



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ
ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ESG ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΕΠΙΔΟΣΗ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ
ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ**

της

ΕΛΕΝΗΣ ΔΕΒΕΤΖΗ

Επιβλέπων Καθηγητής: Ευστράτιος Λιβάνης

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην
Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

Νοέμβριος, 2022

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα πρωτίστως να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Ευστράτιο Λιβάνη, για την καθοδήγηση, την άψογη συνεργασία και τις πολύτιμες συμβουλές που μου προσέφερε κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

Ακόμη, οφείλω να ευχαριστήσω όλους τους διδάσκοντες καθηγητές του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών για τη γνώση που μας μετέδωσαν και τη συμβολή τους στην επιτυχή ολοκλήρωση του προγράμματος.

Τέλος, δε θα μπορούσα να μην εκφράσω ευγνωμοσύνη στους γονείς και το φιλικό μου περιβάλλον για την ανεκτίμητη συμπαράσταση και εμπύχωση που παρείχαν κατά τα φοιτητικά μου έτη.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Κύριος σκοπός της παρούσας εργασίας αποτελεί ο προσδιορισμός της σχέσης μεταξύ της βαθμολογίας ESG των ελληνικών εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και της χρηματοοικονομικής τους επίδοσης την τελευταία πενταετία. Επίσης, καλύπτεται το εννοιολογικό πλαίσιο του ESG και παρέχονται πληροφορίες σχετικά με τα κίνητρα εφαρμογής των πρακτικών ESG από την πλευρά των εταιριών και του επενδυτικού κοινού. Παράλληλα, αναλύεται το έργο των παρόχων βαθμολόγησης και εξετάζεται η έρευνα πολλαπλών εργασιών επί του θέματος των σχέσεων του ESG και της επιρροής του στα χρηματοοικονομικά μεγέθη των εταιριών. Αναφορικά με το ερευνητικό κομμάτι, η παρούσα εργασία επιχειρεί να εντοπίσει τη φύση της σχέσης μεταξύ της χρηματοοικονομικής επίδοσης, που εκφράζεται με τους δείκτες ROA και Tobin's q, και των πρακτικών ESG συνολικά αλλά και μεμονωμένα ανά πυλώνα, περιβάλλον, κοινωνία και διακυβέρνηση. Για το σκοπό αυτό, εξάγονται οι βαθμολογίες ESG 21 εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2016-2020, οι οποίες συσχετίζονται με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες των εταιριών της περιόδου 2017-2021. Με βάση τα αποτελέσματα των γραμμικών παλινδρομήσεων στο πρόγραμμα SPSS προκύπτει στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής επίδοσης και του περιβαλλοντικού και κοινωνικού πυλώνα, ενώ το συνολικό ESG Score φαίνεται πως επηρεάζει αρνητικά τις δύο χρηματοοικονομικές μεταβλητές χωρίς όμως η σχέση αυτή να διακρίνεται από στατιστική σημαντικότητα. Δεδομένου ότι η πλειάδα των ερευνών προσδιόρισε θετική σχέση μεταξύ των υπό έλεγχο μεταβλητών, παρά την ύπαρξη αντιφατικών βέβαια αποτελεσμάτων, συνίσταται η μελλοντική διερεύνηση του θέματος με αυξημένο δείγμα εταιριών και χρονικού διαστήματος, ώστε να μπορεί να αποδοθεί απάντηση στο ερευνητικό ερώτημα.

Λέξεις κλειδιά: Βιωσιμότητα, ESG, χρηματοοικονομική επίδοση, ESG βαθμολογίες

ABSTRACT

The main purpose of this dissertation is to determine the relationship between the ESG rating of Greek companies listed in the Athens Stock Exchange and their financial performance over the last five years. Also, the conceptual framework of ESG is covered and information is provided on the companies and investors' incentives to implement ESG practices. At the same time, the work of rating providers is analyzed and the various research on ESG relationships and its impact on companies' financial figures is examined. Regarding the research part, this paper attempts to identify the nature of the relationship between financial performance, measured by ROA and Tobin's q indicators, and ESG practices as a whole and individually by pillar, environment, society and governance. For this purpose, ESG scores of 21 listed companies on the Athens Stock Exchange for the period 2016-2020 are extracted, which correlate with the financial indicators of the companies for the period 2017-2021. Based on the results of the linear regressions in the SPSS program, a statistically significant and negative relationship between financial performance and the environmental and social pillar emerges, while the overall ESG score appears to negatively affect the two financial variables, but this relationship is not distinguished by statistical significance. Given that the number of surveys identified a positive relationship between the under-control variables, despite the existence of contradictory results, it is recommended that the future studies will be carried out with an increased sample of companies and time periods, in order to answer the research question.

Keywords: Sustainability, ESG, financial performance, ESG ratings

Πίνακας περιεχομένων

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	ii
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	iii
ABSTRACT	iv
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	3
1.1. Ιστορική Αναδρομή	3
1.2. CSR.....	6
1.3. Κατευθυντήριες Γραμμές Δημοσιοποίησης Πληροφοριών	7
2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΟΡΙΣΜΟΙ ESG	10
2.1. Πυλώνες - Ανάλυση Δείκτη ESG.....	10
2.2. Υπολογισμός και αξιολόγηση ESG Score.....	14
2.3. Ουσιώδεις (material) και μη πληροφορίες ESG.....	18
3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΦΑΡΜΟΓΗ ESG ΠΡΑΚΤΙΚΩΝ ΚΑΙ Η ΣΧΕΣΗ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΞΙΑ.....	22
3.1. Εφαρμογή πρακτικών ESG από την πλευρά των επιχειρήσεων	22
3.2. Εφαρμογή ESG στις επενδυτικές αποφάσεις	25
3.3. Επισκόπηση ερευνών μελέτης της επιρροής των ESG κριτηρίων στη χρηματοοικονομική εικόνα των εταιριών.....	30
3.4. Εξέλιξη και εφαρμογή κριτηρίων ESG από τους οίκους αξιολόγησης.....	35
3.5. Προκλήσεις αναφορικά με τα ESG Scores.....	37
3.6. Παραδείγματα εταιριών αποτυχημένης εφαρμογής βιωσιμότητας και η έννοια του greenwashing	38
3.7. Σχέση διαφωνίας αξιολόγησης ESG, γνωστοποιήσεων και αποδόσεων μετοχών	40
3.8. Ανάγκη ύπαρξης ενιαίου και υποχρεωτικού πλαισίου γνωστοποιήσεων.....	45
4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ESGP - FINP	48
4.1. Σχεδιασμός της έρευνας και άντληση δεδομένων	48
4.2. Επιλογή μεταβλητών και μεθοδολογία έρευνας.....	49
4.3. Αποτελέσματα παλινδρομήσεων	51
5. ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	56
5.1. Συζήτηση αποτελεσμάτων.....	56
5.2. Περιορισμοί έρευνας	57
5.3. Προτάσεις μελλοντικής έρευνας	58
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ	59
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ.....	70

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Τα δέκα βασικά κριτήρια της βαθμολογίας ESG της Refinitiv.....	49
Πίνακας 2: Εξήγηση μεταβλητών έρευνας	51
Πίνακας 3: Descriptive statistics table	52
Πίνακας 4: Pearson Correlation matrix	53
Πίνακας 5: Regression analysis FINP, ESG Scores and Control Variables	54
Πίνακας 6: Regression analysis ESG Scores and Control Variables	55
Πίνακας 7: Regression of dependent variable ROA and independent ESGP	70
Πίνακας 8: Regression of dependent variable ROA and independent ENS	70
Πίνακας 9: Regression of dependent variable ROA and independent SOS.....	70
Πίνακας 10: Regression of dependent variable ROA and independent GS.....	71
Πίνακας 11: Regression of dependent variable Tobin's q and independent ESGP.....	71
Πίνακας 12: Regression of dependent variable Tobin's q and independent ENS	71
Πίνακας 13: Regression of dependent variable Tobin's q and independent SOS	72
Πίνακας 14: Regression of dependent variable Tobin's q and independent GS.....	72
Πίνακας 15: Regression of dependent variable ESGP and control variables	72
Πίνακας 16: Regression of dependent variable ENS and control variables.....	73
Πίνακας 17: Regression of dependent variable SOS and control variables.....	73
Πίνακας 18: Regression of dependent variable GS and control variables	73

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Ρυθμός αύξησης του ESG reporting σε παγκόσμιο επίπεδο (2000 – 2021)	5
Διάγραμμα 2: Μέση συσχέτιση διαφωνίας αξιολόγησης ESG ανά κλάδο	44

Κατάλογος Εικόνων

Εικόνα 1: The Sustainable Development Goals - Agenda 2030	4
Εικόνα 2: Ανάλυση ESG παραγόντων	12
Εικόνα 3: Δομή ID Δεικτών	13
Εικόνα 4: Πλαίσιο βαθμολογίας ESG και επισκόπηση διαδικασίας του δείκτη MSCI.....	14

Εικόνα 5: MSCI ESG Score scale	15
Εικόνα 6: Μεθοδολογία της Refinitiv για τον υπολογισμό του ESG Score	16
Εικόνα 7: Refinitiv ESG Score scale	17
Εικόνα 8: Sector Level Materiality Map	20
Εικόνα 9: MSCI ESG Industry Materiality Map με παράδειγμα τον κλάδο των κατασκευαστικών υλικών	21

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η πρακτική ESG, και σε ευρύτερο πλαίσιο η μέτρηση της βιωσιμότητας, έχει αναδειχθεί σε έναν ιδιαίτερα ενδιαφέρον παράγοντα των επενδυτικών αποφάσεων, καθώς παρατηρείται ολοένα και περισσότερο αυξημένη ζήτηση για τη συμπερίληψη αυτών των πληροφοριών στις γνωστοποιήσεις των εταιριών, σε αντιστοιχία με τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες, ώστε να είναι εφικτή η σύγκριση μεταξύ αυτών. Πέρα από το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού, και οι ίδιες οι εταιρίες έχουν αντιληφθεί ότι η ανησυχία για τα ζητήματα περιβάλλοντος, κοινωνίας και διακυβέρνησης αλλά και οι δράσεις επί αυτών αποτελούν κάτι περισσότερο από απλά ευθύνη. Δίνεται δηλαδή η δυνατότητα μέσω αυτών οι εταιρίες να ενισχύσουν την εμπιστοσύνη τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό τους περιβάλλον αλλά και να οικοδομήσουν ένα πιο βιώσιμο μέλλον.

Η παρούσα εργασία επιχειρεί να εξετάσει κατά πόσον επιδρά η βαθμολογία ESG στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις των εισηγμένων εταιριών και συγκεκριμένα αυτών που ενσωματώνονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Το ερώτημα αυτό έχει απασχολήσει πλειάδα ερευνητών, οι οποίοι προσπαθούν να διαλευκάνουν τη σχέση μεταξύ των συγκεκριμένων μεταβλητών αλλά και να προσδιορίσουν την κατεύθυνση αυτής. Επομένως, η εργασία αποτελείται από τα εξής τέσσερα μέρη:

Στο 1^ο Κεφάλαιο, παρέχεται η βιβλιογραφική επισκόπηση, με αναφορά στην ιστορική αναδρομή του δείκτη ESG αλλά και στην ανάλυση της έννοιας του CSR όπως και των διαφορών του με το ESG. Ακόμη, αναλύονται ορισμένα από τα υπάρχοντα πρότυπα γνωστοποίησης πληροφοριών ESG, τα οποία χρησιμοποιούν οι εταιρίες κατά τη σύνταξη των εκθέσεων βιωσιμότητας (sustainability reports).

Στο 2^ο Κεφάλαιο, αποσαφηνίζεται ο ορισμός του δείκτη ESG ενώ παρουσιάζονται διακριτά οι τρεις επιμέρους πυλώνες που τον απαρτίζουν. Επιπλέον, γίνεται αναφορά στον τρόπο υπολογισμού του από τους οργανισμούς αξιολόγησης, παρέχοντας ως παράδειγμα τη μεθοδολογία από τη MSCI και τη Refinitiv. Διατυπώνεται ακόμη το ζήτημα του καθορισμού της ουσιώδους μη χρηματοοικονομικής πληροφορίας και τονίζεται η σημαντικότητά της για το επενδυτικό κοινό.

Στο 3^ο Κεφάλαιο, μελετάται η εφαρμογή των πρακτικών ESG τόσο από την πλευρά των επιχειρήσεων, αναφορικά με τη δημιουργία κυρίως ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, όσο και από την πλευρά των επενδυτών, ως προς τον τρόπο και τα κίνητρα χρησιμοποίησης των συγκεκριμένων πληροφοριών. Επιπλέον, αναλύεται πλειάδα εργασιών που μελέτησαν τη σχέση μεταξύ των ESG κριτηρίων και της χρηματοοικονομικής επίδοσης των εταιριών αλλά και τονίζεται ότι η πλειοψηφία αυτών εμφανίζει την υπό εξέταση σχέση θετική, παρά την ύπαρξη εργασιών που καταλήγει σε αμφιλεγόμενα αποτελέσματα. Γίνεται ακόμη αναφορά στην εξέλιξη των οργανισμών αξιολόγησης ESG πληροφοριών, ως επακόλουθο της αυξημένης ζήτησης από την πλευρά των επενδυτών, καθώς και στις προκλήσεις που συνοδεύουν την τελική βαθμολογία ESG. Επίσης, ορίζεται το φαινόμενο του greenwashing, με την παροχή παραδειγμάτων εταιριών που δεν ανταποκρίθηκαν επιτυχημένα σε καίρια ζητήματα βιωσιμότητας. Τέλος, αναλύεται το ζήτημα της διαφωνίας αξιολόγησης ESG πρακτικών, το αντίκτυπό της όπως και η ανάγκη ύπαρξης ενιαίου πλαισίου γνωστοποίησης μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών, ώστε να καταρριφθούν οι προκλήσεις που συνδέονται με αυτές.

Το 4^ο Κεφάλαιο, πραγματεύεται το σχεδιασμό του ερευνητικού μέρους της εργασίας και τη μεθοδολογία του, που βασίστηκε στην έρευνα του Velte (2017), ενώ τα δεδομένα ESG αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της Refinitiv. Αναφέρονται ακόμη τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων για τον προσδιορισμό της σχέσης μεταξύ ESG κριτηρίων και της χρηματοοικονομικής επίδοσης των υπό εξέταση εταιριών.

Στο 5^ο και τελευταίο κεφάλαιο, αναλύονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τα αποτελέσματα της σχέσης μεταξύ των υπό εξέταση μεταβλητών, γίνεται αναφορά στους περιορισμούς που προέκυψαν από τη διαδικασία της έρευνας αλλά και τίθενται προτάσεις για μελλοντική διερεύνηση επί του θέματος. Τέλος, δίνεται μία εικόνα της τρέχουσας πορείας του εγχειρήματος δημιουργίας κοινών προτύπων γνωστοποίησης μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών.

1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

1.1. Ιστορική Αναδρομή

Αν και η αναφορά στην έννοια του ESG είναι πλέον αρκετά γνώριμη στο επενδυτικό και μη κοινό, σε ένα περιβάλλον έντονα επηρεασμένο από τα κοινωνικοοικονομικά αποτελέσματα των τρεχόντων συγκυριών και με τα περιβαλλοντικά θέματα να αναδύονται στην επιφάνεια των συζητήσεων, τα ζητήματα βιωσιμότητας (sustainability) αναδεικνύονται πιο επίκαιρα από ποτέ. Η έννοια του ESG συνδέεται στενά με την αποκαλούμενη Κοινωνικά Υπεύθυνη Επένδυση - KYE (Socially Responsible Investing – SRI), η οποία πρωτοεμφανίστηκε ήδη από τη δεκαετία του 1960 ως απόρροια της Βιομηχανικής Επανάστασης και των δραστικών αλλαγών που έφερε στο προσκήνιο¹.

Ένα όμως από τα σημαντικά γεγονότα που οδήγησαν εν τέλει στη δημιουργία του τρίπτυχου ESG, με τη σημερινή του έννοια, αποδίδεται στην πρωτοβουλία των Ηνωμένων Εθνών - ΗΕ (United Nations – UN) και την κινητοποίηση 20 χρηματοοικονομικών οργανισμών να υπογραφεί το 2000 το Οικουμενικό Σύμφωνο (Global Compact). Το Global Compact αποτέλεσε ένα κάλεσμα προς τις επιχειρήσεις να ευθυγραμμίσουν τη στρατηγική και τη λειτουργία τους αλλά και να αναλάβουν δράση με κατεύθυνση προς τις 10 Αρχές του, που περιλάμβαναν τη διασφάλιση των ανθρωπίνων δικαιωμάτων, τα εργασιακά και περιβαλλοντικά ζητήματα αλλά και τη μείωση της διαφθοράς. Λίγο αργότερα, το 2004, μέσω του Global Compact, δημιουργήθηκε το report “Who Cares Wins– Connecting Financial Markets to a Changing World”, το οποίο ανέδειξε το ακρωνύμιο ESG και προσέφερε οδηγίες στις επιχειρήσεις ως προς τον τρόπο ενσωμάτωσής του στα επιχειρηματικά τους μοντέλα (Gillan et al., 2021). Σήμερα μάλιστα, το Global Compact ξεπερνά τις 20.500 υπογραφές εταιριών από 160 χώρες και τις 94 στον ελλαδικό χώρο.² Το Σεπτέμβριο του 2015, και τα 193 κράτη μέλη των Ηνωμένων Εθνών ενέκριναν ένα σχέδιο, την Ατζέντα 2030» (Agenda “2030”), για την επίτευξη ενός καλύτερου μέλλοντος, χαράσσοντας μια πορεία για τα επόμενα 15 χρόνια. Στο επίκεντρο της «Ατζέντας 2030» βρίσκονται οι 17 Στόχοι Βιώσιμης Ανάπτυξης – ΣΒΑ (Sustainable Development Goals – SDGs) που καθορίζουν με σαφήνεια το σχέδιο αυτό. Η εκπλήρωση αυτών των φιλοδοξιών θα απαιτήσει

¹ [A History of How Modern ESG Came to Be](#)

² [United Nations Global Compact. Our Participants](#)

μία προσπάθεια από όλους τους τομείς της κοινωνίας ενώ και οι επιχειρήσεις θα συντελέσουν σημαντικά στη διαδικασία³.



Εικόνα 1: The Sustainable Development Goals - Agenda 2030

Πηγή: [United Nations Global Compact. The SDGs Explained for Business](#)

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, ενώ λιγότερες από 20 εταιρίες δημοσιοποίησαν δεδομένα ESG, ο αντίστοιχος αριθμός δημοσιοποίησης αναφορών βιωσιμότητας είχε αυξηθεί σε σχεδόν 9.000 έως το 2016. Οι υπογράφωντες τις Αρχές των Ηνωμένων Εθνών για τις Υπεύθυνες Επενδύσεις (Responsible Investments), που δρομολογήθηκαν το 2006, δεσμεύτηκαν να ενσωματώσουν τα ζητήματα ESG στις πολιτικές και τις πρακτικές τους για την ανάλυση των επενδύσεων και την ιδιοκτησία (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). Από την αρχή του 2022, η πρωτοβουλία για τις Αρχές Υπεύθυνης Επένδυσης (Principles for Responsible Investment – PRI)⁴, έχει ξεπεράσει τις 5.000 υπογραφές, που αντιπροσωπεύουν συνολικά περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση αξίας περίπου 121 τρις δολάρια⁵.

Η μετάβαση σε βιώσιμες επενδύσεις είναι τόσο ισχυρή επειδή καθοδηγείται από τη ζήτηση και το ενδιαφέρον των επενδυτών, οι οποίοι κατευθύνουν ένα ολοένα αυξανόμενο ποσοστό των χαρτοφυλακίων τους προς βιώσιμες στρατηγικές, καθώς προσπαθούν να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαιά τους για να βοηθήσουν στη δημιουργία ενός πιο βιώσιμου κόσμου⁶. Το ενδιαφέρον των επενδυτών για τα δεδομένα ESG αυξήθηκε ραγδαία και τονίζεται από το γεγονός ότι μόνο στις Η.Π.Α. το 2019, 300 αμοιβαία κεφάλαια με δεσμεύσεις ως προς το ESG έλαβαν συνολικά 20,6 δις δολάρια σε καθαρές ροές, δηλαδή 4 φορές το σύνολο του 2018⁷ (Gillan et al., 2021). Το 2020, η άνοδος ξεπέρασε τα 50 δις ενώ το 2021 έκλεισε με αυξημένο

³ [United Nations Global Compact. The SDGs Explained for Business](#)

⁴ Αποτελεί μία συμφωνία για την ενσωμάτωση θεμάτων ESG / CSR στις διαδικασίες ανάλυσης επενδύσεων και λήψης αποφάσεων.

