



תפיסת ESG בקרב מנהלים ודירקטורים בחברות ציבוריות בישראל



משה צבירן

ניקי גורן

ניקי גורן היא חברת סגל בכירה בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב, ומכהנת כראשת תוכנית המביע הבין לאומית בניהול טכנולוגיה ויזמות ע"ש סופר (Sofaer Global MBA). היא מחזיקה בתואר ראשון במדעי הרפואה מהאוניברסיטה העברית, בתואר ראשון במשפטים מאוניברסיטת תל אביב, ובתואר שני במינהל עסקים מאוניברסיטת תל אביב וקלוג. מרצה בתחומי הייעוץ האסטרטגי והאימפקט, ולפני שהצטרפה לסגל הפקולטה הייתה מנהלת השקעות בקרנות הון סיכון ובקרנות אימפקט.

פרופ' משה צבירן הוא חבר סגל בכיר בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. מכהן כראש מערך היזמות והחדשנות של אוניברסיטת תל אביב, ראש מכון אלי הורוביץ לניהול אסטרטגי בפקולטה לניהול ומופקד על קתדרת יצחק גילנסקי לזימות, טכנולוגיה, חדשנות וניהול. פרופ' צבירן מחזיק בתואר ראשון במתמטיקה ומדעי המחשב, ובתואר שני ושלישי במדעי הניהול – כולם מאוניברסיטת תל אביב. הוא פרסם שני ספרים ועשרות רבות של מאמרים מדעיים בכתבי עת אקדמיים מובילים. פעיל גם בסביבה העסקית בישראל, ובין היתר כיהן ומכהן בדירקטוריונים של חברות ציבוריות ופרטיות ומשמש כיועץ בכיר לארגונים מובילים בארץ ובחו"ל.

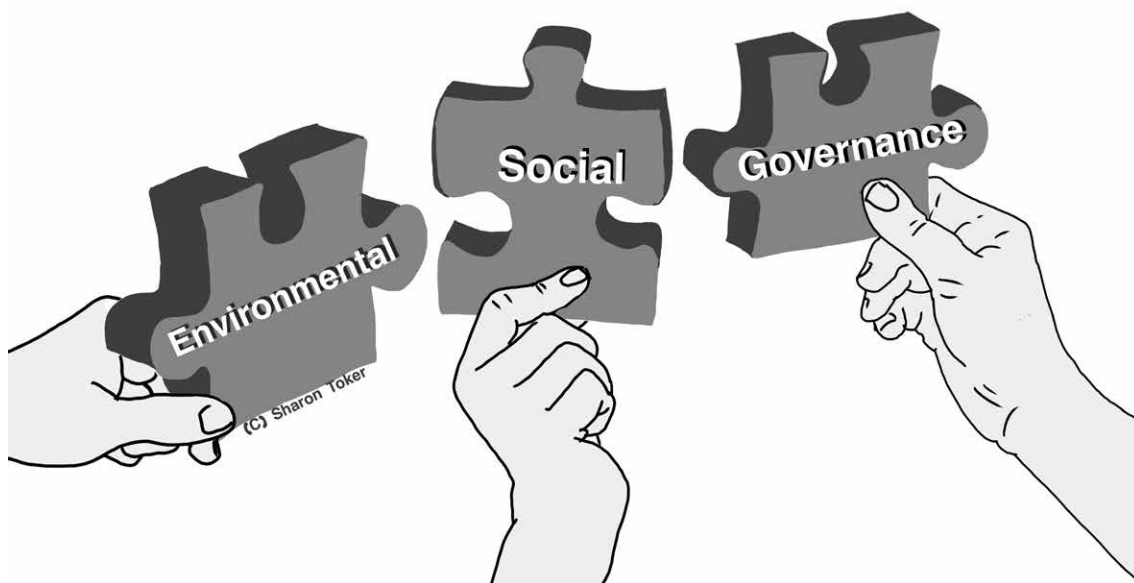
תקציר

המונח ESG (Environmental, Social & Governance) מגדיר קריטריונים לא פיננסיים להתנהלות של חברה. הקריטריונים הסביבתיים (E) בוחנים כיצד החברה פועלת ושומרת על הסביבה; הקריטריונים החברתיים (S) בוחנים כיצד החברה מנהלת את מערכת היחסים שלה עם העובדים, הספקים, הלקוחות והקהילה (בעלי עניין); ואילו הקריטריונים של ממשל תאגידי (G) בוחנים עמידה ברגולציה ונושאים כגון גיוון, בקרת פנים, פערי שכר וזכויות מיעוט.

בשנים האחרונות תחום ה-ESG תופס תאוצה בעולם, שבאה לידי ביטוי בכמות הכסף המושקע בהתאם לתפיסה זו, במספר החברות המפרסמות דוחות ESG, ובכמות הרגולציה בתחום. עם זאת, יש תחושה סובייקטיבית שתחום זה עדיין נמצא בתחילת דרכו בישראל ושמודל השקעה על בסיס עקרונות ESG אינו נפוץ בארץ.

מטרתו של מחקר זה היא להציג בצורה סדורה את הידע והפרקטיקות בתחום זה בעולם ובישראל, לבחון את מודעותם של מנהלים ודירקטורים בחברות ציבוריות בישראל לתפיסת ה-ESG, לבחון את מידת יישומם של עקרונות ה-ESG בפעילות החברות שהם עומדים בראשן, ולמפות חסמים שמונעים את היישום. ממצאי המחקר מראים שקיימת מודעות לנושא ה-ESG ויש הכרה בחשיבותו, אך היישום של ESG לא עומד בהלימה למודעות ולוקה בחסר.

אנו מודים לקרן רוטשילד קיסריה על תמיכתה בביצוע מחקר זה.



מבוא וניתוח מצב ה-ESG בעולם

סקרים שנעשו בשנים האחרונות מגלים כי משקיעים מוסדיים ומנהלי השקעות עושים שימוש בקריטריוני ESG בתחום ניהול הסיכונים. לדוגמה, מחקר שנערך בקרב 120 משקיעים מוסדיים (Morgan Stanley, 2018) מצא כי 70% מהם כוללים קריטריונים של ESG בתהליך קבלת ההחלטות שלהם, ו-14% נוספים משלבים שיקולי ESG במידה מסוימת. באופן דומה, במחקר של BNP משנת 2019 שנערך גם הוא בקרב משקיעים מוסדיים ומנהלי השקעות, העידו יותר ממחצית הנבדקים שהם רוצים לשלב עקרונות ESG במדיניות ההשקעה שלהם במטרה לשפר תשואות לזמן ארוך. פחות מ-30% מהם אמרו שהדבר נובע ממניעים אלטרואיסטים או בשל הצורך בניווון תמהיל השקעות (BNP, 2019).

בהקשר זה יש לציין את המחקר של פרייברג ועמיתים, שמצא קשר בין ESG למטריליות פיננסית. על פי ממצאי מחקר זה, נושאים חברתיים או סביבתיים שיוצאים משיווי משקל ועולים למודעות חברתית על ידי גופים שאינם למטרות רווח, מגדילים את הסיכוי לרגולציה שחושפת את התאגיד לקנסות כספיים ובכך הופכת את החריגה מדרישות ה-ESG למטריאלית מבחינה פיננסית (Freiberg et al., 2020).

תרשים מס' 1 מציג מערכת של מקדמי צמיחה בהשקעות ESG שעובדה מתוך סקירת הספרות ומסבירה את הצמיחה החדה בהשקעות בקטגוריית ESG.

המונח ESG (Environmental, Social & Governance) מגדיר קריטריונים לא פיננסיים – סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי – להתנהלות של חברה. הקריטריונים הסביבתיים (E) בוחנים כיצד החברה פועלת ושומרת על הסביבה; הקריטריונים החברתיים (S) בוחנים כיצד החברה מנהלת את מערכת היחסים שלה עם העובדים, הספקים, הלקוחות והקהילה (בעלי עניין); ואילו הקריטריונים של ממשל תאגידי (G) בוחנים עמידה ברגולציה ונושאים כגון גיוון, ביקורת פנימית, פערי שכר וזכויות מיעוט (Investopedia, 2022). בשנת 2021 הוערכו השקעות ESG בכ-35 טריליון דולר, ועד שנת 2025 הן עתידות לצמוח לכ-50 טריליון דולר (Bloomberg, 2021).

על פי מחקרים, הצמיחה בתחום השקעות המבוססות על עקרונות ESG משקפת תפיסה שלפיה השקעה בחברות שפועלות בהתאם לעקרונות אלו מקטינה סיכון, מגדילה הזדמנויות, ויכולה לשפר את התשואות לטווח הארוך. כך למשל, במחקר רחב משנת 2015 (Friede et al., 2015) נבחנו כ-2,200 מחקרים קודמים בתחום האחריות התאגידית וה-ESG. 90% מהם הראו שיישום מדיניות ESG לא פוגע בביצועי החברות, ואפילו להיפך – מוביל לביצועים טובים יותר.

its full set of stakeholders, such as the diversity of its workforce, the sustainability of its supply chain, or how well it protects its customers' data. Each company's prospects for growth are inextricable from its ability to operate sustainably and serve its full set of stakeholders" (Fink, 2020)

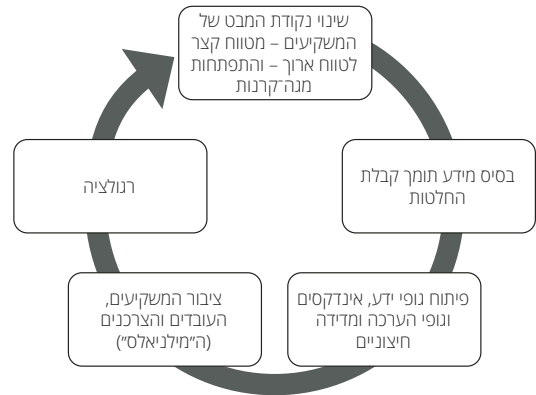
ממחקר שנעשה בשנת 2021 עולה כי המכתב של לארי פינק השפיע בצורה מהותית על הדרך שבה נוהגות חברות הפורטפוליו של הקרן בתחום ה-ESG. הוא הביא לכך שהחברות דיווחו על פעילותן כפי שהתבקשו על ידי הקרן, וכתוצאה מכך גברה הנטייה של הקרן להצביע יחד עם הנהלות החברות באספות הכלליות של החברות (Pawliczek et al., 2021). גם נקודת המבט של אופק ההשקעה השתנתה: בשל עליית תוחלת החיים, קרנות הפנסיה צריכות לחשוב כיום לאופק של 100 שנה קדימה ואינן יכולות להתעלם מאירוע של סיכון סביבתי שאולי ירחש בעוד 50 שנה (Eccles & Klimenko, 2019).

