השפעות קצרות טווח לארוכות טווח.



גם כאן ניכר היעדר הסטנדרטיזציה בתחום ה-ESG וחברות דירוג האשראי נבדלות זו מזו, למשל, במשקל שהן נותנות לשיקולי ESG ובחלוקה בין הסיכונים לתאגיד (סיכונים ישירים כמו פגיעה במוניטין וכן סיכונים משפטיים ואסדרתיים שעלולים לפגוע בפעילות העסקית של החברה), הסיכונים לבעלי העניין בתאגיד (כגון פיטורי עובדים, פגיעה בזכויות עובדים או תנאי עבודה ירודים, וכן השפעה על ספקים ולקוחות), וההשפעות הרחבות יותר על הקהילה והסביבה (דוגמת זיהום סביבתי או השפעות שליליות על בריאות הציבור). עם זאת, שיקולי ה-ESG עשויים להשפיע על דירוג האשראי של חברות: חברות שמנהלות היטב את סיכון ה-ESG שלהן עשויות לקבל דירוג אשראי גבוה יותר, מה שיוזיל עבורן את עלות גיוס ההון, ולהיפך אצל חברות שמתעלמות משיקולים אלה.

בסך הדברים, המצב הנוכחי של המחקר בתחום הרלוונטיות של מדדי ESG לתשואות חברות מדגיש את הצורך במחקר נוסף בתחום. עוד עולה הצורך בהמשך מגמת הסטנדרטיזציה בתחום אמידת דירוג ה-ESG של חברות, תוך שמירה על דיוק, אובייקטיביות ויחסי. בינתיים נותר העיסוק בשאלה האם השקעות ESG מניבות תשואה (או תשואה מותאמת סיכון) עודפת או שהן רק מאפשרות מתן ביטוי להעדפות חברתיות של משקיעים בנושא לדיון אקדמי ופרקטי בקהילת הפיננסים וההשקעות?

### (3) ESG כמשפיע על התנהגות תאגידים

לצד הדיון בשאלת הרלוונטיות של מדדי ה-ESG לתשואות עתידיות, מתקיים דיון מקביל בשאלת ההשפעה של המדדים האלה על התנהגות התאגידים. המנגנון המוצע להשפעה על החברות הוא החלטות ההשקעה מוטות ESG של חברות ניהול תיקים גדולות – כמו Vanguard, State Street, BlackRock – שכבר הוזכרו לעיל כמי שאימצו את ה-ESG כאחד מקריטריוני ההשקעה הכלליים שלהן, וזאת בנפרד ממכשירי השקעה ייחודיים המיועדים למשקיעים המעוניינים ב-ESG.

מחקר עדכני מציין את האקטיביזם הרב של בתי ההשקעות הללו לעומת החברות שבהן הם משקיעים, מה שבא לידי ביטוי בצעדים מעשיים, כגון הצבעות בדירקטוריון, קידום גיוון מגדרי בדרג הבכיר, מעורבות ביוזמות אקלים וקמפיינים לקידום ESG (Barzuza, Curtis & Webber, 2020). לצעדים האלה מצד בתי ההשקעות השפעה כבירה: State Street, לדוגמה, הצביעה נגד מינוי הדירקטורים שהוצעו לבחירה ב־400 מתוך 476 חברות בתיק ההשקעות שלה, שבהן חסר מספר מספיק של נשים בדירקטוריון, ובכך גרמה ליותר מ־300 חברות להוסיף מנהלות בכירות עד לסוף שנת 2018. השפעה חסרת תקדים כזו מצביעה על הכוח העצום של השוק הפרטי ליצור שינויים מהותיים, גם מבלי להידרש לאסדרה.

### פרק ג: המצב בישראל

ההבדל בין ישראל לעולם הוא גדול. בעוד בעולם המערבי (בעיקר במערב אירופה), השיח בנושאי ESG הוא דומיננטי ומרכזי, ושוק השקעות ה-ESG צומח במהירות רבה, המצב בישראל שונה בתכלית והתחום נמצא עדיין בחיתוליו. זהו ביטוי נוסף לפער שבין ישראל לעולם בנושאי אחריות תאגידית. בעולם המערבי תופס התחום מקום בולט, בעיקר סביב משבר האקלים והצורך להפחית את פליטות גזי החממה;



ולעומת זאת בישראל מתמקד סדר היום הפוליטי-חברתי-כלכלי בנושאי ביטחון, כלכלה ומשפט, ופחות בנושאים הנחשבים ל"ירוקים".

המשק הישראלי מתאפיין בנוכחות מוגברת של חברות במגזרי הטכנולוגיה, הפיננסים והבריאות ביחס למקובל בעולם. ככלל, מגזרים אלה זוכים באופן מסורתי לבחינה פחותה של שיקולי סביבה בהשוואה לתעשיות כמו אנרגיה או ייצור תעשייתי. עם זאת, עובדה זו מציבה אתגרים בהערכת וניהול סיכונים ESG, שתופסים צורה שונה בחברות מסוג זה. ככלל נציין כי נושא הסביבה והאקלים ב-ESG פשוט יותר לקידום בארץ מכיוון שהוא נחשב לפחות טעון פוליטית מאשר התחום החברתי (Levtzion Nadan, 2015).

במקביל נתפס הדיון הציבורי בנושא האחריות של התאגיד לנושאי סביבה, חברה, ממשל תקין, פעילות קהילתית, התנדבות עובדים ואימפקט חברתי חיובי כחלק מיחסי הציבור של התאגידים ומנהליהם. כל אלה נתפסים כנושאים שראוי לדבר עליהם בראיונות אישיים וחגיגים, בטקסים, בהרצאות לקהל (בעיקר לקהל צעיר או אידאולוגי), וראוי להציג אותו בפרסומות ובמהלכי שיווק, אבל לא כנושא מרכזי לדיון אסטרטגי בדירקטוריון ובהנהלה הבכירה כחלק מהדיונים על הביצועים, התפעול, הדוחות הכספיים, המכירות, וכוח אדם (קרניאל ולביאדינור, 2022, עמ' 228–229).

על רקע זה, יש בתאגידים עובדים העוסקים בתחום האחריות התאגידית, ומקדמים בתוך התאגיד וכלפי חוץ שיח של אחריות חברתית בנושאים האלה. אלא שבדרך כלל<sup>2</sup> מדובר בגורמים זוטרים יחסית בתאגיד: במחלקת הציות, במחלקה המשפטית או במחלקות השיווק ויחסי הציבור. רק במיעוט מהתאגידים בישראל יש סמנל בכיר שעוסק בנושא באופן מלא.

מטבע הדברים, אם אכן המרכיב המרכזי של העיסוק בתחום הוא זה הנוגע ליחסי הציבור, לקשרי הקהילה והפרסום של התאגיד, קיים חשש שמטרת העיסוק בתחום, כולל השיח שמתנהל סביבה, היא לקדם את המותג התאגידי ואת תפיסת הציבור לגביו, ולא בהכרח לשנות את דרכי הפעולה העסקיות, התפעוליות או המסחריות של הארגון (Laufer, 2003). יתרה מזאת, עובדתו של שיח כפול בנושאי האחריות התאגידית – מצד אחד, אמירות נחרצות לתקשורת ובאירועים פומביים בזכות ההשקעה והמחויבות של הארגון לנושאי סביבה וחברה, ומצד אחר, גישה צינית כלפי הנושא כאשר הדיון הוא תפעולי, כלכלי, ניהולי, משפטי ואסטרטגי-פנימי במעגלים הסגורים של קבלת ההחלטות העסקיות, יכולה לגרום לחוסר אמון כלפי הנושא ולאי-הכרה בתרומתו וחשיבותו האמיתית, גם ביחס לשורה התחתונה הכספית.

### (1) הדרישה החוקית והאסדרתית בנושאי ESG

בעוד באירופה ובארצות הברית מפותחת למדי האסדרה בנושאי ESG, בישראל היא עושה את צעדיה הראשוניים. המצב הנורמטיבי והאסדרתי השורר כיום בישראל הוא שקיימת חובת דיווח לציבור על

2 לפי בדיקתנו וידיעתנו, קשה לקבל נתונים בנושא זה כיון שרק חלק מהתאגידים מפרסם דו"ח אחריות תאגידית ומתייחס באופן גלוי ומפורש לנושא.

אירועי ESG ומשברים רק אשר מדובר באירועים חריגים ובולטים, כאשר קיימת, למשל, חובת דיווח בחוק מפורש או לפי דיני ניירות ערך כפי שבאים לידי ביטוי בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, הדורש לדווח על אירועים מהותיים. כך גם משתקף בשיח הציבורי בנושא הזה. נוסף על כך, ניכרת מגמה הולכת וגוברת של אימוץ תקנים בין-לאומיים והשתתפות ביוזמות גלובליות – כמו [פרויקט ה-UN Global Compact](#) – המעודדים חברות לדווח על טכנולוגיות בתחומי זכויות האדם, תנאי עבודה, איכות הסביבה ומלחמה בשחיתות.

עם זאת, יש לציין כי הרשות לניירות ערך המליצה בשנת 2021 לחברות לפרסם דו"חות אחריות תאגידית, וכן פרסמה ב-2024 דו"ח מקיף על פעילות חברות ציבוריות בסיכוני אקלים; וכן כי יוזמות אסדרתיות שונות, כגון קוד הממשל התאגידי הישראלי ודרישות דיווח קיימות, מעודדות חברות לחשוף מידע הקשור ל-ESG ולשפר את השקיפות, אך המצב המשפטי הבסיסי לא השתנה וההמלצות השונות לא הפכו לחובה.

המונחים "מהותי", "משמעותי" ו"חשוב" משמשים בערבוביה בחוק ניירות ערך ובתקנה 36 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, אך משמעותם בהקשר של עקרון הגילוי היא אחת: על התאגיד מוטלת החובה לדווח על מידע אשר עשוי להשפיע על החלטות ההשקעה של משקיעים בניירות ערך (באום, 2014). המשמעות היא שרוב רובם של האירועים שעוברים על החברה – במיוחד אירועים, עובדות ונתונים הקשורים לעולמות ה"רכים" של ESG ושאינם אירועי קיצון – נופלים מתחת לסף ה"מהותיות", והתוצאה היא דיווח נמוך וחלקי בלבד של הנושאים האלה לרשויות ולמשקיעים.

העמדה המסורתית של הרשות לניירות ערך היא שבמצב החוקי הקיים אין לה סמכות להטיל חובת גילוי על היבטים רחבים של נושאי הסביבה, החברה והממשל התאגידי מעבר לקבוע בחוק. למעשה, הרשות מחכה לשינוי בחקיקה שידרוש מהחברות פרסום מידע נוסף בתחומי ESG, או לדרישה מפורשת יותר מצד משקיעים, גופי השקעה, מוסדיים וקרנות למידע נוסף על ביצועי התאגידים בתחומים אלה. בינתיים מסתפקת הרשות (ומסתפקים המשקיעים, ובכלל זה הגופים המוסדיים) בגילוי וולונטרי או חלקי ביותר של נתונים בנושא. כך, למשל, יצאה הרשות בפרויקט של דיווח על הגיוון בדירקטוריון, כלומר מספר הנשים החברות בדירקטוריונים של חברות ציבוריות. מידע זה התפרסם באתר הרשות, עורר עניין מוגבל בלבד וספק אם הוא משמש מדד משמעותי להשקעה באותן חברות.

לעומת זאת, המפקח על הבנקים בבנק ישראל חייב את הבנקים שתחת פיקוחו להתייחס בדוחות מיוחדים לנושא ESG. בחוזר בנק ישראל בנושא נכתב כי "על תאגיד בנקאי לשקול את הצורך לעדכן את הגילוי בתחום זה בהתאם לתקנים ולפרקטיקות גילוי מובילות של בנקים בעולם ולתת גילוי לתקנים הרלוונטיים לפיהם הוא פועל בתחום זה" (בנק ישראל, 2021). נוסף על כך קבע המפקח רשימה מפורטת ביותר של נושאים שעל הבנקים התייחס אליהם בדו"חות שלהם.

על רקע זה ברור כי השיח בנושאי אחריות תאגידית ו-ESG (מעבר לדרישות הקבועות בחוק) נשאר במידה רבה למרחב הציבורי והתקשורתי, ולא לדו"חות הפיננסיים או להודעות ולדיווחים הנדרשים של

החברות הציבוריות. כך גם נדחק הנושא ממרכז הזירה התקשורתית (המוקדשת בדרך כלל לאסדרה, לפיננסים ולמשפט), אל עבר המחוזות הרכים יותר של הדיון בחברות ציבוריות הנוגעים ליחסי ציבור, פילנתרופיה תאגידית, או אל כנסים המוקדשים לנושאי סביבה וחברה שאליהם מגיעים התאגידים כדי להתגאות בהישגיהם ולהפגין את המחויבות והעשייה החברתית שלהם למטרות יחסי ציבור.

עם זאת, ישנם גם תאגידים בישראל שמודעים לחשיבות השיח בנושאי אחריות תאגידית ו-ESG, מעבר לתחום יחסי הציבור ולצורך השטחי להשתתף בשיח שנראה מתקדם, ירוק, חיובי, סביבתי, וחברתי. פעמים שהרקע לעיסוק בתחום הוא מחויבות אישית של בעלי מניות או של מנהלים לנושא; פעמים שמדובר במענה לדרישה מפורשת מצד המאסדר בתחום הפעילות של התאגיד. ככל שלתאגידים יש נוכחות גלובלית ופעילות בין-לאומית במקומות שבהם האסדרה קפדנית יותר בנושאים אלה, כך גוברת המודעות שלהם לנושא.