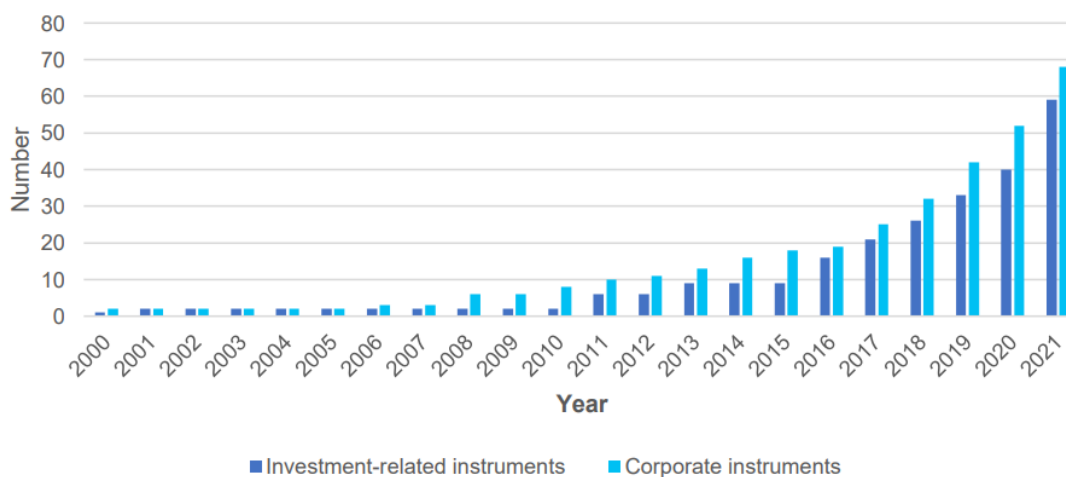
⁵ [UN Principles for Responsible Investment](#)

⁶ [J.P. Morgan Asset Management \(2022, February\). Five reasons why the future of ESG investing is long term](#)

⁷ [Morningstar \(2020, January\). Sustainable Fund Flows in 2019 Smash Previous Records](#)

αριθμό κεφαλαίων κατά 70 δις δολάρια σε σχέση με το 2020, αγγίζοντας συνολικά τα 357 δις δολάρια⁸. Επιπλέον, πάνω από 600 δις δολάρια παγκοσμίως εισέρρευσαν σε κεφάλαια που εστιάζουν στα κριτήρια ESG το 2021⁹, συμβάλλοντας στην αύξηση κατά 55% των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων που ακολουθούν την πολιτική του ESG. Ενδεικτικά, τα παγκόσμια περιουσιακά στοιχεία των αμοιβαίων κεφαλαίων ESG αυξήθηκαν σε 2,74 τρις δολάρια το Δεκέμβριο του 2021, από 1,65 τρις δολάρια στο τέλος του 2020 (και 1,28 τρις δολάρια στο τέλος του 2019)⁸.

Όσον αφορά το 2022, τα παγκόσμια βιώσιμα κεφάλαια προσέλκυσαν καθαρές ροές ύψους 32,6 δις δολαρίων το δεύτερο τρίμηνο του 2022, αντιπροσωπεύοντας πτώση 62% σε σχέση με τις ροές ύψους 87 δις δολαρίων το πρώτο τρίμηνο, σύμφωνα με την Morningstar Manager Research. Ωστόσο, η εταιρία δήλωσε στην τριμηνιαία έκθεσή της (Global Sustainable Fund Flows) ότι εν μέσω ανησυχιών των επενδυτών λόγω της τρέχουσας πολιτικοοικονομικής συγκυρίας, τα βιώσιμα κεφάλαια εξακολουθούν να βρίσκονται σε θετικό σημείο, σε σχέση με την ευρύτερη αγορά. Συνολικά, τα βιώσιμα αμοιβαία κεφάλαια αντιπροσώπευαν περισσότερο από το 18% του ενεργητικού των ευρωπαϊκών ταμείων στο τέλος Ιουνίου 2022, σημειώνοντας αύξηση κατά 1 ποσοστιαία μονάδα από τρίμηνο σε τρίμηνο. Η Morningstar αναμένει ότι αυτό το ποσοστό θα συνεχίσει να αυξάνεται τα επόμενα τρίμηνα, καθώς η προτίμηση των επενδυτών για στρατηγικές που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα συνεχίζει να αυξάνεται¹⁰.



Διάγραμμα 1: Ρυθμός αύξησης του ESG reporting σε παγκόσμιο επίπεδο (2000 – 2021)

Πηγή: [Principles for Responsible Investment. Review of trends in ESG reporting](#)

⁸ [SustainFi \(2022, July\). 30 ESG and Sustainable Investing Statistics](#)

⁹ Τα κεφάλαια ESG αντιπροσωπεύουν πλέον το 10% των περιουσιακών στοιχείων των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως ([Thomson Reuters \(2021, December\). Analysis: How 2021 became the year of ESG investing](#))

¹⁰ [IPE \(2022, July\). Global sustainable fund flows and assets drop 62%](#)

Στο παραπάνω γράφημα παρουσιάζεται η σωρευτική τάση του συνολικού αριθμού γνωστοποίησης πληροφοριών ESG (ESG reporting), με διάκριση μεταξύ εταιρικών και θεσμικών οργανισμών ενώ παρατηρείται ότι υπήρξε σαφής επιτάχυνση της ανάπτυξης και για τους δύο τύπους οργανισμών τα τελευταία 20 χρόνια¹¹.

1.2. CSR

Η αρχική προσέγγιση του SRI αποτυπώθηκε με τη θεμελίωση του CSR (Corporate Social Responsibility), το οποίο κατά την πρώτη του εμφάνιση έλαβε κριτική από αρκετούς ακαδημαϊκούς της εποχής, όπως τον Milton Friedman, που αντιτάσσονταν σφοδρά στην ιδέα του CSR, βασιζόμενος στο επιχείρημα ότι αποτελεί άδικο και δαπανηρό βάρος για τους μετόχους, το οποίο δε σχετίζεται άμεσα με το συμφέρον τους. Σύμφωνα με τον Friedman, *“η μόνη Κοινωνική Εταιρική Ευθύνη (CSR) της επιχείρησης είναι να χρησιμοποιεί τους πόρους της και να απασχολείται με δραστηριότητες, σχεδιασμένες για τη μεγιστοποίηση του κέρδους της”* (Friedman, M. (1970) The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine*). Υποστήριζε ότι το CSR έρχεται σε σύγκρουση με τη θεωρία των μετόχων (shareholder theory), με βάση την οποία, καθήκον των διοικούντων της εταιρίας είναι να πράττουν με σκοπό το όφελος των μετόχων. Επιπλέον, υποστήριζε ότι η εφαρμογή του CSR επιβάλλει αδικαιολόγητη και θεμελιωδώς αντιδημοκρατική φορολογία στους μετόχους, ότι το κόστος υλοποίησής του υπερτερεί των όποιων δυνητικών απτών οφελών και ότι, λόγω αυτού, συνιστά κακή κατανομή και χρήση πολύτιμων εταιρικών πόρων (Brooks & Oikonomou, 2018; Friedman, 1970).

Η αντίθετη θέση όμως, σε αυτή την άποψη, είναι πως το CSR μπορεί να φαίνεται ότι συγκρούεται με την θεωρία των μετόχων, αλλά συμμορφώνεται με τη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholder theory), η οποία λαμβάνει υπόψη και άλλους ενδιαφερόμενους πέραν των μετόχων, όπως εργαζόμενοι, προμηθευτές, επενδυτές, κοινότητες κ.ά. Κατά συνέπεια, το CSR κατέχει σημαντική θέση, καθώς οι επιχειρήσεις έχουν ευθύνη απέναντι σε οποιοδήποτε πρόσωπο ή οντότητα που επηρεάζεται από τις δραστηριότητές τους (Fatemi et al., 2015).

Με την πάροδο των ετών, η έννοια του CSR έχει αναπτυχθεί και συσχετιστεί με περισσότερο ευρείς οργανωσιακούς στόχους, όπως η φήμη και η διαχείριση των ενδιαφερόμενων

¹¹ [Principles for Responsible Investment. Review of trends in ESG reporting requirements](#)

μερών σε μία επιχείρηση (Lee, 2008). Παράλληλα, έχει ταυτιστεί με την έκφραση “*doing well by doing good*”, που περιγράφει μία κατάσταση “*Win-win*” ενώ έχει αποδειχθεί ότι η βελτίωση του CSR σε μία εταιρία μπορεί να αυξήσει την αξία των μετόχων υπό συγκεκριμένες συνθήκες (Krüger, 2015; Bénabou & Tirole, 2010).

Λαμβάνοντας υπόψη τους MacNeil & Esser (2022), τις τελευταίες δεκαετίες το CSR συνυπάρχει με το ESG ενώ παράλληλα πολλοί ερευνητές ταυτίζουν την έννοιά τους. Παρά τις όποιες ομοιότητες όμως, διαφέρουν σημαντικά, καθώς το CSR πλαισιώνεται γύρω από την ηθική επιλογή και δεν έχει ως στόχο την επίτευξη χρηματοοικονομικής απόδοσης. Από την άλλη πλευρά, η ενσωμάτωση του ESG στην επενδυτική διαδικασία επικεντρώνεται στη βελτίωση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων, περιορίζοντας τον κίνδυνο που σχετίζεται με τους συγκεκριμένους παράγοντες. Επομένως, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η κύρια απόκλιση των δύο συχνά ταυτόσημων εννοιών αποτελεί το γεγονός ότι CSR προσεγγίζει τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης έμμεσα και πλαισιώνεται γύρω από τους δύο πρώτους πυλώνες (E & S) ενώ το ESG συμπεριλαμβάνει ρητά τον παράγοντα της εταιρικής διακυβέρνησης (Ξανθάκου, 2020).

1.3. Κατευθυντήριες Γραμμές Δημοσιοποίησης Πληροφοριών

Υπάρχουν πολλαπλά πλαίσια που σχετίζονται με το ESG και που έχουν εξελιχθεί με την πάροδο των ετών ενώ παράλληλα το καθένα μετρά το ESG με το δικό του τρόπο. Αν και αυτά τα πλαίσια προς το παρόν δεν είναι δεσμευτικά, αντιπροσωπεύουν σύνολα βέλτιστων πρακτικών που μπορούν να βοηθήσουν τους οργανισμούς να συμμορφωθούν με δεσμευτικές, νομικές απαιτήσεις σε δικαιοδοσίες σε όλο τον κόσμο, όπως η οδηγία της ΕΕ για τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών (EU Non-Financial Reporting Directive) και ο κανονισμός της ΕΕ για την ταξινόμηση (EU Taxonomy Regulation). Ενδεικτικά, με βάση τη βιβλιογραφία, τα κυριότερα από αυτά τα πλαίσια είναι τα παρακάτω:

- ✓ GRI – Global Reporting Initiative
- ✓ SASB – Sustainability Accounting Standards Board
- ✓ IIRC – International Integrated Reporting Council
- ✓ CDP – Carbon Disclosure Project
- ✓ TCFD – Task Force on Climate-related Financial Disclosures
- ✓ CDSB – Climate Disclosure Standards Boards
- ✓ WEF Stakeholder Metrics

Στο ελληνικό επενδυτικό τοπίο, το ΧΑΑ έχει δημιουργήσει έναν Οδηγό Δημοσιοποίησης Πληροφοριών ESG, για τον οποίο χρησιμοποίησε αρκετά από τα παραπάνω διεθνή αλλά και εθνικά πλαίσια αναφοράς και δημοσιοποίησης πληροφοριών. Ένα ιδιαίτερος συχνά αναφερόμενο πλαίσιο αποτελεί η πρωτοβουλία **Global Reporting Initiative (GRI)**, που συνθέτει πρότυπα για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών σχετικά με τη βιώσιμη ανάπτυξη και παράλληλα παρέχει καθοδήγηση σε εταιρίες που δημοσιοποιούν τις επιπτώσεις τους σε οικονομικό, περιβαλλοντικό και κοινωνικό επίπεδο. Υπάρχουν τρία καθολικά πρότυπα που ισχύουν για κάθε εταιρία και παρέχουν οδηγίες ως προς τον τρόπο χρήσης των προτύπων και δημοσιοποίησης των σχετικών πληροφοριών, για τη διαχείριση των ουσιαστικών θεμάτων τους. Τα πρότυπα αυτά βασίστηκαν σε εκτενείς παρατηρήσεις διαφόρων ενδιαφερομένων μερών, και έτσι καθιερώθηκαν ως ένα αξιόπιστο και αποτελεσματικό σύνολο προτύπων, με σκοπό να εξυπηρετήσουν το δημόσιο συμφέρον.

Επιπλέον, ακόμη ένας οργανισμός που αναπτύσσει πρότυπα για τη βιώσιμη ανάπτυξη είναι το Συμβούλιο Αειφορίας Λογιστικών Προτύπων (**Sustainability Accounting Standards Board - SASB**), το οποίο υποβοηθά τις εταιρίες στη δημοσιοποίηση οικονομικά σημαντικών πληροφοριών γύρω από τη βιωσιμότητα αλλά και που είναι ιδιαίτερα χρήσιμες στις αποφάσεις των επενδυτών. Το SASB περιλαμβάνει 26 ζητήματα βιωσιμότητας που πλαισιώνονται γύρω από τους εξής πέντε άξονες βιώσιμης ανάπτυξης: Περιβάλλον, κοινωνικό κεφάλαιο, ανθρώπινο κεφάλαιο, επιχειρηματικό μοντέλο και καινοτομία, καθώς και ηγεσία και διακυβέρνηση. Οι άξονες αυτοί διαμορφώθηκαν εστιάζοντας στα πλέον διαδεδομένα ζητήματα ESG και τα οποία είναι πιο πιθανό να έχουν οικονομικό αντίκτυπο για μια εταιρία. Το SASB αναγνωρίζει το γεγονός ότι επειδή υπάρχει πλειάδα πληροφοριών ESG και βιωσιμότητας που αποκαλύπτονται δημόσια, είναι πιθανό συχνά να προσδιοριστεί με δυσκολία ποιες πληροφορίες είναι περισσότερο χρήσιμες για τη λήψη αποφάσεων που σχετίζονται με την οικονομία. Επομένως, το SASB εντοπίζει σημαντικά οικονομικά ζητήματα, τα οποία είναι εύλογα πιθανό να επηρεάσουν την οικονομική κατάσταση ή τη λειτουργική απόδοση μιας εταιρίας και, ως εκ τούτου, είναι πιο σημαντικά για τους επενδυτές. Το έργο αυτό μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω ενός «χάρτη ουσιαστικότητας» (materiality finder), ο οποίος είναι διαθέσιμος στον ιστότοπο του SASB.¹²

Ακόμα μία σημαντική πρωτοβουλία αποτελεί το **Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)**, το οποίο ιδρύθηκε το 2015 από το Financial Stability Board (FSB) με σκοπό να αναπτύξει συστάσεις ως προς τις γνωστοποιήσεις των εταιριών, σχετικά με

¹² [SASB Standards. Materiality Finder](#)

την προσέγγισή τους στη διαχείριση των κινδύνων και των ευκαιριών βιωσιμότητας. Οι συστάσεις του TCFD κυμαίνονται γύρω από τέσσερις θεματικούς τομείς που αντιπροσωπεύουν βασικά στοιχεία του τρόπου λειτουργίας των εταιριών: διακυβέρνηση, στρατηγική, διαχείριση κινδύνων και μετρήσεις-στόχους. Οι τέσσερις συστάσεις είναι αλληλένδετες και υποστηρίζονται από 11 συνιστάμενες γνωστοποιήσεις, που διαμορφώνουν το πλαίσιο με πληροφορίες, οι οποίες θα βοηθήσουν τους επενδυτές και άλλους να κατανοήσουν τον τρόπο με τον οποίο οι οργανισμοί σκέφτονται και αξιολογούν τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που σχετίζονται με το κλίμα. Λειτουργούν ως «ευρέως αναγνωρισμένες έγκυρες οδηγίες για τη δημοσιοποίηση σημαντικών χρηματοοικονομικών πληροφοριών που σχετίζονται με το κλίμα» σύμφωνα με τις μη δεσμευτικές κατευθυντήριες γραμμές της Επιτροπής της ΕΕ για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών σχετικά με το κλίμα (οι οποίες συμπληρώνουν την NFRD).

Τέλος, ένας ακόμη αξιοσημείωτος οργανισμός που παρέχει το πληροφοριακό πλαίσιο για τη γνωστοποίηση πληροφοριών σχετικών με τις περιβαλλοντικές και κλιματικές αλλαγές ήταν το **Climate Disclosure Standards Board (CDSB)**. Κάποιοι από τους στόχους που είχε ο συγκεκριμένος οργανισμός ήταν να ευθυγραμμιστεί και να συμπληρώσει το στόχο της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, να ενθαρρύνει την τυποποίηση της υποβολής εκθέσεων σχετικά με τις περιβαλλοντικές πληροφορίες, να καταστήσει δυνατή και να ενθαρρύνει τη λήψη βιώσιμων αποφάσεων από τους επενδυτές σχετικά με την κατανομή των χρηματοπιστωτικών κεφαλαίων αλλά και να υποστηρίξει τη συμμόρφωση με τις κανονιστικές απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων παροχής περιβαλλοντικών πληροφοριών. Πλέον έχει ενοποιηθεί με το Ίδρυμα IFRS (IFRS Foundation) (από τις αρχές του 2022)¹³, παρέχοντας έτσι προσωπικό και πόρους για τη διαμόρφωση των νέων προτύπων **International Sustainability Standards Board (ISSB)**. Επιπλέον, πέρα από το CDSB, το IFRS Foundation έχει ενοποιηθεί με το Carbon Disclosure Project (CDP)¹⁴ και με το SASB (από τον Αύγουστο 2022)¹⁵ αλλά και έχει ανακοινώσει τη συνεργασία του με το GRI ήδη από το Μάρτιο 2022¹⁶.

¹³ [IFRS. Climate Disclosure Standards Board](#)

¹⁴ [IFRS \(2022, January\). IFRS Foundation completes consolidation of CDSB from CDP](#)

¹⁵ [SASB Standards. SASB Standards & Other ESG Frameworks](#)

¹⁶ [IFRS. International Sustainability Standards Board](#)

2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΟΡΙΣΜΟΙ ESG

2.1. Πυλώνες - Ανάλυση Δείκτη ESG

Το χρηματοοικονομικό μοντέλο των επενδύσεων ESG είναι πλέον η συνήθης προσέγγιση σε όλο τον κόσμο και αντικατοπτρίζεται στις αξιολογήσεις ESG, τους κώδικες, την καθοδήγηση και τους ρυθμιστικούς κανόνες. Επικεντρώνεται ιδιαίτερα στο ρόλο του κεφαλαίου και των επενδυτών σχετικά με την προώθηση της αλλαγής στις πρακτικές βιωσιμότητας και βασίζεται λιγότερο στο ρόλο της λήψης αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου και των διαχειριστικών καθηκόντων των διευθυντών (MacNeil & Esser, 2022). Ο ορίζοντας των σημερινών επενδυτών έχει αρχίσει να διαφοροποιείται ως προς την κατανόηση της αξίας των εταιριών και της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητάς τους. Η συμπερίληψη δεδομένων ESG παρέχει στους επενδυτές έναν τρόπο να αντιληφθούν σημαντικά ζητήματα της εταιρίας που δε συμπεριλαμβάνονται παραδοσιακά στις Οικονομικές της Καταστάσεις και που έχουν καθοριστική επίδραση στους κινδύνους και τις ευκαιρίες της¹⁷.

Επομένως, τα περιβαλλοντικά, κοινωνικά και διοικητικά κριτήρια (ESG) αποτελούν ένα σύνολο προτύπων αναφορικά με τη συμπεριφορά μιας εταιρίας και χρησιμοποιούνται από κοινωνικά συνειδητοποιημένους επενδυτές για τον έλεγχο πιθανών επενδύσεών τους. Οι επενδυτές ESG επιδιώκουν να διασφαλίσουν ότι οι εταιρίες που χρηματοδοτούν είναι υπεύθυνοι διαχειριστές του περιβάλλοντος, καλοί εταιρικοί πολίτες και καθοδηγούνται από υπόλογους διαχειριστές¹⁸.