2. בסיס מידע תומך קבלת החלטות

התפיסה הרווחת עד לשנים האחרונות הייתה שהשקעות אחראיות (כפי שהיה נהוג לכנות השקעות ESG לפני שהמונח הזה הוגדר), הן בהכרח כאלו שמקריבות תשואה פיננסית למען עולם טוב יותר (Eccles et al., 2014). תפיסה זו עברה שינוי מהותי בשנים האחרונות, בין היתר בשל מחקרים שמצאו קשר בין תשואה עודפת לאורך זמן לבין חברות שפועלות לפי עקרונות ESG בצורה מערכתית (Khan et al., 2015).

לדוגמה, מחקר רחב שסקר יותר מ-2,000 מחקרים ובחן איך ESG משפיע על הביצועים הפיננסיים של חברות, מצא כי יש מתאם חיובי בין התנהלות על פי מתודולוגיות ESG לתשואה חיובית ברוח המקרים, ולמעשה רק בעשרה מקרים נמצאה קורלציה שלילית (Friede et al., 2015). מחקר דומה שנערך על ידי "בנק אופ אמריקה" בדק קשר בין ESG לניהול סיכונים ומצא כי חברות שאימצו כללי התנהלות על פי עקרונות ESG התאפיינו בתנדוטיות נמוכה יותר של מחירי המניות וההכנסות, וגם הסיכון לפשיטת רגל היה נמוך יותר (Bank of America, 2017). בהלימה לממצאים אלו, מחקרים נוספים מצאו שמחיר ההון של חברות שמיישמות ESG היה נמוך יותר ודירוג האשראי שלהן היה גבוה יותר (Henisz &

תרשים מסי' 1: מקדמי צמיחה בהשקעות ESG



להלן הרחבה על כל אחד ממקדמי הצמיחה המופיעים בתרשים.

1. שינוי נקודת המבט של המשקיעים והתפתחות מנהיגות

אחד הגורמים המרכזיים למעברן של השקעות המבוצעות בהתאם לעקרונות ESG מהשוליים לקדמת הבמה נובע מהתהוותן של מנהיגות (קרנות השקעה שמנהלות נכסים מעל 5 מיליארד דולר). נכון לשנת 2019, חמש קרנות ההשקעה הגדולות בעולם החזיקו כ-22.7% מכלל הנכסים המנוהלים בעולם, ועשר הקרנות הגדולות ביותר החזיקו כ-34% מהנכסים המנוהלים בעולם. בעוד שקרנות קטנות יכולות לגדל סיכונים אקלים וסיכונים שיטתיים אחרים, עבור מנהיגות נידור כזה אינו אפקטיבי מפני שהן גדולות מדי, והנידור לא יהיה רלוונטי במקרה שהסיכון יתממש ויפגע בשוק בכללותו. לאור זאת, מנהיגות צריכות להימנע מהסיכון מבעוד מועד ומאן נובע העניין המוגבר שלהן ב-ESG (Eccles & Klimenko, 2019).

ברוח זו הוציא בשנת 2020 לארי פינק, מנכ"ל קרן בלקרוק, קרן ההשקעות הגדולה בעולם, את המכתב השנתי שלו למשקיעים שבו כתב:

"We believe that all investors, along with regulators, insurers, and the public, need a clearer picture of how companies are managing sustainability-related questions. This data should extend beyond climate to questions around how each company serves

נופי ידע ייעודיים שעובדים בכפוף למנכ"ל החברה או הארגון, ופועלים בדרך כלל תוך הצבת יעדים מדידים (PWC, 2021).

הדרך של משקיעי ESG להתמודד עם האתגר היא באמצעות הסתמכות על דירוגים ומדדים המהווים גורם משמעותי בצמיחת התחום כולו. קיים מגוון רחב של דירוגי ESG שנעשה בהם שימוש, והמדידה משתנה ממדינה למדינה, מסקטור לסקטור ומתחום לתחום. עדיין אין שיטת מדידה אחת מובילה ומקובלת, ויש ביקורת רבה על איכות הנתונים שעושים בהם שימוש אך עם זאת, כבר יש מספר גופי מדידה ודירוג בין לאומיים שמציבו עצמם כסטנדרט המקובל, ובהם: Bloomberg, Morningstar, MSCI, SASB, Sustainalytics ועוד.

כלי נוסף שמצמיח את התחום הוא יצירה של מדדי ESG בשוק ההון המאפשרים יצירה של קרנות סל (ETF) ושל קרנות נאמנות מוכונות ESG. בנובמבר 2021 היו 900 תעודות סל העוקבות אחר מדדי ESG, שניהלו נכסים בהיקף של כ-370 מיליארד דולר. בשנת 2021 לבדה נוסו כ-147 מיליארד דולר לקרנות עוקבות ESG (Morningstar, 2021). לפי Morningstar, קרנות ESG בארה"ב צמחו בקצב של פי חמישה משנת 2019, הכפילו את עצמן בשנת 2020, וצמחו ביותר מ-20 מיליארד דולר ברבעון הראשון של שנת 2021 (סכום זה מהווה 70% מכל תחום ה-ESG בארה"ב). סך הכסף שהושקע ברבעון הראשון של שנת 2020 בקרנות סל מוכונות ESG באירופה עלה על כל סקטור אחר, ומספר הקרנות צמח מ-90 לכמעט 600 קרנות. בשנת 2021 התחום צמח בעוד 18% שהתבטאו בתוספת של כ-44.5 מיליארד דולר (Morningstar, 2021).

על פי מחקר שנעשה בשנת 2020 עבור ה-OECD, המדדים מוזילים את ההשקעה בתחום, מייצרים סטנדרט אחיד, ומננישים את התחום לרוב מוחלט של המשקיעים שלא יכולים לבצע את המחקר בעצמם. המדדים גם הופכים את השוק הזה לנגיש ומובנה יותר למשקיעים פסיביים, וכן משמשים כמדד השוואה לגופים גדולים כמו קרנות פנסיה שמבצעות את ההערכות בעצמן (Boffo & Patalano, 2020).

McGlinch, 2019; Landry et al., 2017; Lundqvist & Vilhelmsson, 2018). חשוב לציין שמחקרים אלו לא התמקדו רק ב-ESG אלא בממדי קיימות שונים, ולכן לא ניתן לייחס את הממצאים ל-ESG בלבד. לצד זאת, מחקר שנערך במורגן סטנלי ועסק רק ב-ESG, מצא ש-ESG מניב תוצאות טובות יותר עבור המשקיעים (Morgan Stanley, 2018).

זה המקום לציין כי בשנים האחרונות פורסמו מחקרים שהתמקדו בשאלה האם השקעות ESG מניבות תשואה עודפת, ולא מצאו ראיות חד-משמעיות לכך שקרנות נאמנות עם דירוג ESG גבוה יחסית מניבות תשואות שונות משמעותית מקרנות אחרות (למשל, Bauer et al., 2005; Steen et al., 2020; Hartzmark & Sussman, 2019; Plagge & Grim, 2020).

מנגד, מחקרים אחרים מראים שסיכון ההשקעה בחברות שמביאות בחשבון שיקולי ESG נמוך יותר. לדוגמה, דירוגי ESG גבוהים יותר הן בעלות ביטא (סיכון שיטתי) נמוכה יותר. כמו כן, (Ilhan et al., 2021) מוצאים כי בהתבסס על מחירי אופציות, עלויות הגידור בפני ירידה במחירי המניות של חברות הקשורות לתעשיית הפחם גבוהות יותר. נראה כי הממצאים הסותרים במחקרים נובעים מבעיות מתודולוגיות בקביעת דירוג ה-ESG שמקבלת כל חברה, ומכך שמדדים שונים נותנים משקל שונה לרכיבים שנכנסים למדדים (Berg et al., 2019). עוד על חוסר ההסכמה בספרות האקדמית ניתן לקרוא בסקירתם של עמירם ואחיעז (2021). בהקשר זה ראוי לציין גם את מחקרם של Demers ושותפיו משנת 2021, שבדקו את התשואות של חברות עם דירוג ESG גבוה בתקופת הקורונה ומצאו שהתשואה הייתה למעשה תשואת חסר (Demers et al., 2021).

3. פיתוח גופי ידע, גופי הערכה ומדידה חיצוניים ומדדים

ניתוח חברות על פי עקרונות ESG דורש מיומנות שאינה שגורה בדרך כלל אצל מנהלי השקעות או חברות, והצורך להתמודד עם האתגר הזה מתעצם ככל שהרגולציה לאכיפת עקרונות ESG בניהול והשקעה מתעצמת (ראו מטה). חברות ומשקיעים הצליחו להתמודד עם האתגר באמצעות פיתוח

4. ציבור המשקיעים, העובדים והצרכנים ("מילניאלס")

בשנים האחרונות גוברת המגמה של משקיעים הדורשים מקרנות הפנסיה שלהם להשקיע על פי מתודולוגיית ESG. במחקר שערכה חברת המחקר Natixis, בשנת 2000, ציינו 61% ממנהלי הקרנות כי זו הסיבה הראשונה שבעטייה הם פונים להשקעות כאלו (Natixis, 2021). ההשערה המרכזית היא כי דור המילניאלס (בני 30 ומטה), שמחזיקים כיום הכי הרבה הון שצעירים החזיקו אי פעם (MSCI ESG Research, 2021), הם אלו שמובילים מגמה זו. אתר Investopedia (2021), מדווח על מחקר שמצא כי 64% מדור המילניאלס מאמינים כי השקעות לפי עקרונות ESG יהיו בקרוב הסטנדרט, בעוד שרק 42% מדור ה"בייבי בורמס" (הדור שנולד אחרי מלחמת העולם השנייה) סברו כך (Investopedia, 2022).

זאת ועוד, מחקר של מורגן סטנלי משנת 2019 (Morgan Stanley, 2019) מצביע על כך ש-95% מהמילניאלס מתעניינים בהשקעות אחראיות. בני הדור הזה מבקשים שהכסף שלהם יושקע בחברות שפעילותן עולה בקנה אחד עם הערכים האישיים שלהם, ומעוניינים לדעת במה הכסף שלהם מושקע יותר מכל דור לפניהם.

העלייה בביקוש מביאה לכך שגופי השקעה מציעים מוצרים מתאימים לדרישה. כך למשל, בנק UBS הציע בשנת 2016 מסלול השקעות מוטה ESG שמאז שילש את עצמו ומנהל כיום כ-17 מיליארד דולר. הביקוש גם הביא לפרשנות חדשה של חובת הנאמנות של מנהלי הכספים, שבעבר נמנעו מהשקעות "אחראיות" מתוך חשש שהן יפגעו בתשואות. כיום יותר ויותר משקיעים מניחים שדווקא השקעות "לא אחראיות" יפגעו בתשואה לזמן ארוך, ואפילו ניתנו חוות דעת משפטיות שקובעות שגוף השקעות שלא שוקל שיקולי ESG פוגע בחובת הנאמנות שלו (Kuratek et al., 2020).