## (2) המדדים הקיימים בישראל לדירוג תאגידים בנושאי ESG

כמו בעולם כולו, גם בישראל, דירוגי התאגידים בנושאי ESG נעשים למטרות רווח ולכן הם בבעלות הגופים המדרגים שמוכרים אותם לציבור המשקיעים ואינם מפורסמים באופן מלא לציבור הצרכנים והמשקיעים, ולכן ברוב המקרים עומדים בעיקר לרשותם של גופי ההשקעה הגדולים.

הדירוג של מעלה – שמפרסם בכל שנה, מאז שנת 2003, את התאגידים החברים שהגישו דו"חות אחריות תאגידית ומדרג אותם בסולם של 1 עד 10 ובמדרג פלטינה/זהב/כסף – מתייחס רק לחברות המשתתפות בדירוג ברצונן ונסמך על הדיווחים שלהן. הדירוג מקבל נראות ציבורית מכוח מדד מעלה שמפרסמת על בסיסו הבורסה לניירות ערך בתל אביב. עם זאת, יש המבקרים את המדד על כך שחברות מזהמות או בעלות חולשות אחרות בנושאי חברה וממשל מגיעות בו לציונים גבוהים על סמך המאמץ שהן מקדישות לנושא ולא על סמך ביצועים בפועל. בסך הדברים, לפעילות של מעלה יש חשיבות ניכרת על בסיס תרומתה ארוכת השנים לתחום ה-ESG, אך אין בה כדי לספק למרחב הדיון הציבורי נתונים אמין ומדויקים על ביצועי כלל החברות. הדירוג מתפרסם אחת לשנה ונתפס בעיקר כאמירה ערכית ואידאולוגית (חשובה כשלעצמה) של החברות על חשיבות הנושאים אצלן.

חברות הדירוג האחרות (מעלות S&P ומידרוג) מדרגות תאגידים ישראליים בתחום ה-ESG, אולם מדובר בדירוג למטרות אשראי שאינו מתייחס לכלל החברות במשק אלא רק את לאלה המשלמות על שירותי הדירוג, ושאינו זמין לכל אלא רק למנויים על שירותי חברות הדירוג.

דירוגים נוספים הם אלה של חברת Greeneye (המשמש את חלק מהגופים המוסדיים בישראל), של Entropy ושל Duns 100. הדירוגים האלה חלקיים, לא מעניקים תמונת עומק של הביצועים בתחומי ה-ESG השונים, לא שקופים מספיק, ובחלק מהמקרים זוכות חברות מזהמות לדירוג גבוה על בסיס המאמצים שלהן ולא על בסיס הביצועים בפועל.

בהיעדרם של מדדים חשובים אמין ומקובלים ולנוכח המודעות הנמוכה של השוק, של המנהלים ושל הציבור לתחום, הנושא כולו נחשב בישראל לשולי וזניח. סדר היום העוסק בהישרדות, בתשתיות,

במקרו כלכלה, במחלוקות הפוליטיות ובקיטוב הפוליטי, לצד נושאים חריפים של עליית מחירי הדיור, יוקר המחיה, והעיסוק הממוקד בעסקאות, בהייטק, במיזוגים ורכישות ובהצלחות בין-לאומיות, לצד נפילות וקריסות של אילי הון, כל אלה משאירים מקום מועט בתקשורת וגם בסדר היום של מנהלים ומשקיעים לנושאי אחריות תאגידית ו-ESG.

נראה שגם התקשורת, שלכאורה הייתה צריכה לשאוף לפרסם נתונים אמינים על דירוג תאגידים בנושאי אחריות תאגידית ו-ESG, לא מגלה עניין רב בדירוגים או שאינה מייחסת להם אמינות גבוהה. למעט מקרים חריגים של פרשות שחיתות, ניגודי עניינים חריפים, או אירועי זיהום קיצוניים, כמו גם הטרדות מיניות או אסונות שנוגעים לחיי אדם, הנושאים האלה לא מגיעים לכותרות ולא לסדר היום של הדירקטוריונים וההנהלות.

### (3) השקעות ESG ותוכניות לימוד בתחום

בשנים האחרונות החלו מנהלי נכסים ישראלים להציע מוצרי השקעה מוטי ESG, מה שעשוי לשקף את הביקוש הולך וגובר לכך מצד משקיעים מוסדיים וקמעונאיים או את המחשבה ש"if you build it, they will come", כלומר שבניית מוצרי השקעה בתחום תגרום להעלאת המודעות והביקוש ותסייע לבדל את המנהלים שיציעו מוצרים אלה ביחס למתחריהם. מוצרי השקעה אלה עשויים לכלול קרנות נאמנות ותעודות סל מוטות ESG, כמו גם מסלולי השקעה המתחשבים במטרות ESG. ייתכן שמשקיעים ישראלים מזהים לאט אך בהדרגה את היתרונות הפוטנציאליים של שילוב שיקולי ESG בתיקי ההשקעות שלהם, לרבות שיפור ניהול הסיכונים, השאת התשואות ארוכות הטווח והתאמה מיטבית לסט הערכים והאמונות שלהם.

נוסף על כך, קיימת בישראל מערכת הולכת וגדלה של יוזמות המתמקדות בקידום קיימות ושיטות עסקיות אחראיות. ארגונים ללא מטרות רווח, מוסדות מחקר ואיגודי תעשייה פועלים להעלאת המודעות לנושאי ESG, לספק חינוך והכשרה ולהקל על שיתוף פעולה בין בעלי עניין. מטרותן של היוזמות האלה היא לטפח תרבות השקעות אחראית ובת קיימא בישראל, להניע שינוי חיובי ולעודד חדשנות.

באוניברסיטאות ומכוני מחקר בישראל מתפתחים בהדרגה תוכניות ומחקרים המוקדשים לעבודה בתחומי ה-ESG, האימפקט והקיימות. כך, למשל, במרכז אריסון ל-ESG באוניברסיטת רייכמן, במכללה האקדמית תל-אביב-יפו (המגדירה את עצמה מכללת אימפקט) ובמכון גרטנר לחקר אפידמיולוגיה ומדיניות בריאות שכולם עוסקים, בין היתר, בנושאי בריאות וסביבה. תוכניות לימוד ייעודיות מציעות הכשרה בתחומים אלה, מה שמסייע בהכשרת הדור הבא של מנהלים ומשקיעים.

למרות ההתפתחות בתחום, קיימים עדיין אתגרים משמעותיים באימוץ מלא של עקרונות ESG בישראל: מחסור במידע איכותי על ביצועי ESG של חברות, היעדר קנה מידה סטנדרטי להערכת ביצועים אלה, והתנגדויות תרבותיות וחברתיות לשינויים במדיניות העסקית. עם זאת, טכנולוגיות חדשות, דחיפה מהאקדמיה, יוזמות ממשלתיות ואסדרתיות ותמיכה בין-לאומית יכולות לסייע בהתמודדות עם האתגרים האלה.

## פרק ד: המחקר הנוכחי

### (1) שאלות המחקר

לנוכח סקירת הספרות, הרקע הבין-לאומי והגדרת מטרות המחקר גיבשנו את שאלות המחקר הבאות:

(א) מהן הדעות, העמדות והמחשבות של בכירים המכירים את שוק ההון הישראלי בנוגע לאחריות חברתית של תאגידים?

(ב) מה הם הפתרונות והכלים שיכולים, לפי הניסיון הגלובלי ולדעת אנשי שוק ההון והסקטור העסקי הישראלי, להקל את המעבר של תאגידים מדווחים ושל מנהלי השקעות לאסטרטגיית ESG המקדמת אחריות חברתית, סביבתית, וממשל תקין של תאגידים?

### (2) מתודולוגיה

המחקר נעשה בשיטת מחקר איכותנית, בריאיון חצי-מובנה הכולל ארבע שאלות דמוגרפיות ואחת-עשרה שאלות על אופי העבודה של המרואיינים/ת ועולם ה-ESG (השאלון המלא מצורף בנספח 1). השאלות שבו נסבו על היכרות עם עולם ה-ESG ועם המגמות בישראל ובעולם, על שאלת האמון ברעיון ובמדדים השונים, והאם לדעת המרואיינים מניבה האם ההשקעה ב-ESG תשואה עודפת אם לאו. כמו כן שאלנו מה גורם לתחום להיות פחות מפותח בארץ (ביחס למצב בחו"ל), מה צריכות להיות הציפיות הציפיותיהם מגורמים שונים בתחום ומה ניתן לעשות על מנת לקדם את התחום בישראל.

ראשית, פנינו ל-32 מרואיינים פוטנציאליים, והצענו להם להשתתף במחקר תוך הבטחה לאנונימיות. כולם – להכרתנו – בכירים ומובילים בשוק ההון, בכלכלה, בשוק ההון, באסדרה ובתקשורת, וכן בגופים מוסדיים, ציבוריים ופרטיים, שנבחרו בשל הידע והניסיון המצטבר שלהם, התפקיד שמילאו בעבר הקרוב, ותפקידם ומעמדם הנוכחי כאנשים שיכולים להשפיע על התהוות התחום בארץ. המרואיינים הפוטנציאליים קיבלו פנייה זהה: דואר אלקטרוני מלשכת דקנית בית ספר סמיר עופר לתקשורת באוניברסיטת רייכמן, ד"ר עמית לביא דינור. תשעה מהמרואיינים הפוטנציאליים סירבו להתראיין או שלא ענו לפנייה ולתזכורות שנשלחו להם בדואר אלקטרוני ובהודעת ווטסאפ, בעוד 23 הסכימו להשתתף במחקר. נספח 2 מציג את רשימת המרואיינים בפועל, מבלי לייחס לאף אחד או אחת מהם באופן אישי אמירה זו או אחרת המופיעה במחקר.

הראיונות התקיימו לפי בחירת המרואיינים: בלשכת הדקנית, במקום עבודתם של המרואיינים, במקום ציבורי לבחירתם או בזום. ברוב הראיונות נכחו אחד או יותר מהחוקרים ואחת משתי עוזרות המחקר, כולם מיומנים ובקיאים בתחום. השיחות התקיימו באווירה ידידותית של התייעצות ושיתוף פעולה ובדרך של שיחה חופשית שבמהלכה שולבו שאלות הריאיון המובנה ובמקביל ניתן מקום להערות, הצעות ומחשבות של המרואיינים. הראיונות ארכו בין 45 דקות ל-75 דקות, וכולם הוקלטו, סוכמו ותומללו. במהלך הראיונות עלו נושאים שחזרו על עצמם; את הנושאים האלה ריכזנו לתמות כמקובל בשיטת מחקר איכותנית. בשיטה זו בוחנים מהם הנושאים הדומיננטיים העולים מתוך הראיונות ומאגדים

ומנתחים אותם תחת תמות מרכזיות. יודגש כי האחריות על ניתוח הראיונות, ריכוז התמות שעלו בשיח, הסקת הממצאים, המסקנות וההמלצות היא על החוקרים בלבד, ולא ניתן לייחס אותם למרואיינים. בפרק הבא נציג את עיקרי הדברים שנאמרו בראיונות, בחלוקה לנושאים המרכזיים ולשאלות שנשאלו או עלו בשיחה.

## פרק ה: ממצאים

להלן התמות שאיתרנו תוך ניתוח הראיונות שערכנו:

חשיפת המרואיינים לנושא ESG;

השוואות בין שווקים בין-לאומיים לישראליים;

ציפיות ממנהלים ומתאגידים בנוגע לגילוי מרצון בתחום ה-ESG.

ציפיות מהגופים האסדרתיים בתחום ה-ESG;

התמודדות עם אתגרים במדידת ביצועים של ESG;

הקשר בין ESG לתשואה עודפת;

החסמים המעכבים את התפתחות תחום ה-ESG בישראל;

שילוב ESG בהחלטות השקעה וההשפעות הכלכליות והפיננסיות שיש לכך על תאגידים;

תפקיד התקשורת והמדיה בהעלאת המודעות ל-ESG.

### (1) חשיפת המרואיינים לנושא ESG

מרבית המרואיינים ציינו כי נחשפו לנושא בחמש עד שבע השנים האחרונות (היינו מאז 2017); בודדים הזכירו היכרות עם התחום מאז שנות ה-2000; ואילו ההיכרות הותיקה ביותר נבעה מתפקיד שאחד המרואיינים מילא בשנת 1990 בחברה ישראלית בארצות הברית. כך, לדוגמה, ציין אחד המרואיינים כי נחשף לנושא ה-ESG בעת ששימש יועץ ודירקטור בחברה העוסקת בהשקעות, ואילו מרואינת אחרת ציינה כי נחשפה לנושא כאשר החלה לשמש דירקטורית בכמה חברות ציבוריות. לעומתם סיפר מרואיין אחר העוסק בתחום ההשקעות על חשיפה מקרית לנושא בזמן טיול בחו"ל ומענה לשאלות ילדיו בזמן שיט בנושאי מס פחמן, מפעלים מזהמים ועוד.