Οι δείκτες **ESG** χωρίζονται σε τρεις βασικούς πυλώνες, που κάθε ένας περιλαμβάνει ένα εξεταζόμενο ζήτημα (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021):

➤ **Environment:** Αποτελεί το στοιχείο που καλύπτει τις επιχειρηματικές ενέργειες μιας επιχείρησης όσον αφορά την περιβαλλοντικής της ευθύνη. Το κριτήριο αυτό αντικατοπτρίζει το βαθμό στον οποίο μια εταιρία χρησιμοποιεί βέλτιστες πρακτικές για την αποφυγή και τη διαχείριση περιβαλλοντικών κινδύνων και περιλαμβάνει ζητήματα όπως:

- Εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα
- Καινοτομία προϊόντων

¹⁷ [Conservice ESG \(2022, March\). ESG scores: The good, the bad, & why they matter](#)

¹⁸ [Investopedia \(2022, September\). What Is Environmental, Social, and Governance \(ESG\) Investing?](#)

- Κλιματική αλλαγή
- Απόβλητα / ρύπανση
- Κατανάλωση πόρων

➤ **Social:** Το κριτήριο αυτό αντανακλά τη δέσμευση μιας επιχείρησης σχετικά με τα ενδιαφερόμενα μέλη της, όχι μόνο προς την κοινότητα στην οποία δραστηριοποιείται, αλλά και πέρα από αυτήν. Αντικατοπτρίζει τη φήμη μιας εταιρίας, που αποτελεί βασικό παράγοντα για τον προσδιορισμό της ικανότητάς της να παράγει μακροπρόθεσμη αξία. Ο σύνθετος δείκτης προκύπτει από μια σταθμισμένη βαθμολογία των πλεονεκτημάτων και των αδυναμιών μιας εταιρίας για θέματα που σχετίζονται με την κοινωνία:

- Εργασιακά πρότυπα
- Υγεία και ασφάλεια
- Διαφορετικότητα στο χώρο εργασίας
- Εργασιακές σχέσεις
- Ευθύνη του προϊόντος (product responsibility)

➤ **Governance:** Αυτή η συνιστώσα μετρά το βαθμό στον οποίο τα συστήματα και οι διαδικασίες μιας επιχείρησης εγγυώνται ότι τα μέλη και τα στελέχη του Διοικητικού Συμβουλίου της ενεργούν προς το συμφέρον των μετόχων της, ώστε να οραματιστούν μακροπρόθεσμες δραστηριότητες. Αναφέρεται στην ικανότητα μιας εταιρίας, μέσω της χρήσης βέλτιστων πρακτικών διαχείρισης, να κατευθύνει και να ελέγχει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της, με τη δημιουργία κινήτρων. Συμπεριλαμβάνει επομένως τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε μία εταιρία και σχετίζεται με:

- Δομή, μέγεθος και ποικιλομορφία του Διοικητικού Συμβουλίου και την ανεξαρτησία του
- Αμοιβές στελεχών
- Λογιστικές πρακτικές
- Δωροδοκία και διαφθορά



Εικόνα 2: Ανάλυση ESG παραγόντων

Πηγή: [Principles for Responsible Investment. Review of trends in ESG reporting](#)

Τοποθετώντας απλά την έννοια του ESG, αποτελεί ένα μέτρο έκθεσης της εταιρίας σε μακροπρόθεσμο περιβαλλοντικό, κοινωνικό και διακυβέρνησης κίνδυνο, στον οποίο πολλές φορές δε δίνεται η ανάλογη βαρύτητα κατά την παραδοσιακή χρηματοοικονομική ανάλυση. Αυτός ο κίνδυνος όμως περιλαμβάνει άξονες όπως η ενεργειακή αποδοτικότητα, η ασφάλεια των εργαζομένων και η ποικιλομορφία του Διοικητικού Συμβουλίου, οι οποίοι μπορεί να έχουν πολύ σημαντικές χρηματοοικονομικές επιπτώσεις.

Μία ισχυρή βαθμολογία ESG υποδεικνύει ότι η εταιρία καταφέρνει να διαχειριστεί ορθά τους κινδύνους ESG ενώ μία χαμηλή βαθμολογία αποκαλύπτει ότι έχει υψηλότερη μη διαχειριζόμενη έκθεση στο ρίσκο ESG συγκριτικά με τους ομολόγους της. Η αξιολόγηση και η βαθμολογία ESG, στην περίπτωση που συνδυάζεται με χρηματοοικονομική ανάλυση, μπορεί να παρέχει στους επενδυτές καλύτερη κατανόηση της μακροπρόθεσμης προοπτικής του οργανισμού¹⁹.

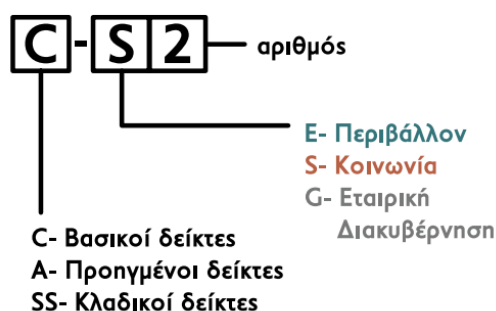
Με την αγορά να κατακλύζεται από την όλο και μεγαλύτερη εισαγωγή των ESG πληροφοριών, είναι αναγκαίο οι επενδυτές να έχουν στη διάθεσή τους τα απαραίτητα εργαλεία ώστε να μπορούν να εξετάσουν την επίδοση των εταιριών και από τη σκοπιά της βιωσιμότητας. Σε αντίθεση με τα χρηματοοικονομικά στοιχεία, για τα οποία έχουν εδραιωθεί συγκεκριμένα πρότυπα δημοσιοποίησης και λογιστικού χειρισμού (IFRS – International Financial Reporting Standards), δεν υπάρχει ακόμη επίσημη οδηγία ως προς τις μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες

¹⁹ [Conservice ESG \(2022, March\). ESG scores: The good, the bad, & why they matter](#)

προς δημοσιοποίηση και επομένως κάθε εταιρία επιλέγει τους δείκτες με βάση το δικό της επιχειρηματικό μοντέλο.

Όσον αφορά τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις, σημαντική είναι η συνεισφορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) με την παροχή Οδηγού Δημοσιοποίησης Πληροφοριών ESG (2022), ο οποίος στοχεύει τόσο στην απλοποίηση των πληροφοριών αυτών όσο και στην παροχή υποστήριξης στις εταιρίες και στο επενδυτικό κοινό. Με βάση τον Οδηγό του ΧΑΑ, οι δείκτες διακρίνονται σε γενικούς, που αφορούν το σύνολο της οικονομίας, και σε κλαδικούς, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στη δεύτερη κατηγορία. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, η δομή των κλαδικών δεικτών έχει ενδεικτικά την παρακάτω μορφή:

Δομή ID Δεικτών



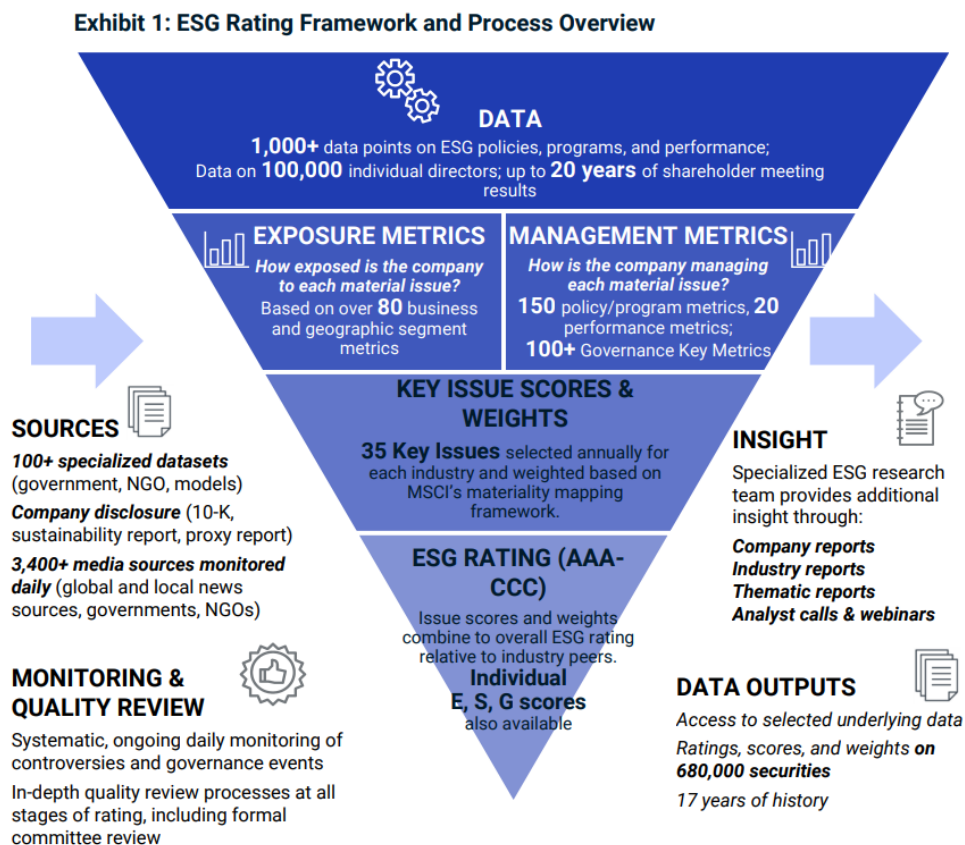
Εικόνα 3: Δομή ID Δεικτών

Πηγή: ATHEX Χρηματιστήριο Αθηνών (2022). Οδηγός Δημοσιοποίησης Πληροφοριών ESG.

Με την απουσία όμως υποχρεωτικής κοινής γραμμής υπολογισμού και γνωστοποίησης των πληροφοριών, ίσως το έργο των επενδυτών να καθίσταται ακόμα δυσκολότερο καθώς οι πληροφορίες αυτές δεν είναι συγκρίσιμες μεταξύ των εταιριών. Επιπλέον, οι επενδυτές, στοχεύοντας στην προστασία και την ανάπτυξη των κεφαλαίων τους, επιζητούν ισχυρές και αναλυτικές πληροφορίες σε πραγματικό χρόνο. Το ρόλο αυτό της δημιουργίας ενός κοινού σημείου αναφοράς (benchmark) έχουν αναλάβει οι οίκοι αξιολόγησης, με τους πιο γνωστούς στο χώρο να είναι η Bloomberg, MSCI, Morningstar (γνωστή προηγουμένως ως Sustainalytics), Refinitiv (γνωστή προηγουμένως ως Thomson Reuters Financial & Risk), S&P Global, Fitch Ratings και Moody's Investors Service.

2.2. Υπολογισμός και αξιολόγηση ESG Score

Κάθε οίκος αξιολόγησης ESG πληροφοριών αναπτύσσει μεμονωμένα κριτήρια για την αξιολόγηση της απόδοσης ESG με βάση δεδομένα που συλλέγονται από διάφορες πηγές, συμπεριλαμβανομένων των καταθέσεων τίτλων, των εκούσιων γνωστοποιήσεων από τις επιχειρήσεις, των κυβερνητικών βάσεων δεδομένων, της ακαδημαϊκής έρευνας και των αναφορών που προκύπτουν από τα μέσα ενημέρωσης. Οποιαδήποτε δεδομένα ESG που καθίστανται διαθέσιμα από μια επιχείρηση, ακολουθώντας κάποιο πλαίσιο γνωστοποίησης, αποτελούν πολύ σημαντική πηγή δεδομένων για τις περισσότερες εταιρίες αξιολόγησης. Μέσω αναλύσεων και αλγορίθμων, οι εταιρίες μετατρέπουν μετρήσεις ESG όπως οι εκπομπές άνθρακα μιας εταιρίας, η ποικιλομορφία του Διοικητικού Συμβουλίου ή οι διαδικασίες ασφαλείας, σε διακεκριμένες βαθμολογίες για το κάθε κριτήριο, οι οποίες στη συνέχεια συγχωνεύονται σε μια ενιαία κύρια βαθμολογία²⁰.



Εικόνα 4: Πλαίσιο βαθμολογίας ESG και επισκόπηση διαδικασίας του δείκτη MSCI

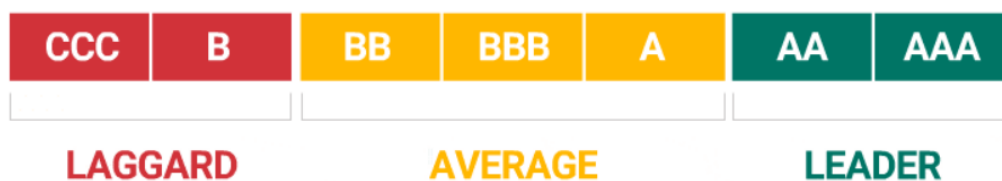
Πηγή: [MSCI ESG Research LLC \(2022, June\). MSCI ESG Ratings Methodology](#)

²⁰ [Conservice ESG \(2022, March\). ESG scores: The good, the bad, & why they matter](#)

Λαμβάνοντας ως παράδειγμα το δείκτη της Morgan Stanley Capital International (MSCI), παρατηρείται ότι εξετάζει χιλιάδες σημεία δεδομένων, σε 35 βασικά ζητήματα ESG, και εκχωρεί βαθμολογία 0 έως 10 σε εταιρίες για κάθε σημαντικό ζήτημα. Ο συγκεκριμένος δείκτης εστιάζει στη διασταύρωση μεταξύ των βασικών δραστηριοτήτων μιας εταιρίας και των στοιχείων του κλάδου, που μπορούν να αποτελέσουν πηγή κινδύνων ή / και ευκαιριών για μια εταιρία. Αυτά τα ζητήματα σταθμίζονται με βάση την επικαιρότητά τους και τον πιθανό αντίκτυπό τους. Μετά την απόδοση ποσοστιαίων συντελεστών στάθμισης στους κινδύνους ESG, οι εταιρίες συγκρίνονται με τους ομολόγους τους και τους δίνεται μια τελική βαθμολογία²¹.

Στη συνέχεια, οι εταιρίες βαθμολογούνται από την MSCI σε κλίμακα AAA έως CCC σε σχέση με τα πρότυπα και την απόδοση των ομολόγων τους στον κλάδο και κατηγοριοποιούνται ως ηγέτες (leaders), μέσος όρος (average) ή αδρανείς/ακολούθους (laggards):

- Οι **leaders** του ESG διαχειρίζονται τον κίνδυνο ESG προληπτικά και εκμεταλλεύονται τις ευκαιρίες ESG καλύτερα από τους ομολόγους τους. Οι leaders έχουν αξιολογήσεις AAA ή AA.
- Αυτοί που διακρίνονται ως **average**, μπορεί να διαχειρίζονται καλά ορισμένα βασικά ζητήματα και άλλα ανεπαρκώς, ή μπορεί να είναι μέτριοι σε όλους τους τομείς. Οι αξιολογήσεις τους περιλαμβάνουν A, BBB και BB.
- Οι **laggards** έχουν σχετικά μεγαλύτερη μη διαχειριζόμενη έκθεση σε παράγοντες κινδύνου ESG και λαμβάνουν αξιολογήσεις B και CCC.



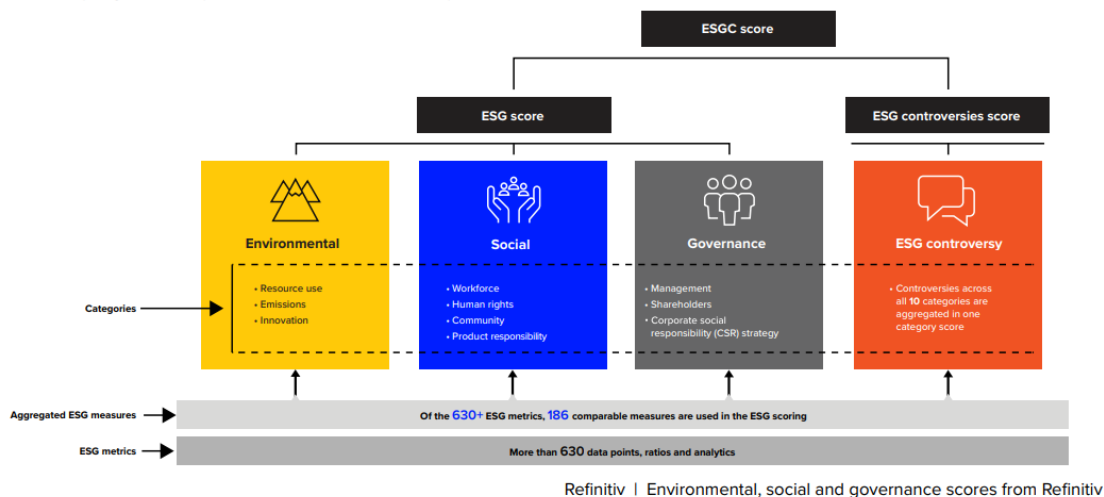
Εικόνα 5: MSCI ESG Score scale

Πηγή: [ESG Fund Ratings](#)

²¹ [MSCI ESG Research LLC \(2022, June\). MSCI ESG Ratings Methodology](#)

Ακόμα έναν πολύ σημαντικό πάροχο αξιολόγησης ESG δεδομένων αποτελεί η Refinitiv (γνωστή μέχρι το 2018 ως Thomson Reuters Financial & Risk)²². Από την 1η Φεβρουαρίου 2021, η Refinitiv είναι μέλος του LSEG (Όμιλος Χρηματιστηρίου του Λονδίνου) και έχει συνάψει 30ετή συμφωνία για τη διανομή ειδήσεων και περιεχομένου με την Thomson Reuters²³. Οι βαθμολογίες ESG της Refinitiv βασίζονται σε δεδομένα, λαμβάνοντας υπόψη τις πιο ουσιώδεις μετρήσεις του κλάδου ενώ υπολογίζονται για περίπου 12.000 δημόσιες και ιδιωτικές εταιρίες παγκοσμίως. Οι βαθμολογίες ESG προέρχονται σε μεγάλο βαθμό από εταιρικές δημόσιες αναφορές, συλλέγοντας έτσι συγκρίσιμα μέτρα. Έχουν σχεδιαστεί για να μετρούν με διαφάνεια και αντικειμενικότητα τη σχετική απόδοση, δέσμευση και αποτελεσματικότητα ESG μιας εταιρίας σε 10 κατηγορίες (όπως εκπομπές, καινοτομία περιβαλλοντικών προϊόντων, ανθρώπινα δικαιώματα, κ.λπ.).

Αυτά τα στοιχεία συγκεντρώνονται και πολλαπλασιάζοντας τις βαθμολογίες κατηγορίας με τους αντίστοιχους συντελεστές στάθμισης, υπολογίζονται οι βαθμολογίες και για τους τρεις πυλώνες (E, S και G). Επιπλέον, όταν οι εταιρίες εμφανίζουν διαφωνίες ESG (ESG controversies), υπολογίζεται και το ESG Combined Score, ως ο σταθμισμένος μέσος όρος των βαθμολογιών δύο συνιστωσών ανά οικονομική περίοδο, με τις πρόσφατες διαφωνίες να αντικατοπτρίζονται στην τελευταία πλήρη περίοδο. Όταν οι εταιρίες δεν παρουσιάζουν διαφωνία ESG, το ESG Combined Score είναι ίσο με τη συνολική βαθμολογία ESG.



Εικόνα 6: Μεθοδολογία της Refinitiv για τον υπολογισμό του ESG Score

Πηγή: [Refinitiv \(2022, May\). Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv](#)


²² [Thomson Reuters \(2018, July\). Thomson Reuters Financial & Risk Business Announces New Company Name: Refinitiv](#)

²³ [Refinitiv. Company overview](#)

Οι ποσοστιαίες βαθμολογίες ESG αναλογούν σε βαθμούς γραμμάτων ώστε να ερμηνεύσουν γρήγορα την απόδοση των εταιριών σε σχέση με τους ομολόγους τους αλλά και για να εντοπίσουν πού βρίσκονται οι αδυναμίες και τα πλεονεκτήματα ESG της κάθε εταιρίας. Οι βαθμολογίες που χρησιμοποιούνται από τη Refinitiv κυμαίνονται σε μία κλίμακα από A+ έως D- και κατηγοριοποιούνται ως ηγέτες (leaders) ή ακολούθους (laggards) αντίστοιχα. Για παράδειγμα, μια εταιρία με βαθμολογία >0,916 θα βαθμολογηθεί με A+, ενώ μια εταιρία με βαθμολογία ≤0,083 θα βαθμολογηθεί με D-²⁴.

Ο διαχωρισμός του εύρους της βαθμολογίας ESG και του βαθμού που αποδίδεται σε κάθε μία βαθμίδα από τη Refinitiv, αναλύεται στον παρακάτω πίνακα.

Score range	Grade	Description
0.0 <= score <= 0.083333	D -	'D' score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.083333 < score <= 0.166666	D	
0.166666 < score <= 0.250000	D +	
0.250000 < score <= 0.333333	C -	'C' score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.333333 < score <= 0.416666	C	
0.416666 < score <= 0.500000	C +	
0.500000 < score <= 0.583333	B -	'B' score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.583333 < score <= 0.666666	B	
0.666666 < score <= 0.750000	B +	
0.750000 < score <= 0.833333	A -	'A' score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.833333 < score <= 0.916666	A	
0.916666 < score <= 1	A +	



Εικόνα 7: Refinitiv ESG Score scale

Πηγή: [Refinitiv \(2022, May\). Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv](#)

Σε γενικές γραμμές, οι επενδυτές μπορούν να συγκρίνουν την απόδοση μιας εταιρίας με εκείνη των ομολόγων του κλάδου και των εταιριών από άλλους τομείς, αποδίδοντας μια βαθμολογία ESG, η οποία συνήθως κυμαίνεται από 0-100. Μια βαθμολογία μικρότερη από 50 θεωρείται κακή, ενώ μια βαθμολογία άνω του 70 θεωρείται εξαιρετική. Οι αξιολογήσεις μπορούν επίσης να χαρακτηριστούν ως εξαιρετικές (excellent), καλές (good), μέσες (average/satisfactory relative) ή κακές (poor)²⁵:

²⁴ [Refinitiv ESG Scores](#)

²⁵ [Conservice ESG \(2022, March\). ESG scores: The good, the bad, & why they matter](#)

- Μια **εξαιρετική** βαθμολογία ESG υποδεικνύει ότι ακολουθούνται οι βέλτιστες πρακτικές σε όλους τους τομείς ESG και μια εταιρία έχει ελάχιστα ή καθόλου εσωτερικά ή εξωτερικά προβλήματα.
- Μια **καλή** βαθμολογία ESG σημαίνει ότι μια εταιρία πληροί τις βέλτιστες πρακτικές σε κάθε κατηγορία ESG και έχει χαμηλό αρνητικό αντίκτυπο στους ανθρώπους ή στον πλανήτη.
- Μια **μέση** βαθμολογία ESG δείχνει ότι οι εταιρίες δε βρίσκονται σε πορεία εκπλήρωσης των κριτηρίων αναφοράς ESG ή δεν εργάζονται ενεργά προς την επίτευξη ουσιαστικών στόχων ESG.
- Μια **κακή** βαθμολογία δείχνει ότι δεν ακολουθούνται βέλτιστες πρακτικές και είναι ενδεικτικές μιας εταιρίας που επηρεάζει αρνητικά το περιβάλλον και έχει υπαλλήλους που γίνονται αντικείμενα κακομεταχείρισης.