תופעה נוספת שמתגברת בשנים האחרונות היא אקטיביזם של בעלי מניות במגוון נושאים בתחום ה-ESG (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018; Weinstein et al., 2019). לפי מחקר של מכון הופמן, כ-50% מכלל הצעות ההחלטה שהוגשו על ידי בעלי מניות אקטיביסטים התמקדו בנושאים סביבתיים וחברתיים, בעיקר בתחומי האקלים, גיוון כוח אדם והנהלה, וזכויות אדם (Losasso & Dellecker, 2018).

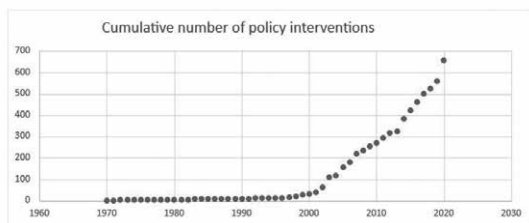
מחקרים גם מצאו קשר בין עובדים ל-ESG. למשל, נמצא כי חברות שנחשבות טובות יותר לעובדים שלהן, משיגות תשואות גבוהות יותר (Edmans, 2012). עוד נמצאה קורלציה חיובית בין דירוג ESG של החברה לשביעות הרצון של העובדים מעבודתם, וכן נמצא שחברות בעלות דירוג ESG נמוך יותר נוטות לפגוע בפרודוקטיביות של העובדים (למשל עקב שביתות) (De Neve, 2018).

גם הצרכנים מדור המילניאלס תורמים לצמיחת התחום. במחקר משנת 2019 עולה כי 40% מכלל המילניאלס שנסקרו מוכנים לרכוש מוצרים מחברות עם דירוג ESG גבוה גם במחיר יקר יותר, ו-75% מוכנים לפעול באופן פרואקטיבי ולחפש ספקים אחרים כשמוכח שהחברה פועלת בצורה לא אתית (Valente & Atkinson, 2019). על פי סקר של PWC בארה"ב, כאשר צרכנים דורשים לרכוש מוצרים מחברות עם דירוג ESG גבוה ועובדים מבקשים לעבוד בחברות כאלו, המשקיעים מגדילים את ההשקעות שלהם בחברות הללו (PWC, 2021).

5. רגולציה

רגולציה על שוקי הון מתבצעת על ידי הבורסות ורשויות ניירות ערך ונועדה להשיג שלוש מטרות: להגן על משקיעים; לוודא שהשוק מתנהל בצורה הוגנת, יעילה ושקופה; ולהפחית סיכונים מערכתיים. התחום הרגולטורי הוא אחד התחומים המרכזיים שדוחף את ה-ESG, ומשנת 2000 זוהתה עלייה אקספוננציאלית במספר ההתערבויות הרגולטוריות המצטברות בכל הקשור בהשקעות ובהתנהלות "אחראית" של תאגידים בכלל ובתחום ה-ESG בפרט, כמתואר בתרשים מס' 2:

תרשים מס' 2: התערבויות רגולטוריות בתחום ה-ESG בארה"ב (PRI database., 2021)



באופן מסורתי, הרגולציה לא חייה חברות לשקול שיקולי ESG כחלק אינטגרלי מהפעילות שלהן כל עוד הן עומדות

מהותית של החברות מעקרונות ESG (Boffo & Patalano, 2020), אולם התמונה השתנתה ביולי 2021, עם פרסום סדרת הנחיות של רשות ניירות הערך האמריקאית (ה-SEC) בנושא ה-ESG. הנחיות אלה מחייבות חברות ציבוריות שנסחרות בבורסות בארה"ב לדווח על סיכונים מהותיים שקשורים ל-ESG, לאמץ סטנדרטים ביחס לאופן הגילוי וחייב מתן הסבר אם הדיווח לא נעשה על פי הסטנדרט שנקבע. (U.S. Securities and Exchange Commission Asset Management Advisory Committee, 2021). במקביל חלה גם התקדמות משמעותית לכיוון של חובת גילוי גלובלית, ובינוי 2021 נציגי ה-G7 והבנקים המרכזיים הכריזו שהם מחויבים לתחום ה-ESG ולרגולציה משותפת (SSA Initiative, 2019).

בנוסף, ה-International organization of Securities Commissions (IOSCO) הדגיש את החשיבות של יצירת מאגר נתוני ESG בני השוואה, ולאחרונה ה-IFRS הקים את ה-International Sustainability Standards Board במטרה לפתח סטנדרטים אחידים גלובליים לדיווח בתחום זה (The Board of the International Organization of Securities Commission, 2021).

עיקר הרגולציה עוסקת בחובת גילוי של משקיעים מוסדיים. לגבי שיקולים של קיימות בתהליכי ההשקעה והתגמול שלהם. בהקשר זה ניתן דגש מיוחד באיחוד האירופי על תחום הסביבה, שמחייב חברות לדווח על הפעילות הסביבתית שלהן כדי להקל על משקיעים לזהות השקעות בנות קיימא. הצפי הוא שכניסת רגולציה זו לתוקף תחייב חברות לעגן עקרונות ESG בכל היבט של פעילותן, וחברות שלא יעשו כן יתקשו לגייס כסף, הן באיחוד האירופי והן מחוץ לו.

הרגולציה המתעצמת מביאה עימה צפי לגבי פגיעה ביכולת גיוס ההון של חברות שלא תפעלנה על פי כללי ESG. כבר היום יש מחקרים המוכיחים שחברות שפועלות על פי עקרונות ESG זוכות לדירוג גבוה, מגייסות הון במחיר נמוך יותר, ודירוג האשראי שלהן גבוה יותר, ואילו חברות שאינן עומדות בסטנדרטים הנדרשים ישיגו תשואות נמוכות יותר בגלל מחיר גיוס ההון ודירוג האשראי כאמור (Withold & McGlinch, 2019).

חמשת מקדמי הצמיחה שהוצגו לעיל הביאו לגידול משמעותי בהשקעות מבוססות שיקולי ESG בעולם, אבל עדיין קיימים מספר חסמים שמעכבים את אימוץ עקרונות ה-ESG באופן נרחב יותר. החסם העיקרי הוא אי קיומו של סטנדרט אחיד

בחובת הנאמנות לבעלי המניות ולמשקיעים שלהן, אולם בשנים האחרונות חלה תמורה שנובעת בעיקר משינוי נקודת המבט על ESG. בעוד שבעבר תפסו את הנושא כחלק מעולם האחריות התאגידית, הרי שכיום התחום נתפס כחלק מעולם ניהול הסיכונים ויצירת ערך לטווח ארוך (NASDAQ, 2019; OECD, 2017).

שינוי נקודת המבט הביא לכך שחברות החלו לדווח באופן עצמאי על פעילותן בתחומים אלו, ושיעורן עלה מ-20% בשנת 2011 לכ-90% בשנת 2019 (Accountability Institute, 2020). בעיקר בשל עקרון המהותיות הקבוע בכללי החשבונאות המקובלים הבינלאומיים, שלפיו יש לדווח על כל נושא שעלולה להיות לו השפעה מהותית על התוצאות העסקיות של התאגיד (IFRS, 2018).

בורסות

הגופים הרגולטוריים הראשונים שהתחילו ברגולציה "רכה" בהקשר של ESG היו בורסות ניירות ערך. ה-World Federation of Exchange (WFE) חילק את תחומי הפעילות שבהם בורסות יכולות להשפיע על ESG לשלוש קבוצות: חובת דיווח, איגרות חוב וירקות (אנ"ח שהכסף שהן מגייסות מוקדש לפרויקטים ידידותיים לסביבה), ויצירת מדדי ESG (The WFE Communications Team, 2018). נכון לשנת 2021, 26 בורסות ברחבי העולם מחייבות הגשת דוחות ESG, 59 בורסות נותנות הנחיות כיצד להגיש דוחות אלו (Sustainable Stock Exchange Initiative, 2019), ו-17 בורסות מאפשרות מסחר באיגרות חוב וירקות (The Climate Bonds Initiative, 2020).

לנוכח התפקיד המרכזי של בורסות לניירות ערך בקידום תחום ה-ESG, הוקמה בשנת 2009 ה-Sustainable Stock Exchange Initiative (SSE) במטרה לחבר בין משקיעים, חברות, רגולטורים וקובעי מדיניות ולעודד השקעות בנות קיימא. היום שותפות ביוזמה 96 בורסות בעולם (ובהן כל הבורסות המובילות), ויחד הן פיתחו כלים שמסייעים לחברות לדווח על ESG באופן וולונטרי (Sustainable Stock Exchange Initiative, 2019).

רשויות לניירות ערך

רשויות ניירות ערך בעולם נכנסו בשלב מאוחר יחסית לזירת ה-ESG. עד לאחרונה התמקדה הפעילות של רשויות לניירות ערך בהקשר זה רק בזווית הצרה של חובת דיווח על חריגה

הבנקים והחברות הדואליות, משתמשות בשיטת דיווח גלובלית כלשהי, ואחרות מגישות דוחות במתכונת שפותחה על ידן באופן עצמאי.

כדי לפתח תובנות ולהבין מדוע מצב ה-ESG בישראל נמצא בחיתוליו ומהם החסמים והקשיים שעומדים מול המנהלים והמשקיעים בישראל, קיימנו ראיונות עומק עם מנהלי השקעות ומומחי תוכן בתחום ה-ESG בישראל. לצורך הראיונות נעשתה פנייה למנהלי השקעות ומומחי תוכן בתחום ה-ESG, ו-15 מהם הסכימו להתראיין ולתרום מהידע והתובנות שלהם. שישה מהמראיינים הם מנהלי השקעות המייצגים הן גופי השקעה מקומיים והן גופי השקעה גלובליים המשקיעים בישראל, והתשעה האחרים הם מומחי תוכן. הראיונות היו מובנים ונשענו על מקדמי הצמיחה שהוצגו בתרשים מס' 1 לעיל.

שינוי נקודת המבט של המשקיעים והתפתחות מגה־קרנות

כאמור, אחד הגורמים לצמיחת תחום ה-ESG בעולם הן מגה־קרנות שגודלן העצום מקשה על איזון הסיכונים של הפרטפוליו שלהן בצורה מסורתית, ולכן הן נדרשות להסתכל על סיכונים מערכתיים עולמיים כסיכונים שלא ניתנים לאיזון, ולפעול לשינוי המגמה כשה-ESG משמש להן פלטפורמה מרכזית (Eccles & Klimenko, 2019).