מרבית המרואיינים העריכו את החשיפה שלהם לנושא ESG כחלקית, היינו שלא הגיעה במסגרת מובנית של לימודים אלא אגב אורחא, בהקשרי העבודה השוטפת בתפקידיהם הנוכחיים או הקודמים. מיעוט המרואיינים נחשפו לנושא דרך פעילות אקדמית או מחקרית. מרואיינים רבים מצאו את עצמם מתנצלים, מסתייגים וכמעט מתביישים בהיכרות הנמוכה שלהם של התחום המקצועי המורכב הזה. רמת הבקאות בנושא ESG שונה בין המרואיינים השונים. חלק קטן מהמרואיינים ציינו כי הם בקיאים מאוד בנושא לאחר שהוסיפו על החשיפה הראשונית לתחום לימוד והעמקה על מגמות בעולם, מחקרים אקדמיים ופרקטיים וסקירת ההתפתחויות בתחום בחברות שונות בארץ ובעולם. מרואיין אחד ציין כי כתב מאמרים בנושאי ESG כבר בתחילת שנות ה-2000. לעומתם, רוב המרואיינים האחרים (ובכלל

זה אנשים בולטים ובכירים במשק) ציינו כי הם מכירים את הנושא רק בצורה שטחית, והתקשו לענות על שאלות בסיסיות לגביו.

מהראיונות שערכנו אנו מסיקים כי החשיפה לנושא ESG היא תהליך מתמשך ורב־ממדי הקשור למגוון רחב של תפקידים ומשימות. החשיפה יכולה להגיע מתפקידים ניהוליים, מכהונה בדירקטוריון, מעבודת ייעוץ פיננסי או ממחקר אקדמי. החשיפה לנושא הייתה בתקופות שונות של הקריירה של המרואיינים – מי בשלב מוקדם ובתפקידים זוטרים יחסית ומי רק לאחרונה בעת כהונה בתפקיד בכיר.

כן מתברר, כצפוי, כי החשיפה לנושא ה־ESG לא היתה מסודרת, למשל כחלק מהכשרה פרקטית בקורס מנהלים או בקורס אקדמי. תחום ה־ESG אינו קיים כנושא חובה ללימוד במוסדות ההשכלה הגבוהה ולא ברוב התכניות להכשרת מנהלים ודירקטורים, למעט בקורסים ייעודיים ולונטריים שנפתחו בשנים האחרונות, ואינו זוכה לסיקור משמעותי בתקשורת המקצועית ובעיתונים הכלכליים. כלל המרואיינים הגיעו לנושא בעצמם, מתוך צורך מקצועי או עניין אישי, וכפועל יוצא היו הם עצמם אחראים על תהליך הלמידה ועל תכניו.

בשורה התחתונה: חשיפה לא מובנית שנובעת מהיכרות תוך עבודה אינה מפורטת ושיטתית מספיק על מנת להפנים את המורכבות והחשיבות של הנושא.

## (2) השוואות בין שווקים בינלאומיים לישראליים

בתמה זו נציג את הנקודות שעלו בראיונות בכל הקשור להשוואה בין השוק הישראלי לשוק הבינלאומי בתחום ה־ESG, לחסמים לתחום בארץ ולאיכות המכשירים והמדדים הקיימים.

הרוב המכריע של המרואיינים ציין כי השוק הישראלי מפגר אחרי אירופה וארצות הברית, הן מבחינת המודעות ל־ESG והן מבחינת העשייה בתחום. כמעט כל המרואיינים ציינו את אירופה לטובה מבחינת התקדמות החקיקה והאסדרה; חלק מהמרואיינים התייחסו לנעשה בארצות הברית במונחים של התיירקקות, כלומר שהעיסוק ב־ESG נעשה למראית עין בלבד, ולעיונות לנושא ה־ESG מצד חלק מהמדינות והמפלגה הרפובליקנית.

מרואיין אחד, בקיא בתחום, סיכם שתופעות אלה גורמות לכך שישראל מתקדמת יותר מארצות הברית בתחום ה־ESG. לעומת זאת, מרואיין אחר מתחום התקשורת ציין את ארצות הברית לטובה בעקבות עשייתה של חברת Blackrock שחרטה על דגלה את נושא ה־ESG. לטענתו, דווקא באירופה קיימת תופעה חזקה של התיירקקות, כיוון שהמודעות הגבוהה לנושא הסביבה מספקת מוטיבציה להסוות השקעות שאינן באמת ירוקות. אותו מרואיין ציין גם את ההיזון החוזר בין התקשורת לאסדרה: התקשורת יוצרת עניין וביקוש בתחום ה־ESG ואז האסדרה מגדירה את כללי המשחק, מה שגורם לתקשורת לדווח וחוזר חלילה. שני מרואיינים שעיסוקם בתחום ההשקעות ציינו שהשקעות ESG בישראל הן "דיבור של זקנים" המעוניינים גם בפילנתרופיה, בעוד המשקיעים הצעירים ממוקדים בתשואה ותו לא.

באשר לחסמים המעכבים את כניסת התחום לישראל, מרואיינים רבים ציינו את הביקוש הנמוך מצד הציבור כתוצאה מגישה ישראלית של "פרקטיות כלכלית" וכיון שב ישראל יש "נושאים חשובים ודחופים יותר לעסוק בהם". מרואיינת אחת (שעוסקת ב-ESG בצורה יומיומית) הסבירה שנוצרה בארץ מעין דה לגיטימציה לאנשים שמתעסקים בנושא, כאילו הם "מחבקי עצים" שאינם מחוברים למציאות שלא מאפשרת לאדם הסביר והטרוד בענייני השעה להתעסק בנושאים הללו. לטענתה, היחס המזלזל הזה מהווה חסם בתחום, למשל כאשר משקיעים מחו"ל רוצים להשקיע בחברות ישראליות ומתקשות להדגים שהן עומדות במדדים המקובלים בעולם.

רבים מהמרואיינים ציינו את מדד מעלה כמשאב זמין בתחום ה-ESG בישראל (חלק מהמרואיינים אף נחשפו לנושא ESG באמצעות המדד הזה), אך איש לא אמר שנשמך עליו בפועל בקבלת החלטות השקעה. חלק אף ציינו את הבעייתיות שבו. כמעט כל המרואיינים ציינו קשיים במדדי ה-ESG הקיימים בישראל, כשלעיתים המדדים אינם מבוססים על ניתוחים מעמיקים. כך, למשל, בכירה לשעבר במגזר הציבורי כלכלי, ציינה בהקשר של מדדי ESG כי "אין כמעט כלום. יש פער גדול... יש את דירוג מעלה שאני לא חושבת שבכלל היו אפילו קרנות שנצמדו אליו".

למעשה, מהשיחות השונות עולה כי לא קיים בישראל מידע אמין, מדד מקובל או דירוג מקצועי שיכול להצביע על החברות הציבוריות המצטיינות בתחום ה-ESG. נראה כי רבים מהמרואיינים לא בקיאים גם במעט המדדים הקיימים בישראל, כאמור.

### (3) ציפיות ממנהלים ומתאגידים בנוגע לגילוי מרצון בתחום ה-ESG

בנושא זה היו הדעות חלוקות. כמחצית המרואיינים ציפו מהמנהלים הרלוונטיים לקחת אחריות יתר על הנעשה בחברות שתחת ניהולם, גם כאשר אין דרישה אסדרתית מפורשת. יתרת המרואיינים הביעו אמפתיה והבנה למצבם של המנהלים, והדגישו שאין סיבה לצפות מהם לקבל אחריות נוספת בנושאי ESG באופן וולונטרי כאשר התועלת מוטלת בספק ועלות הגילוי גבוהה. מרואיינת בכירה מאוד בעולם ההשקעות אמרה:

"לי יש ציפיות מאוד גבוהות ממנהלים... הם המנהיגים, הם צריכים להוביל בכל תחום חברתי, אם זה בקידום נשים נכון ועד למעורבות בנושאים חברתיים מדיניים – אני לא הולכת לקרוא לזה פוליטי. יש להם כוח כלכלי שהם לא עושים בו שימוש. חוץ ממה שקרה עכשיו בעולם העסקי, זה חסר תקדים (התמיכה במהפכה המשפטית והמלחמה). כרגע יש עדריות בשוק וציניות מצד התקשורת, לא מאמינים שחברה עושה משהו בכנות".

אמירה זו מביעה מורכבות ערכית: מחד גיסא, ההבנה שלמנהלים בעולם העסקי יש כוח עצום, ועליהם לפעול כדי לקדם אג'נדות חברתיות; מאידך גיסא, הבנה של האקוסיסטם הישראלי, שלפיו התקשורת תיצור יחס ציני לחברות שינקטו במדיניות חיובית אקטיבית.

מרואיינת אחרת, שמכהנת כחברת דירקטוריון, הוסיפה כי כרגע אין לה ציפיות ממנהלי חברות מכיוון שהדרישות לא ברורות מספיק; מרואיין אשר מוביל גוף כלכלי חשוב בארץ הכיר בחשיבות העניין אך



החזיר את האחריות חזרה לממשלה ולמאסדר בטענה שאין זו אחריות המגזר הפרטי לפתור את הדילמות האלה. לטענתו, הממשלה צריכה לקבוע רף והציבור צריך לעמוד בו. מרואיין מתחום התקשורת אמר כך:

"השיח בישראל צריך להתקדם משיח של נתינה או אחריות חברתית לשיח של ESG. היום חברות מסתכלות על זה כפילנתרופיה... כאילו זה בסדר לעשות רע כל השנה ולעשות יום אחד מעשים טובים או לעשות רע בתחום אחד וקצת לפצות על זה בתחום אחר. בשיח של ESG אתה לוקח את זה כמובן מאליו שזה חלק מהחובות שלך כי אתה עושה את זה מאיזשהו מקום פנימי נכון בתור חברה כל עוד זה לא רגולטורי".

מרואיין אחר, שהביע לאורך כל הראיון התנגדות עזה לרעיון של ESG, קבע במענה לשאלה זו כי התפקיד היחיד של מנהלי השקעות הוא להחזיר תשואה מיטבית למשקיעים, ואסור לתת לאף שיקול אחר להפריע לתהליך השאת התשואה. מנגד, מרואיין אחר הצביע על הטיעון הכלכלי בעד השקעות אחראיות: הקפדה על עקרונות ESG מקטינה את עלויות המימון של החברה ולכן, לדבריו, השקעות שמתעלמות מ־ESG הן יותר מסוכנות.

כלל המרואיינים ציינו כי הציפיות ממנהלים ומתאגידים משתנות בהתאם לתחום הפעילות של החברה. לדוגמה: בתעשיית הפיננסים וההשקעות ניתן דגש רב בהבנת הסיכונים הפיננסיים שבהשקעה והבנת ההשפעה של החלטות פיננסיות שמקבלת החברה על הסביבה, והציפיות מהמנהלים הן בהתאם; ואילו בתעשיות, כמו הייצור והאנרגיה, יש דגש רב יותר בניהול משאבים ושמירה על הסביבה.

#### (4) ציפיות מהגופים המאסדרים בתחום ה־ESG

תמה זו עוסקת בציפיות המרואיינים מהמאסדרים השונים. גם כאן ראינו מנעד רחב של תשובות, וניכר הבדל משמעותי בין מרואיינים שמאמינים מאוד בנחיצות ה־ESG ובצורך לקדם אותו, בין אם על ידי אסדרה ובין אם באופן וולונטרי על ידי יחידים וארגונים, ובין מרואיינים שסבורים שהמדינה לא צריכה להתערב משום שהם מאמינים פחות מהקודמים בתחום ה־ESG ובתועלת שהוא מביא.

הראשונים תומכים בעשייה אקטיבית מצד המאסדר מתוך מחשבה ש"אין דרך אחרת" לגרום לדברים לקרות באופן אחיד; בהתאם, הם הדגישו את התפקיד החשוב של המאסדרים בקידום נושא ה־ESG. רבים הדגישו את הצורך באסדרה חכמה וממוקדת, תוך דגש בשימוש במדדי ESG איכותיים, מהימנים ומדויקים. המרואיינים האלה סבורים גם שעל המאסדרים לאלץ את השוק לדבר על ESG במונחי סיכונים והשפעות סביבתיות, ולכפות פרסום מידע אמין ודוחות איכותיים. כך, למשל, אמרה מנכ"לית ודירקטורית במגזר הפרטי: "הרגולטורים צריכים להכריח את השוק לדבר במונחי סיכון ותשואה. על הרגולטורים לפעול כדי שהדירוג יהיה אחיד ושלא כל אחד ימציא לעצמו דירוג".

שלושה מרואיינים הביעו עמדה בקשר לחוסר ודאות ונתונים: "יש להקטין את הפער בין מילים לספרות"; "צריך לקחת את זה משלב שהוא וולונטרי לשלב שיש דאטה אמפירי לעבוד איתו, כמו

באירופה". מרואיין אחד ציין במיוחד את תפקיד ה-S ב-ESG: אמר שהוא לא ברור ויש להגדירו בצורה טובה יותר.

מרואיין נוסף הביע את דעתו שהמדינה צריכה להכתיב רף תחתון מסוים, עם מדד ברור וספקטרום (כמו בין כוכב אחד לחמישה כוכבים, עם הנחיות ברורות לסף הנדרש לכל רמה). באופן זה ידעו כל החברות מה המינימום החוקי המצופה מהן ויגיעו אליו, וחברות שרוצות להדר ולעמוד בראש הרשימה יעשו את המאמץ הנוסף, על פי קריטריונים ידועים מראש.

ציפייה נוספת של המרואיינים מהמאסדר היא לדאוג לאיכות הדיווח ולאיסוף נתונים אובייקטיביים. כיום מגיע רוב מידע ה-ESG הציבורי מנתונים סובייקטיביים: דיווח עצמי של החברה או של יועץ חיצוני שנשכר על ידי החברה. כתוצאה מכך, מדדי ה-ESG אינם אחידים והם עלולים לסבול מדיווחים חלקיים, לא מדויקים או מוטעים, ואין מדד ESG אחיד שמקובל על כולם – מצב שעלול להוביל לקבלת החלטות מוטעות.