2.3. Ουσιώδεις (material) και μη πληροφορίες ESG

Η έννοια της σημαντικότητας ή του ουσιώδους μεγέθους (materiality) αποτελεί κρίσιμο στοιχείο της χρηματοοικονομικής αναφοράς, με βάση τα ΔΠΧΑ (IFRS), και αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι κατά τη δημιουργία και τον έλεγχο των Οικονομικών Καταστάσεων των εταιριών. Σε αντιστοιχία με τη χρηματοοικονομική ανάλυση, έτσι και κατά τη δημοσιοποίηση και την αξιολόγηση των δεδομένων ESG των εταιριών, είναι απαραίτητη η αναγνώριση των σημαντικών στοιχείων από το συνολικό φάσμα της πληροφόρησης. Επομένως, κρίνεται αναγκαίο να οριστεί η έννοια του ουσιώδους, όπως περιγράφεται στη σχετική με το ESG βιβλιογραφία.

Συγκεκριμένα, ένα ζήτημα θεωρείται ουσιώδες στο πλαίσιο των αξιολογήσεων κινδύνου ESG εάν η παρουσία ή η απουσία του κατά την πληροφόρηση είναι πιθανό να επηρεάσει τις αποφάσεις που λαμβάνει ένας λογικός επενδυτής. Για να θεωρηθεί ένα ζήτημα σημαντικό στις αξιολογήσεις κινδύνου ESG πρέπει να έχει δυνητικά αντίκτυπο στην αξία μιας εταιρίας αλλά και στο κομμάτι του χρηματοοικονομικού κινδύνου και απόδοσης²⁶.

Σύμφωνα με τους Khan et al. (2016), πολλές επιχειρήσεις αναγνωρίζουν ως στρατηγικά σημαντικά τα θέματα βιωσιμότητας ενώ παράλληλα ένας αυξανόμενος αριθμός επενδυτών έχει ενσωματώσει τα ESG δεδομένα κατά τη διαδικασία μερισμού του κεφαλαίου τους. Παρά όμως

²⁶ [Sustainalytics \(2021, January\). ESG Risk Ratings - Methodology Abstract](#)

την πλειάδα των πληροφοριών ESG που οδηγούν σε αύξηση των επενδύσεων, δεν είναι εύκολα διακριτό ποια από αυτά τα δεδομένα είναι περισσότερο και ποια λιγότερο σημαντικά.

Το SASB, λαμβάνοντας υπόψη το πρίσμα του επενδυτή κατά τον προσδιορισμό της σημαντικότητας, αναπτύσσει πρότυπα αναφοράς των θεμάτων ESG με επίκεντρο το διαχωρισμό μεταξύ των σημαντικών και μη θεμάτων. Συγκεκριμένα, ορίζει τις σημαντικές πληροφορίες ως αυτές που με τη γνωστοποίησή τους υπάρχει ουσιώδης πιθανότητα να αλλάξει το μείγμα των διαθέσιμων πληροφοριών. Αναφέρει επίσης ότι η έννοια της σημαντικότητας ποικίλει για τον κάθε επενδυτή και παράλληλα διαφέρει και ανά κλάδο επιχειρήσεων.

Από την άλλη πλευρά, οργανισμοί όπως το GRI, εξετάζουν την οπτική γωνία του επενδυτή σε εκτενέστερο φάσμα σε σχέση με το SASB και χρησιμοποιούν πολυμερή προσέγγιση. Μια αναφορά συμμόρφωσης (compliant report), σύμφωνα με το GRI, πρέπει να καλύπτει για παράδειγμα πτυχές που αντανακλούν τις σημαντικές οικονομικές, περιβαλλοντικές και κοινωνικές επιπτώσεις της επιχείρησης ή που επηρεάζουν σημαντικά τις αξιολογήσεις και τις αποφάσεις των ενδιαφερόμενων μελών (stakeholders). Επομένως, η έννοια του ουσιώδους αποτελεί σε αυτή την περίπτωση το όριο πάνω από το οποίο επαρκώς σημαντικά θέματα πρέπει να αναφέρονται.

Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, το SASB, μέσω ενός “Materiality Map”, παρέχει τη δυνατότητα αναγνώρισης των σημαντικών πυλώνων ESG ανά κλάδο²⁷, γεγονός που το καθιστά ένα ιδιαίτερα χρήσιμο εργαλείο για αναλυτές, επενδυτές αλλά και την ερευνητική κοινότητα. Με βάση το σχετικό πίνακα, σε γενικές γραμμές, τα περιβαλλοντικά ζητήματα (πυλώνας E) τείνουν να είναι περισσότερο ουσιώδη για τομείς που ασχολούνται με τις μεταφορές και τους μη ανανεώσιμους πόρους, τα ζητήματα διακυβέρνησης και αυτά που σχετίζονται με το προϊόν (πυλώνας G) είναι περισσότερο σημαντικά στο χρηματοοικονομικό κλάδο ενώ τέλος τα θέματα που σχετίζονται με την κοινωνία (πυλώνας S) έχουν μεγαλύτερη σημασία στους κλάδους της υγείας, των υπηρεσιών, της τεχνολογίας και των επικοινωνιών (Khan et al., 2016).

²⁷ [SASB Standards. Materiality Finder](#)

		Consumer Goods	Extractives & Minerals Processing								Financials	Food & Beverage	Health Care	Infrastructure
Dimension	General Issue Category	Click to expand	Coal Operations	Construction Materials	Iron & Steel Producers	Metals & Mining	Oil & Gas - Exploration & Production	Oil & Gas - Midstream	Oil & Gas - Refining & Marketing	Oil & Gas - Services	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand
Environment	GHG Emissions													
	Air Quality													
	Energy Management													
	Water & Wastewater Management													
	Waste & Hazardous Materials Management													
Social Capital	Ecological Impacts													
	Human Rights & Community Relations													
	Customer Privacy													
	Data Security													
	Access & Affordability													
Human Capital	Product Quality & Safety													
	Customer Welfare													
	Selling Practices & Product Labeling													
	Labor Practices													
	Employee Health & Safety													
Business Model & Innovation	Employee Engagement, Diversity & Inclusion													
	Product Design & Lifecycle Management													
	Business Model Resilience													
	Supply Chain Management													
	Materials Sourcing & Efficiency													
Leadership & Governance	Physical Impacts of Climate Change													
	Business Ethics													
	Competitive Behavior													
	Management of the Legal & Regulatory Environment													
	Critical Incident Risk Management													
	Systemic Risk Management													

© 2018 The SASB Foundation. All Rights Reserved.

Εικόνα 8: Sector Level Materiality Map

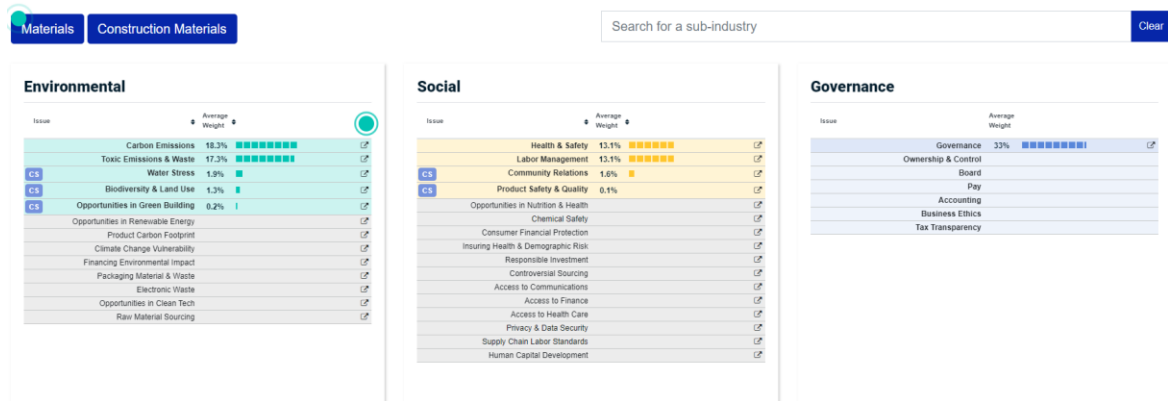
Πηγή: [SASB Standards. Materiality Finder](#)

Σκούρο (ανοιχτό) γκρι χρώμα σημαίνει ότι για περισσότερο (λιγότερο) από το 50 τοις εκατό των βιομηχανιών εντός του τομέα, το ζήτημα είναι σημαντικό. Λευκό σημαίνει ότι το ζήτημα δεν είναι σημαντικό για καμία βιομηχανία εντός του τομέα.

Επιπλέον, από την ίδια έρευνα προκύπτει ότι εταιρίες με υψηλές βαθμολογίες (ratings) σε ουσιώδη θέματα βιωσιμότητας επιδεικνύουν καλύτερη μελλοντική επίδοση από αυτές που έχουν κατώτερη βαθμολογία πάνω στα ίδια κριτήρια. Στον αντίποδα, εταιρίες με υψηλότερη βαθμολόγηση σε μη ουσιώδη θέματα δεν υπερτερούν των εταιριών που έχουν ανεπαρκή βαθμολόγηση στα συγκεκριμένα μη σημαντικά θέματα. Συγκεντρωτικά επομένως, η καθοδήγηση ως προς το κατά πόσο ουσιώδη είναι τα ζητήματα βιωσιμότητας αποτελεί ιδιαίτερα σημαντικό οδηγό καθώς βελτιστοποιεί την πληροφόρηση που λαμβάνουν οι επενδυτές από τα ESG δεδομένα. Αξίζει να αναφερθεί ότι ο διαχωρισμός αυτός του δείγματος με βάση τη σημαντικότητα για κάθε κλάδο, εμφανίζεται σε διάφορες έρευνες, όπως σε αυτή των Serafeim & Yoon (2022), οι οποίοι χρησιμοποιούν τη δυνατότητα που παρέχει το SASB, ώστε να διαχωρίσουν το υπό εξέταση δείγμα τους σε ειδήσεις ESG που είναι πιθανό να είναι ουσιώδεις για κάθε τομέα.

Σημαντική επίσης διευκόλυνση ως προς το ποιοι ESG δείκτες είναι σημαντικοί για κάθε κλάδο και υποκλάδο προσφέρει το MSCI, με τη δημιουργία του “MSCI ESG Industry Materiality

Map”, ενός εργαλείου ανοιχτά διαθέσιμου στο κοινό, που παρέχει διαύγεια, επιτρέποντας στους χρήστες να απομονώσουν τους ESG δείκτες-κλειδιά για τον κλάδο της επιλογής τους²⁸.



Εικόνα 9: MSCI ESG Industry Materiality Map με παράδειγμα τον κλάδο των κατασκευαστικών υλικών

Πηγή: [MSCI. ESG Industry Materiality Map](#)

²⁸ [MSCI. ESG Industry Materiality Map](#)

3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΦΑΡΜΟΓΗ ESG ΠΡΑΚΤΙΚΩΝ ΚΑΙ Η ΣΧΕΣΗ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΞΙΑ

3.1. Εφαρμογή πρακτικών ESG από την πλευρά των επιχειρήσεων

Οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν ένα όλο και πιο ανταγωνιστικό περιβάλλον εν μέσω της ανάπτυξης μιας παγκόσμιας αγοράς επενδυτικών κεφαλαίων, που τις ενθαρρύνει να αναζητήσουν πηγές πλεονεκτήματος, το οποίο δε θα μπορεί να αντιγραφεί από τους ανταγωνιστές τους. Στοχεύοντας στην προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων, μπορούν να αποκτήσουν ένα βιώσιμο οργανωτικό πλεονέκτημα με την ανάπτυξη σχέσεων με βασικά ενδιαφερόμενα μέρη, όπως πελάτες, εργαζόμενους, προμηθευτές και κοινότητες, όπου δραστηριοποιούνται. Όπως υποστηρίζουν οι Kaplan & Norton (1996), οι κινητήριες δυνάμεις της οικονομικής απόδοσης μίας εταιρίας είναι οι σχέσεις που αναπτύσσει με τους πελάτες της αλλά και οι εσωτερικές σχέσεις οι οποίες τις διαμορφώνουν και επηρεάζουν την εξυπηρέτηση πελατών (Hillman & Keim, 2001).

Ο αριθμός των εταιριών που έχουν αναπτύξει διαδικασίες διακυβέρνησης για τη μέτρηση, την ανάλυση, την προώθηση και την επικοινωνία των προσπαθειών βιωσιμότητας έχει αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Ενδεικτικά, το ποσοστό των εταιριών του S&P 500 που έχουν επιτροπές βιωσιμότητας σε επίπεδο Διοικητικού Συμβουλίου αυξήθηκε από 5% σε 24% μέσα στην πενταετία 2012 - 2017, ενώ την ίδια χρονική περίοδο το ποσοστό των εταιριών που δημοσίευσαν έκθεση βιωσιμότητας αυξήθηκε από 20% σε 80%, φαινόμενο το οποίο δεν περιορίζεται μόνο στις αμερικανικές εταιρίες, αλλά εκδηλώνεται σε παγκόσμιο επίπεδο (Ioannou & Serafeim, 2017).

Σύμφωνα με τους Eccles et al. (2014), οι εταιρίες υψηλής βιωσιμότητας, έχοντας ως γνώμονα την αφοσίωση των ενδιαφερόμενων μελών (stakeholder engagement), είναι περισσότερο πιθανό να θεσπίσουν διαδικασίες με μακροπρόθεσμο προσανατολισμό και να εμφανίσουν υψηλότερες μετρήσεις και γνωστοποιήσεις μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Οι επιδόσεις αυτών των εταιριών ξεπερνούν συγκριτικά τους ομόλογούς τους στο εγγύς μέλλον, τόσο χρηματιστηριακά όσο και λογιστικά. Μετρώντας επομένως πληροφορίες που σχετίζονται με τα ενδιαφερόμενα μέλη αυξάνουν παράλληλα την αξιοπιστία τους κατά τον Τακτικό έλεγχο της εταιρίας. Επιπλέον, αναλογιζόμενοι και τις λογιστικές αποδόσεις, οι εταιρίες υψηλής

βιωσιμότητας επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις, όπως παρατηρείται αν μετρηθούν οι δείκτες Return-on-Equity (ROE) και Return-on-Assets (ROA).

Η ενσωμάτωση μίας ολοκληρωμένης στρατηγικής ESG στην εταιρική στρατηγική των επιχειρήσεων αφορά τη διατήρηση αλλά και τη δημιουργία αξίας για μεγάλο χρονικό διάστημα, μέσω της βελτιστοποιημένης χρήσης βασικών επιχειρηματικών παραγόντων και κεφαλαίων. Οι παράγοντες ESG μπορούν να έχουν άμεσο και έμμεσο αντίκτυπο στη χρηματοοικονομική επίδοση μιας εταιρίας²⁹. Συγκεκριμένα, η ζήτηση των πελατών για εταιρίες και προϊόντα που βασίζονται σε πρότυπα βιωσιμότητας, μπορεί να βοηθήσει τις εταιρίες να αξιοποιήσουν νέες αγορές ή και να επεκταθούν σε υπάρχουσες. Η περίπτωση αυτή ενισχύεται και από το γεγονός ότι οι κυβερνητικές αρχές είναι περισσότερο πιθανό να διαθέσουν εγκρίσεις και άδειες (που προσφέρουν νέες ευκαιρίες ανάπτυξης) σε περισσότερο διαφανείς εταιρίες, που συμμορφώνονται με τα κανονιστικά πλαίσια.

Μεταξύ άλλων πλεονεκτημάτων, η αποτελεσματική εφαρμογή των πρακτικών ESG, δύναται να εξυπηρετήσει την καταπολέμηση των αυξανόμενων λειτουργικών εξόδων (όπως το κόστος πρώτων υλών και το πραγματικό κόστος του νερού ή του άνθρακα), αλλά και να ενισχύσει τις αποδόσεις των επενδύσεων είτε μέσω της διάθεσης κεφαλαίων σε πιο βιώσιμες ευκαιρίες είτε με την αποφυγή λανθασμένων επενδύσεων, που ενδέχεται να μην αποδώσουν, λόγω μακροπρόθεσμων περιβαλλοντικών ζητημάτων.

Τέλος, η ισχυρή εφαρμογή του ESG είναι πιθανό να οδηγήσει σε αύξηση της υπάρχουσας παραγωγικότητας, προσελκύοντας καταρτισμένο εργατικό προσωπικό και ενισχύοντας τα κίνητρα των εργαζομένων, καθώς η ικανοποίησή τους έχει συσχετισθεί θετικά με την κερδοφορία των εταιριών. Μάλιστα, *“ο Alex Edmans, του London Business School, διαπίστωσε ότι οι εταιρίες που συμμετείχαν στη λίστα με τις «100 καλύτερες εταιρίες για εργασία» του Fortune παρήγαγαν 2,3% έως 3,8% υψηλότερες αποδόσεις μετοχών ετησίως από τους ομολόγους τους σε ορίζοντα μεγαλύτερο των 25 ετών”*(Henisz et al., 2019).

Επιπροσθέτως, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι οι εταιρίες χαμηλής βιωσιμότητας αντιστοιχούν, ως επί το πλείστον, στο παραδοσιακό μοντέλο μεγιστοποίησης του εταιρικού κέρδους, στο οποίο τα κοινωνικά και περιβαλλοντικά ζητήματα θεωρούνται συνήθως ως εξωτερικότητες (externalities). Αρκετά συχνά, η ευθύνη για τον εξαναγκασμό των εταιριών να λογοδοτούν για τέτοιες εξωτερικότητες (θετικές ή αρνητικές), εναπόκειται στις κυβερνήσεις και σε διάφορους διορθωτικούς κανονισμούς. Οι εταιρίες υψηλής βιωσιμότητας, αντίθετα, όχι μόνο

²⁹ [PWC \(2022, September\). ESG Value Creation Journey](#)

δίνουν προσοχή σε αυτά τα ζητήματα, αλλά και χαρακτηρίζονται από ξεχωριστούς μηχανισμούς διακυβέρνησης. Εμπλέκουν δηλαδή άμεσα το Διοικητικό Συμβούλιο σε θέματα που στοχεύουν στη βιωσιμότητα ενώ παράλληλα συνδέουν τις αμοιβές των στελεχών με τους στόχους αυτούς, γεγονός που προσδίδει ένα υψηλότερο επίπεδο διαφάνειας στη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών (Eccles et al., 2014).

Το γεγονός αυτό εγείρει την ερώτηση γιατί τα στελέχη των εταιριών με χαμηλή βιωσιμότητα δεν την υιοθετούν σε μεγαλύτερο βαθμό. Με βάση την έρευνα των Eccles et al. (2014), αυτό δε συμβαίνει για τρεις βασικούς λόγους. Πρώτον, διαπιστώνεται ότι οι εταιρίες υψηλής βιωσιμότητας παρουσιάζουν σημαντικά χαμηλότερη μεταβλητότητα της απόδοσης των μετοχών, γεγονός που με τη σειρά του συνεπάγεται χαμηλότερη αποτίμηση των δικαιωμάτων προαίρεσης των μετοχών των στελεχών, επηρεάζοντας έτσι άμεσα τον πλούτο των ανώτερων στελεχών³⁰. Δεύτερον, συνήθως οι διευθυντές καθυστερούν να προσαρμόσουν τα επιχειρηματικά μοντέλα και τις συνθήκες λειτουργίας των εταιριών, αλλά και να λάβουν στρατηγικές αποφάσεις ως προς τη βιωσιμότητα, λόγω «γνωστικής αδράνειας» (cognitive inertia ή path-dependency), παρά των οικονομικών οφελών που δύναται να αποκομίσουν από αυτές τις ενέργειες. Τρίτον, αναφέρεται ακόμη η περίπτωση ότι αν και οι διαχειριστές κεφαλαίου αναγνωρίζουν ότι πρέπει να ασκούν τέτοιες πολιτικές βιωσιμότητας, μπορεί να μην είναι σε θέση να κατονομάσουν ακριβώς το περιεχόμενό τους, τον τρόπο της αποτελεσματικής τους ενσωμάτωσης αλλά και το πώς να αναδιαμορφώσουν ολόκληρο τον οργανισμό προς αυτή την κατεύθυνση, δεδομένης της πολυπλοκότητας που συνοδεύει την εφαρμογή τους.

Οι Hillman & Keim (2001) έλεγξαν τη σχέση μεταξύ της αξίας των μετόχων, της διαχείρισης των ενδιαφερόμενων μερών και της συμμετοχής σε κοινωνικά ζητήματα. Προσπάθησαν να απαντήσουν σε ερωτήματα όπως το πώς επηρεάζονται οι μέτοχοι μιας επιχείρησης από τις αποφάσεις να ανταποκριθούν σε αυτές τις αυξημένες ευθύνες και το αν οι κοινωνικά υπεύθυνες στρατηγικές δημιουργούν αξία για τους μετόχους. Για το σκοπό αυτό, η δημιουργία αξίας για τους μετόχους, που λειτουργεί ως Προστιθέμενη Αξία Αγοράς (ΠΑΑ) ή MVA, επιλέχθηκε από τους συγγραφείς επειδή αποτυπώνει τη σχετική επιτυχία των επιχειρήσεων στη μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων μέσω της αποτελεσματικής κατανομής και διαχείρισης των πόρων³¹. Δεδομένου ότι η MVA είναι ουσιαστικά η εκτίμηση της

³⁰ Οι συγγραφείς αναφέρουν ότι με βάση τη βιβλιογραφία, αποτελεί συχνό φαινόμενο οι διαχειριστές των εταιριών να επηρεάζουν τη μεταβλητότητα της απόδοσης των μετοχών, ώστε να προκληθεί αύξηση στην αμοιβή των στελεχών.