בישראל אין מגה־קרנות מקומיות אולם ההשפעה של התנהגותן בעולם מגיעה גם אלינו. מהראיונות עולה חשש שללא שינוי מהותי בהתנהלות של חברות ישראליות בתחום ה-ESG, הן לא תהיינה אטרקטיביות להשקעה בקרב המגה־קרנות ובקרב קרנות אחרות. תובנה זו מקבלת חיזוק מהמצב בפועל. לדוגמה, מגה־קרנות רב־לאומיות כמו BlackRock משקיעות בשוק ההון הישראלי והחברות הישראליות הנכללות בפורטפוליו שלהן מגישות דוחות ESG. לעומת זאת, גופי ההשקעה המרכזיים בשוק ההון המקומי אינם בעלי מאפיינים דומים למגה־קרנות וניתן להניח שאינם חשופים לסיכונים מערכתיים כמו מגה־קרנות, ולכן השפעתם בקידום תחום ה-ESG בישראל איננה מהותית.

בסיס מידע תומך קבלת החלטות

במסגרת סקר הספרות שערכנו לא מצאנו מחקרים שנערכו בארץ על הקשר בין ניהול על פי עקרונות ESG לבין תשואה בראיונות שקיימנו עם מנהלי השקעות ההתייחסות הייתה נקודתית והתמקדה בעיקר בחברות שעוסקות בתחומים

לדיווח ESG שמחייב חברות ציבוריות בעולם. אומנם צעד חשוב בכיוון נעשה כאשר המוסד לתקינה חשבונאית בין־לאומית IFRS הקים ועדה במטרה לפתח סטנדרט אחיד שכזה (IFRS, 2018), אולם הסטנדרט עצמו טרם פותח. קושי אחר הוא נושא הרגולציה. בחלק ממדינות העולם היא לא קיימת בכלל, וכשהיא קיימת היא משתנה ממקום למקום, מה שמקשה מאוד על חברות גלובליות ומנהלי השקעות. קושי אחר נעוץ בהיעדר הסכמה על מדד אחד לדירוג חברות לפי קריטריוני ESG. לבסוף, עוד גורם שמעכב צמיחה בתחום הוא היעדר מדדי השוואה המעידים באופן פוזיטיבי על התשואה הכללית העודפת (או לפחות השווה) של השקעות ופעילות לפי מתודולוגיית ESG, בעיקר במקומות שבהם אין מדדי ESG שמשמשים מקור להשוואה (State Street Global Advisors, 2021).

ניתוח מצב ה-ESG בישראל

על פי דיוחי Infospot, רק 26 חברות ישראליות מתוך כ-500 חברות שנסחרות בבורסה בישראל פרסמו בשנת 2020 דוחות אחריות תאגידית שסווגו גם כדוחות ESG (Infospot, 2021), נתון נמוך משמעותית בהשוואה ל-90% מהחברות בארה"ב ו-45% מהחברות באירופה. יצוין כי לאחר הפרסום של הרשות לניירות ערך הקורא לחברות הנסחרות בבורסה לפרסם באופן וולונטרי דוחות ESG בשנת 2021 (רשות ניירות ערך, 2021), עלה המספר ל-41 חברות (Infospot, 2022).

ניתוח החברות שדיווחו על ESG בשנת 2021 מעלה בין היתר כי:

- חמש מתוך החברות המדווחות הן בנקים המחויבים בדיווח על פי הוראות המפקח על הבנקים.
- שש מתוך החברות המדווחות הן חברות דואליות, בארבע מהן השקיעה קרן BlackRock.
- חמש מהחברות שדיווחו לראשונה בשנת 2021 נכללות במדד אקלים נקי ו/או דירוג "מעלה" ו/או מדד פמילי לעסקים משפחתיים.

גם צורת הדיווח של החברות איננה אחידה. חלקן הגישו דוחות ערוכים על פי תפיסת הדיווח של "מעלה", המהווה הרחבה של דוח אחריות תאגידית שהסב את שמו בשנתיים האחרונות ל-ESG (Maala, 2021). חברות אחרות, לרבות

סביבתיים. הרציונל בבחירה להשקיע בהן נבע מהנחה שהן מגלמות הזדמנות השקעה לטווח בינוני וארוך. בנוסף, המרואיינים שיתפו כי הם מסתכלים על דירוג ESG כחלק מבדיקת הנאותות שהם עושים אצל חברות שמקבלות דירוג ESG (בעיקר בנקים וחברות דואליות).

בפברואר 2022 הושקה לראשונה בבורסה לניירות ערך בתל אביב מערכת Greeneye Data – מערכת לדירוג והערכת ESG בישראל. עדיין לא ידוע על מה מבוססת המערכת, כיצד היא תפעל, האם תבסס על כללי מדידה בין לאומיים או אחרים ומה יהיו עלויות השימוש בה. בהקשר זה ראו להלן את הדיון על פיתוח גופי ידע, מדדים וגופי הערכה חיצוניים.

פיתוח גופי ידע, מדדים וגופי מדידה חיצוניים

בשנת 2005 הושק בישראל מדד שכונה בתחילה "מדד מעלה" ולאחר מכן הוסב שמו ל"מדד ESG מעלה", המתבסס על דירוג מעלה לאחריות תאגידית ESG. מדד זה הוא כלי פיננסי המייצג את החברות הציבוריות המשתתפות בדירוג "מעלה" במטרה לאפשר השקעה במניות של חברות לא רק על סמך הביצועים הפיננסיים שלהן, אלא גם על סמך מידת האחריות החברתית שלהן. רק מקצת מהחברות במדד מעלה (בעיקר המגזר הבנקאי) מדווחות על ESG לפי שיטות מקובלות בעולם, ואילו החברות האחרות מדורגות על ידי חברות מעלה באמצעות מילוי וולונטרי של שאלון ייעודי (רק חברות שמשיבות על השאלון מדורגות על ידי החברה).

ניתוח ביצועי המדד מראה כי מאז השקתו ועד לסוף שנת 2021 הוא השיג ביצועי יתר לעומת מדד ת"א 125, כאשר תשואת המדד מיום השקתו ועד לסוף שנת 2021 הייתה כ-260% לעומת תשואה של 210% במדד ת"א 125 באותה התקופה. עם זאת, חשוב לציין כי מדד זה מושך מעט משקיעים והיקף המסחר בו זעום יחסית. אחד ההסברים האפשריים לעניין הנמוך שציבור המשקיעים מגלה במדד ובתעודת הסל הנסמכת עליו הוא שהדירוג אינו מתבסס על שיטות איסוף מידע ודירוג מקובלות בעולם. בהתאם, המרואיינים מגופי השקעה מוסדיים שעימם שוחחנו רואים בדירוג "מעלה" ובמדד שנגזר ממנו, מדד מטעם, ובשלב זה מעדיפים לבצע את הערכת ההשקעה שלהם בעצמם או באמצעות גופי מחקר חיצוניים.

מדד ולונטי נוסף הוא מדד ת"א 125-אקלים נקי שהושק בשלהי שנת 2020. זהו בעצם מדד ת"א 125 בניכוי תאגידים המעורבים בשרשרת הייצור של דלקים פוסיליים (הפקה, הפצה, זיקוק וכדומה). השימת החברות נקבעת על ידי עמותת "חיים וסביבה" ופורום "כסף נקי" ומתעדכנת מדי שנה. תקרת משקל מניה במדד דומה למשקלה במדד ת"א 125. על פי סימולציה שערכה הבורסה בשנת 2020, המניות שנכללו במדד זה (112 מניות מתוך 125) הניבו תשואה עודפת על מדד ת"א 125 במדידה של שנה, שלוש שנים וחמש שנים.

בשנת 2021 הכריזו החברות אנטרופי ואינדקס על כוונה להשיק מדד ESG חדש שיהווה מדד ייחוס להשקעות ESG בשוק ההון הישראלי, מתוך כוונה שאחרי יושקו מדדים נוספים של אנ"ח כדי להקל על ההשקעה במתודולוגיית ESG. המדדים לא יתבססו על דירוג חיצוני אלא על מודל של אנטרופי, ויכללו את 100 החברות הציבוריות עם דירוג ה-ESG הגבוה ביותר על פי המבחנים הפנימיים שגובשו. המשקל של כל מניה במדד יתבסס על דירוג ESG ולא על שווי שוק, כלומר ככל שהחברה תשתפר בדירוג ה-ESG, כך יעלה משקלה במדד. בסימולציה שפורסמה על ידי אנטרופי-אינדקס ישנה תשואה עודפת על פני מדד ת"א 125 תוך שמירה על רמת סיכון זהה (כהן, 2021). כאמור, מדד זה עדיין לא פורסם, אך הוא נותן אינדיקציה נוספת הן לגבי החשיבות הגוברת של התחום והן כתמיכה בצפי לתשואה עודפת.

המרואיינים ציינו כי העובדה שהמדדים לא מתבססים על דירוגים "מקובלים" עלולה להיות להם לרועץ, ותפיסה זו עלולה בקנה אחד עם המצוין בסקירת הספרות לעיל. אחת הבעיות הקשות בתחום ה-ESG היא היעדר תקן דירוג אחיד, שכן התקן העולמי עדיין לא הוכרע. מדד שמבוסס על מתודולוגיה מקומית, כמפורט לעיל, עלול לנרם לחברות להשקיע זמן ומאמץ לעמוד בתקן שאינו עומד בהלימה לתקן הגלובלי המתהווה, ולכן חברות רבות מעדיפות להמתין ולראות כיצד מתפתחת הרגולציה בטרם ישקיעו בשינוי תהליכים עסקיים.

ציבור המשקיעים, העובדים והלקוחות ("מילניאלס")

בהיעדר מידע על ציבור המשקיעים בישראל, שאבנו אינדיקציה על רצונות משקיעי הקצה מתוך הראיונות שקיימנו עם מנהלי השקעות, וכן על בסיס הצהרתו של הממונה על פיקוח שוק ההון, הביטוח והחיסכון (רשות ניירות ערך, 2006).

בתחום הממשל התאגידי (G): רוב הרכיבים הנכללים באופן מסורתי בתחום הממשל התאגידי כבר כוסו על ידי תקנות שיצאו בעקבות דוח ועדת גושן משנת 2009, שהטיל חובת דיווח רבה והיווה בסיס לבית משפט המתמחה בניירות ערך (רשות ניירות ערך, 2006). בהמשך התהדקה הרגולציה ואף לוותה בחקיקה מתאימה הנוגעת למישורים רבים בתחום הממשל התאגידי, לרבות בנושאי תגמול ועסקאות בעלי שליטה, נושא מבנה הדירקטוריון והצעת דירקטורים.