הציפיה של המרואיינים מהמאסדרים היא לדאוג לכך שנתוני ה-ESG – על כלל היבטי התחום – יהיו מהימנים, מדויקים, מפורטים ויתבססו על ניתוחים אובייקטיביים. כמה מרואיינים הציעו דרך מקובלת לשיפור איכות הדיווחים: חברת ייעוץ בלתי תלויה תבדוק את הדו"ח שהתקבל מחברת הייעוץ הראשונה, ואם התוצאה לא דומה יש לחקור את העניין לעומק.

חלק מהמרואיינים דיברו על ציפייה מהרשות לניירות ערך שתרחיב את דרישות הגילוי מהחברות הציבוריות כך שיכללו גם חובת דיווח על סיכונים סביבתיים וחברתיים, וכן ציפייה מרשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון לעסוק בנושא באופן יותר נמרץ. כמו כן, עלה הצורך לתיאום בין המאסדרים השונים הפועלים בתחום (רשות ניירות ערך, רשות שוק ההון והמפקח על הבנקים) וליצירת חזית אסדרתית אחידה: "יש צורך ברגולציה חכמה, להתמקד במדדים איכותיים ולכפות דיווח. הרשות לניירות ערך צריכה להיות מעורבת יותר".

## (5) התמודדות עם אתגרים במדידת ביצועים של ESG

מניתוח הראיונות עולה תמונה מורכבת לגבי המדדים הקיימים בתחום ה-ESG והיכולת למדוד את ביצועי התאגידים בתחום בצורה מהימנה. מרואיינים רבים מציינים את רמת הדיווח הנמוכה והבעייתיות במדדים הקיימים כיום. הביקורת העיקרית נוגעת לעובדת היותם של המדדים סובייקטיביים ומסתמכים על דיווח עצמי, מה שמקשה את השימוש בהם ככלי להשוואה בין ביצועי חברות שונות, וכפועל יוצא מכך – ככלי בקבלת החלטות השקעה. המשמעות מהאמור היא שהשוק חש רמה נמוכה של אמון למדדי ה-ESG הקיימים, כפי שציינו שני מרואיינים בעלי בקיאות גבוהה בתחום, שהדגישו את השונות העזה בין המדדים הקיימים ואת היעדרם של מדדים מספקים. לדעתם רמת הדיווח נמוכה וחסרים מדדי דיווח אחידים.

בכיר בתחום התקשורת הדגיש כי את הקושי בהשוואה בין תעשיות שונות (למשל בין הייטק לתעשייה כבדה). בהקשר לכך עלתה טענה נוספת מפי מספר מרואיינים שבעבר ניסו להסתמך על מדדי

ESG קיימים בקבלת החלטות, והיא ההבדלים בין תחומי המדד השונים (E, S, G), ולכך שהחיבור שלהם למדד אחד שנותן "ציון אחיד" (במיוחד כשמדובר על חברות המשתייכות לתעשיות שונות שמתמודדות עם אתגרים שונים בתחום ה-ESG) הוא מאולץ ופגום. בהקשר זה, חלק מהמרואיינים מפרידים בין תחומי המדד השונים, ומייחסים לחלקם (בעיקר אלה הקשורים לממשל תאגידי, לשביעות הרצון של העובדים ולסיכונים ישירים לסביבה) חשיבות גבוהה יותר מלאחרים.

שני מנכ"לים של גופי השקעות גדולים אמרו כי לדעתם מדדי ה-ESG הקיימים אינם מבוססים על נתונים מוצקים וכי נדרש שיפור משמעותי. בכירה בעלת ניסיון רב בתחום ההשקעות הדגישה כי על אף שהמדדים קיימים ויש בהם אמון מסוים, העובדה שאינם משמשים ככלי החלטה עיקרי מעידה על חוסר השימוש האפקטיבי שלהם בשוק ההון.

אחרים הצביעו על השונויות הקיימת בין תרבויות ומדינות שונות, בעיקר בתחומי החברה (S) והממשל התאגידי (G); מכאן הטענה שמדדי ESG הם סובייקטיביים, תלויי תרבות וחברה ואינם משקפים אמת אוניברסלית, ולכן אין להסיק מהם משמעויות פרקטיות. מרואינת אחת אמרה כי בעקבות הידרדרות הדיון ב-ESG לפן פוליטי במקום זה המקצועי, המושג "השקעות ESG אחראיות" נתפס בישראל כ"חיבוק עצים" (Tree hugging), כלומר התעסקות בשיקולים אידאולוגיים וסביבתיים ללא הבנה מעמיקה של הסיכונים הפיננסיים האמיתיים הכרוכים בנושא), ולכן כמשהו שלא תורם לשיפור אמיתי בתשואות ובניהול הסיכונים.

מרואינים רבים אמרו כי הדירוגים הבינלאומיים הטובים בנושאי ESG לא מדרגים תאגידים ישראליים, ולכן המידע הקיים בתחום חסר (נטען כי קיימת בישראל בעיה מיוחדת באיסוף הנתונים) ומדדי ה-ESG הזמינים לוקים בחסר. כפועל יוצא עלתה דרישה שהאסדרה (ולא כוחות השוק) היא שתקבע מהם הקריטריונים, המדדים והדירוגים שיש לאמץ, ומהם הנתונים שהחברות חייבות לחשוף בפני עורכי המדדים (בהקשר זה נשמעה גם הדעה שתחום ה-ESG אינו מתאים למדדים אלא לקביעה אסדרתית של דרישות סף מינימליות ונוקשות).

ביקורת נוספת שנשמעה מפי מרואיין אחד היא שהניסיון לכמת השקעות אחראיות על מנת להשוות ביניהן מביא לעיוותים במציאות וליצירת תמריצים לא נכונים לחברות ולמשקיעים, ולכן המדידה עצמה היא עלות מיותרת שאף עלולה לפגוע בביצועי החברות. בכיר בתחום המוסדי הדגיש את בעיית המידע והשקיפות בשוק ההון הישראלי, שמקשות את היכולת להעריך נכונה את המשמעות של חשיפת ESG של חברות ומונעות קבלת החלטות מושכלת: "יש בעיית מידע ושקיפות, כמו גם חסמים מבניים בשוק ההון... התעשייה הזאת [ESG] היא תעשייה של שאלונים שמודדים את המוכנות של הארגון למענה על השאלון ולא באמת את אופן ההתנהלות".

ככלל, נראה כי רוב המרואיינים מאמינים שיש צורך בשיפור והרחבה של המדדים הקיימים בתחום ה-ESG על מנת להפוך אותם לכלי מדידה אמין, אובייקטיבי ואפקטיבי שיכול לסייע בקבלת החלטות השקעה ולמדוד את התפוקה של השקעות אחראיות. המרואיינים מכירים בכך שהמדדים הזמינים בשוק

הישראלי אינם מספיק טובים, והם מהווים חסם משמעותי לכניסה של מכשירי השקעה ואסטרטגיות בתחום ה-ESG.

## (6) הקשר בין ESG לתשואה עודפת

אחת השאלות החשובות ששאלנו את המרואיינים עסקה בנושא התשואה העודפת, ובאופן ספציפי בשאלה האם בעיניהם ההשקעה ב-ESG יכולה להביא לתשואה עודפת או לא? בתשובה לשאלה זו מצאנו תשובות לכל אורך הספקטרום – החל באמון מלא ובלתי מסויג ברלוונטיות של דירוגי ה-ESG וכלה בחוסר אמון מוחלט ובדעות שלפיהן השקעות אחראיות גורמות לירידה בתשואות. חשוב לציין שלא תמיד קיים קשר בין מידת החשיבות שהמרואיין נותן לנושא ובין הדעה שלו על הקשר בין השקעה אחראית לתשואה עודפת. יש המחזיקים בדעה שהנושא ראוי וחשוב לטיפול, עידוד והטמעה, בלי קשר לשאלת התשואה העודפת.

בתמה זו ניתן לחלק את המרואיינים לארבע קבוצות: בקבוצה הראשונה נמצאים מרואיינים המאמינים בחשיבות ה-ESG למרות היעדרם של נתונים תומכים; המרואיינים בקבוצה השנייה מאמינים שהקפדה על עקרונות ESG מביאה בטווח הארוך לתשואה עודפת; בקבוצה השלישית נמצאים מרואיינים הנמנעים בלחות מידע בשאלה הרלוונטיות של נתוני ה-ESG בגלל חוסר במידע; וברביעית נמצאים מרואיינים שלא מאמינים שיש קשר בין ESG לתשואה עודפת.

### קבוצה 1: מאמינים בחשיבות ה-ESG למרות היעדרם של נתונים תומכים

בקבוצה זו מצאנו שלושה מרואיינים (שתי מרואיינות מהמגזר הפרטי ומרואיין אחד מהמגזר המוסדי) שמאמינים בחשיבות ה-ESG ופועלים למען קידום הנושא מתוך אמונה אישית בחשיבות הערכית של התחום, אף על פי שלדעתם הנתונים האמפיריים והניסיון המצטבר לא מספקים הוכחה מוחצת בעד השיטה.

להלן מספר ציטוטים מפי מרואיינים שהביעו עמדות המשתייכות לקבוצה 1: "אין מחקר שמוכיח את זה... אני מאמין שחברה שמתנהלת לפי הסטנדרטים האלו יכולה להשיג תשואה גבוהה משמעותית"; "אין ספק שזה [ESG] צריך להיות קשור [לתשואות] ושיש קשר ישיר. אבל את המחקרים אפשר להפריך"; "בחברות עם ממשל, גיוון ושוויון יש לעובדים שלהן יותר תמריץ לשפר את מצב החברה, מה שמוביל לתשואה גבוהה יותר".

בנושא היעדרן של עדויות על הקשר שבין דירוגי ESG לתשואות עודפות שמענו ממרואיין:

"בישראל יש חוסר בתחרות וביכולת לנתח תשואות וסיכונים, מה שמוביל לפספוס פוטנציאל בתשואות על השקעות אחראיות. בארץ לא יודעים לחשב את פרמיית הסיכון שראויה להשקעות מסוימות כאשר צריך להבדיל בין כל סקטור, כל זה דאטה שלא מנותחת בארץ".

לבסוף שמענו עמדה מעניינת ממרואייין שמכהן כתפקיד בכיר במגזר הפרטי, ולפיה הקשר הסיבתי צריך להיות הפוך: לא שהמניע להשקעה אחראית הוא הביצועים הטובים הצפויים בשוק ההון, אלא שהביצועים בתחום האחריות התאגידית צריכים להיות מתוגמלים על ידי הציבור והממשלות: "זה לא עניין של תשואה עודפת, אלא של להפוך את העולם למקום טוב יותר. יש צורך גם ברגולציה וגם במוטיבציה של נתינת כסף למי שעומד בדרישות. יש צורך במוטיבציה כלכלית חזקה כדי שיהיה משתלם להשקיע בהשקעות אחראיות".

### קבוצה 2: הקפדה על עקרונות ESG מובילה בטווח הארוך לתשואה עודפת

בקבוצה זו מצאנו חמישה מרואיינים הסבורים כי הנתונים מראים כי השקעה בחברות המקפידות על עקרונות ה-ESG תשתלם בטווח הארוך ממגוון של סיבות, אף שייתכן כי בטווח הקצר יהיה לכך "מחיר" בדמות תשואה שלילית או אפסית בטווח הקצר (תוך שיתרונות הטווח קצר יהיו בתחומים אחרים, לא כלכליים).

להלן מספר ציטוטים מפי מרואיינים שהביעו עמדות המשתייכות לקבוצה 2: "חברות אחראיות הן אלו שיש להן פוטנציאל נצחי. חברות אלו יכולות להביא תשואה חיובית לכלכלה ולחברה, גם אם לא תמיד מביאות תשואה כספית מיידי"; "בטווח הקצר תשואה שלילית, בטווח הארוך תשואה עודפת אם כלכלות יילכו למקום בר קיימא".

המרואיין התייחס ל"טרנד" הנוכחי בשוק ההון: התאגידים המחויבים לנושא ה-ESG מתאימים יותר לכלכלות הגדולות שצועדות גם הן בכיוון הזה ממניעים חברתיים-כלכליים גלובליים: "אני חושב שזה היום כבר לא עניין של אמונה, נעשו מחקרים אמפיריים שמראים את הדבר הזה לאורך זמן". המרואיין, שמכהן בתפקיד בכיר בתחום התקשורת, הדגיש שהוא מאמין שהשקעות אחראיות משתלמות יותר מכיוון שהן יציבות וחכמות יותר בטווח הארוך.

### קבוצה 3: נמנעים מלחוות דעה בשל חוסר במידע

בקבוצה זו מצאנו שישה מרואיינים,<sup>3</sup> שחלקם לא חקר לעומק את הנושא, חלקם חקר אותו מבלי להגיע למסקנה החלטית, והיתר טוענים כי מדדי ה-ESG הקיימים לא מספקים מידע שמאפשר הסקת מסקנות ברורות.

להלן מספר ציטוטים מפי מרואיינים שהביעו עמדות המשתייכות לקבוצה 3: "לא בטוחה שזה מביא לתשואה עודפת. לא יודעת אם יש קשר"; "אין מספיק נתונים בישראל לבחון את השפעת השקעות ה-ESG על התשואות. קיימים מחקרים סותרים בנושא, ולכן אין מסקנה חד-משמעית"; "השפעת השקעות ה-ESG על התשואות אינה חד-משמעית, ויש לבחון כל מקרה לגופו בהתאם לסיכונים ולרווחיות הפוטנציאלית" (כך טען בכיר בתחום ההשקעות והבנקים).