³¹ Το MVA υπολογίζεται ως: $MVA = (\text{αγοραία αξία} - \text{κεφάλαιο})$, όπου η αγοραία αξία αναφέρεται στην αποτίμηση της εταιρίας από την αγορά μετοχών και το κεφάλαιο αναφέρεται στο χρέος και τα ίδια κεφάλαια που επενδύονται

χρηματιστηριακής αγοράς για την Καθαρή Παρούσα Αξία (Net Present Value – NPV), απεικονίζει τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, επειδή αποτυπώνει τόσο την αποτίμηση (ως το βαθμό εμπλουτισμού του πλούτου των μετόχων), όσο και την απόδοση (ως τη συνολική ποιότητα της διαχείρισης κεφαλαίου). Οι συγγραφείς αναφέρουν μάλιστα ότι εάν η δραστηριότητα της επιχείρησης συνδέεται άμεσα με τα κύρια ενδιαφερόμενα μέρη της, τότε οι επενδύσεις βιωσιμότητας μπορεί να οδηγήσουν και σε αύξηση του πλούτου των μετόχων.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η οικοδόμηση καλύτερων σχέσεων με τα κύρια ενδιαφερόμενα μέρη (Hillman & Keim, 2001; Freeman, 1984) θα μπορούσε να οδηγήσει σε αυξημένες οικονομικές αποδόσεις, βοηθώντας τις επιχειρήσεις να αναπτύξουν πολύτιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως η αφοσίωση των πελατών και προμηθευτών ή η βελτίωση της φήμης της εταιρίας, που μπορούν να αποτελέσουν πηγές ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία με τη σειρά τους οδηγούν σε μια θετική σχέση μεταξύ της διαχείρισης των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholder management) και της αξίας των μετόχων (shareholder value). Παρόλα αυτά, η συμμετοχή σε κοινωνικά ζητήματα, που δε συνδέονται άμεσα με τη σχέση επιχείρησης και κύριων ενδιαφερόμενων μερών, μπορεί να μη δημιουργήσει παρόμοια αξία για τους μετόχους. Μπορεί να θεωρηθεί δηλαδή ως μια συναλλακτική επένδυση που αντιγράφεται εύκολα από τους ανταγωνιστές και να επηρεάσει αρνητικά την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργήσει πλούτο για τους μετόχους δεδομένου ότι για την εφαρμογή των ενεργειών αυτών απαιτείται χρήση πόρων, δημιουργώντας έτσι πάντα ένα κόστος ευκαιρίας για την εταιρία. Επομένως, η εφαρμογή μιας στρατηγικής συμμετοχής σε ζητήματα βιωσιμότητας φαίνεται να έχει και ως τίμημα την απώλεια ευκαιριών για την αύξηση της αξίας των μετόχων της εταιρίας.

3.2. Εφαρμογή ESG στις επενδυτικές αποφάσεις

Ακολουθώντας την προηγούμενη ενότητα, στην οποία αναλύθηκαν τα κίνητρα των επιχειρήσεων για την ενσωμάτωση των πρακτικών ESG στην εταιρική τους στρατηγική, είναι εύλογο να εξεταστεί και το πως οι επενδυτές χρησιμοποιούν την πληροφορία ESG που λαμβάνουν και αν αυτή επηρεάζει τις επενδυτικές τους αποφάσεις. Από τη σκοπιά των επενδυτών, είναι φυσικό να προτιμούν εταιρίες με καλύτερες συνολικές βαθμολογίες ESG, οι οποίες έχουν επίσης συχνά επιτυχημένες σχέσεις με τα ενδιαφερόμενα μέρη και καλή φήμη επωνυμίας. Αυτοί οι παράγοντες

στην εταιρία (Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?. *Strategic management journal*, 22(2), 125-139).

έχουν αντίκτυπο στην κερδοφορία μιας επιχείρησης. Οι βαθμολογίες ESG επιτρέπουν στους επενδυτές να μετρήσουν τις ενέργειες της εταιρίας, όσον αφορά την επίτευξη των προθέσεών της, από το πώς αντιμετωπίζει τους υπαλλήλους της έως τον τρόπο με τον οποίο λαμβάνονται οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου ή εάν δίνει προτεραιότητα στα περιβαλλοντικά ζητήματα.

Μια υψηλή βαθμολογία ESG μπορεί να πείσει τους επενδυτές να επενδύσουν σε μια επιχείρηση, είτε επειδή οι αξίες της ευθυγραμμίζονται με τις δικές τους είτε επειδή η εταιρία προστατεύεται επαρκώς από μελλοντικούς κινδύνους που σχετίζονται με ζητήματα όπως η ρύπανση ή η κακή διακυβέρνηση. Ένας επενδυτής που ενδιαφέρεται για τους παράγοντες ESG μπορεί να απομακρυνθεί από εταιρίες με χαμηλή βαθμολογία, καθώς θεωρείται ότι έχουν τις χειρότερες περιβαλλοντικές, κοινωνικές και διοικητικές επιπτώσεις. Επίσης, αυτές οι εταιρίες συνήθως συνδέονται και με τα αυξανόμενα επίπεδα φτώχειας στις κοινότητες όπου δραστηριοποιούνται, καθώς και με την κακή ψυχική υγεία των εργαζομένων³².

Οι Pedersen et al. (2021) εξέτασαν το ρόλο της βαθμολογίας των ESG δεικτών, ο οποίος προκύπτει διττός, καθώς επικεντρώνεται προς την παροχή πληροφοριών για την πρόβλεψη των μελλοντικών θεμελιωδών στοιχείων της εταιρίας και επίσης προς την επιρροή των προτιμήσεων των επενδυτών, δείχνοντας έτσι τα οφέλη και τα κόστη της υπεύθυνης επένδυσης. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας το μοντέλο του Markowitz, εξετάζουν το πρόβλημα ενός επενδυτή να επιλέξει ένα χαρτοφυλάκιο μεταξύ η επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων και ενός τίτλου χωρίς κίνδυνο (risk free). Στην έρευνά τους, χωρίζουν τους επενδυτές σε τρεις κατηγορίες, ανάλογα με τις προτιμήσεις τους ως προς την πληροφορία ESG:

- Αυτούς που αγνοούν την ESG βαθμολογία (**Type-U**, ESG-unaware) και απλά προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τη χρησιμότητα της επένδυσής τους.
- Αυτούς που χρησιμοποιούν την ESG βαθμολογία (**Type-A**, ESG-aware) ώστε να διαμορφώσουν την άποψή τους ως προς το ρίσκο και τα αναμενόμενα αποτελέσματα.
- Αυτούς που χρησιμοποιούν την ESG βαθμολογία αλλά έχουν επίσης και προτίμηση προς τις εταιρίες με υψηλούς δείκτες (**Type-M**, ESG-motivated).

Από την ανάλυσή τους προκύπτει ότι, όταν υπάρχουν πολλοί Type-U επενδυτές, και παράλληλα προβλέπονται υψηλά μελλοντικά κέρδη λόγω υψηλού επιπέδου ESG πληροφόρησης,

³² [Conservice ESG \(2022, March\). ESG scores: The good, the bad, & why they matter](#)

οι μετοχές αυτές ανταποκρίνονται με υψηλά αναμενόμενα αποτελέσματα. Αντίθετα, όταν στην οικονομία υπάρχει μεγάλος αριθμός Type-A επενδυτών, εξαλείφεται η σχέση μεταξύ ESG και αναμενόμενων κερδών, δεδομένου ότι οι επενδυτές αυξάνουν την τιμή των μετοχών με υψηλό ESG δείκτη. Τέλος, όταν υπάρχει μεγάλος αριθμός Type-M επενδυτών, οι μετοχές με υψηλούς δείκτες ESG, αποδίδουν χαμηλά αναμενόμενα αποτελέσματα, καθώς αυτοί είναι διατεθειμένοι να αποδεχτούν μία χαμηλή απόδοση για ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές υψηλού ESG δείκτη.

Οι επενδυτές επομένως επιθυμούν να αυξάνουν το βαθμό εισαγωγής των ESG κριτηρίων στο χαρτοφυλάκιο τους, συμμετέχοντας σε «ηθικές» εταιρίες, αλλά και παράλληλα να μη θυσιάσουν τα κέρδη τους. Εξετάζοντας τις παραπάνω τρεις κατηγορίες επενδυτών ως προς τα δύο αυτά ζητήματα, απέδειξαν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του πυλώνα G και της μελλοντικής κερδοφορίας, αλλά και ότι μετοχές με υψηλό δείκτη G, προσελκύουν περιορισμένη ζήτηση επενδυτών. Από την άλλη, οι υπόλοιποι δύο πυλώνες (E – S), έχουν ασθενή επιρροή ως προς την πρόβλεψη των μελλοντικών στοιχείων αλλά εμφανίζουν υψηλότερη επενδυτική ζήτηση, που οδηγεί σε υψηλότερες αποτιμήσεις των μετοχών αυτών.

Παρά την ύπαρξη μελετών που τεκμηριώνουν τις σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις, εξακολουθούμε να μην έχουμε βαθιά κατανόηση της αιτίας και του τρόπου με τον οποίο οι επενδυτές χρησιμοποιούν τις πληροφορίες ESG, όπως και των προκλήσεων που προκύπτουν από τη χρήση αυτών των πληροφοριών. Οι Bénabou & Tirole (2010) παρέχουν ένα πλαίσιο για την κατανόηση των κινήτρων των εταιριών ως προς την εφαρμογή CSR ενεργειών, αλλά λίγα είναι γνωστά για τα κίνητρα των επενδυτών κατά την εφαρμογή της εταιρικής κοινωνικής συμπεριφοράς στις επενδυτικές αποφάσεις. Ωστόσο, ένας αυξανόμενος αριθμός κοινωνικά υπεύθυνων επενδυτών λαμβάνει υπόψη τις πληροφορίες ESG κατά την κατανομή του κεφαλαίου των επενδύσεών του, υποδηλώνοντας ότι αυτές οι πληροφορίες έχουν γίνει πιο σημαντικές στην επενδυτική διαδικασία από ότι στο παρελθόν. Το αν οι επενδυτές χρησιμοποιούν πληροφορίες ESG, εξακολουθεί να είναι ασαφές και ειδικά ως προς τα κίνητρά τους, δηλαδή εάν έχουν κίνητρα απόδοσης, οικονομικά ή κίνητρα που σχετίζονται με κανόνες.

Σύμφωνα με τους Verheyden et al. (2016), η διαχείριση χαρτοφυλακίου για τη δημιουργία επενδυτικών στρατηγικών βασίζεται σε δύο ομάδες πληροφοριών. Στις θεμελιώδεις, που περιλαμβάνουν κυρίως τις οικονομικές καταστάσεις και παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την εγγενή αξία μιας εταιρίας και τις προοπτικές ανάπτυξής της. Αλλά και στις τεχνικές πληροφορίες, οι οποίες μπορούν να αντληθούν από τις προηγούμενες επιδόσεις μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο και παρέχουν δείκτες της τρέχουσας δυναμικής ή της κίνησης των τιμών των

μετοχών και της μελλοντικής τους τάσης. Με την πάροδο των ετών όμως, εκτός από τις θεμελιώδεις και τεχνικές πληροφορίες, που αντιπροσωπεύουν κατά κύριο λόγο την ιστορική απόδοση μιας εταιρίας, οι πληροφορίες ESG (μη χρηματοοικονομικές) παρουσιάζονται ως μία επιπλέον σημαντική πηγή πληροφοριών, που κατευθύνει προς τις μελλοντικές επιδόσεις.

Οι Verheyden et al. (2016) στοχεύουν να διερευνήσουν την πιθανότητα η ενσωμάτωση πληροφοριών ESG να παρουσιάζει ευκαιρίες για όλες τις επενδυτικές προσεγγίσεις και τους διαχειριστές κεφαλαίων, ακόμη και για εκείνους που δεν ενδιαφέρονται για τη βιωσιμότητα. Εξέτασαν επομένως δύο διαφορετικά επενδυτικά σύμπαντα, το «Global All», που αποτελείται από μετοχές μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης και αντιπροσωπεύει περίπου το 85% των παγκόσμιων επενδυτικών μετοχών και το «Global Developed Markets», που αποτελείται από μετοχές μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης και αντιπροσωπεύει περίπου το 85% των μετοχών των ανεπτυγμένων αγορών. Χρησιμοποιώντας αυτά τα δύο σύμπαντα, εφάρμοσαν διαφορετικά ESG κριτήρια για να κατασκευάσουν έξι διαφορετικά επενδυτικά χαρτοφυλάκια. Συνοψίζοντας τα ευρήματά τους, για την πλειοψηφία των χαρτοφυλακίων που εξέτασαν απέδειξαν ότι υπάρχει θετική επιρροή που προκύπτει από τον έλεγχο ESG (ESG screening) ως προς τις αποδόσεις, αναφέροντας μάλιστα ότι προσθέτει κατά μέσο όρο περίπου 0,16% στις ετήσιες αποδόσεις αλλά και ότι υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις μείωσης του κινδύνου ουράς³³, ελαττώνοντας παράλληλα σοβαρά την πιθανότητα αρνητικής ημερήσιας απόδοσης.

Οι Amel-Zadeh & Serafeim (2018) επιδίωξαν να απαντήσουν στο ερώτημα γιατί και πως οι επενδυτές χρησιμοποιούν τις πληροφορίες ESG, αλλά και να κατανοήσουν τις προκλήσεις που προκύπτουν παράλληλα με τη χρήση των πληροφοριών αυτών. Από τα αποτελέσματα της έρευνας, την οποία διεξήγαγαν με πλειάδα ερωτηματολογίων, προέκυψε ότι η πλειοψηφία των επενδυτών (82%) χρησιμοποιούν πληροφορίες ESG επειδή είναι οικονομικά σημαντικές για την απόδοση των επενδύσεων. Είναι ενδιαφέρον ότι τα αποτελέσματά τους αποκαλύπτουν ότι ένα σημαντικό υψηλό ποσοστό ατόμων που δεν είναι εξειδικευμένα στη στρατηγική ESG απάντησαν ότι λαμβάνουν υπόψη τις πληροφορίες αυτές για λόγους σημαντικότητας. Αυτό το αποτέλεσμα υποδηλώνει ότι τα αποτελέσματα της έρευνας δεν καθοδηγούνται από το ρόλο ενός ερωτώμενου, αν είναι δηλαδή εξοικειωμένος με τις πληροφορίες ESG ή αν έχει συμφέρον στην επένδυση αυτή.

³³ Ο κίνδυνος ουράς είναι μια μορφή κινδύνου χαρτοφυλακίου που προκύπτει όταν η πιθανότητα ότι μια επένδυση θα κινηθεί περισσότερες από τρεις τυπικές αποκλίσεις από το μέσο όρο είναι μεγαλύτερη από αυτή που φαίνεται από μια κανονική κατανομή. Οι κίνδυνοι ουράς περιλαμβάνουν συμβάντα που έχουν μικρή πιθανότητα να συμβούν και συμβαίνουν και στα δύο άκρα μιας κανονικής καμπύλης κατανομής ([Investopedia \(2022, May\). Tail Risk](#)).

Συνολικά, τα στοιχεία τους υποδηλώνουν ότι η χρήση των πληροφοριών ESG επηρεάζεται κυρίως από οικονομικά και όχι από ηθικά κίνητρα, αλλά και ότι αυτά διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με τη γεωγραφική περιοχή, όπως για παράδειγμα, σε μια χώρα όπου η ρύπανση των υδάτων αποτελεί σοβαρότερο ζήτημα έναντι μιας χώρας όπου η διαφθορά είναι ένα πιο σοβαρό ζήτημα. Το τελικό σύνολο αποτελεσμάτων σχετίζεται με τον τρόπο που οι επενδυτές θα χρησιμοποιήσουν τα δεδομένα ESG στο μέλλον.

Ένα σημαντικό ποσοστό του δείγματός τους εξετάζει επίσης τις πληροφορίες από την οπτική της ενεργού ιδιοκτησίας (active ownership)³⁴. Μεταξύ των διαφορετικών επενδυτικών στυλ ESG, ο θετικός έλεγχος (positive screening)³⁵ και η ενεργός ιδιοκτησία αναμένεται να γίνουν πιο σημαντικά. Επιπλέον, από την έρευνα προκύπτει ότι η πλήρης ενσωμάτωση των ESG κριτηρίων θεωρείται (καλύπτοντας περίπου το 61% των απαντήσεων) η πιο επωφελής επενδυτική στρατηγική από τους επενδυτές όσον αφορά τον αντίκτυπο της στις οικονομικές επιδόσεις. Τέλος, η τρίτη πιο επωφελής επενδυτική στρατηγική (σύμφωνα με το 60% των ερωτηθέντων) είναι ο θετικός έλεγχος, που πιστεύεται ότι κατέχει μέτριο οικονομικό αντίκτυπο. Συνολικά, οι επενδυτές θεωρούν ότι όλες οι στρατηγικές, εκτός από τον αρνητικό έλεγχο (negative screening), έχουν θετικό αντίκτυπο στις αποδόσεις.

Αυτό το φαινόμενο εγείρει ερωτήματα σχετικά με νέα προϊόντα που χρησιμοποιούν πληροφορίες ESG, όπως για παράδειγμα τα πράσινα ομόλογα, που τα έσοδα από αυτά πρόκειται να διατεθούν σε έργα που βελτιώνουν τα περιβαλλοντικά αποτελέσματα. Η κατανόηση της δομής και της τιμολόγησης των εν λόγω προϊόντων θα μπορούσε να διαλευκάνει το ζήτημα των προτιμήσεων των επενδυτών και του τρόπου που τα εν λόγω μέσα βελτιώνουν τα κοινωνικά αποτελέσματα. Παρόλα αυτά, η αδυναμία εύρεσης διαφορών στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να οφείλεται, μεταξύ άλλων παραγόντων, στις διαφορές στα επενδυτικά στυλ και τις προτιμήσεις.

³⁴ Η ενεργός ιδιοκτησία αφορά την άσκηση των δικαιωμάτων κάποιου ως μετόχου. Οι δύο βασικοί τρόποι για να γίνει αυτό είναι η ψηφοφορία στις συνελεύσεις των μετόχων και ο διάλογος με τις εταιρίες στις οποίες γίνονται επενδύσεις ([Robeco. Active ownership](#)).

³⁵ Ο έλεγχος (screening) χρησιμοποιεί ένα σύνολο φίλτρων για να προσδιορίσει ποιες εταιρίες, τομείς ή δραστηριότητες είναι επιλέξιμες ή μη ώστε να συμπεριληφθούν σε ένα συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο. Τα κριτήρια αυτά μπορεί να βασίζονται στις προτιμήσεις, τις αξίες και τη δεοντολογία ενός επενδυτή. Για παράδειγμα, ο έλεγχος θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για τον αποκλεισμό των χωρών με τις υψηλότερες εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου από ένα χαρτοφυλάκιο (αρνητικός έλεγχος), ή για τη στόχευση μόνο των χαμηλότερων εκπομπών (θετικός έλεγχος) ([Principles for Responsible Investment \(2021, May\). Screening](#)).

3.3. Επισκόπηση ερευνών μελέτης της επιρροής των ESG κριτηρίων στη χρηματοοικονομική εικόνα των εταιριών

Πολλές μελέτες έχουν επικεντρωθεί στη σχέση μεταξύ εταιριών με ισχυρά ESG χαρακτηριστικά και τις οικονομικές τους επιδόσεις. Ωστόσο, υπάρχει δυσκολία ναδειχθεί ότι οι θετικοί συσχετισμοί, όταν υφίστανται, μπορούν στην πραγματικότητα να εξηγήσουν τη σχέση. Τα αποτελέσματα περισσότερων από 1.000 ερευνητικών εκθέσεων διαπίστωσαν ότι η συσχέτιση μεταξύ των χαρακτηριστικών ESG και των οικονομικών επιδόσεων γενικά ποικίλει, εμφανίζοντας τόσο θετική και αρνητική συσχέτιση όσο και ανύπαρκτη, πιθανότατα λόγω της υποκειμενικότητας των δεδομένων και των μεθοδολογιών που εφαρμόζονται, αν και η πλειοψηφία των ερευνητών εντοπίζει θετική συσχέτιση.