בשנתיים האחרונות רואים שינוי מגמה מואץ בתחום הרגולציה בישראל, ככל הנראה כתוצאה מהצמיחה הדרמטית בתחום השקעות ה-ESG בעולם (כפי שתואר לעיל), ומהעניין הגובר שמגלים משקיעים מקומיים ובעיקר בין לאומיים בנושא ESG. כך למשל, ביולי 2020 הוציאה הרשות לניירות ערך קול קורא לקבלת התייחסות הציבור בנושא חובת גילוי אודות אחריות תאגידית וסיכונים ESG (רשות ניירות ערך, 2020), במטרה לבחון האם יש מקום לחייב גילוי ESG מחברות נסחרות או להשאיר זאת בנדר המלצה בלבד. בעקבות הקול הקורא פרסמה הרשות את המלצותיה בחודש אפריל 2021 (רשות ניירות ערך, 2021), ובין היתר קראה לתאגידים נסחרים לפרסם באופן וולונטרי דוח אחריות תאגידי שנתי פומבי על פי תקנים בין לאומיים מקובלים (מבלי להכריע איזה תקן עדיף). הרשות גם כיוונה לפרסום בשפה האנגלית כדי שהתאגידים יוכלו להיחשף למגוון בעלי עניין, לרבות משקיעים בין לאומיים וחברות דירוג שונות. הרשות גם התחייבה להקצות משאבים לתמיכה בחברות מדווחות שיבחרו לעשות כך באמצעות הדרכות וסדנאות מקצועיות.

גם ברגולציה על משקיעים מוסדיים נעשתה לאחרונה קפיצת מדרגה, וביולי 2022 נכנס לתוקפו חוזר רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון (רשות שוק ההון, 2021), המחייב נופים מוסדיים "לעלות על עגלת ה-ESG", לרבות קביעת מדיניות השקעה שמתייחסת לשיקולי ESG ולזיהוי סיכונים מתפתחים מהותיים הנוגעים להיבטים אלו. למשל, לפעול בשקיפות ולפרסם לציבור המשקיעים אחת לשנה את מדיניות ה-ESG שלהם ואיך היא מתבטאת בבחינת השקעות, ולגבש כללים ונהלים לפיתוח מומחיות פנימית בארגון לבחינת סיכונים ESG ללא תלות בגורמים חיצוניים (למעט בתקופה הראשונית). בכך מצטרפת הרשות לשורה ארוכה של רגולטורים בעולם הרואים חשיבות רבה בשיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי, לצד שיקולי תשואה ושרה תחתונה.

מהראיונות שערכנו עם מנהלי השקעות עולה כי הם לא מרגישים ביקושים למוצרי השקעה מבוססי ESG גם כאשר התשואות המוכחות גבוהות יותר ממסלולי השקעה אחרים. אמירה זו אינה עולה בקנה אחד עם ההצהרה של הממונה על פיקוח שוק ההון, הביטוח והחסכון מחודש ינואר 2022 (וילנסקי, 2022), שלפיה בקרוב יוכלו החוסכים לפנסיה לבחור במסלול בר־קיימא מבוסס Sustainable – SDG Development Goal של האו"ם משנת 2017. הצהרתו מצביעה על תפיסה שלפיה השקעות מסוג זה מייצגות רמת סיכון נמוכה שמצדיקה יצירת מסלול כזה. עם זאת, חשוב לציין כי אין זהות בין השקעות בחברות שפותרות בעיות שהוגדרו על ידי האו"ם (SDG) לבין חברות המתנהלות בצורה בת־קיימא (ESG). בהקשר הזה אמר הממונה כי הוא אינו מאפשר מסלול ESG משום שאין ספק שהנושאים הסביבתיים והממשל התאגידי אכן מגלמים בתוכם סיכונים אמיתיים והזדמנויות אמיתיות, אך לא ניתן לקבוע זאת בהקשר של הממד החברתי (כהן, 2021).

רגולציה

המונח ESG כפי שתואר לעיל, נטבע בעשור האחרון, עת החלו להסתכל על שילוב גורמים אלו ככלי שמוזד התנהלות טובה יותר, ומכאן החיפוש אחר הקשר בין דירוג ESG לבין תשואה וסיכון. לפני שהמונח הזה הוטבע, התייחסה הרגולציה בישראל לכל אחד מהמרכיבים כדלקמן:

בתחום הסביבה (E): כבר בשנת 2011 הושתה על הבנקים החובה לדווח על פעילותם בתחום הסביבה (בנק ישראל, 2011). בשנת 2014 פרסם המשרד לאיכות הסביבה אינדקס סביבתי המנתח חברות ציבוריות על פי ההשפעה הסביבתית שלהן, וכלי זה משמש משקיעים עד היום (Infospot, 2015). מגמה זו הגיעה לשיאה בנובמבר 2021 כשיצא חוזר המפקח על שוק ההון המחייב מנהלי השקעות להתחשב בסיכונים סביבה בקבלת החלטות השקעה (רשות שוק ההון, 2021), ומיד לאחר מכן יצא המפקח על הבנקים בדרישה (זהה) הפיקוח על הבנקים, 2021).

בתחום החברתי (S): אפשר להתייחס לחוק ההסכמים הקיבוציים משנת 1957 כחוק שמקנה חופש התאגדות ומהווה אבן יסוד בתחום החברתי של ה-ESG (חוק ההסכמים הקיבוציים, 1957). בשנת 2011 הושתה חובת דיווח על הבנקים בכל הקשור לתחום הקהילה, העובדים, הלקוחות והאתיקה (בנק ישראל, 2011).

שעומדים בפני יישום מתודולוגיית השקעה לפי עקרונות ESG בישראל.

בבסיס המחקר שערכנו עמדו חמש שאלות:

- האם תחום ה-ESG נתפס באופן חיובי בקרב מנהלים ודירקטורים?
- האם תחום ה-ESG נתפס אצל בעלי העניין רק כחלק מעולם האחריות התאגידית או שהם תופסים אותו גם כחלק מתכנון אסטרטגי, ניהול סיכונים והגדלת תשואות לטווח בינוני וארוך?
- האם קיימים חסמים ליישום ESG בארגונים, ומהם?
- האם מעורבות הדירקטוריון ביישום ESG בארגון היא מספקת?
- האם מנהלים ודירקטורים מבינים את היתרונות הגלומים בהתמקדות בנושאי ESG?

מתודולוגיה

המחקר התבסס על שאלון שביקש לבחון עמדות ודעות של דירקטורים ומנהלים בחברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בנושא ESG. השאלון נשען על העקרונות המצוינים במאמרם של Amel-Zadeh & Serafeim משנת 2018, ועל שאלון שפותח במסגרת סקר שנעשה על ידי KPMG בהונג קונג (The KPMG Survey, 2018).

השאלון הופץ במספר ערוצים לכ-600 מנהלים ודירקטורים בחברות ציבוריות הנכללות במדד תיא 125, והשיבו עליו 59 דירקטורים ונושאי משרה – 46 דירקטורים ו-13 מנהלים – המהווים כ-10% מהנדגמים. העובדה ששיעור ההיענות עמד רק על כ-10% משקפת להערכתנו שתי תובנות: (א) חשיבות נמוכה שדירקטורים ונושאי משרה מייחסים לנושא. (ב) העדפה שלא למלא את השאלון כדי לא לשקף את המצב האמיתי של תחום ה-ESG בארגונים שלהם.

לפני שנמשיך לניתוח התוצאות, נקדים ונאמר שהמחקר שלנו לא בחן כיצד התגבשו הדעות והעמדות של הדירקטורים ונושאי המשרה הנסקרים. לצורך מחקר זה אנו מניחים כי מדובר בנקודת מבט סובייקטיבית עם הטיה קוגניטיבית, שכן כמות המידע שעמד לרשות הנסקרים על תחום ה-ESG בישראל, ובשפה העברית, הייתה מועטה מאוד.

רגולציה נוספת היא זו של הבורסה לניירות ערך בתל אביב. נכון לתחילת 2022 הבורסה עדיין לא פעלה בתחום ה-ESG, וסימן ראשון להתייחסות לתחום זה ניתן בפרסום קול קורא לקבלת הערות והתייחסות הציבור לנישת ESG שהבורסה מבקשת ליישם (הבורסה לניירות ערך, 2022). לפי הקול קורא, המניע המרכזי לניבוס המדיניות המתהווה הוא להמשיך להביא משקיעים זרים לבורסה בישראל.

עיקרי המדיניות המתגבשת בהקשר זה הם:

1. חיוב חברות לפרסם דוח אחריות תאגידית (ESG) בהתאם לתקנים בין-לאומיים (GRI או SASB) באנגלית. תחילה תושט החובה על חברות בשווי שוק העולה על מיליארד דולר, ובשלב הבאים תורחב לחברות נוספות.
2. פרסום שאלון באנגלית בנושא אחריות תאגידית, במטרה לעודד את כל החברות להתייחס לנושא באופן ראשוני. בעיקר כדי להקל על החברות, אך גם כדי לאפשר להן להיות מדורגות בדירוגים בין-לאומיים.
3. המדיניות המוצעת תכלול גם שורה של סנקציות שיושטו על חברות שלא יפרסמו דוח אחריות תאגידית או שלא יענו על שאלון הבורסה בנושא אחריות תאגידית, וכן על חברות שבדירקטוריון שלהן אין ייצוג הולם לנשים. כחלק מהסנקציות חברות אלו לא תוכלנה להיכלל במדדי הדגל של הבורסה או שיופחת משקלן במדדי הבורסה.

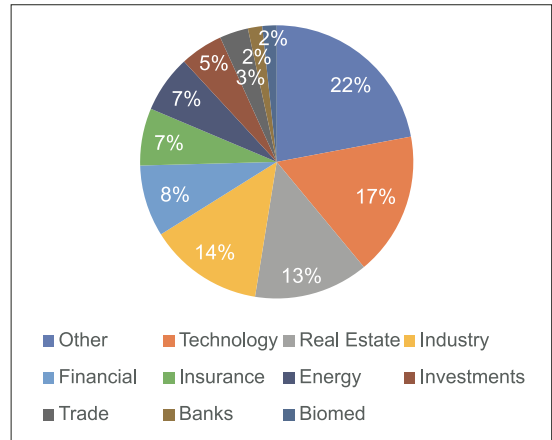
לאור האמור לעיל, נראה כי בכל הקשור לרגולציה מדינת ישראל אינה נמצאת מאחור, וכבר יש בשטח הוכחות מקומיות לקשר שבין ניהול על פי כלי ESG לתשואה עודפת. חלק מהאלמנטים המרכזיים שחסרים (כפי שעולה גם מהראיונות שקיימנו עם בעלי עניין בשטח) עולים בקנה אחד עם הגורמים המעכבים בעולם, כגון תקינת הדיווח האחידה והחוסר באנליסטים מיומנים בתחום. כמו כן, יש שורה של גורמים ייחודיים לשוק הישראלי, ובכללם היעדר ביקושים של הציבור, ומערכת יחסים מורכבת בין המשקיעים המוסדיים לבין דירוג מעלה.