3 שלושה גברים ושלוש נשים, כשלושה מהמגזר הפרטי; שניים מהשוק המוסדי; ואחד מהשוק הציבורי.

נשאלים רבים הגיבו לשאלה זו בהפניה חזרה לנתונים ולמדדים, כאשר בעיניהם חוסר היכולת לתת תשובה חד-משמעית קשור לחוסר בנתונים ושקיפות: "השקעות אחראיות יכולות להביא לתשואה עודפת אם היה מידע מושלם ואמין. כיום יש בעיות במדידה ובאופן שבו המדדים מתנהלים".

#### קבוצה 4: אין קשר בין ESG לתשואה עודפת

בקבוצה 4 מצאנו שישה מרואיינים,<sup>4</sup> והיא כוללת מרואיין אחד שהביא דוגמאות למקרים סותרים, ומרואיין אחר שטען שמדדי ה-ESG לא משקפים את המציאות ולכן כל קשר שיתגלה בינם לבין ביצועי החברות הוא מקרי. ככלל, מצאנו בקרב קבוצה זו מגוון רחב של דעות בנושא: חלק מאמינים בתשואה עודפת מזדמנת (בחלק מהזמן), אחרים ספקנים לגבי היכולת להשיג תשואה עודפת בגלל אופיו ויעילותו של שוק ההון, וישנם גם כאלה שסבורים שהשגת תשואות עודפות אינה אפשרית תחת המידע הנוכחי הקיים בנושא ה-ESG.

מנכ"ל של גוף פרטי אמר כי "החברה צריכה לעמוד בערכים שלי כדי שאשקיע בה, אך אני לא מחפש תשואה עודפת דרך השקעות ESG". אך האמירה הנוקבת ביותר נשמעה מפי מרואיין שמגיע מהשוק המוסדי:

"אני לא מאמין שהשקעות אחראיות מניבות תשואה עודפת לעומת השקעות אחרות. המדדים בתחום ה-ESG אינם ניתנים למדידה אמנה ולכן אין להם השפעה ממשית על ביצועי החברות. יתרה מכך, הניסיון למדוד ולהשוות השקעות אחראיות גורם לעיוותים בתמונה הכללית וליצירת תמריצים שגויים. מדדים אלו עלולים להוסיף עלויות מיותרות ואף לפגוע בביצועי החברות".

חלק מהמרואיינים בקבוצה זו הביאו דוגמאות קונקרטיות מהעבר לכך שהשקעות ESG לא בהכרח מביאות תשואה עודפת. מרואיין אחד (שמראש התייחס ל-ESG כדבר שאין בו ממש) הזכיר כיצד אחד מבתי ההשקעות הגדולים בארץ החליט לאמץ עקרונות ESG ולכן בחר שלא להשקיע בחברות מסוימות – אך הן המשיכו להשיא תשואה גבוהה וכך עלה אימוץ ה-ESG בתשואה ללקוחות.

בעוד אחרים ייחסו את הכשלון של המחקר האמפירי בשכנוע בדבר הקשר בין השקעות ESG לתשואה עודפת לעובדה שתחומי האחריות החברתית של תאגידים אינן מדידים, ולכן המחקרים נועדו מראש לכישלון. היו גם מי שטען כי השקעות ESG מצמצמות את אפשרויות ההשקעה, מה שפוגע בתשואה המתקבלת.

בסך הדברים, התמה הזו היא הטענה והמורכבת ביותר בראיונות שערכנו, והתקשינו להפיק ממנה תובנות משותפות לכלל המרואיינים זולת העובדה שאין כאן הסכמה. המגוון בתשובות המרואיינים מוכיח שהתזה שהשקעה אחראית היא גם השקעה רווחית טרם התקבלה בציבור, וספק אם תתקבל. רבים מאמינים – אולי יותר נכון רוצים להאמין – שקיים קשר חיובי בין השקעות אחראיות לתשואה גבוהה. הם סבורים שהשקעות אחראיות משקפות ניהול תקין ומהוות תמריץ לשיפור מתמיד של החברה,

4 כולם גברים, כשחמישה מהמגזר הפרטי; ואחד מהשוק המוסדי.

מה שעשוי להוביל לתשואה גבוהה יותר לבעלי המניות. יש גם הטוענים שמגמת ההשקעות האחריות נמצאת בהתחזקות בעולם, ולכן חברות אחראיות ימשיכו בעתיד להציג תשואות טובות יותר. אחרים, לעומת זאת, מביעים ספקנות כלפי הקשר בין עקרונות ESG לתשואה עודפת, ואף רומזים שלפעמים דווקא הדירוג הנמוך של ESG עשוי להוריד את מחיר המניה אך מתחת לשווי ההוגן של החברה, מה שהופך אותה להזדמנות השקעה מוצלחת.

### **(7) החסמים המעכבים את התפתחות תחום ה-ESG בישראל**

במסגרת הריאיון שאלנו את המרואיינים שאלה פתוחה: מהם לדעתם החסמים להתפתחות תחום ה-ESG בישראל? בהמשך הצענו, על בסיס סקירת הספרות שערכנו, ארבעה חסמים משוערים: חוסר מודעות אצל תאגידים ומנהלים לתחום; היעדר ביקוש אצל משקיעים ובציבור הרחב לנושא; תפיסה ציבורית שמדובר בנושא פוליטי וחברתי, שלא קשור בהכרח למיקסום תשואת ההשקעות; והיעדרם של מדדים טובים לביצועים של תאגידים בתחום. המרואיינים ראו בגורמים האלה את הסיבות העיקריות לעיכוב התפתחות תחום ה-ESG בישראל, ועליהן הוסיפו חסמים תרבותיים, חוסר באסדרה מתאימה וריכוזיות המשק.

הקשר בין ההסברים המשוערים ברור: בהיעדר מודעות לתחום הביקוש לו נמוך. מכאן שאין קונצנזוס באשר לחשיבות הנושא ולקשר בינו למקסום תשואה ומזעור סיכונים, ולכן אין מדדים טובים דיים למדידתו.

#### **(א) חוסר מודעות והיעדר תמיכה מצד התאגידים והמנהלים**

אחד החסמים המרכזיים לכניסת כלים נוספים בתחום ה-ESG בשוק ההון הישראלי הוא חוסר מודעות מצד התאגידים והמנהלים. חמישה מרואיינים הדגישו את חוסר המודעות כבעיה העיקרית: מנהלים אינם מבינים את חשיבותם של עקרונות ה-ESG ואת התרומה האפשרית שלהם לרווחיות ארוכת הטווח של החברה.

בכירה בשוק ההון הדגישה את הציניות הגבוהה ואת ההתנגדות הרעיונית הטבועה אצל מנהלים ומשקיעים מוסדיים, שרואים בהשקעות ESG סוגיה פוליטית וחברתית ולא כאמצעי למיקסום תשואות. לדבריה, הדיון בנושא ה-ESG נתפס בשוק כאקטיביזם חברתי (למשל בהצעת דירקטורים הנתפסים כתומכים בעקרונות ESG) וכעיסוק פוליטי שאינו מוביל לשיפור ביצועי השקעות ואינו ממוקד בניהול סיכונים אמיתי.

התפיסה של השקעות אחראיות שאינן תורמות לשיפור אמיתי בניהול הסיכונים מובילה למחשבה שמקדמי התחום הם "מחבקי עצים", כאמור, כלומר מתעסקים בשיקולים סביבתיים ממניעים אידאולוגיים, ללא הבנה מעמיקה של הסיכונים הפיננסיים האמיתיים. מונח זה נשמע גם ממרואיינת אחרת (שעוסקת בהשקעות אימפקט) שהתייחסה אליו כ"פרימינג" פוליטי שמטרתו לעורר דה-לגיטימציה לנושא. לדעת המרואיינים האלה, חשיבות נושא ה-ESG עצמו ברורה בהיבט המקצועי של ניהול סיכונים, והשיח הפוליטי והחברתי סביבו פוגע ביכולת לממש אותו בפועל (גם אם מטרתו טובה).

(ב) היעדר ביקוש מהציבור והמשקיעים

ארבעה מרואיינים ציינו את העדר הביקוש לתחום ה-ESG מצד המשקיעים כחסם משמעותי בפני התפתחות התחום. לו היה ביקוש כזה, היה נוצר לחץ משמעותי על המוסדיים להציע כלי השקעה בתחום. מנכ"ל במגזר המוסדי אמר כי "הצרכן הישראלי לא מתעניין במוצרים אלה", ודירקטורית הוסיפה כי "אין דרישה מהקהל כי זה בעיות של עשירים". יש המייחסים את היעדר הביקוש מצד המשקיעים לכך שהנושא נתפס כפוליטי וחברתי במקום כנושא מקצועי של חתירה לתשואות עודפות. היו שהזכירו גם את הציניות שבה מוצג הנושא בתקשורת. מרואיין אחד הזכיר קמפיין שיווקי של חברת ביטוח גדולה שנסב סביב נושא ה-ESG כמבדל את ההשקעות של חברה זו מול מתחרותיה, וסיכם: "לא שמעתי שזה עזר להם מי יודע מה". שמענו גם כי הוספה של ניתוחי הדירוג בתחום ה-ESG מסבכת, מקשה, ומוסיפה ממד חדש של איודאות לניתוח המורכב בלאו הכי של השקעות.

(ג) בעיות מדידה וחוסר במדדים טובים דיים לביצועי ESG

מרואיינים רבים הדגישו את בעיות המדידה של נושאי ה-ESG ואת החוסר במדדים ברורים ומקובלים בתחום ה-ESG, במיוחד בכל הנוגע לתאגידים ישראליים, כחסם משמעותי בפני התפתחות התחום. לטענתם, בעיות המדידה מקשות את הערכת ההשפעה האמיתית של השקעות ה-ESG ואת פיתוחם של כלים למעקב אחר ביצועיהם בצורה מהימנה ומדויקת. מרואיין אחד אף ציין כי "היעדר מדדים טובים לביצועי תאגידים בתחום" מהווה חסם משמעותי להתפתחות, ואחר הוסיף כי "יש בעיית מידע ושקיפות, כמו גם חסמים מבניים בשוק ההון".

(ד) חוסר באסדרה ובתמיכה ממשלתית

חמישה מרואיינים ציינו את החוסר בתמיכה מצד המאסדרים וגורמי הממשל כחסם מרכזי בפני התפתחות התחום בישראל. הדוברים ציינו כי האסדרה בתחום ה-ESG בישראל אינה מספקת ואינה מציבה קריטריונים ברורים לתאגידים בתחום, מה שמוביל לחוסר תיאום בין הגורמים השונים ומונע יצירת תמריצים כלכליים חזקים להשקעה בתחום. כך, לדוגמה, צין בכיר בתחום הבנקאות: "יש צורך בקריטריונים מאוד ברורים שנקבעים על ידי המדינה ולא להטיל את האחריות על הגופים הפרטיים". מקצת המרואיינים ציינו כי הממשלה בישראל לא מעוניינת בנושא ה-ESG ולא מקדמת אותו, והמרחב הפוליטי עסוק בעיקר בנושאי ביטחון והישרדות פוליטית ולא בנושאי הכלכלה, החברה, הסביבה ואיכות החיים של האזרחים.

(ד) חסמים תרבותיים וחברתיים

ארבעה מרואיינים הדגישו את החסמים התרבותיים והחברתיים שעומדים בפני אימוץ תחום ה-ESG בישראל. לטענתם, התרבות העסקית והחברתית בישראל נוטה לראות ב-ESG כאקטיביזם חברתי גרידא, ולא כפעולה שתורמת להשאת תשואות או ניהול סיכונים ולכן אינה מקדמת באופן מספק את הנושא. כך, למשל, בכירה בתחום ההשקעות טוענת שהדיון ב-ESG "אינו מועיל והוא נתפס כאקטיביזם שלא



מוביל לשינויים מהותיים". בכיר בשוק הבנקאות ציין חוסר קשב וציניות בתרבות הישראלית, ובכירה בתחום התקשורת ציינה את תפקוד התקשורת בתחום – סקירה צינית של ארגונים שמפגינים מעורבות חברתית – כמזיק. נראה שהתקשורת הישראלית נוטה להתייחס לכל הפגנה של מעורבות חברתית מצד תאגיד כהתיירקות, ובכך לא רק שאינה מקדמת את התחום, אלא שבדרך הסיקור שלה התקשורת ממחישה את מקומו הנמוך של הנושא בסדר העדיפויות הציבורי.

דעה מעניינת נוספת הזכירה שהציבור הישראלי יכול להיות חשדן כלפי מדדי ה-ESG בשל הנטייה האנטי ישראלית שלהם שנובעת מהטיה פוליטית (דוגמת פעילות של חברות ישראליות בהתנחלויות או מכירת נשק שעלול להיות מופנה כלפי אזרחים).

#### (ה) ריכוזיות גבוהה בשוק ההון

שלושה מרואיינים ציינו במפורש את הריכוזיות הגבוהה בשוק ההון הישראלי – המשקיעים המוסדיים הגדולים מנהלים את רוב כספי הציבור כשמידיניות ההשקעות היא יציבה ושמרנית באופן יחסי – כחסם משמעותי בפני התפתחות תחום ה-ESG בישראל.