Οι Giese et al. (2019) εξετάζουν τον τρόπο με τον οποίο τα χαρακτηριστικά ESG επηρεάζουν τα χρηματοοικονομικά προφίλ των εταιριών, βασιζόμενοι στα υπάρχοντα μοντέλα εταιρικής αξίας. Συγκεκριμένα, αναφέρουν ότι ένα πλαίσιο μοντέλου Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Model - DCF)³⁶ μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αναλύσει την επίδραση του προφίλ ESG μίας εταιρίας στις αποτιμήσεις των μετοχών, συμπεριλαμβανομένων των ταμειακών ροών, του κινδύνου και του κόστους κεφαλαίου. Σημαντικό στοιχείο στη συγκεκριμένη έρευνα αποτελεί η διάκριση μεταξύ του συστηματικού και ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου των μετοχών³⁷. Δοκίμασαν διάφορα κανάλια μετάδοσης χρησιμοποιώντας τα δεδομένα της MSCI ESG Ratings και οικονομικές μεταβλητές. Με βάση τα αποτελέσματά τους, οι πληροφορίες ESG αντανακλώνται στην αποτίμηση και τις επιδόσεις των εταιριών, τόσο μέσω του συστηματικού όσο και μέσω του ιδιοσυγκρασιακού (ενδογενή) κινδύνου. Η έρευνα δείχνει ότι η αλλαγή στα χαρακτηριστικά ESG μιας εταιρίας μπορεί να αποτελέσει χρήσιμο οικονομικό δείκτη και ότι οι αξιολογήσεις ESG δύναται να ενσωματωθούν σε χρηματοοικονομικές αναλύσεις και σε benchmarks.

Κατά την έρευνά τους, αντί να αναζητήσουν απλώς τις συσχετίσεις μεταξύ των χαρακτηριστικών ESG και της χρηματοοικονομικής απόδοσης με βάση ιστορικά στοιχεία, αναλύουν πρώτα τα κανάλια μετάδοσης από το ESG έως τις οικονομικές επιδόσεις και

³⁶ Το μοντέλο προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) υπολογίζει την αξία μιας εταιρίας ως το άθροισμα των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών, προεξοφλημένων στο κόστος κεφαλαίου ([Refinitiv \(2022, August\). Discounted Cash Flow \(DCF\) Explained With Formula and Examples](#)).

³⁷ Ο συστηματικός κίνδυνος αποτυπώνεται συνήθως μέσω του κόστους κεφαλαίου (δηλαδή του παρονομαστή στο μοντέλο DCF), ενώ ο κίνδυνος που αφορά ειδικά την επιχείρηση (ενδογενής) συνδέεται με τον αριθμητή του μοντέλου DCF, δηλαδή τις μελλοντικές ταμειακές ροές.

αναπτύσσουν μια θεμελιώδη κατανόηση του τρόπου με τον οποίο τα χαρακτηριστικά ESG επηρεάζουν τις αποτιμήσεις και τα προφίλ κινδύνου των εταιριών. Το οικονομικό σκεπτικό του καναλιού ταμειακών ροών έχει ως εξής:

1. Οι εταιρίες με ισχυρό προφίλ ESG διαθέτουν ένα **ανταγωνιστικό πλεονέκτημα** σε σχέση τους ομολόγους τους που μπορεί να οφείλεται στην αποδοτικότερη χρήση των πόρων, στην καλύτερη ανάπτυξη του ανθρώπινου κεφαλαίου ή και στη διαχείριση της καινοτομίας. Επιπλέον, οι εταιρίες με υψηλή βαθμολογία ESG είναι συνήθως καλύτερες στην ανάπτυξη μακροπρόθεσμων επιχειρηματικών σχεδίων και σχεδίων κινήτρων για τα ανώτερα διοικητικά στελέχη.
2. Οι εταιρίες με υψηλή βαθμολογία ESG χρησιμοποιούν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα για να δημιουργήσουν μη φυσιολογικές αποδόσεις, γεγονός που τελικά τις κατευθύνει σε **υψηλότερη κερδοφορία**.
3. Τέλος, η υψηλότερη κερδοφορία οδηγεί σε **υψηλότερα μερίσματα**. Οι υψηλές μερισματικές αποδόσεις διαδραματίζουν ουσιαστικό ρόλο, επειδή ο ορίζοντας των υπεύθυνων επενδυτών είναι συνήθως μακροχρόνιος.

Όσον αφορά τη διαχείριση των επιχειρηματικών και λειτουργικών κινδύνων, οι εταιρίες με ισχυρά χαρακτηριστικά ESG αναπτύσσουν συνήθως δικλίδες ελέγχου κινδύνου και συμμόρφωσης σε υψηλό επίπεδο. Επομένως, υποφέρουν λιγότερο συχνά από σοβαρά περιστατικά όπως απάτη, υπεξαίρεση, διαφθορά ή δικαστικές υποθέσεις που μπορούν να επηρεάσουν σοβαρά την αξία της εταιρίας και συνεπώς την τιμή της μετοχής της. Εισάγοντας και το μοντέλο CAPM στην ανάλυσή τους αναφέρουν ότι το beta μιας εταιρίας έχει δύο σημαντικές λειτουργίες, να μετρά τη συστηματική έκθεση των εταιριών σε κίνδυνο (δηλαδή, χαμηλότερο beta σημαίνει λιγότερο συστηματικό κίνδυνο) και να μεταφράζει το ασφάλιστρο κινδύνου μετοχών στο απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης της εταιρίας. Επομένως, χαμηλότερος συστηματικός κίνδυνος σημαίνει ότι τα ίδια κεφάλαια μιας εταιρίας έχουν χαμηλότερη αξία στο beta και, ως εκ τούτου, οι επενδυτές απαιτούν χαμηλότερο ποσοστό απόδοσης, γεγονός που μεταφράζεται σε χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου (χαμηλό WACC). Με βάση το μοντέλο DCF, το χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου οδηγεί σε υψηλότερη αποτίμηση για την εταιρία. Δημιουργώντας τα κανάλια μετάδοσης, δείχνουν πώς το ESG έχει επηρεάσει την αποτίμηση και την απόδοση των εταιριών, τόσο μέσω του συστηματικού προφίλ κινδύνου τους (χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου και υψηλότερες αποτιμήσεις) όσο και μέσω του ιδιοσυγκρασιακού προφίλ κινδύνου τους (υψηλότερη κερδοφορία και χαμηλότερη έκθεση σε κίνδυνο ουράς).

Ακόμη μία σημαντική προσέγγιση της σχέσης χρηματοοικονομικής επίδοσης και βιωσιμότητας (CSR στη συγκεκριμένη περίπτωση) εξετάζει ο Krüger (2015), που μελετά τις επιπτώσεις των εταιρικών γεγονότων CSR στην αξία των μετόχων βραχυπρόθεσμα. Εξετάζει μάλιστα πάνω από 2.000 δημοσίως παρατηρήσιμα εταιρικά γεγονότα, με θετικές και αρνητικές επιπτώσεις στην ευημερία των κύριων ενδιαφερόμενων μερών. Αναφέρει επίσης το γεγονός ότι πολλές εμπειρικές μελέτες που αναλύουν τη σχέση μεταξύ ESG και χρηματοοικονομικών επιδόσεων (π.χ. Tobin's q) δεν κάνουν αυστηρή διάκριση μεταξύ συσχέτισης και αιτιότητας, καθώς συνήθως η σχέση αυτή ερμηνεύεται ως η βαθμολογία ESG να είναι η αιτία και η οικονομική αξία το αποτέλεσμα, αν και η μετάδοση αυτή θα μπορούσε εύκολα να αντιστραφεί. Μπορεί δηλαδή να υποστηριχθεί ότι οι εταιρίες με υψηλές βαθμολογίες ESG είναι καλύτερες στη διαχείριση των κινδύνων τους, οδηγώντας σε υψηλότερες αποτιμήσεις. Εναλλακτικά, οι εταιρίες με υψηλότερες αποτιμήσεις ενδέχεται να βρίσκονται σε καλύτερη οικονομική κατάσταση και, ως εκ τούτου, να είναι σε θέση να επενδύουν περισσότερο σε μέτρα που βελτιώνουν το ESG προφίλ τους και επομένως λόγω των επενδύσεων αυτών ενδέχεται να έχουν υψηλότερες βαθμολογίες ESG (Giese et al., 2019; Krüger, 2015). Δεδομένου ότι η έρευνά του επικεντρώνεται στις βραχυπρόθεσμες αλλαγές στην εταιρική αξία, μπορεί να μετριάσει η ανησυχία της πιθανής αντίστροφης αιτιότητας, καθώς η βραχυπρόθεσμη αντίδραση των χρηματιστηρίων δύναται να παρέχει μία άμεση εκτίμηση της Καθαρής Παρούσας Αξίας – ΚΠΑ (Net Present Value – NPV) που σχετίζεται με ένα γεγονός.

Με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας, καταλήγει στο ότι οι επενδυτές αντιδρούν έντονα αρνητικά στις αρνητικές ειδήσεις CSR και ειδικά σε πληροφορίες που σχετίζονται με τις κοινότητες και το περιβάλλον. Μια αρνητική αντίδραση σε σχέση με αρνητικά γεγονότα συνάδει με την άποψη ότι ένα σημαντικό κόστος συνδέεται με την εταιρική κοινωνική ανευθυνότητα. Όταν συμβαίνουν γεγονότα που μειώνουν την ευημερία των κύριων ενδιαφερόμενων μερών της εταιρίας, οι μέτοχοι χάνουν επίσης χρήματα. Επιπλέον, για να εξεταστεί το αν οι μέτοχοι θα πρέπει να ενθαρρύνουν την εφαρμογή CSR πολιτικών, μελετά και τις επιπτώσεις των θετικών γεγονότων επί της εταιρικής αξίας, καταλήγοντας στο ότι οι επενδυτές αντιδρούν ελαφρώς αρνητικά όταν αποκαλύπτονται θετικά νέα σχετικά με τις πολιτικές CSR, σε αντίθεση με την αντίδραση σε αρνητικά που είναι εντονότερη. Ακόμη, αποδεικνύεται ότι όταν τα θετικά CSR νέα είναι πιθανό αποτέλεσμα προσπαθειών διαχείρισης, με σκοπό την αντιστάθμιση της προηγούμενης εταιρικής κοινωνικής ανευθυνότητας, οι τιμές των μετοχών κατά μέσο όρο αυξάνονται.

Οι Orlitzky et al. (2003), παρέχοντας μια μεθοδολογικά αυστηρή ανασκόπηση, διεξάγουν μια μετα-ανάλυση (meta-analysis)³⁸ 52 ποσοτικών μελετών της σχέσης μεταξύ των εταιρικών αποδόσεων κοινωνικής (CSP) και χρηματοοικονομικής φύσεως (CFP). Για την ανάλυσή τους, υποδιαιρούν τη CFP σε αγοραία-χρηματοοικονομικά (αποδόσεις των επενδυτών), λογιστικά (λογιστικές αποδόσεις) και μέτρα αντίληψης (έρευνα). Αυτή η ανάλυση έδειξε ότι σε όλες τις μελέτες, η CSP συσχετίζεται θετικά με την CFP και ότι η σχέση αυτή τείνει να είναι αμφίδρομη και ταυτόχρονη, ενώ η φήμη φαίνεται να αποτελεί ένα σημαντικό μεσολαβητή αυτής σε σχέση με τους υπόλοιπους δείκτες. Αποδεικνύεται όμως ότι η καθολικά θετική σχέση ποικίλει (από ισχυρά έως και μέτρια θετική) λόγω απρόβλεπτων μεταβλητών, όπως είναι οι επιπτώσεις της φήμης, τα χρηματοοικονομικά μέτρα της CFP και οι γνωστοποιήσεις της CSP. Επομένως, αυτή η μετα-ανάλυση απορρίπτει έννοιες που αναπτύχθηκαν από νεοκλασικούς οικονομολόγους, όπως αυτή ότι η CSP είναι αναγκαστικά ασυμβίβαστη με τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (Friedman, 1970) καθώς η οργανωσιακή αποτελεσματικότητα μπορεί να είναι μια ευρεία έννοια που περιλαμβάνει τόσο τη χρηματοοικονομική όσο και την κοινωνική απόδοση.

Η μελέτη των Friede et al., (2015) αποτέλεσε μία πρώτη προσπάθεια συγκέντρωσης περιεχομένου, με βάση περισσότερες από 2.000 εμπειρικές ακαδημαϊκές μελέτες που δημοσιεύθηκαν από τη δεκαετία του 1970, ως προς τη σχέση μεταξύ κριτηρίων ESG και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης (CFP). Με βάση τα αποτελέσματα, περίπου το 90% του συνόλου των μελετών βρίσκουν μια μη αρνητική σχέση μεταξύ ESG και CFP. Το πιο σημαντικό είναι βέβαια ότι η συντριπτική πλειοψηφία των μελετών αναφέρουν θετική σχέση, η οποία φαίνεται να είναι σταθερή με την πάροδο του χρόνου. Μέσω μιας δευτερογενούς ανάλυσης μελετών ανασκόπησης, συμπεριλαμβανομένων τόσο μελετών καταμέτρησης ψήφων (vote-count) όσο και μετα-αναλύσεων, ανακάλυψαν σαφή αποδεικτικά στοιχεία για την επιχειρηματική σκοπιμότητα των επενδύσεων ESG, υποδηλώνοντας μια θετική σχέση με την CFP. Το κύριο συμπέρασμά τους είναι ότι ο προσανατολισμός προς μακροπρόθεσμες υπεύθυνες επενδύσεις θα πρέπει να είναι σημαντικός για όλα τα είδη ορθολογικών επενδυτών ώστε να ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντά τους με τους ευρύτερους στόχους της κοινωνίας ενώ αυτό απαιτεί λεπτομερή και βαθιά κατανόηση του τρόπου ενσωμάτωσης των κριτηρίων ESG στις επενδυτικές διαδικασίες.

Ακόμη μία σημαντική προσέγγιση είναι αυτή των Fatemi et al., (2018), που στοχεύει στη διερεύνηση της αλληλεξάρτησης μεταξύ της εκτίμησης της αξίας μίας εταιρίας και των δυνατών

³⁸ Σε μια μετα-ανάλυση, χρησιμοποιούνται στατιστικές τεχνικές για τη μέτρηση και τη σύγκριση των αποτελεσμάτων πολλαπλών μελετών ([Elsevier. Meta-Analysis](#)).

και αδύναμων σημείων της σχετικά με τα κριτήρια και τις γνωστοποιήσεις ESG. Με βάση τα ευρήματά τους, οι επιχειρήσεις με αδυναμίες ESG επωφελούνται από τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών στοιχείων, ίσως είτε επειδή οι γνωστοποιήσεις τις βοηθούν να νομιμοποιήσουν τη συμπεριφορά τους, εξηγώντας στους επενδυτές την καταλληλότητα των δραστηριοτήτων τους και τις πολιτικές ESG, είτε επειδή οι επιχειρήσεις πείθουν τους επενδυτές ότι έχουν αναλάβει αξιόπιστες δεσμεύσεις να αλλάξουν τις δραστηριότητές τους και έτσι να ξεπεράσουν τις αδυναμίες ESG. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις με δυνατά σημεία ESG αντιμετωπίζουν χαμηλότερες επιδράσεις στην αποτίμηση της αξίας τους όταν εντείνουν τις προσπάθειές τους για δημοσιοποίηση, καθώς η υψηλή γνωστοποίηση μπορεί να σηματοδοτεί ότι η επιχείρηση έχει υπερεπενδύσει σε θέματα ESG. Επίσης, οι επενδυτές μπορεί να εικάσουν ότι η εταιρία προσπαθεί να καλύψει την έλλειψη βάθους στις δράσεις ESG με πολλές μη απαραίτητες ενέργειες. Αντίστοιχα ευρήματα εντοπίζουν και οι Ioannou & Serafeim (2017), που αναφέρουν ότι για τις επιχειρήσεις με ήδη υψηλά επίπεδα δημοσιοποίησης στοιχείων ESG, οι αυξήσεις στη δημοσιοποίηση συνδέονται ασθενώς με αυξήσεις της αξίας των επιχειρήσεων. Αντίθετα, η συσχέτιση με την αξία για τις επιχειρήσεις με χαμηλά επίπεδα δημοσιοποίησης ESG είναι πολύ ισχυρότερη. Κατά τους συγγραφείς, το αποτέλεσμα αυτό συνάδει με την ιδέα ότι το οριακό καθαρό όφελος από μια πρόσθετη μονάδα δημοσιοποίησης ESG μειώνεται καθώς οι επιχειρήσεις αυξάνουν τη δημοσιοποίηση.

Ακόμη, ο Velte (2017) στην έρευνά του εξετάζει την αντίδραση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των εισηγμένων γερμανικών εταιριών σχετικά με την εφαρμογή της στρατηγικής ESG, στην πενταετία που ακολούθησε την οικονομική κρίση του 2008/2009 (δηλαδή για τα έτη 2010-2014). Συγκεκριμένα, αναλύει την επίδραση της βαθμολογίας ESG (ESG Performance - ESGP) στη χρηματοοικονομική επίδοση (Financial Performance - FINP) τόσο συνολικά όσο και σε κάθε μία από τις τρεις συνιστώσες της βαθμολογίας. Εξέτασε την υπόθεση ότι η πρακτική ESG οδηγεί σε καλύτερη χρηματοοικονομική επίδοση, για την απεικόνιση της οποίας χρησιμοποίησε μεταβλητές τόσο λογιστικής όσο και χρηματοοικονομικής φύσεως, ώστε να εντοπίσει την πιθανή σχέση με τη στρατηγική ESG. Μέσω πολλαπλών παλινδρομήσεων, οδηγήθηκε στο συμπέρασμα ότι η συνολική βαθμολογία ESGP έχει θετικό και σημαντικό αντίκτυπο στη λογιστική επίδοση (ROA) αλλά ασήμαντο και θετικό στην απόδοση με βάση τα αγοραία-χρηματοοικονομικά στοιχεία (Tobin's q). Επιπλέον, παρατηρήθηκε ότι η συνιστώσα της διακυβέρνησης (G) έχει το ισχυρότερο αντίκτυπο επί της FINP.

Τέλος, θα γίνει αναφορά στη μελέτη του DasGupta (2022), που εξετάζει το αν οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν έλλειμμα χρηματοοικονομικών επιδόσεων μπορεί να

επιδιώξουν να βελτιώσουν τις επιδόσεις ESG αντί για άλλα μέσα, όπως επενδύσεις στην Έρευνα και Ανάπτυξη (E&A). Με βάση ένα διεθνές σύνολο δεδομένων, διαπιστώθηκε ισχυρή θετική επίδραση της υστέρησης των οικονομικών επιδόσεων στις επιδόσεις ESG της εταιρίας. Παρόλα αυτά, όταν οι επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται και από υψηλές αντιπαραθέσεις ως προς το ESG, δεν επιδίδονται σε υψηλότερες πρακτικές βιωσιμότητας, αν και τέτοιες αντιπαραθέσεις θα είχαν θετικό αντίκτυπο προς τα ελλείμματα των χρηματοοικονομικών επιδόσεων. Ως εκ τούτου, η παρούσα μελέτη συμβάλλει στην υπάρχουσα βιβλιογραφία σχετικά με το ESG και τη χρηματοοικονομική, στρατηγική και οργανωτική νομιμότητα, τεκμηριώνοντας την κρίσιμη σημασία των υψηλότερων επιδόσεων ESG ως εναλλακτική στρατηγική δράση για εταιρίες με ελλείμματα στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Επιπλέον, αποδεικνύει το γεγονός ότι οι υψηλές αντιπαραθέσεις ESG στις διαχειριστικές ενέργειες είναι ιδιαίτερα επιζήμιες, και ενδέχεται να αποδυναμώσουν περαιτέρω τις ήδη αποδυναμωμένες οικονομικές επιδόσεις.

Συγκεντρωτικά επομένως, αν και προκύπτουν αντιφατικά αποτελέσματα από τις μέχρι τώρα ερευνητικές προσπάθειες εξέτασης της σχέσης ESG και εταιρικής αξίας, είναι σαφές ότι η πλειάδα της βιβλιογραφίας συσχετίζει θετικά τη γνωστοποίηση ESG πληροφοριών και στρατηγικών που ακολουθεί μία εταιρία με την οικονομική της αξία (Nguyen et al., 2022; Wong et al., 2021; Brooks & Oikonomou, 2018; Velte, 2017; Friede et al., 2015; Orlitzky et al., 2013, κ.α.). Η σχέση αυτή αποδεικνύεται επίσης στατιστικά σημαντική στις περισσότερες περιπτώσεις για τους λογιστικούς δείκτες (όπως ROA, ROE) αλλά και για τους χρηματοοικονομικούς (για παράδειγμα Tobin's q).

3.4. Εξέλιξη και εφαρμογή κριτηρίων ESG από τους οίκους αξιολόγησης

Μία από τις μεγαλύτερες εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές τα τελευταία χρόνια ήταν η ενσωμάτωση πληροφοριών ESG στις επενδυτικές αποφάσεις, με τους οργανισμούς αξιολόγησης να έχουν έναν κοινό στόχο, τη μέτρηση των επιδόσεων ESG μιας εταιρίας. Η έννοια των επιδόσεων ESG αποσκοπεί στην παροχή αξιολόγησης του πόσο καλά μια εταιρία διαχειρίζεται περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς και σχετικούς με τη διακυβέρνηση κινδύνους και ευκαιρίες. Οι αξιολογήσεις ESG και τα υποκείμενα δεδομένα που προσφέρονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης έχουν ως στόχο να βοηθήσουν τους επενδυτές να ενσωματώσουν παράγοντες ESG στις αποφάσεις τους, να ελέγξουν τα χαρτοφυλάκια για κινδύνους και ευκαιρίες, να δημιουργήσουν επενδυτικές ιδέες, να καθορίσουν ευκαιρίες συμμετοχής και να υποστηρίξουν την εφαρμογή των Αρχών Υπεύθυνων Επενδύσεων των Ηνωμένων Εθνών (UN PRI) (MSCI

2018). Οι οργανισμοί αυτοί αποζημιώνονται από τους επενδυτές, και όχι από τις εταιρίες που αξιολογούν, μετριάζοντας έτσι πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων (Christensen et al., 2022).