המחקר שערכנו

בהמשך לניתוח גורמי הצמיחה של ESG בעולם ובארץ שהוצגו לעיל, ביקשנו לבחון מהן העמדות והדעות של דירקטורים, מנהלי חברות ומנהלי השקעות בישראל בכל הנוגע ל-ESG, במטרה ללמוד מהעמדות והדעות על הפערים והחסמים

ניתוח ענפי של החברות שבהן מכהנים המשיבים מלמד על ייצוג רחב של מרבית הסקטורים במשק, כמתואר בתרשים מס' 3:

תרשים מס' 3: התפלגות המשיבים לפי סקטורים

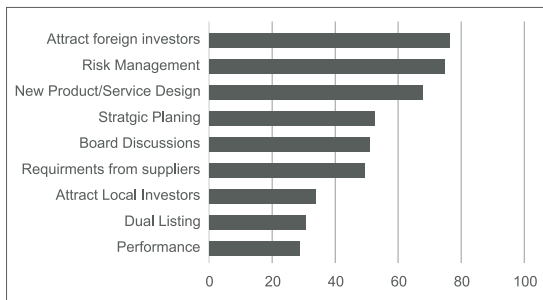


שהעיסוק בתחום ישפיע לחיוב על שווי החברה. לצד זאת, חשוב לציין כי לא העמקנו בבירור הסיבות אצל אלה הסבורים שההשפעה של ESG היא שלילית או שאין השפעה כלל, ולא בדקנו אם מדובר בעמדה שמתבססת על נתונים, והאם וכיצד ניתן לשנות אותה.

ממצא ו1: למרות שרוב המשיבים מבינים את חשיבות יישום ESG בתחום ניהול הסיכונים והתנהלות מול משקיעים זרים, רק מחצית מהם העידו כי הם משלבים שיקולים אלו בתכנון האסטרטגי

מניתוח הנתונים עולה כי בעוד שכ-80% מהמשיבים מתייחסים לתחום ה-ESG בהקשרים של התנהלות מול משקיעים זרים ובתחום רגולציה וניהול הסיכונים, רק כמחצית מהמשיבים קושרים בין תחום ה-ESG לשיקולי תכנון אסטרטגי וכחלק מדיוני הדירקטוריון, כמתואר בתרשים מס' 4:

תרשים מס' 4: חשיבות שיקולי ESG לתהליכים בארגון



76% מהמשיבים סברו ש-ESG יכול למשוך משקיעים זרים, כ-33% סבורים ש-ESG יכול למשוך משקיעים מקומיים, ו-30% מהמשיבים רואים ב-ESG כלי שיאפשר רישום כפול. זאת ועוד, מעל 75% מהמשיבים רואים קשר בין ESG למטרות סביבתיות, אבל פחות מ-50% מהם רואים את הקשר של ESG ליחסים עם לקוחות, ופחות מ-20% סבורים שיש קשר בין ESG לבין יחסי הארגון עם העובדים או לאטרקטיביות הארגון בניגוד עובדים חדשים.

ESG הוא עדיין תחום צעיר בישראל, ומהנתונים עולה כי החברות שנסקרו נמצאות בנקודות שונות על עקומת הלימוד של ה-ESG. את העקומה ניתן לחלק באופן גס לחמישה שלבים, כמתואר בתרשים מס' 5:

ניתוח הממצאים

מניתוח התשובות לשאלון עולים הממצאים הבאים:

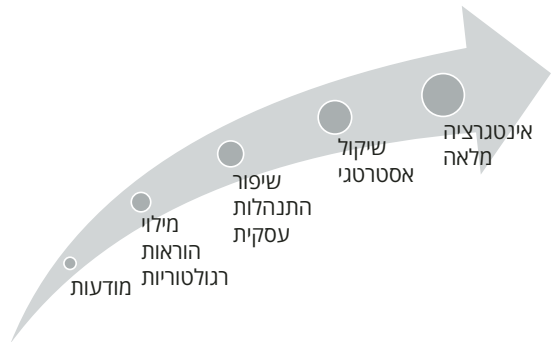
ממצא ו1: למרבית המשיבים יש תפיסה כי תחום ה-ESG חשוב לתאגיד

59% מהמשתתפים בסקר דיווחו כי הם רואים את תחום ה-ESG כחלק מהותי מפעילות התאגיד. 57.7% סברו ש-ESG חשוב מפני שהוא משפר את המוניטין של התאגיד. 61% סברו ש-ESG חשוב מפני שהוא מסייע במשיכת משקיעים לטווח ארוך. רק 7% ראו ביישום עקרונות ESG מטרה, ו-4% חשבו שאין לו חשיבות כלל.

כשביקשנו לברר את הקשר בין שווי החברה לבין יישום עקרונות ESG, גילינו ש-64.5% מהמשיבים מאמינים שהתמקצעות בתחום תשפיע לחיוב על השווי של החברה, 8.5% סברו שההשפעה תהיה שלילית, ו-27% סברו שאין קשר בין הדברים.

כלומר, ממצאי הסקר מצביעים על כך שברמה התיאורטית רוב המנהלים והדירקטורים מכירים בערך של ESG וסבורים

תרשים מס' 5: עקומת הלימוד של ESG בארגונים

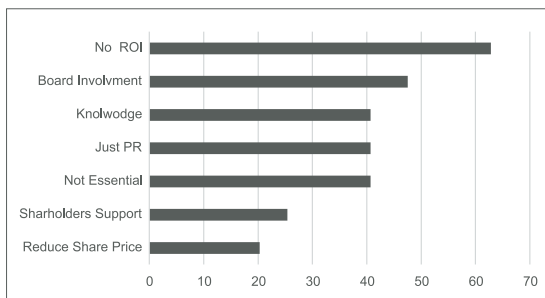


הממצאים המוצגים בתרשים מס' 6 שמים דגש בעיקר על התחומים הסביבתיים ועולים בקנה אחד עם המודעות ההולכת וגדלה לתחום זה בישראל ועם הרגולציה המתרחבת כמפורט לעיל. עם זאת, תחומים נוספים אוזכרו בשכיחות גבוהה, ובהם שחיתות (קרוב ל-70%) וזכויות אדם (כ-55%). מנגד, דווקא תחומים כמו העדפת לקוחות, אי-שוויון כלכלי והעדפת עובדים אינם ממוקמים גבוה ברשימת התחומים שהמנהלים והדירקטורים סבורים שישפיעו על התנהלותם בחמש השנים הקרובות.

ממצא III: החסמים העיקריים ליישום ESG הם תפיסת ההנהלה והדירקטוריון ש-ESG אינו מחזיר את ההשקעה, היעדר ידע לגבי ESG בקרב חברי ההנהלה והדירקטוריון, ורמה נמוכה של מעורבות הדירקטוריון ביישום ESG בארגון

מנתוני הסקר עולה ששתי הסיבות המרכזיות שמונעות או מעכבות את יישום מתודולוגיית ESG מתמקדות בעובדה שהתחום נחשב לכה שלא מחזיר את ההשקעה, וכן שהדירקטוריון אינו מכיר את התחום ואינו מעורב מספיק. כמו כן, כ-40% מהמשיבים הזכירו את היעדר הידע כחסם ליישום ESG, כמתואר בתרשים מס' 7:

תרשים מס' 7: חסמים וגורמים מעכבים ביישום עקרונות ESG בארגון



תוצאה זו לא מפתיעה כשלוקחים בחשבון שהתחום חדש יחסית בישראל, ורק בשנתיים האחרונות ניתנה הנחיה לדיווח וולונטרי של חברות ציבוריות והוקצו משאבים לפיתוח דוחות.

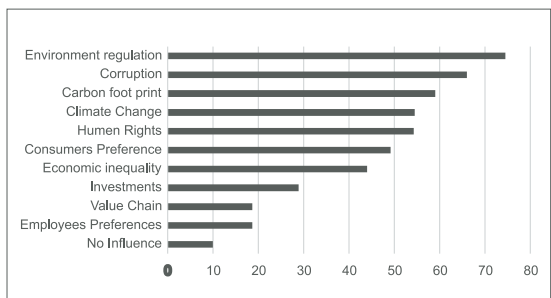
חסם נוסף שיכול להשלים את התמונה לגבי מידת הידע של הדירקטוריון עולה בעקיפין מהיעדר תחושת החפיפות שייחסו הנסקרים ליישום עקרונות ESG: רק 3% מהנשאלים סברו שהנושא דורש התייחסות מיידית, 7% סברו שהזמן הנכון

בעוד שכמחצית מהמשיבים ציינו שהם מיישמים עקרונות ESG בתהליכי תכנון אסטרטגי, נראה כי רוב החברות מיישמות קריטריוני ESG כחלק ממילוי הוראות רגולטוריות או כיישום חלקי של שיפור התנהלות עסקית בנגזרות מסוימות, בעיקר בכל הקשור בניהול סיכונים ופיתוח מוצרים חדשים. הערכת החוקרים היא שהכוונה היא בעיקר למלא הוראות רגולטוריות בתחום הסביבה והממשל התאגידי, שם יש רגולציה מחייבת.

ניתן להעריך שההוראות החדשות של רשות ניירות ערך (הממליצות על דיווח וולונטרי בנושא ESG), היוזמה של המשרד לתכנון אסטרטגי למימון כתיבת דוחות ESG, והתקנות המחייבות גופים מוסדיים לשקול שיקולי ESG ולגלותם, ישנו את המציאות בשנים הקרובות, אך נראה כי יש עוד כברת דרך ארוכה עד למצב שבו שיקולי ESG יהיו חלק מהחשיבה האסטרטגית בחברות.

ניתוח ממצאי הסקר לגבי תחומי ה-ESG שישפיעו על התנהלות החברות בחמש השנים הקרובות מעלה שהתחומים הסביבתיים מובילים, כמתואר בתרשים מס' 6:

תרשים מס' 6: התחומים שבהם נושאי ESG ישפיעו על הארגון בחמש השנים הקרובות



מסיכום הממצאים בחלק האמפירי עולה כי:

- תחום ה-ESG נתפס באופן חיובי בקרב מנהלים ודירקטורים. מרבית המנהלים והדירקטורים שענו על השאלון מכירים בקיום זיקה בין התנהלות לפי עקרונות ESG לבין המוניטין והשווי של התאגיד, כמו גם משיכת משקיעים לטווח ארוך.
- מעבר לתפיסת תחום ה-ESG כחלק מעולם האחריות התאגידית, מרבית המשיבים מבינים את חשיבות יישום ESG בתחום ניהול הסיכונים וההתנהלות מול משקיעים, אבל רק מחצית מהם העידו כי הם משלבים שיקולים אלו בתהליכי החשיבה והתכנון האסטרטגי בארגון.
- החסמים העיקריים ליישום ESG הם: תפיסת ההנהלה והדירקטוריון ש-ESG אינו מחזיר את ההשקעה, היעדר ידע לגבי ESG, ורמה נמוכה של מעורבות הדירקטוריון ביישום ESG בארגון.
- מעורבות הדירקטוריון ביישום ESG בארגון אינה מספקת, ונדרש שיפור במעורבות ובמעקב של הדירקטוריון אחר יישום ESG בארגון.
- המנהלים והדירקטורים מזהים רק באופן חלקי את היתרונות הגלומים ביישום עקרונות ESG בארגונים, ובפרט מחמיצים את היתרונות לטווח הארוך.