בכיר בתחום המוסדי ציין כי המוסדיים הגדולים לא נוטים לשנות את מדיניות ההשקעות שלהם, לא מגלים גמישות ולא נטייה לתחרות בתחום ההשקעות, בין היתר בשל הריכוזיות הגבוהה שמקשה על מתחרים חדשים להפר את הסטטוס קוו. הרצון ש"לא לזעזע את הסירה" מתבטא בכך שהם אינם משתמשים בכוחם כדי להשפיע לטובה על מינויים בחברות או על התנהלותן בתחומי הסביבה והחברה, מה שמהווה חסם נוסף להתפתחות תחום השקעות ה-ESG. עוד ציין הבכיר כי מנהלי ההשקעות המוסדיים נמנעים מלתת דין וחשבון לציבור על מדיניות ההשקעות שלהם. הציבור, מצידו, מאופיין באוריינות פיננסית נמוכה, וכתוצאה מכך לא מגלה עניין בדרך שבה מנוהל כספו ולא מבקש מוצרים חדשים או ניהול התואם את ערכיו המוסריים.

מדברי מרואיינים נוספים עולה ההמלצה שלפיה על מנת להתגבר על החסמים האלה יש צורך במאמצים משולבים מצד הממשלה, המאסדרים, התאגידים, המנהלים, התקשורת והציבור. יש לפתח דרכים כדי להעלות את המודעות לחשיבות השקעות ה-ESG, לפתח מדדים מדויקים וליצור תמריצים כלכליים חזקים. נוסף על כך, יש להסדיר את האסדרה בתחום ולוודא התאמה בין כל השחקנים בשוק. לדעת המרואיינים, אם יינקטו הצעדים האלה ניתן יהיה לקדם את חדירת כלים נוספים בתחום ה-ESG בשוק ההון הישראלי בצורה מוצלחת ויעילה.

#### **(8) שילוב ESG בהחלטות השקעה וההשפעות הכלכליות והפיננסיות שיש לכך על תאגידים**

חלק מהמרואיינים ציינו כי שילוב שיקולים ESG בהחלטות השקעה הוא קריטי להבטחת קיימות ואחריות בתהליכי קבלת ההחלטות. הם הדגישו כי החלטות השקעה שמבוססות על שיקולי ESG יכולות להשפיע בצורה משמעותית על החברה והסביבה, וכי השקעות אחראיות צריכות להוות חלק בלתי נפרד מהאסטרטגיה הפיננסית של תאגידים מודרניים. אחד המרואיינים אמר כי "שילוב שיקולי ESG בהחלטות השקעה יכול לעזור לחברות להתמודד עם סיכונים סביבתיים וחברתיים בצורה יעילה יותר".

מרואיינים רבים ציינו כי שילוב שיקולי ESG בהחלטות השקעה יכול להשפיע לטובה על הביצועים הפיננסיים של החברות, בדרך של תימרוץ חברות להתנהלות אחראית בהשקעותיהן ובהחלטותיהן, מה שצפוי לגרום לביצועים פיננסיים עדיפים בטווח הארוך. כך, לדוגמה, מרואיין אחד ציין כי חברות שמתנהגות בצורה אחראית ומודעות להשפעות הסביבתיות והחברתיות של החלטותיהן הן אטרקטיביות יותר עבור משקיעים, עובדים ולקוחות, מה שתורם רבות לביצועים הפיננסיים שלהן. נראה כי התנהגות אחראית בתחומי ה-ESG עשויה ליצור ערך מוסף לחברה באמצעות חיזוק הקשרים עם הלקוחות והמשקיעים ושיפור תדמית החברה (למרות האמירה שצוטטה לעיל מפי מרואיין אחר שלפיה התקשורת מתייחסת לכל גילוי פומבי של אחריות מצד חברות בישראל כאל התיירקקות).

חלק מהמרואיינים סיפקו דוגמאות קונקרטיות להצלחות ולכישלונות בשילוב שיקולי ESG בהחלטות השקעה. כך, למשל, מרואיין אחד סיפר על חברות שהשקיעו בטכנולוגיות "ירוקות" ובכך הצליחו לשפר את הביצועים הפיננסיים שלהן על ידי משיכת משקיעים ולקוחות חדשים, בעוד חברות שהתעלמו מהשפעות סביבתיות שליליות של פעילותם נתקלו בקשיים כלכליים ופיננסיים. מרואיין אחר ציין כי פיתוח מדדים פיננסיים טובים יותר יכול לעזור לחברות להבין את ההשפעות הכלכליות והפיננסיות של השקעות בתחום ה-ESG, ולשפר את קבלת ההחלטות.

מרואיין מתחום התקשורת ציין כי חברות שמשלבות שיקולי ESG בהתנהלות השוטפת שלהן מצליחות להימנע מהפסדים כספיים עקב התממשות סיכונים סביבתיים וחברתיים, שנמנעו הודות לתהליכי ESG. במידה שהטענות האלה נכונות (או שהשוק מאמין שהן נכונות), יש בכך תמריץ משמעותי לשילוב מדדי ESG בתהליכי קבלת ההחלטות בחברות.

המרואיינים ציינו כי החלטות השקעה שמסקללות גם שיקולי סביבה, חברה וממשל מחייבות תהליך קבלת החלטות מקיף ומעמיק יותר, הכולל ניתוח סיכונים והזדמנויות במישורי ה-ESG השונים. כך, למשל, אמר מנכ"ל אחד: "כאשר משלבים שיקולי ESG בהחלטות השקעה, יש צורך להקים צוותי עבודה ייעודיים ולפתח כלים ונהלים מיוחדים לניתוח ובחינת ההשפעות של החלטות פוטנציאליות על הסביבה והחברה", ובמילים אחרות, הטמעת מדיניות ESG מחייבת השקעה משמעותית של כוח אדם ואינה עניין של מה בכך. מרואיינים גם הכירו בכך ששילוב שיקולי ESG בהחלטות השקעה מחייב את החברות להיות שקופות ואחראיות יותר בתהליכי הדיווח והבקרה שלהן, עוד מטרה חיובית כשלעצמה.

מנגד, יש הסבורים כי השקעה במניות ESG לא צריכה להיות שיקול מרכזי עבור המוסדות בישראל. בסך הדברים, רבים ממרואיינים ציינו כי בפועל רוב השיקולים שנעשים על ידי מנהלי ההשקעות מתמקדים בהשגת תשואה ולא בשאלות של ESG.

## (9) תפקיד התקשורת בהעלאת המודעות ל-ESG

שמענו מהמרואיינים כי לתקשורת תפקיד משמעותי בהעלאת המודעות לנושא ה-ESG בקרב הציבור, המשקיעים והתאגידים. באמצעות התייחסות רצינית ומעמיקה, ביכולתה של התקשורת לקדם את נושא ה-ESG בסדר היום הציבורי ולהפוך אותו לנושא חשוב לדיון; באמצעות התייחסות מזלזלת יכולה

התקשורת ליצור תחושה שמדובר בנושא לא חשוב. מרואיינים מתחום התקשורת הכירו באחריותם לסיקור ציני של פעילויות של חברות בתחום ה-ESG, גם כאשר מעשי החברה הם חיוביים על פני השטח. המרואיינים ציינו מקרים של התיירקות: למשל, חוסר האמון שלהם בכוונות של חברת מזון ספציפית, שאומנם תורמת רבות לנושאים חברתיים, אך המניע העיקרי שלה הוא השאת רווח כלכלי ממכירות מוצרי מזון שחלקם אינם בריאים ואפילו מזיקים.

חשש מציניות תקשורתית מהווה חסם נוסף בהטמעת כלים בתחום ה-ESG. בכירים בתחום התקשורת הדגישו את תפקיד התקשורת בתחום, וצינו חוסר ידע של כתבים כלכליים בתחום, וכן סיקור שלילי וציני כלפי מדיניות ירוקה שנראית לעיתים כהתיירקות. חשש זה יכול להוביל לאי-אמוץ של מדיניות ESG מתקדמת מחשש לביקורת שלילית.

מספר מרואיינים התייחסו לחוסר במודעות ציבורית כחסם מרכזי בפני התפתחות התחום בישראל. כך, למשל, אמר בכיר במגזר הציבורי כי "החסמים כוללים חוסר במודעות ציבורית, היעדר ביקוש מספק והיעדר מתודולוגיות אחידות למדידת ESG". בכירה בתחום התקשורת ציינה כי "יש חסמים של מודעות, חשש מציניות תקשורתית, ופוליטיזציה של הנושא". מובן שלתקשורת יש חלק במצב זה, ונראה שקיים היזון חוזר בין חוסר העניין הציבורי לכך שהתקשורת בוחרת שלא להעלות אותו על סדר היום באמצעות הכלים שעומדים לרשותה.

עולה מהדברים כי התקשורת והמדיה הן כלים קריטיים להעלאת המודעות ולהגברת השקיפות בתחום ה-ESG בישראל. הן יכולות לשנות את התפיסה הציבורית ולחזק את הלגיטימציה של השקעות אחראיות. כדי להתמודד עם החסמים יש צורך בגישה תקשורתית מתקדמת שתתמקד בהסברה חיובית, שקיפות וניהול נכון של המידע. השימוש בכלים אלו יכול לתרום רבות ליצירת סביבה עסקית ותאגידית שתומכת ומשקיעה ב-ESG.

לא בשולי הדברים, חשוב לציין בהקשר הדיון בתפקיד התקשורת בתחום ה-ESG כי התפלאנו לשמוע ממספר מובילי דעה מרכזיים בתקשורת הכלכלית בישראל, שאליהם פנינו בבקשה שישתתפו במחקר כמרואיינים, כי "אינם מרגישים בנוח" להביע דעה בנושא ה-ESG, אם מחוסר ידיעה מספיק בנושא ואם בשל החשש מתגובה לא אוהדת.

## פרק ו: דיון ומסקנות

המחקר הנוכחי הוא תקדימי וראשון באופיו. לראשונה נאספו ונחשפים כאן דעות, רעיונות וביקורת של בכירים בשוק ההון הישראלי – מאסדרים, מנהלים, מנהלי השקעות ואנשי תקשורת – בנושא ה-ESG בשוק הישראלי. הראיונות שערכנו חשפו תמונה רב-ממדית של תחום ה-ESG והאתגרים שעומדים בפניו בישראל.

## (1) מסקנות החוקרים מהראיונות

מצאנו עדויות לפערים ברורים בין ישראל לשווקים העולמיים לכל רוחב שוק ההון – חברות ציבוריות, משקיעים מוסדיים והגופים המאסדרים – ולכל אורך "שרשרת הערך" של תחום ה-ESG: במודעות, ביישום ובאסדרה. ישראל מצויה הרבה מאחורי אירופה מבחינת אימוץ עקרונות ESG ויישומם בהחלטות תאגידיות ובהחלטות השקעה מתוך הבנה אמיתית של חשיבותם; לעומת זאת, ארצות הברית נמצאת במצב פוסט-ESG, כשהעניין הפך לשנוי בוויכוח פוליטי והמעורבות הפוליטית גרמה לכך שחלקים של החברה האמריקאית זנחו את עקרונות ה-ESG (לאחר שקודם לכן אימצו אותם).

את ההבדלים בין אירופה לארצות הברית בנושא ה-ESG ניתן לתלות, לדעתנו, בשניים (שאוילי הם בעצם אחד): ההבדל התרבותי בין חברה שטרם השילה מעליה את ההתניות הסוציאל-דמוקרטיות לחברה קפיטליסטית, והגישה השונה של המאסדרים לנושא.

למנהלים ישראלים רבים ולבכירים ומקבלי החלטות רבים בשוק ההון הישראלי יש, לפי עדותם, ידע שטחי בלבד במושגים ובפרקטיקות של ה-ESG, בעיקר משום שנחשפו לתחום באופן אנקדוטלי ולא מובנה.

חסם מרכזי בפני התפתחות תחום ה-ESG הוא היעדרם של מדדים אחידים, מקצועיים, סטנדרטיים ואמינים שמותאמים במיוחד לחברה ולתרבות הישראלית ומדרגים תאגידים ישראלים. מחסור זה מקשה על המשקיעים להעריך, לדרג ולהשוות במדויק את ביצועי ה-ESG של חברות ישראליות, ולכן מעכב את שילובם של גורמי ESG בהחלטות השקעה ובאסטרטגיות תאגידיות.

היעדרם של מדדי ESG סטנדרטיים ואמינים מאפשר את תופעת ההתיירקקות, שבמסגרתה חברות מציגות את עצמן בדרכים שונות כדידותיות לסביבה וזאת כתרגיל שיווקי, בעוד בפועל אין להן מחויבות אמיתית לנושאי ה-ESG. תופעה זו הופכת משתתפי שוק לציניים לגבי הרלוונטיות של עקרונות ה-ESG, משפיעה לרעה (בעקיפין) על אמון הציבור בתחום, ודוחפת חברות ומשקיעים כאחד להתעלם מצעדים מכווניי ESG שהיו יכולים לסייע להם רבות.

המחקר חושף חוסר הסכמה לגבי אופי ומהות הקשר בין השקעות ESG לביצועים פיננסיים. חלק מהמרוויגים הביעו אמונה (מבוססת מחקר אמפירי או היגיון בריא) ביתרונות ארוכי הטווח של שילוב ESG בהחלטות תאגידיות, היינו שלחברות אחראיות יש פוטנציאל גדול יותר להשיא תשואה עודפת ולהפחתת סיכונים. עם זאת, אחרים נותרו סקפטיים בשל היעדרן של ראיות חד-משמעיות הקושרות חברות המצטיינות בדירוגי ESG לתשואות עודפות.