Ορισμένες αξιολογήσεις βασίζονται αποκλειστικά σε εξωχρηματιστηριακές πληροφορίες, ενώ άλλες συνδυάζουν χρηματοοικονομικά και εξωχρηματιστηριακά δεδομένα για την αξιολόγηση της μακροπρόθεσμης αξίας και βιωσιμότητας. Χρησιμοποιούν ένα μεγάλο όγκο πληροφοριών που μπορεί να λαμβάνονται και από τις ίδιες τις εταιρίες μέσω ερωτηματολογίων, αλλά και από την ανάλυση δημόσιων πληροφοριών. Η τεχνογνωσία των οργανισμών αξιολόγησης ESG τους έχει μετατρέψει σε βασικό σημείο αναφοράς για τις εταιρίες, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και την ακαδημαϊκή κοινότητα, ωστόσο, τα περισσότερα υφιστάμενα εργαλεία, πλαίσια και μηχανισμοί για τη μέτρηση της εταιρικής βιωσιμότητας υστερούσαν. Κατά συνέπεια, η αγορά αξιολόγησης της βιωσιμότητας έχει αυξηθεί σημαντικά την τελευταία δεκαετία, καθώς η χρηματοπιστωτική αγορά δίνει όλο και μεγαλύτερη προσοχή σε αυτό το ζήτημα.

Οι Escrig-Olmedo et al. (2019), αναλύουν το κατά πόσο οι οργανισμοί αξιολόγησης ESG ενσωματώνουν τις βασικές αρχές βιωσιμότητας στις διαδικασίες αξιολόγησής τους. Τα ευρήματά τους δείχνουν ότι οι οίκοι αξιολόγησης ESG έχουν αναπτυχθεί, ανταποκρινόμενοι στις απαιτήσεις των κοινωνικά υπεύθυνων επενδυτών, και αξιολογούν τις επιδόσεις εταιρικής βιωσιμότητας μεγάλου αριθμού εταιριών. Επιπλέον, έχουν ενσωματώσει ενημερωμένα κριτήρια στα μοντέλα τους, για τη μέτρηση των επιδόσεων με μεγαλύτερη ακρίβεια και αξιοπιστία, προκειμένου να ανταποκριθούν στις νέες παγκόσμιες προκλήσεις. Μια εις βάθος όμως ανάλυση των κριτηρίων δείχνει επίσης ότι οι οργανισμοί αυτοί δεν ενσωματώνουν πλήρως τις αρχές βιωσιμότητας στη διαδικασία αξιολόγησης της εφαρμογής ESG, καθώς χρησιμοποιούν τις δικές τους ερευνητικές μεθοδολογίες. Οι ακριβείς μετρήσεις που καλύπτουν οι οργανισμοί αξιολόγησης μπορεί να διαφέρουν, καθώς ο τρόπος με τον οποίο χρησιμοποιούνται αυτές είναι ένα υποκειμενικό μέρος της διαδικασίας αξιολόγησης. Κατά συνέπεια, ενέχει ο κίνδυνος της παραπλανητικής πληροφόρησης, επηρεάζοντας την εμπιστοσύνη που δείχνουν οι επενδυτές στα πρόσωπα τόσο των εταιριών όσο και των οργανισμών αξιολόγησης ESG. Για να ελαχιστοποιηθεί αυτός ο κίνδυνος, οι Escrig-Olmedo et al. (2019), προτείνουν η συμπερίληψη των αρχών βιωσιμότητας στις διαδικασίες και τις πρακτικές των οίκων αξιολόγησης ESG να αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση. Ως εκ τούτου, υπάρχει σαφής ανάγκη να σημειωθεί πρόοδος στον καθορισμό των εργαλείων και των πρωτοβουλιών που θα επιτρέπουν στους επαγγελματίες να ενσωματώνουν τις αρχές της βιωσιμότητας στην αξιολόγηση των εταιρικών επιδόσεων.

3.5. Προκλήσεις αναφορικά με τα ESG Scores

Την τελευταία δεκαετία, ο κλάδος των αξιολογήσεων ESG έχει αναπτυχθεί σημαντικά και έχει ήδη περάσει από μια φάση ενοποίησης, όχι μόνο με διαδικασίες συγχώνευσης και εξαγοράς μεταξύ των υφιστάμενων οίκων αξιολόγησης ESG, αλλά και μέσω της νέας εισόδου οργανισμών παροχής χρηματοοικονομικών αξιολογήσεων και πληροφοριών (Escrig-Ormedo et al., 2019). Λόγω αυτού του πολλαπλασιασμού των οργανισμών αξιολόγησης, ώστε να δύναται να ανταποκριθούν στις αυξανόμενες ανάγκες των επενδυτών για πληροφόρηση, έχει δημιουργηθεί μία ποικιλομορφία στις διαθέσιμες μεθοδολογίες αξιολόγησης, με αποτέλεσμα να προκύπτουν ισχυρές προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπιστούν.

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα, οι οργανισμοί αξιολόγησης βασίζονται σε διαφορετικό σύνολο χαρακτηριστικών, καθώς έχουν διαφορετικές απόψεις ως προς τη σχετική σημασία τους, καταλήγοντας να μετρούν το ίδιο χαρακτηριστικό χρησιμοποιώντας διαφορετικούς δείκτες (Berg et al., 2019). Επομένως, εάν οι αξιολογήσεις των οργανισμών αξιολόγησης ESG δεν είναι συνεπείς, επιδεικνύοντας ασθενές επίπεδο συμβατότητας, τα υποθετικά οφέλη της ανάλυσης ακυρώνονται. Σημαντικό επίσης ρόλο κατέχουν και οι προτιμήσεις των επενδυτών, ως προς την έκταση και το περιεχόμενο της πληροφόρησης, καθώς παρατηρείται το φαινόμενο οι οργανισμοί αξιολόγησης ESG να μην ανταποκρίνονται στις προσδοκίες των διάφορων ενδιαφερόμενων μερών, γεγονός που επηρεάζει την αποδοχή και τη χρησιμότητά τους (Escrig-Ormedo et al., 2019).

Παρόλο που όλοι οι οργανισμοί ενσωματώνουν τους πυλώνες ESG στη διαδικασία αξιολόγησής τους, η εκτίμηση της βιωσιμότητας δεν γίνεται με ισορροπημένο τρόπο. Οι μεθοδολογίες αξιολόγησης ESG μπορούν να αντισταθμίσουν υψηλότερες βαθμολογίες σε έναν πυλώνα του τρίπτυχου ESG με πολύ χαμηλές βαθμολογίες σε έναν άλλο, δεδομένου ότι κάθε διάσταση έχει συγκεκριμένο βάρος στην αξιολόγηση, και δεν είναι σαφές το πώς έχει οριστεί. Επιπλέον, οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν προσφέρουν πλήρεις και δημόσιες πληροφορίες σχετικά με τα κριτήρια και τη διαδικασία που αναπτύσσουν για την αξιολόγηση των επιδόσεων βιωσιμότητας. Επομένως, αυτή η απουσία διαφάνειας δυσχεραίνει την κατανόηση των μετρήσεών τους και δυσκολεύει τις συγκρίσεις μεταξύ τους. Η αμφίβολη αξιοπιστία και η έλλειψη ελέγχου των δεδομένων επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις των επενδυτών. Συγκεντρωτικά, η μεγαλύτερη όμως πρόκληση για τη χρήση πληροφοριών ESG κατά τη διαδικασία της λήψης επενδυτικών αποφάσεων σχετίζεται με το ζήτημα της συγκρισιμότητας

των αναφερόμενων πληροφοριών μεταξύ των επιχειρήσεων και την έλλειψη κοινών προτύπων που να διέπουν την υποβολή των πληροφοριών αυτών.

Αν και οι μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες αναδεικνύονται χρήσιμες όταν συνδυάζονται με άλλες μετρήσεις, οι επενδυτές δε θα πρέπει να βασίζονται εξ ολοκλήρου σε βαθμολογίες ESG για να καθοδηγούν τις επενδυτικές τους αποφάσεις. Προς το παρόν, η βαθμολογία ESG δε θα πρέπει να θεωρείται ως αποκλειστικά αξιόπιστη πηγή πρόγνωσης της επιτυχίας μίας εταιρίας καθώς υπάρχουν πολλές ανησυχίες σχετικά με την υπάρχουσα έλλειψη κανόνων και διαφάνειας που περιβάλλουν τα κριτήρια της βαθμολόγησης. Οι εταιρίες δύναται να χρησιμοποιήσουν καθοδηγητικά πλαίσια ως προς τις σχετικές γνωστοποιήσεις σε διάφορους κλάδους, αλλά η υιοθέτησή τους είναι εθελοντική στην τρέχουσα περίοδο. Μέχρι να επιτευχθεί παγκόσμια συμφωνία για τα πλαίσια ESG και τα συστήματα αξιολόγησης, οι βαθμολογίες ESG θα παρέχουν μερική μόνο πληροφόρηση για την εικόνα μίας εταιρίας.

3.6. Παραδείγματα εταιριών αποτυχημένης εφαρμογής βιωσιμότητας και

η έννοια του greenwashing

Η αύξηση της ζήτησης για πρακτικές ESG από την πλευρά των επενδυτών και των ενδιαφερόμενων μελών των επιχειρήσεων είναι δικαιολογημένη αν αναλογιστεί κανείς τις περιπτώσεις εταιριών που στο παρελθόν, λόγω της μη ορθής τους ανταπόκρισης σε κρίσιμα ζητήματα βιωσιμότητας, υπέστησαν σοβαρό πλήγμα τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό τους περιβάλλον.

Ενδεικτικό παράδειγμα αποτέλεσε η περίπτωση της Volkswagen AG, όταν το 2015 αποκαλύφθηκε ότι είχε εγκαταστήσει λογισμικό σε πετρελαιοκίνητα οχήματα για να περάσουν τις δοκιμές εκπομπών ρύπων και μάλιστα αναφέρθηκε ότι εξέπεμπαν ρύπους 40 φορές πάνω από τα επιτρεπόμενα επίπεδα. Με την αποκάλυψη του παράνομου επιπέδου ρύπανσης, οι μετοχές της VW έχασαν έως και το 37% της αξίας τους την ίδια τριήμερη περίοδο και κόστισε στην εταιρία περίπου 27,4 δις ευρώ σε κυρώσεις και πρόστιμα³⁹.

Χαρακτηριστικό είναι επίσης και το παράδειγμα της Vale S.A., η οποία υπέστη το 2015 καταστροφική αποτυχία στο φράγμα Mariana, στη Βραζιλία, με την απελευθέρωση 60 εκατομμυρίων κυβικών μέτρων απορριμμάτων σιδήρου στον ποταμό Doce. Με τη γνωστοποίηση

³⁹ [Thomson Reuters \(2018, September\). VW investors sue for billions of dollars over diesel scandal](#)

του μεγέθους του δυστυχήματος αλλά και της πιθανής ενοχής της εταιρίας, λόγω παράβλεψης εσωτερικών αναφορών που αναγνώριζαν τον κίνδυνο αποτυχίας, η τιμή της μετοχής της μειώθηκε κατά 25%. Τρία χρόνια αργότερα, το 2019, η Vale αντιμετώπισε μια ακόμη καταστροφική αποτυχία στο φράγμα Tailing του Brumadinho. Κατηγορήθηκε για ψευδείς και παραπλανητικούς ισχυρισμούς σχετικά με την ασφάλεια των φραγμάτων της, με αποτέλεσμα να χάσει το 22% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς⁴⁰.

Τα τελευταία χρόνια, μαζί με την ανάπτυξη των πρακτικών βιώσιμης ανάπτυξης, έχει παρατηρηθεί ότι ένα ευρύ φάσμα οργανισμών προσπαθούν να ενισχύσουν το προφίλ βιωσιμότητά τους, με την ανάπτυξη επιχειρηματικών πρακτικών που ισχυρίζονται ότι ακολουθούν τα κριτήρια ESG. Ο συνδυασμός της έλλειψης σαφών προτύπων και η ολοένα αυξανόμενη ζήτηση των επενδυτών για περισσότερο «πράσινες» επενδύσεις, δίνει το περιθώριο σε ορισμένες εταιρίες να χαρακτηρίζουν ευκαιριακά τους εαυτούς τους ως προσανατολισμένες προς τα ESG κριτήρια, με σκοπό την προσέλκυση κεφαλαίων, χωρίς να δεσμεύονται πραγματικά για πράξεις βιώσιμης επένδυσης (Dumitrescu et al., 2022). Καταφεύγουν δηλαδή στην πρακτική του “greenwashing”.

Το “greenwashing” ορίζεται ως η διαδικασία μετάδοσης μιας ψευδούς εντύπωσης ή παροχής παραπλανητικών πληροφοριών σχετικά με τον τρόπο που τα προϊόντα μιας εταιρίας είναι φιλικά προς το περιβάλλον⁴¹. Αποτελεί επομένως εκείνη την πρακτική, η οποία αποβλέπει στη δημιουργία της πεποίθησης ότι μια εταιρία κάνει περισσότερα για να υιοθετήσει τη βιωσιμότητα, ενώ στην πραγματικότητα αναλαμβάνει μόνο συμβολικές ενέργειες προς αυτή την κατεύθυνση, συχνά για λόγους δημοσίων σχέσεων. Για παράδειγμα, για μια εταιρία αυτό θα μπορούσε να είναι ο ισχυρισμός της ότι έχει μειώσει το αποτύπωμα άνθρακα εγκαθιστώντας αισθητήρες που σβήνουν τα φώτα για εξοικονόμηση ενέργειας, όταν στο σύνολο της παραγωγικής της λειτουργίας, είναι εξαιρετικά ρυπογόνος⁴².

Με βάση την έρευνα των Dumitrescu et al. (2022), οι εταιρίες που ασκούν την πρακτική του greenwashing (αποκαλούμενοι ως greenwashers) είναι περισσότερο πιθανό να ανήκουν σε μεγαλύτερες και παλαιότερες οικογένειες κεφαλαίων. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι, ενώ οι μικροεπενδυτές (retail investors) δεν κάνουν διάκριση μεταξύ των greenwashers και των πραγματικά ESG κεφαλαίων, οι θεσμικοί επενδυτές (institutional investors) δεν εξαπατώνται από

⁴⁰ [Ζοπουνίδης Κ., Εσκαντάρ Μ. \(2021, May\). Πιστωτικός κίνδυνος και ESG: Μελέτες περίπτωσης](#)

⁴¹ [Investopedia \(2022, March\). What Is Greenwashing? How It Works, Examples, and Statistics](#)

⁴² [Robeco. Greenwashing](#)

αυτούς καθώς φαίνεται να είναι σε θέση να τους εντοπίσουν και να δείξουν μία ισχυρή προτίμηση για εταιρίες που εφαρμόζουν πραγματικά πρακτικές ESG.

Λαμβάνοντας υπόψη τις περιπτώσεις εταιριών που αγνόησαν το πιθανό αντίκτυπο των πράξεων τους, όπως στις περιπτώσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω, σήμερα οι εταιρίες που χαρακτηρίζουν τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες τους με τη «σφραγίδα» του ESG, υπόκεινται σε ενδελεχή εξέταση από δικηγόρους, το ευρύ κοινό, περιβαλλοντικές οργανώσεις και ρυθμιστικές αρχές. Για παράδειγμα, μια διαφήμιση από την εταιρία καταναλωτικών αγαθών Unilever για τη μάρκα προϊόντων πλυντηρίου Persil απαγορεύτηκε από την Αρχή Διαφημιστικών Προτύπων του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.'s Advertising Standards Authority). Η αρχή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η διαφήμιση, η οποία περιέγραφε το προϊόν της Unilever ως «πιο ευγενικό για τον πλανήτη μας», ήταν πιθανό να παραπλανήσει και ότι δεν θα έπρεπε να παρουσιάζεται σε αυτή τη μορφή.

Επιπλέον, στις ΗΠΑ, πραγματοποιείται έλεγχος των ισχυρισμών σχετικά με τη βιωσιμότητα ενώ μάλιστα το Μάρτιο του 2021, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ ανακοίνωσε τη σύσταση ειδικής ομάδας η οποία θα εντοπίζει προληπτικά παραπτώματα που σχετίζονται με το ESG. Από τη δημιουργία του, ορισμένα μεγάλα ονόματα εταιριών έχουν αναφερθεί, συμπεριλαμβανομένης της συμβουλευτικής εταιρίας BNY Mellon, που κατηγορήθηκε, για ανακρίβειες και παραλείψεις σχετικά με τις ESG εκτιμήσεις κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων για ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειριζόταν. Η εταιρία συμφώνησε στην πληρωμή ποινής συνολικού ύψους 1,5 εκ. δολαρίων, χωρίς όμως να παραδεχτεί ούτε να αρνηθεί το πόρισμα⁴³.

3.7. Σχέση διαφωνίας αξιολόγησης ESG, γνωστοποιήσεων και αποδόσεων μετοχών

Σε αντίθεση με τη χρηματοοικονομική ανάλυση, η ανάλυση των πληροφοριών ESG έχει κάνει την εμφάνισή της εδώ και μόλις δύο δεκαετίες, με το μεγαλύτερο μέρος της εκπαίδευσης και της τυποποίησης να λαμβάνει χώρα τα τελευταία δέκα χρόνια. Η χρήση ESG αξιολογήσεων έχει αυξηθεί σημαντικά, και μαζί της και η διαφωνία μεταξύ των οργανισμών αξιολόγησης. Τα μέσα ενημέρωσης έχουν επισημάνει την ύπαρξη διαφωνίας για την αξιολόγηση ESG, αλλά υπάρχει

⁴³ [CNBC \(2022, September\). Big Business likes to trumpet ESG credentials. But a 'greenwashing' reckoning could be on the horizon](#)

έλλειψη αποδεικτικών στοιχείων σχετικά με το τι οδηγεί αυτή τη διαφωνία. Η διαφωνία αυτή έχει σημαντικές επιπτώσεις στη γενίκευση των ευρημάτων της ακαδημαϊκής έρευνας και κυρίως δημιουργεί προκλήσεις για τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, στις προσπάθειές τους να εφαρμόσουν επενδυτικές στρατηγικές ESG.

Όπως σημειώνεται σε άρθρο των Financial Times: *“Οι επενδυτές πρέπει να είναι σαφείς με τη μεθοδολογία που επιλέγουν, σχετικά με το τι μετρά πραγματικά και γιατί. Διαφορετικά, η βαθμολογία ESG κινδυνεύει να δημιουργήσει μια ψευδή αίσθηση εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών που δεν καταλαβαίνουν πραγματικά τι κρύβεται πίσω από τους αριθμούς - και επομένως δεν καταλαβαίνουν πραγματικά τι αγοράζουν”* (Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*).

Οι Christensen et al. (2022) προσδίδουν υλικό στο ζήτημα και επικεντρώνονται στο ρόλο της γνωστοποίησης ως καθοριστικού παράγοντα επί της διαφωνίας αξιολόγησης ESG. Διαπιστώνουν ότι μεγαλύτερη δημοσιοποίηση ESG πληροφοριών οδηγεί στην πραγματικότητα σε μεγαλύτερη διαφωνία ως προς την αξιολόγησή τους. Επιπλέον, αναγνωρίζουν και ορισμένες από τις προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι οργανισμοί αξιολόγησης ESG ως διαμεσολαβητές πληροφοριών καθώς ενώ χιλιάδες εταιρίες δηλώνουν ότι ενσωματώνουν ζητήματα ESG στην επιχειρηματική στρατηγική και τις δραστηριότητές τους, δεν είναι σαφές εάν αποτελούν απλώς ατομικούς ισχυρισμούς από τη μεριά των επιχειρήσεων, γεγονός που έχει έντονο αντίκτυπο στην εμπιστοσύνη των ενδιαφερόμενων μερών. Σημειώνεται επίσης ότι με την πάροδο του χρόνου, όσο οι αναλυτές πληροφοριών αναπτύσσουν συνέπεια σχετικά με τις μετρήσεις που πρέπει να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση της απόδοσης ESG αλλά και με τον τρόπο ερμηνείας των πληροφοριών που αντικατοπτρίζονται σε κάθε μέτρηση, η σχέση μεταξύ γνωστοποίησης και διαφωνίας μπορεί να μειωθεί ή ακόμη και να γίνει αρνητική.