התובנה המסכמת ממצאים אלה היא שקיימת מודעות לנושא ה-ESG והכרה בחשיבותו, אך היישום של ESG לא עומד בהלימה למודעות ולוקה בחסר. הפתרון לפער בין המודעות ליישום טמון כנראה בתהליך של חינוך שוק, העמקת הידע ברמת החברה והדירקטוריון, ודרבון הגורמים הרלוונטיים בחברות לזיום ולנקוט פעולות בתחום.

תובנות נוספות

כהשלמה לממצאים ולתובנות שעולים מהמחקר האמפירי (וגם לאור שיעור ההיענות הנמוך), ניתן להתייחס לתובנות העולות מראיונות העומק שקיימנו.

מרבית המשקיעים שראיינו ציינו את ניהול הסיכונים כסיבה העיקרית להשקעה על פי עקרונות ESG, ובהתאם הם נוקטים מדיניות של סינון השקעות בתחומים שנתפסים כמסוכנים מסיבות רגולטוריות (אנרגיה מזהמת, סיגריות וכדומה). המשקיעים גם רואים הזדמנויות להגדלת תשואה, בעיקר בהתמקדות בתחומים סביבתיים (אנרגיות מתחדשות)

ליישום הנושא בדירקטוריון הוא בתוך כשנתיים, כ-30% סברו שהנושא ידרוש טיפול בעוד כ-3-5 שנים, 55% סברו שהזמן הנכון הוא בטווח של 6-10 שנים, ו-5% סברו שהתחום לא שפיע על שיקולי הדירקטוריון בטווח הנראה לעין.

ממצא IV: מעורבות הדירקטוריון אינה מספקת ונדרש שיפור במעקב של הדירקטוריון אחר יישום ESG בארגון

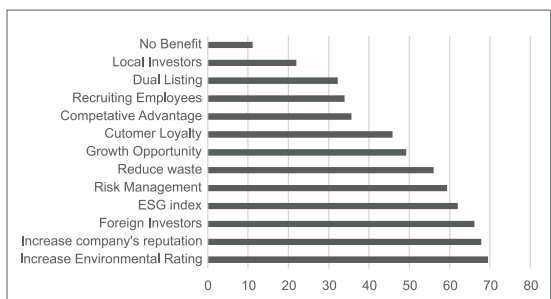
כששאלנו את הנסקרים איך ניתן להתגבר על החסמים ברמת הדירקטוריון, 72.9% ציינו שנדרש שיפור במעקב של הדירקטוריון על היישום, אך רק 42.4% חשבו שיש למנות ועדת דירקטוריון ייעודית בנושא, ורק 30.5% סברו שיש למנות דירקטור עם מומחיות בנושא.

ממצא V: מנהלים ודירקטורים מבינים את היתרונות הגלומים בהתמקדות בנושאי ESG רק באופן חלקי

על פי ממצאי הסקר, המנהלים והדירקטורים מזהים רק באופן חלקי את היתרונות הגלומים ביישום עקרונות ESG בארגונים, ובפרט מחמיצים את היתרונות לטווח הארוך.

מניתוח הנתונים בתרשים מסי' 8 רואים שהמשיבים נותנים משקל גבוה לנושאי המוניטין, ניהול סיכונים, סביבה והזדמנויות עסקיות, אולם לא נותנים משקל משמעותי ליתרונות לטווח הארוך. רק 35% מהמשיבים מאמינים שיישום עקרונות ESG יוביל ליתרון תחרותי או יאפשר צמיחה וחדשנות, וכך גם לגבי נושאים כמו נאמנות לקוחות וניוס עובדים. עוד מעניין לראות שנושא קיומו של מדד ESG מקבל חשיבות גבוהה אצל המשיבים – דבר שמרמז על הערך הרב ביצירת מדד כזה.

תרשים מסי' 8: היתרונות ביישום עקרונות ESG בארגון



בתחום הסביבתי ובתחום ניהול הסיכונים אך לא ככלי שמאפשר מקסום רווח, יצירת הזדמנויות לחדשנות, ויצירת יתרון תחרותי מהותי. מנהלים ודירקטורים בחברות נסחרות עדיין לא רואים את ההזדמנות ואת היתרון התחרותי שהמשקיעים רואים, ומתייחסים לתחום ה-ESG בעיקר כיוצר החזר פיננסי וככלי שיהפוך למהותי יותר בטווח זמן של חמש שנים או יותר.

תחום ה-ESG חדש יחסית ומן הסתם עוד צפויה לו עקומת לימוד ארוכה. מהמחקר עולה כי מרבית החברות שהשתתפו בסקר נמצאות בשלבים מוקדמים של עקומת הלימוד, ולהערכתנו ניתן לזח את התהליך באמצעות נקיטת צעדים פרואקטיביים, ובהם:

- הנגשת ידע לחברי דירקטוריון, מנכ"לים ומנהלי השקעות על ידי הקמת מערך קורסים ללימוד התחום עבור דירקטורים ומנהלים בחברות נסחרות.
- ביצוע מחקר מקיף במטרה לבחון את התשואות של חברות הפועלות על פי עקרונות ESG בישראל.
- פיתוח מדד ESG שיסייע למשקיעים מוסדיים לבצע השקעות מושכלות יותר ב-ESG תוך אפשרות לבחון, לנהל ולמדוד את הביצועים שלהם ולדווח עליהם.

לדירקטוריון החברה יש תפקיד מכריע הן בקביעת אסטרטגיית ה-ESG והן בבקרה על יישומה. הדירקטוריון צריך להכיר את התחום לעומק ולהתוות את דרך היישום הייחודית והרלוונטית עבור הארגון, ולייחד זמן לדון בנושא ברמה האסטרטגית וברמת היישום. ייתכן שהטמעת תרבות ESG תוביל להשקעות והפסדים בטווח הקצר (למשל עקב החלפת ציוד כדי להקטין זיהום, או שיפור תנאי עבודה), אבל אימוץ נקודת מבט ארוכת טווח תגשר על הפער הזה ותוכל לבחון השלכות כמו הגדלת ייצור ותחרותיות לאורך זמן. מגמת ה-ESG יכולה להיות אמצעי שישנה את נקודת המבט של התאגיד מחשיבה לטווח קצר לחשיבה לטווח ארוך, ותפיסה זו טומנת בחובה את הערך המשמעותי האמיתי שמגולם במתודולוגיה של ESG.

zviran@tauex.tau.ac.il

פרופ' משה צבירן

ובחדשנות טכנולוגית בתחומי מזון, בריאות ועוד. רוב המשקיעים ציינו כי הם מעדיפים להשתמש ביועצים חיצוניים לניתוח החברות בתחום זה ולא להסתמך על דירוג לפי סטנדרט מסוים, ובהמשך מעדיפים לעבוד עם החברות המושקעות כדי לשפר את שילוב עקרונות ה-ESG בפעילות שלהן ובשיפור הדירוג של החברות על ציר הזמן.

המראיינים שעימם שוחחנו הצביעו על שלושה חסמים מרכזיים שמונעים הרחבת פעילות בתחום ה-ESG:

- רגולציה – המשקיעים שהביעו נכונות ורצון להגדיל את הפעילות שלהם בתחום, הסבירו כי ללא רגולציה שתאפשר להם לקחת סיכון ולהתחשב ב-ESG בשיקולי ההשקעה (לצד מקסום רווח לבעלי מניות), הם לא יוכלו להסיט השקעות קיימות לתחום זה, ולכן רק בהשקעות חדשות, עם הסכמה מפורשת של המשקיעים, הם יוכלו לקחת בחשבון שיקולי ESG.
- עלות וידע – משקיעים שפועלים בתחום קבלו על חוסר באנליסטים בעלי ידע בנויות חברות על פי עקרונות ESG ועל הצורך לרכוש שירותים חיצוניים, דבר שמייקר את ההשקעה במסלולי ESG וכפועל יוצא מקטין את תשואות המסלול. בהקשר הזה עלו גם נושאים כמו היעדר כלי דיווח אחיד ומסלול השקעה אמין (מדד) בעלות מופחתת.
- ביקוש – חסם נוסף הוא היעדר ביקוש מצד ציבור המשקיעים. המראיינים טענו שהמודעות לתחום בישראל אינה מפותחת, ואפילו משקיעים מתוחכמים יותר, שאפשר היה לצפות שייטו לכיוון הזה, עדיין פועלים על פי עקרון מקסום הרווח ולא מטים את ההשקעות שלהם למסלולי ESG.

סיכום

מתוצאות המחקר שערכנו עולה תמונה שלפיה תחום ה-ESG כובש לאט את מקומו בתודעה של מנהלים, דירקטורים ומשקיעים בישראל. אולם בשלב זה הוא נתפס בעיקר כרלוונטי

רשימת מקורות

רשות ניירות ערך, (2020). קול קורא בעניין גילוי אודות אחריות תאגידית וסיכוני ESG. נלקח מתוך: <https://acrobat.adobe.com/link/track?uri=urn:aaid:scds:US:722f44c6-dad6-3c3a-b9a4-b7004b0bc509>

רשות ניירות ערך, (2021). רשות ניירות ערך מפרסמת את המלצותיה אודות גילוי בנוגע לאחריות תאגידית וסיכוני ESG, נלקח מתוך: https://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Hodaot_segal/General/Pages/ESG180421.aspx

רשות ניירות ערך, (2021), רשות ניירות ערך מעודדת פרסום דוחות ESG למשקיעים ותומכת ביוזמה Impact Nation של המשרד לנושאים אסטרטגיים. נלקח מתוך: <https://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2021/Pages/EITONOT14121.aspx>

רשות שוק ההון ביטוח וחסכון, (2021), רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון מפרסמת חוזר המורה להתייחס לשיקולי ESG העשויים להשפיע על ביצועי השקעות הגופים המוסדיים. נלקח מתוך: https://www.gov.il/he/departments/_:news/press_0007

Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65 (10), 4451-4469

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.