כפי שסברנו בתחילת העבודה, נותרנו בדעה שהשקעות ESG עשויות להוביל לתועלת כלכלית מדידה בטווח הארוך אף שהעדויות האמפיריות לכך אינן חד-משמעיות. עם זאת, אנו סבורים כי איההסכמה בקרב המרוויגים בשאלת הרלוונטיות הכלכלית של עקרונות ה-ESG משקפת את העובדה שגם הדיון הגלובלי באשר לרלוונטיות של מדדי ה-ESG לתשואה עודפת טרם הוכרע, לא באקדמיה ולא בפרקטיקה. כך, במיוחד, בארצות הברית, שם העניין מגיע לכדי דיון בשאלה אם לגיטימי להכליל ESG בשיקולי השקעות.

המרוויינים הדגישו בפנינו את תפקידה המכריע של התקשורת בעיצוב תפיסות הציבור בנוגע ל-ESG, והותירו בנו את הרושם כי הסיקור התקשורתי הנוכחי של נושא ESG בישראל אינו מספק ונוטה להיות לא מספק. בסך הדברים, סביר כי גישת התקשורת לנושאי ה-ESG תרמה למצב שתיארנו לעיל, ולכן היינו שמחים לראות התבוננות פנימית מעמיקה גם מצד התקשורת בגישה לנושאי ה-ESG השונים.

כן שמענו כיצד סביבה אסדרתית שמותירה את רוב החלטות הגילוי והדיווח של נושאי ה-ESG ביד החברות תורמת למצב שבו לחברות ולמשקיעים אין מוטיבציה רבה לתעדף גורמים אלה בתהליכי קבלת ההחלטות שלהם. נזכיר שוב את ההבדל בין אירופה מוטת האסדרה שבה, באופן מסורתי, המאסדרים מובילים את שוק ההון לכיוונים הרצויים להם, ובין ארצות הברית מוטת השוק שבה המאסדר נוטה להגיב להתרחשויות.

בסך הדברים נראה כי הראיונות שערכנו הציפו, כצפוי, רשימה ארוכה של חסמים בפני התפתחות תחום ה-ESG בישראל, ובכללם ספקנות כלפי הרלוונטיות הפיננסית של גורמי ESG לעניין מטרת העל של תחום ההשקעות, שהיא השאת תשואה למשקיעים; חוסר ידע והעדר מודעות לתחום בקרב חברות, מנהלים, משקיעים והציבור הרחב; אתגרים במדידה כמותית של נושאי ה-ESG השונים; מסגרות אסדרתיות חסרות; חסמים תרבותיים; כיסוי ציני ולא תומך מצד התקשורת; ריכוזיות גבוהה בשוק ההון הישראלי והיעדרה של תחרות; והכל מוביל להיצע נמוך של מוצרים בתחום בין היתר כתוצאה מביקוש לא מספיק מצד משקיעים למוצרים ואסטרטגיות מכווני ESG.

## (2) המלצות

הדיון שערכנו לעיל מצביע על רשימה רב-ממדית של חסמים בפני קידום נושא ה-ESG בישראל. אם כך, נדרשת גישה מקיפה ומרובת בעלי עניין לקידום התחום בישראל, מכיוון שללא הכוונה מסודרת לא סביר שהתחום יתקדם באופן אורגני. להלן נפרט את המלצותינו בנושאי החיזוק וההטמעה של נושאי האחריות התאגידית בכלל ו-ESG בפרט בקרב מנהלים ותאגידים ובשוק ההון בישראל.

### (א) הכשרה ומחקר

בתחום הלימוד והמחקר, אנו מציעים ליישם תוכניות הכשרה נרחבות המתמקדות בעקרונות ה-ESG והרלוונטיות שלהן לשוק הישראלי. המטרה היא לחשוף לתחום בצורה מובנית את כלל הגורמים הרלוונטיים: החל מסטודנטים למנהל עסקים ולהנדסה, עבור באנשי מקצוע בתחום הפיננסי והניהולי, וכלה במנהלים ובחברי דירקטוריון. חשוב שתוכניות ההכשרה יבנו בצורה הוגנת המתייחסת לחשיבות תחומי ה-ESG השונים כמו גם לביקורת הלגיטימית עליהם.

לצורך כך אנו ממליצים על שיתופי פעולה בין מומחים מהאקדמיה למובילים מהפרקטיקה ומעורבות של מומחים מהעולם כדי ליצור תוכניות לימודים שישלבו תכנים גלובליים רלוונטיים עם תובנות מהשוק המקומי.

במקביל, חשוב לדאוג גם לשיפור איכות הסיקור התקשורתי במטרה להגיע למעורבות של הציבור. מומלץ להציע תוכניות הכשרה מיוחדות בנושאי ESG לעיתונאים כלכליים; לעודד חברות לפרסם יוזמות שלהם בתחומי ה-ESG בדרך של הודעות לעיתונות, ולעודד את התקשורת לפרסם סיפורי הצלחה והשפעות חיוביות של שילוב ESG בפעילות השוטפת של חברות, ביחד עם דיווח מעמיק וחקירתי בנושאי ESG על מנת להילחם בתופעות כמו התיירקות.

נוסף על כך, אנחנו ממליצים על קידום מחקרים בנושאי ה-ESG בישראל, ובמיוחד על הרלוונטיות של גורמי ESG להשאת תשואות עודפות בשוק ההון הישראלי, כשלעצמו ובהשוואה לנעשה בעולם.

### (ב) מדידה

אנו ממליצים על פיתוח דירוג ESG ישראלי שיאמץ עקרונות מקובלים בעולם בהתאמה למצב השורר בישראל. לצורך כך נדרש שיתוף פעולה בין בעלי העניין השונים מהשוק הפרטי והציבורי במטרה ליצור שיטות מדידה אובייקטיביות ואמינות, לתקף את הרלוונטיות שלהן למשק הישראלי, לפרסם בשקיפות את המתודולוגיה שלהן ולעדכן אותן באופן שוטף.

מומלץ כי מדד זה ייתן ציונים בנפרד לכל אחד ממרכיבי ה-ESG, כך שמשקיעים המעוניינים בכך יוכלו להתייחס בנפרד למרכיב הסביבתי, החברתי והממשל התאגידי בהתנהלות כל חברה. היינו שמחים אם הדירוג היה מתייחס לכלל החברות במשק הישראלי, ולא רק לאלה שבחרו לשלם לחברת הדירוג, ואם הוא היה זמין לכלל הצרכנים והמשקיעים במשק. עם זאת, ברור לנו כי המודל העסקי של החברה המדרגת ידרוש תשלום ממקור כלשהו.

### (ג) אסדרה

הניסיון העולמי מלמד כי לאסדרה תפקיד מרכזי בעידוד תחום ה-ESG ובקידום השקעות אחראיות, ולכן אנו ממליצים על יצירת מסגרות דיווח אסדרתי מאפשרות, אחידות ושקופות בנושאי ה-ESG. המסגרות האלה צריכות, לדעתנו, לכלול שילוב גורמי ESG וסיכונים ESG בדרישות הדיווח הכספי הקיימות בדרך של חובת דיווח, למשל, שתתאים לתקנים בין-לאומיים מקובלים (דוגמת GRI ו-SASB) אך תתייחס במפורש להנחיות ספציפיות לישראל, לתרבות העסקית ולשוק ההון שלה.

עוד נציע שילוב כוחות בין המאסדרים השונים הפועלים בשוק ההון הישראלי על מנת לפקח ביחד על שילוב ה-ESG בשוק הישראלי ולמניעת ארביטראז' אסדרתי.

### (ד) שינוי תרבותי רחב

אנו ממליצים לשאוף לשינוי תרבותי רחב לקראת הכרה בחשיבות של גורמי ESG בעסקים ובהשקעות. זאת ניתן להשיג באמצעות שילוב מושגי ESG בתוכניות הלימודים בבתי הספר לכלכלה ולמנהל עסקים, באמצעות פלטפורמות לשיתוף ידע, כגון ארגון פורומים לדיון במגמות ובחידושים בתחום ה-ESG, ובאמצעות קמפיינים מבוססי עובדות להגברת המודעות הציבורית לגבי הקשר בין פרקטיקות ESG

לתועלות חברתיות ארוכות טווח. קל יותר יהיה לפעול לקראת המטרות האלה באמצעות שיתוף פעולה פעיל בין מאסדרים, משקיעים מוסדיים, תאגידים וארגונים לא-ממשלתיים. בידי הממשלה, אם תבחר לעשות כן, להציג מדיניות ממשלתית שתתמרץ את נושא ה-ESG, למשל על ידי מתן הטבות מס לחברות העומדות בקריטריונים מסוימים של ESG, מענקים או סובסידיות לחברות הפועלות להטמיע עקרונות של קיימות בתהליכי הייצור שלהם, או מתן יחס מועדף בעבודה מול גורמי ממשל לעסקים תואמי ESG.

## סיכום

מחקר הדעות והעמדות של בכירים בשוק ההון בישראל, שנערך לראשונה בישראל, בוחן את המצב הנוכחי ואת הסיכויים העתידיים של השקעות סביבה, חברה וממשל (ESG) ואחריות תאגידית בשוק ההון ובמגזר העסקי בישראל. באמצעות ראיונות עומק עם 23 אנשי מקצוע מובילים מובילים, ביניהם מנהלים בכירים, דירקטורים, מנהלי השקעות בשוק ההון, מאסדרים, אנשי תקשורת ומקבלי החלטות מרכזיים, חושף המחקר נוף מורכב של דעות והשקפות בנושא, המאופיין בפערים משמעותיים במודעות, יישום ואסדרה של ESG בהשוואה לשווקים גלובליים מתקדמים יותר.

זהו מחקר תקדימי. לראשונה נאספו ונחשפים כאן דעות, השקפות, רעיונות וביקורת של בכירים בשוק ההון הישראלי, מאסדרים, מנהלים, מנהלי השקעות ואנשי תקשורת בנושא השקעות ESG בשוק הישראלי. עם זאת, מדובר במחקר מצומצם יחסית, שאינו בהכרח משקף ואינו מהווה מדגם מייצג של כלל הציבור הישראלי או של כל המנהלים ואנשי שוק ההון.

הממצאים מציירים תמונה של שוק שסובל מחוסר במידע או ממידע חלקי אצל בעלי עניין מרכזיים, מדעות חצויות ומספקנות באשר לקשר בין שמירה על עקרונות ה-ESG לתשואות עודפות בקרב חברות, ומקושי במדידה אובייקטיבית של ביצועי חברות בתחום ה-ESG. מצב זה משפיע על מנהלים בחברות השוקלים אם ישנה כדאיות כלכלית באימוץ עקרונות ה-ESG, כמו גם על מנהלי השקעות השוקלים אימוץ ESG כקריטריון לבחירת השקעות.

במקביל, האסדרה בתחום מוצאת את עצמה מובלת על ידי התחום במקום להוביל אותו, וכך אנחנו נותרים עם תחום המצוי בשלבי דשדוש וציבור שלא מגלה עניין מיוחד בקידום הנושא. המחקר מזהה חסמים מרובים הקשורים זה בזה המעכבים את התפתחותן של פרקטיקות ESG בישראל, וממליץ על צעדי מדיניות מתואמים ורבי פנים במטרה לקדם את תחום ה-ESG בישראל.

ההמלצות שלנו מתמקדות בארבעה תחומים עיקריים:

שיפור הידע בנושאי ESG אצל העוסקים בכלכלה ובמנהל עסקים במשק הישראלי, ובכלל זה קידום מחקר אקדמי ופרקטי בנושאי ESG, ובמיוחד בנושאי הרלוונטיות של ה-ESG להשאת תשואות למשקיעים; מדידה אובייקטיבית של ביצועי ESG של חברות ישראליות; קידום אסדרה מאפשרת ואחידה

בתחומי ESG, במיוחד בעולמות הדיווח הציבורי; קידום שינוי תרבותי וחברתי שמטרתו יצירת עניין ציבורי בעולמות ה-ESG.

ישנם ההמלצות יסייע לשוק הישראלי לסגור בהצלחה את הפער מול המובילות העולמיות בתחומי ESG, להתאים את שוק ההון שלה למגמות בין-לאומיות של השקעות אחראיות, ולקצור את הפירות הכלכליים של המגמות האלה. כך נגביר את כושר התחרות העולמי של חברות ישראליות ונתרום לתרום לקיימות ולחוסן ארוכי הטווח של הכלכלה והחברה הישראלית כולה.

לסיום, המחקר הנוכחי חושף עמדות, דעות ורעיונות במגוון רחב של נושאים, ויש בו הזמנה להמשך הבדיקה של הנושאים השונים שעלו בו במחקרים נוספים. רבים מהנושאים שעלו במחקר בחטף ראויים לעיסוק מעמיק ורחב הרבה יותר, לרבות בשאלת הקשר בין ביצועי ESG לביצועים פיננסיים, וגם לגבי החסמים האחרים בשוק הישראלי, בעיקר בתחום המדידה והפרסום של מדדים, והדרכים להתגבר עליהם.

## ביבליוגרפיה

- באום, ע' (2014). בשבחו של מבחן התוחלת: עקרון המהותיות והתמודדות עם חוסר ודאות בדיני ניירות ערך. **משפטים**, מד, 525–477.
- ארנון, ג' (2018). **הגנת השקעות בארץ ובח"ל**. הוצאת פרסומים משפטיים.
- בנק ישראל (2021). **גילוי לציבור על היבטי סביבה, חברה וממשל (ESG)**. בנק ישראל.
- בנק ישראל (2022). **הרחבת הגילוי לציבור של תאגידים בנקאיים בנוגע לפעילותם בתחומי סביבה, חברה וממשל**. בנק ישראל.
- הבורסה לניירות ערך בתל אביב. **מדד ת"א-125**.
- המשרד להגנת הסביבה (2024). **הטקסונומיה הישראלית לסיווג פעילויות כלכליות בנותקיימה**.
- המשרד לנושאים אסטרטגיים (2020). **החלטה בדבר עידוד דיווח ד"חות אחריות חברתית – תכנית Impact Nation**.
- כהן, מ' (2021). מדיניות השקעות ברת קיימא בישראל. **כתב העת לאתיקה ושוק ההון**, 15, 45–23.
- כהן, ס"ר (2021). **אימפקט**. הוצאת מטר.
- קרניאל, י' (2001). **הפרת אמונים בתאגיד: במשפט האזרחי והפלילי**. נבו הוצאה לאור.
- קרניאל, י', ולביא-דינור, ע' (2022). **משבר אומון: השתקפותו בתקשורת ובפוליטיקה**. הוצאת רסלינג.
- רשות ניירות ערך (2021). **גילוי אודות אחריות תאגידית וסיכונים ESG – מתווה מוצע**.
- רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון (2021). **תיקון הוראות החוזר המאוחד – פרק 4 לשער 5 "ניהול נכסי השקעה" (שיקולי השקעה הנוגעים להיבטים סביבתיים, חברתיים והיבטי ממשל תאגידי ולסיכונים מתפתחים מהותיים (כגון סיכונים סייבר וסיכונים טכנולוגיים))**. חוזר גופים מוסדיים 2021-9-13.

- Abdullah, A., & Rao, U. (2022). Making a Compelling Case for ESG & Islamic Funds: An Empirical Investigation in Comparison with Conventional Funds. *Indian Journal of Finance and Banking*, 9(1), 230–239.
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103.
- Bannier, C.E., Bofinger, Y. & Rock, B. (2019). *Doing Safe by Doing Good: ESG Investing and Corporate Social Responsibility in the U.S. and Europe*. CFS Working Paper Series 621.
- Barzuza, M., Curtis, Q., & Webber, D.H. (2020). Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance. *Southern California Law Review*, 93, 1243–1321.
- CFA Institute (2023). *Definitions for Responsible Investment Approaches: Guidance November 2023*.
- Clark, G.L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability can Drive Financial Outperformance*. SSRN.



- Cort, T., & Esty, D. (2020). ESG Standards: Looming Challenges and Pathways Forward. *Organization & Environment*, 33(4), 491–510.
- Delmas, M.A., & Burbano, V.C. (2011). The Drivers of Greenwashing. *California Management Review*, 54(1), 64–87.
- Dimson, E., Karakas, O., & Li, X. (2015). Active Ownership. *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3225–3268.
- Do, Y., & Kim, S. (2020). Do Higher-Rated or Enhancing ESG of Firms Enhance Their Long-Term Sustainability? Evidence from Market Returns in Korea. *Sustainability*, 12(7), 2664.
- Dunn, J., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2023). ESG Didn't Underperform During the COVID-19 Crisis. *Journal of Impact and ESG Investing*, 3(1), 1–14.
- Eccles, R.G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), iv–vi.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Gibson, R., Krueger, P., & Schmidt, P.S. (2019). *ESG Rating Disagreement and Stock Returns*. SSRN.
- Goldberg, R. (2022). [How to Curb Anti-Israel Bias in ESG Risk Ratings](#). *Foundation for Defense of Democracies*.
- GSIA (2022). [Global Sustainable Investment Review 2022](#).
- Haigh, M., & Hazelton, J. (2004). Financial Markets: A Tool for Social Responsibility?. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 59–71.
- Henisz, W.J. & McGlinch, J. (2019). ESG, Material Credit Events, and Credit Risk. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 105–117.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15–36.
- Hopt, K.J. (2023). *Corporate Purpose and Stakeholder Value – Historical, Economic and Comparative Law Remarks on the Current Debate, Legislative Options and Enforcement Problems*. ECGI, Working Paper No. 690/2023.
- Jonsdottir, B., Sigurjonsson, T.O., Johannsdottir, L., & Wendt, S. (2022). Barriers to Using ESG Data for Investment Decisions. *Sustainability*, 14(9):5157.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724.
- Kolbel, J.F., Busch, T., & Jancso, L.M. (2017). How Media Coverage of Corporate Social Irresponsibility Increases Financial Risk. *Strategic Management Journal*, 38(11), 2266–2284.
- Laufer, W.S. (2003). Social Accountability and Corporate Greenwashing. *Journal of Business Ethics*, 43, 253–261.
- Lee, M.T., Raschke, R.L., & Krishen, A.S. (2022). Signaling Green! Firm ESG Signals in an Interconnected Environment that Promote Brand Valuation. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15–36.
- Levtzion Nadan, N. (2015). Responsible Investment in Israel. In Hebb, T., et al. (Eds.), *The Routledge Handbook of Responsible Investment* (pp. 138–148). Routledge.
- Louche, C., & Hebb, T. (2014). *Socially Responsible Investment in the 21st Century: Does it Make a Difference for Society?*. Emerald Group Publishing.
- Louche, C., Arenas, D., & Van Cranenburgh, K.C. (2012). From Preaching to Investing: Attitudes of Religious Organizations Towards Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, 110(3), 301–320.
- Lyon, T.P., & Maxwell, J. W. (2011). Greenwash: Corporate Environmental Disclosure Under Threat of Audit. *Journal of Economics & Management Strategy*, 20(1), 3–41.
- Mackenzie, C., & Lewis, A. (1999). Morals and Markets: The Case of Ethical Investing. *Business Ethics Quarterly*, 9(3), 439–452.
- Matejek, S., & Gössling, T. (2014). Beyond Legitimacy: A Case Study in BP's 'Green Lashing'. *Journal of Business Ethics*, 120, 571–584.
- Moody, A. (2024). [Letter to MSCI Florida Attorney General's Office](#).
- Pástor, L., Stambaugh, R.F., & Taylor, L.A. (2021). Sustainable Investing in Equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 550–571.
- PwC (2022). *ESG Strategy and Reporting: Insights for Business Leaders*.

- Rau, P.R., & Yu, T. (2024). A Survey on ESG: Investors, Institutions, and Firms. *China Finance Review International*, 14(1), 3–33.
- Renneboog, L., Horst, J.T., & Zhang, C. (2008). Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723–1742.
- Revelli, C., & Viviani, J.L. (2015). Financial Performance of Socially Responsible Investing (SRI): What Have We Learned? A Meta-Analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158–185.
- Richardson, B.J. (2009). Keeping Ethical Investment Ethical: Regulatory Issues for Investing for Sustainability. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 555–572.
- Serafeim, G. (2020). Public Sentiment and the Price of Corporate Sustainability. *Financial Analysts Journal*, 76(2), 26–46.
- Scholtens, B. (2006). Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 68(1), 19–33.
- Scholtens, B. (2011). Corporate Social Responsibility in the International Banking Industry. *Journal of Business Ethics*, 100(2), 239–252.
- Schueth, S. (2003). Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 189–194.
- Schwartz, M. S. (2003). The 'Ethics' of Ethical Investing. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 195–213.
- Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*. John Wiley & Sons.
- Sparkes, R., & Cowton, C.J. (2004). The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link With Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45–57.
- TerraChoice Environmental Marketing (2010). *The Sins of Greenwashing: Home and Family Edition*.
- Von Wallis, M., & Klein, C. (2015). Ethical Requirement and Financial Interest: A Literature Review on Socially Responsible Investing. *Business Research*, 8(1), 61–98.
- Waddock, S. (2008). Building a New Institutional Infrastructure for Corporate Responsibility. *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 87–108.
- World Economic Forum (2021). *The Future of ESG in Financial Markets*.

## נספח 1: שאלון למחקר ESG

### מבוא והסבר למרואיין

תודה על הסכמתך להשתתף במחקר. אנו חוקרים את מעמדו של נושא האחריות התאגידית בשוק ההון בישראל. המחקר מתבצע במסגרת מרכז אריסון ל-ESG באוניברסיטת רייכמן. הריאיון ישמש למחקר בלבד והוא אנונימי. שמך יוזכר כמשתתף אך הדברים לא יהיו מיוחסים לך. משך הריאיון כשעה.

פרטים אישיים:

1. שם;
2. מקום עבודה;
3. מקום עבודה קודם;
4. גיל;
5. כתובת/מקום בארץ;
6. שנות ניסיון/היכרות עם שוק ההון.

## שאלון

1. מה התפקיד הנוכחי (או הרוונטי למחקר), היקף סמכויות ונושאי טיפול?
2. מה הקשר של התפקיד לנושא השקעות ESG?
3. מתי ואיך נחשפת לנושא השקעות ESG? עד כמה אתה בקיא בו?
4. האם אתה מכיר את נושא ה-ESG במדינות המערב, ארצות הברית ואירופה? מהם לדעתך ההבדלים בין השוק הישראלי לשוק העולמי בנושא זה?
5. האם לדעתך השקעות אחראיות מביאות לתשואה עודפת או פחותה על פני השקעות אחרות? מדוע?
6. מהם המכשירים והכלים שיש בישראל בתחום השקעות אחראיות, ESG והשקעות אימפקט?
7. מהם הכלים והמכשירים החסרים בישראל בתחום זה? מדוע הם לא קיימים?
8. מהם החסמים בשוק ההון הישראלי לכניסה וחדירה של כלים נוספים בתחום ה-ESG [שאלה פתוחה ואחריה ההצעות שלנו]?
- א. חוסר מודעות אצל תאגידים ומנהלים לתחום;
- ב. היעדר ביקוש אצל משקיעים ובציבור הרחב לנושא;
- ג. תובנה או מחשבה שהנושא הוא פוליטי וחברתי ולא מביא למיקסום תשואות בהשקעות;
- ד. היעדרם של מדדים טובים לביצועים של תאגידים בתחום.
9. מה דעתך על המדדים הקיימים בישראל ובעולם בנושא ביצועי חברות בתחום ה-ESG? אילו מהם ראויים לאמון ואילו פחות?
10. מהן הציפיות שלך ממנהלים ומתאגידים? האם יש מקום לגילוי נוסף? לפרסום דוחות אחריות תאגידית מפורטים יותר? האם יש מקום לכלול את הנושא בתחום הגילוי הפיננסי?
11. מהן הציפיות שלך מרגולטורים ומהרגולציה? מי הרגולטור המתאים לנושא ומה עליו לעשות כדי לעודד את התחום?

## נספח 2: רשימת המשתתפים במחקר

### מספר סידורי | תפקיד בהווה או בעבר

1. יו"ר רשות ניירות ערך;
2. המפקח על הבנקים;
3. סמנכ"לית בכירה בבנק דיסקונט ודירקטורית בתאגידים, בקופות גמל ובקרנות השתלמות;
4. יו"ר מיטב ד"ש;
5. מנכ"לית בלאקרוק ישראל;
6. יו"ר ומנכ"לית חברת אריסון השקעות;

7. מנכ"ל איי-ביי בית השקעות;
  8. עורכת בכירה בעיתון כלכלי;
  9. עיתונאי ופרשן כלכלי של חדשות 13, לשעבר הכתב הכלכלי הראשי של גל"צ.
  10. מנכ"ל משרד האוצר ומנכ"לית "עמיתים" – הגוף המנהל את קרנות הפנסיה הגרעוניות;
  11. יו"ר הבורסה בתל אביב;
  12. הממונה על רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, דירקטור ויו"ר הדירקטוריון בתאגידים ציבוריים;
  13. מנהל השקעות בכיר. לשעבר מנהל השקעות ראשי של כלל ביטוח;
  14. מנהל השקעות בכיר. לשעבר מנהל השקעות ראשי של מגדל ולפני כן מנהל השקעות הראשי של בנק לאומי;
  15. סמנכ"ל בבנק לאומי ושותף בקרן ויולה. פרופסור לכלכלה;
  16. מנכ"ל חברת הנדל"ן תדהר. לשעבר מנכ"ל בנק דיסקונט;
  17. משנה ליועץ המשפטי לממשלה (משפט-כלכלי). כיהן בעבר בתפקידים בכירים ברשות ניירות ערך;
  18. ראש תחום אימפקט וקיימות בקרן השקעות פיטנגו;
  19. שופטת בתי משפט השלום במחוז הדרום;
  20. מנכ"ל בנק דיסקונט. לשעבר מנהל הסיכונים הראשי בבנק. כיהן בתפקידים בכירים בבנק הפועלים;
  21. מנכ"ל מגדל קרנות נאמנות;
  22. מנכ"ל בית השקעות בוטיק פרטי
- סה"כ משתתפים במחקר: 22.

### **רשימת המסרבים להשתתף במחקר לאחר שפנינו אליהם בבקשה**

1. עיתונאי בתאגיד השידור הציבורי;
  2. משפיען רשת בולט;
  3. יו"ר הראל;
  4. מנכ"ל שטראוס;
  5. עיתונאית דה-מרקר;
  6. עורכת ראשית גלובס;
  7. מנכ"ל הבורסה;
  8. בנקאית בכירה;
  9. מנהל השקעות.
- סה"כ סירבו להשתתף במחקר: 9.