בנק ישראל, (2011). דוח על אחריות תאגידית. חוזר מס ח' – 06 2311

הבורסה לניירות ערך, (2022) הערה לטיטוטות הציבור, קול קורא עידוד פרסום דו"ח אחריות תאגידית והגדלת אחוז הנשים בדירקטוריון. נלקח מתוך: <https://maya.tase.co.il/reports/details/1428315>

הפיקוח על הבנקים, (2021), גילוי לציבור על היבטי סביבה, חברה וממשל (ESG). נלקח מתוך: <file:///C:/Users/JackieG/Downloads/h2678.pdf>

וילנסקי ג., (2022), ברקת: נאפשר מסלולי השקעה בקיימות בפנסיה, *The Marker*, נלקח מתוך: <https://www.themarker.com/markets/.premium-1.10531486>

חוק ההסכמים הקיבוציים, תשי"ז (1957). נלקח מתוך: https://www.knesset.gov.il/review/data/heb/law/kns3_collective.pdf

כהן א., (2021) משהו חדש מתחיל – האם זה עומד להיות הבנצימרק החדש ל-ESG בישראל? נלקח מתוך: <https://www.funder.co.il/article/126590>

כהן א., (2021), "הבעיה הכי גדולה ב-ESG זה ה-S, כלומר, ההיבט החברתי. עם כל היתר אין בעיה". *The Marker*, נלקח מתוך: <https://www.themarker.com/labels/public-companies/1.10053174>

עמירם ד, אחיעז א. (2021), "ההשקעות הסביבתיות הפכו לאפיק פופולרי, אך עד כמה הן באמת כדאיות?", גלובס. נלקח מתוך: <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001370075>

רשות ניירות ערך, (2006). דו"ח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל. נלקח מתוך: <https://acrobat.adobe.com/link/track?uri=urn:aaid:scds:US:a9965cfc-3abf-3461-9661-ef7dfa9f1a60>

- Bank of America (2017), *Environmental, Social & Governance Performance Data Summary*, Retrieved from: <https://about.bankofamerica.com/assets/pdf/Bank-of-America-2017-ESG-Performance-Data-Summary.pdf>
- Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1751-1767.
- Bloomberg (2021), ESG Assets Rising to \$50 Trillion Will Reshape \$140.5 Trillion of Global AUM by 2025, Finds Bloomberg Intelligence (Press release), Retrieved from: <https://www.bloomberg.com/company/press/esg-assets-rising-to-50-trillion-will-reshape-140-5-trillion-of-global-aum-by-2025-finds-bloomberg-intelligence/>
- Boffo, R., & Patalano R., (2020), *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD Paris, Retrieved from: <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>
- BNP (2019), *The ESG Global Survey 2019*, Retrieved from: <https://securities.cib.bnpparibas/the-esg-global-survey-2019/>
- Berg F., Kölbel J. & Rigobon, R., (2019), *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, Retrieved from: SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>
- Demers, E., Hendrikse, J., Joos, P., & Lev, B. (2021). ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(3-4), 433-462.
- De Neve, J.E., (2018) "Work and Well-being: A Global Perspective, in *Global Happiness Policy Report*, New York: Sustainable Development Solutions Network, 74–127. Retrieved from: <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=54087>
- Eccles, R.G., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014), The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance, *Management Science*, 60(11), 2381-2617
- Eccles, R.,G. & Klimenko, S. (2019), The Investor Revolution, Shareholders are getting serious about sustainability, *Harvard Business Review*, 97(3), 106-116..
- Edmans A., (2012), "The link between job satisfaction and firm value, with implications for corporate social responsibility," *Academy of Management Perspectives*, 26(4), 1–9.
- Fink, L., (2020), Black Rock, Retrieved from: <https://www.blackrock.com/uk/individual/larry-fink-ceo-letter>
- 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
- Freiberg, D., Rogers, J., & Serafeim, G. (2020). *How ESG issues become financially material to corporations and their investors*. Harvard Business School Accounting & Management Unit, Working Paper, (20-056).
- Governance & Accountability Institute (2020). *Navigating the Way to Sustainability*. Retrieved from: <https://www.ga-institute.com/storage/press-releases/article/90-of-sp-500-index-companies-publish-sustainability-reports-in-2019-ga-announces-in-its-latest-a.html>

Hartzmark, S. M., & Sussman, A. B. (2019). Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *The Journal of Finance*, 74 (6), 2789-2837

Henisz W.I., & McGlinch j., (2019) ESG, material credit events, and credit risk, *Journal of Applied Corporate Finance*, 31, 17-105.

IFRS (2018). Amendment issued: IASB clarifies its definition of 'material', *International Financial Reporting Standards Foundation*. Retrieved from <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2018/10/iasb-clarifies-its-definition-of-material/>

Ilhan, E., Sautner, Z., & Vilkov, G. (2021). Carbon tail risk. *The Review of Financial Studies*, 34(3), 1540-1571

Infospot (2015). חידוד ההשפעה הסביבתית מתפרסם. Retrieved from: https://infospot.co.il/n/%D7%9E%D7%93%D7%93_%D7%94%D7%94%D7%A9%D7%A4%D7%A2%D7%94_%D7%94%D7%A1%D7%91%D7%99%D7%91%D7%AA%D7%99_%D7%9E%D7%AA%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%9D_%D7%9E%D7%94_%D7%A0%D7%99%D7%AA%D7%9F_%D7%9C%D7%9C%D7%9E%D7%95%D7%93_

Infospot (2021), דוחות אחריות תאגידית 2020, Retrieved from: https://infospot.co.il/dp/%D7%93%D7%95%D7%97%D7%95%D7%AA_%D7%90%D7%97%D7%A8%D7%99%D7%95%D7%AA_%D7%AA%D7%90%D7%92%D7%99%D7%93%D7%99%D7%AA_2020

Infospot (2022), דוחות אחריות תאגידית, Retrieved from: https://infospot.co.il/dp/%D7%93%D7%95%D7%97%D7%95%D7%AA_%D7%90%D7%97%D7%A8%D7%99%D7%95%D7%AA_%D7%AA%D7%90%D7%92%D7%99%D7%93%D7%99%D7%AA_2021

Investopedia (2022). Environmental, Social, and Governance (ESG) Criteria. Retrieved from: <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp>

Khan M. N., Serafeim G., & Yoon A., (2015), "Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality", *Harvard Business School Working Paper*, No. 15-073, Retrieved from: <https://dash.harvard.edu/handle/1/14369106>.

Kuratek M., Hall J.A. & Huber B.M., (2020), Legal Liability for ESG Disclosures, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, Retrieved from: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/03/legal-liability-for-esg-disclosures/>

Landry E., Lazaro M., & Lee A., (2017), Connecting ESG and corporate bond performance," *MIT Management Sloan School and Breckinridge Capital Advisors*, Retrieved from: mitsloan.mit.edu

Losasso E. & Dellecker A, (2018), *Shareholder activism: Standing up for sustainability?*, Luc Hoffmann Institute, Retrieved from: <https://luchoffmanninstitute.org/wp-content/uploads/2018/04/Shareholder-activism-report.pdf>

Lundqvist S., & Vilhelmsson A. (2018), "Enterprise risk management and default risk: Evidence from the banking industry," *Journal of Risk and Insurance*, 85(1) 57-127.

Maala ,(2021). ESG והקפיצה של, Retrieved from: <https://www.maala-en.org.il/maala-vod-conf-momo-ted/>

Morgan Stanley (2018), Sustainable Investment Asset Owner Survey." Retrieved from: <https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/sustainable-signals-asset-owners-2018-survey.pdf>

Morningstar, (2022), *Sustainable Fund and ETF Assets Doubled in 2021*, Retrieved from: <https://www.morningstar.ca/ca/news/218367/sustainable-fund-and-etf-assets-doubled-in-2021.aspx>

MSCI ESG Research (2021), *Swipe to invest story behind millennials investing*”, Retrieved from: <https://www.msci.com/documents/10199/07e7a7d3-59c3-4d0b-b0b5-029e8fd3974b>

NASDAQ. (2019). *ESG Reporting Guide*. Retrieved from: <https://www.nasdaq.com/docs/2019/11/26/2019-ESG-Reporting-Guide.pdf>

Natixis (2021) *"ESG Investor Insight Report ESG Investing: Everyone's on the bandwagon but where's it actually going?"* Retrieved from: <https://www.im.natixis.com/en-hk/research/esg-investing-survey-insight-report>

OECD (2017), *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*, retrieved from: <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>

Pawliczek, A., Skinner, A.N. & Wellman, L.A. (2021). A new take on voice: the influence of BlackRock's 'Dear CEO' letters. *Review of Accounting Studies*, 26, 1088–1136.

Plagge, J. C., & Grim, D. M. (2020), Have investors paid a performance price? Examining the behavior of ESG equity funds. *The Journal of Portfolio Management*, 46 (3), 123-140

PRI (2021), *PRI responsible investment regulation database*, Retrieved from: <https://www.unpri.org/policy/regulation-database>

PWC (2021), *Beyond compliance: Consumers and employees want business to do more on ESG*

How business can close the expectations gap. Retrieved from: <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/library/consumer-intelligence-series/consumer-and-employee-esg-expectations.html>

SSE initiative (2019). *United Nations SSE initiative: 10 Years of Impact and Progress*, Retrieved from: <https://sseinitiative.org/publication/united-nations-sse-initiative-10-years-of-impact-and-progress/>

State Street Global Advisors,(2021). *Reforming for the future, ESG's place in investments portfolio. Today and tomorrow*. Retrieved from: <https://documentcloud.adobe.com/link/track?uri=urn:aaid:scds:US:7bfc4e8c-8479-3622-ba83-36ee9269e659>

Sustainable Stock Exchange Initiative (2019). Stock Exchange Database. Retrieved from: <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/>

Steen, M., Moussawi, J. T., & Gjolberg, O. (2020). Is there a relationship between Morningstar's ESG ratings and mutual fund performance?. *Journal of Sustainable Finance & Investment* , 10 (4), 349-370

The Board of the International Organization of Securities Commission, (2021). *ESG Ratings and Data Service Providers*, Retrieved from: <https://acrobat.adobe.com/link/track?uri=urn:aaid:scds:US:101fb4ce-f696-3737-812b-73651168a220>

The Climate Bonds Initiative (2020), *Green Bond Treasurer Survey*, Retrieved from: <https://www.climatebonds.net/files/reports/climate-bonds-gb-treasurer-survey-2020-14042020final.pdf>

The KPMG, CLP and HKICS Survey on ESG, (2018), *ESG a view from the top*, Retrieved from: https://www.cgiglobal.org/media/bhfltir0/esg_survey_report_en.pdf

The WFE Communications Team (2018). *The World Federation of Exchanges publishes revised ESG Guidance & Metrics*. Retrieved from: <https://www.world-exchanges.org/news/articles/world-federation-exchanges-publishes-revised-esg-guidance-metrics>

Valente A. & Atkinson D. (2019). Sustainability in Business: A Millennials' Perspective, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 15(6), 293-304.

U.S. Securities and Exchange Commission Asset Management Advisory Committee (2021). *Recommendations for ESG* , Retrieved from: <https://www.sec.gov/files/spotlight/amac/recommendations-esg.pdf>

Weinstein G., de Wied H., & Richter P., (2019). The Road Ahead for Shareholder Activism" *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Retrieved from: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/13/the-road-ahead-for-shareholder-activism/>

Witold J. H & McGlinch J. (2019). ESG, Material Credit Events, and Credit Risk, *Journal of Applied Corporate Finance*, 31,17–105.