Ακόμη μία σημαντική εργασία σχετικά με τη διαφωνία αξιολόγησης ESG είναι αυτή των Gibson et al. (2021), που μελέτησαν τη σχέση μεταξύ της διαφωνίας αξιολόγησης και των αποδόσεων των μετοχών. Διαπίστωσαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών σχετίζονται θετικά με τη διαφωνία αξιολόγησης ESG και ότι η σχέση αυτή κυρίως καθοδηγείται από τη διαφωνία σχετικά με την περιβαλλοντική διάσταση. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη διαφωνία αξιολόγησης τείνουν να έχουν υψηλότερες αποδόσεις μετοχών. Μια πιθανή εξήγηση για τη θετική αυτή σχέση είναι ότι το μέτρο διαφωνίας για τη βαθμολογία ESG αποτελεί υποκατάστατο της αβεβαιότητας σχετικά με τις πληροφορίες ESG. Επομένως, από την

πλευρά του κινδύνου, η υψηλότερη διαφωνία συνολικής (ή περιβαλλοντικής) αξιολόγησης συνεπάγεται μεγαλύτερη αβεβαιότητα ως προς τις επιδόσεις ESG μιας επιχείρησης, με αποτέλεσμα να γίνεται αντιληπτή ως ξεχωριστή πηγή κινδύνου. Εάν οι επενδυτές επιθυμούν να αποφύγουν αυτό το ρίσκο αβεβαιότητας, είναι αναγκαίο να χρησιμοποιηθεί ένα ασφάλιστρο κινδύνου. Πρόσφατα, έχει δοθεί μεγάλη προσοχή στην απόκλιση των αξιολογήσεων που εκδίδονται από διαφορετικούς παρόχους αξιολόγησης ESG για την ίδια εταιρία. Για παράδειγμα, σε ένα άρθρο της Wall Street Journal, ο Mackintosh (2018) επισημαίνει ότι η Tesla βαθμολογήθηκε υψηλά από την MSCI σχετικά με περιβαλλοντικά ζητήματα το 2018. Αντίθετα, ο FTSE κατέληξε στο αντίθετο συμπέρασμα, αξιολογώντας την Tesla χαμηλά στα περιβαλλοντικά θέματα.

Επιπλέον, αποδεικνύεται ότι η διαφωνία τείνει να είναι υψηλότερη για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις τους δείγματός τους (εταιρίες του δείκτη S&P 500), γεγονός που ίσως να οφείλεται στην ύπαρξη πολυπλοκότητας. Επιπλέον, έντονη διαφωνία εμφανίζεται και στις επιχειρήσεις που δεν έχουν πιστοληπτική ικανότητα, δεδομένου ότι η πληροφόρηση για αυτές είναι λιγότερο διαφανής, που τις καθιστά δυσκολότερες στην αξιολόγηση. Αντίθετα, οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν διαφωνία αξιολόγησης ESG σε χαμηλότερα επίπεδα, πιθανόν επειδή είναι σε θέση να αφιερώσουν περισσότερους πόρους στις πολιτικές και στις γνωστοποιήσεις ESG.

Όπως αναφέρεται και παραπάνω, τα περιβαλλοντικά ζητήματα φαίνεται να συμμετέχουν περισσότερο ενεργά στη θετική σχέση μεταξύ της διαφωνίας αξιολόγησης ESG και των αποδόσεων των μετοχών καθώς αυτά δύναται να ποσοτικοποιηθούν (π.χ. χρήση νερού, εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου), σε αντίθεση με τα κριτήρια που εφαρμόζονται για τον ποσοτικό προσδιορισμό της διακυβέρνησης και του κοινωνικού παράγοντα, που προϋποθέτουν περισσότερο τη χρήση υποκειμενικής κρίσης της κάθε εταιρίας αξιολόγησης. Επιπλέον, αναφορικά με τον περιβαλλοντικό παράγοντα, είναι πιο συστηματικές οι προσπάθειες σταθερού επιπέδου ρύθμισης για την ποσοτικοποίηση αυτού, όπως για παράδειγμα, υπάρχει πλέον συναίνεση ότι οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου αποτελούν σημαντική διάσταση των περιβαλλοντικών επιδόσεων μιας επιχείρησης και μετριοούνται επίσης όλο και περισσότερο⁴⁴.

Σύμφωνα με την έρευνα των Amel-Zadeh & Serafeim (2018), πρόσφατες μελέτες έχουν τεκμηριώσει ότι οι γνωστοποιήσεις ESG συνδέονται με πολλές οικονομικά σημαντικές επιπτώσεις. Συγκεκριμένα, συνδέονται με χαμηλότερους κεφαλαιακούς περιορισμούς και

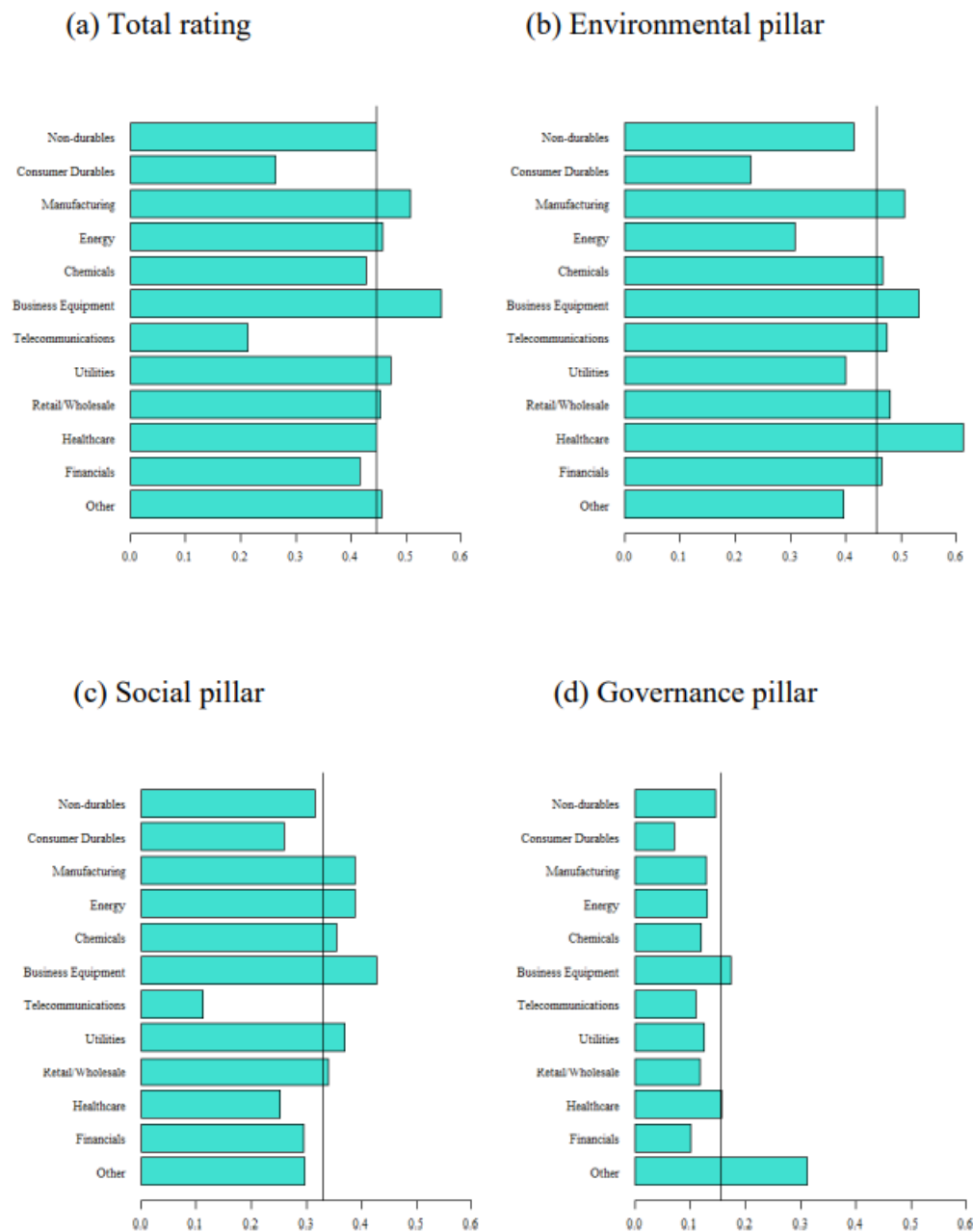
⁴⁴ [ClimatePartner. The guide to understanding Scope 1, 2, and 3 emissions](#)

χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Επιπλέον, οι ειδικές για τον κλάδο ταξινομήσεις της σημαντικότητας, προσδιορίζουν τις πληροφορίες ESG που είναι σχετικές με την αξία και προγνωστικές των μελλοντικών οικονομικών επιδόσεων των εταιριών (Khan et al., 2016). Οι συγγραφείς εξετάζουν επιπλέον τις πραγματικές συνέπειες της διαφωνίας ESG αλλά και τους λόγους για τους οποίους υφίσταται, παρέχοντας στοιχεία σχετικά με τα οικονομικά και λογιστικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων και εντοπίζοντας τους τομείς που είναι περισσότερο επιρρεπείς σε διαφωνία αξιολόγησης ESG. Ακόμη, η διασπορά αυτών των αξιολογήσεων μπορεί επίσης να έχει οικονομικά σημαντικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών και, ως εκ τούτου, στο μετοχικό κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, η ανάλυσή τους δείχνει ότι λόγω του εξέχοντος ρόλου που διαδραματίζει το μετοχικό κόστος κεφαλαίου, όταν οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές εκτιμούν τα ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων, θα πρέπει να ενσωματώσουν τις επιδράσεις της διαφωνίας αξιολόγησης ESG και να προσαρμόσουν τις εκτιμήσεις τους για το κόστος κεφαλαίου προς τα πάνω. Επιπλέον, οι CFOs, που αποφασίζουν σχετικά με τον τρόπο κατανομής των κεφαλαιουχικών δαπανών, θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη και τη διαφωνία αξιολόγησης ESG στις αποφάσεις τους, καθώς αυξάνει το επενδυτικό όριο για τις επιχειρήσεις που υπόκεινται σε υψηλή διαφωνία αξιολόγησης. Ακόμη, με βάση τα στοιχεία τους, το γεγονός ότι η διαφωνία αξιολόγησης ESG ποικίλλει μεταξύ των κλάδων είναι επίσης μια σημαντική εικόνα για τους οικονομικούς αναλυτές, οι οποίοι συχνά επικεντρώνονται σε συγκεκριμένους κλάδους.

Τέλος, σημαντικές επιπτώσεις υπάρχουν και για τους ιδιοκτήτες περιουσιακών στοιχείων και τους διαχειριστές επενδύσεων που εφαρμόζουν υπεύθυνες επενδυτικές στρατηγικές. Ειδικότερα, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα, δύο στρατηγικές είναι επί του παρόντος πολύ δημοφιλείς στο τοπίο των υπεύθυνων επενδύσεων, ο έλεγχος και η ενσωμάτωση ESG. Εάν οι διαχειριστές κεφαλαίων επιθυμούν να βελτιστοποιήσουν την οικονομική απόδοση ενώ επενδύουν υπεύθυνα, θα πρέπει να ενδιαφέρονται για τη διαφωνία αξιολόγησης ESG και τον αντίκτυπό της στις αποδόσεις των μετοχών.

Συγκεκριμένα, αναφέρεται ότι με θετικό (αρνητικό) έλεγχο (screening) θα πρέπει να αγοράσουν (πουλήσουν) κυρίως εκείνες τις μετοχές που, για μια δεδομένη υψηλή (χαμηλή) βαθμολογία ESG, έχουν το χαμηλότερο (υψηλότερο) επίπεδο διαφωνίας ESG. Αυτό θα επιτρέψει στους θετικούς (αρνητικούς) ελεγκτές (screeners) να μετριάσουν τις δυσμενείς επιπτώσεις της διαφωνίας αξιολόγησης ESG στις αναμενόμενες μελλοντικές αποδόσεις των εντολών αγοράς (πώλησης). Ομοίως, μια στρατηγική ενσωμάτωσης ESG μπορεί να αποτύχει στην εκπλήρωση των οικονομικών υποσχέσεων της εάν δεν αναζητήσει ταυτόχρονα εκείνες τις μετοχές που έχουν

ανώτερες αξιολογήσεις ESG και ενσωματώσει το χαμηλότερο επίπεδο διαφωνίας αξιολόγησης ESG σε έναν κλάδο. Πράγματι, ο έλεγχος για ένα χαμηλό επίπεδο διαφωνίας αξιολόγησης ESG θα επιτρέψει στους επενδυτές, που ενσωματώνουν κριτήρια ESG στην επενδυτική διαδικασία, να αποφύγουν μια επακόλουθη ακούσια πτώση της τιμής των μετοχών.



Διάγραμμα 2: Μέση συσχέτιση διαφωνίας αξιολόγησης ESG ανά κλάδο

Note: This figure plots average pairwise Pearson correlations between the ratings of the seven different ESG data providers for each of the twelve Fama and French industries. We report average correlations for the total rating in subfigure 1a and the respective ESG components in subfigures 1b, 1c, and 1d. The vertical line represents the average correlation across all industries.

Πηγή: Gibson Brandon, R., Krüger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 77(4), 104-127.

Τα παραπάνω διαγράμματα δείχνουν τη συσχέτιση της διαφωνίας αξιολόγησης ESG σε κάθε κλάδο και ανά πυλώνα του δείκτη, και είναι εμφανές ότι υπάρχει κάποια ετερογένεια. Παρατηρείται γενικά ότι η διαφωνία αξιολόγησης είναι πιο έντονη για τις επιχειρήσεις που ανήκουν στους κλάδους των διαρκών καταναλωτικών αγαθών και των τηλεπικοινωνιών, αλλά και ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης δεδομένων ESG φαίνεται να διαφωνούν λιγότερο για τη συνολική αξιολόγηση στους τομείς του επιχειρηματικού εξοπλισμού και της μεταποίησης. Μια άλλη ενδιαφέρουσα παρατήρηση είναι ότι οι οίκοι αξιολόγησης φαίνεται επίσης να διαφωνούν αρκετά έντονα σχετικά με τη διακυβέρνηση στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Αυτά τα ευρήματα σχετικά με τις διακυμάνσεις του κλάδου στις αξιολογήσεις ESG των επιχειρήσεων θα μπορούσαν να βοηθήσουν τους οικονομικούς αναλυτές, που επικεντρώνονται στον κλάδο, να διαφοροποιήσουν τις εκτιμήσεις τους και τις συγκρίσεις των επιχειρήσεων, καθώς αντιμετωπίζουν τις περισσότερες φορές μετρήσεις που προέρχονται από διάφορους παρόχους δεδομένων.

3.8. Ανάγκη ύπαρξης ενιαίου και υποχρεωτικού πλαισίου

γνωστοποιήσεων

Σχεδόν κάθε εταιρία σήμερα κατανοεί ότι η βιωσιμότητα πρέπει να γίνει ο πυρήνας της στρατηγικής της και της διαδικασίας κατανομής κεφαλαίου. Συχνά όμως συγχέεται από την προσπάθεια εμφάνισης προόδου επί των κριτηρίων ESG, έτσι ώστε να είναι αξιόπιστα για τους μετόχους και τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Αυτές οι εταιρίες, των οποίων η στρατηγική είναι στραμμένη προς αυτή την κατεύθυνση, καταλήγουν να αποκαλύπτουν εθελοντικά μία πλειάδα πληροφοριών, χωρίς αυτές να είναι πάντα χρήσιμες στους επενδυτές. Έχουν δηλαδή τη δυνατότητα επιλογής από μια σειρά προτύπων γνωστοποίησης, τα οποία ερμηνεύουν με διάφορους τρόπους, επιλέγοντας αυτόν που πιθανόν να τους εξυπηρετεί. Η επιλογή αυτή δυστυχώς δεν ικανοποιεί τους λήπτες της δημοσιευμένης πληροφορίας και εγείρει ακόμα περισσότερο την ανάγκη ύπαρξης μίας κοινής γλώσσας⁴⁵. Αυτή η ανάγκη θα πρέπει να καλυφθεί με την ανάπτυξη ενός ενιαίου συνόλου προτύπων για τη μέτρηση και την υποβολή εκθέσεων ESG, όπως υπάρχει και για τις Οικονομικές Καταστάσεις.

Αυτή τη στιγμή υπάρχει μία πληθώρα ονομάτων και πλαισίων σύνταξης εκθέσεων βιωσιμότητας αλλά βρισκόμαστε πολύ κοντά στην ανάδειξη μιας ενιαίας πηγής αναφοράς ESG

⁴⁵ [EY \(2022, May\). How unified reporting standards will move the needle on sustainability](#)

μέσω του Συμβουλίου Διεθνών Προτύπων Βιωσιμότητας (International Sustainability Standards Board - ISSB), το οποίο θα κατέχει την ίδια θέση για την υποβολή εκθέσεων βιωσιμότητας με το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Board - IASB) για την υποβολή χρηματοοικονομικών εκθέσεων. Θα αναπτύξει δηλαδή πρότυπα για τις εταιρίες ώστε να υποβάλλουν εκθέσεις σχετικά με τις επιδόσεις τους, οι οποίες αποτελούν πολύτιμη πηγή πληροφόρησης για τους επενδυτές. Και τα δύο συμβούλια θα υπάγονται στο Ίδρυμα IFRS⁴⁶.

Το ISSB επικεντρώνεται στην «ενιαία σημαντικότητα» ή στις πληροφορίες ESG που καθοδηγούν την αποτίμηση και έχουν σημασία για τους επενδυτές. Το ιδανικό αποτέλεσμα θα είναι το ISSB να γίνει ένα παγκόσμιο πρότυπο που θα ενσωματώνει το έργο όλων των προηγούμενων προτύπων και πλαισίων και που θα επικεντρώνεται στις ανάγκες των επενδυτών. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι, τα πρότυπα δεν είναι στόχοι για ζητήματα όπως οι εκπομπές άνθρακα ή η ποικιλομορφία και η ισότητα. Αντιθέτως, παρέχουν αξιόπιστες πληροφορίες σχετικά με την υποβολή εκθέσεων από μια εταιρία, ως προς την πρόοδό της στην επίτευξη των στόχων που θέτει.

Ταυτόχρονα με τις συζητήσεις για την ανάπτυξη ενιαίων προτύπων, οι εταιρίες εμφανίζουν μια εύλογη ανησυχία σχετικά με το ποιο θα είναι το κόστος για την εφαρμογή αυτών. Αξίζει να σημειωθεί ότι, τόσο το IASB όσο και το SASB⁴⁷ έχουν καταστήσει την ανάλυση κόστους/οφέλους ως αναπόσπαστο στοιχείο της διαδικασίας καθορισμού προτύπων και η εμπειρία αυτή θα αποβεί ιδιαίτερα πολύτιμη για το ISSB. Βέβαια, είναι σαφές ότι θα πρέπει να γίνει μια αρχική επένδυση προκειμένου να υπάρχουν τα ίδια υψηλής ποιότητας συστήματα εσωτερικού ελέγχου και μέτρησης για την υποστήριξη αυτής της αναφοράς. Το ίδιο όμως ισχύει και για τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση και οι εξελίξεις στην εμπειρία και την τεχνολογία θα μειώσουν το λειτουργικό κόστος με την πάροδο του χρόνου (Eccles & Mirchandani, 2022). Λόγω της ζήτησης των επενδυτών, η παροχή αξιολόγησης σχετικά με την υποβολή εκθέσεων βιωσιμότητας είναι ήδη μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση, όπως έχει ήδη αναφερθεί και αναλυθεί σε προηγούμενη ενότητα. Επιπλέον, αναδύεται η εξής πρόκληση, ότι οι άνθρωποι των οικονομικών και της βιωσιμότητας πρέπει να γίνουν «δίγλωσσοι». Στις εταιρίες, οι λειτουργίες της χρηματοδότησης και της βιωσιμότητας πρέπει να είναι σε θέση να εξηγούν τις κοινωνικά υπεύθυνες και «πράσινες» επενδύσεις και τη συμβολή τους στις οικονομικές επιδόσεις. Ακόμη, οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων πρέπει να κατανοήσουν τα ουσιαστά ζητήματα βιωσιμότητας και

⁴⁶ [Deloitte. International Sustainability Standards Board \(ISSB\)](#)

⁴⁷ Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, το SASB έχει πλέον ενοποιηθεί με το ISSB.

η ομάδα ESG πρέπει να προσανατολίσει τις συζητήσεις της προς το πλαίσιο των οικονομικών επιδόσεων.

Μία σημαντική κίνηση από την πλευρά των επιχειρήσεων, που πρέπει να αποτελέσει το επόμενο βήμα, έπεται από τη θέσπιση των προτύπων, αφορά την άμεση υιοθέτησή τους. Ο χρόνος μεταξύ της δημοσίευσης των προτύπων και της υποχρεωτικής εφαρμογής τους θα αποτελέσει πολύ σημαντική περίοδο καθώς ορισμένες εταιρίες θα υιοθετήσουν γρήγορα τα πρότυπα του ISSB και επομένως θα ασκηθεί πίεση από την πλευρά των επενδυτών ώστε να ακολουθήσουν και άλλοι το παράδειγμά τους. Η επιθυμία των επενδυτών είναι να υπάρχει δυνατότητα σύγκρισης μεταξύ των εταιριών ώστε να διεξάγουν την ανάλυσή τους, ενώ είναι πιθανό να κάνουν αρνητικές υποθέσεις εις βάρος της τιμής της μετοχής μιας εταιρίας που αδυνατεί να ακολουθήσει τις υπόλοιπες, όσον αφορά την υιοθέτηση των προτύπων.

Ουσιαστικός φυσικά παράγοντας στη δυνατότητα σύγκρισης των εταιριών μεταξύ τους είναι η μετάβαση από την εθελοντική υιοθέτηση στην υποχρεωτική, ακολουθώντας το πρότυπο της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Επί αυτού του θέματος, οι Ioannou & Serafeim (2017) επιδίωξαν να δώσουν μία εικόνα για την επίδραση των επιτακτικών κανονισμών γνωστοποίησης βιωσιμότητας στις πρακτικές γνωστοποίησης και τις αποτιμήσεις των εταιριών. Διαπίστωσαν ότι, οι επιχειρήσεις που εξετάστηκαν, αύξησαν σημαντικά τη δημοσιοποίηση πληροφοριών, προσπαθώντας να μεγεθύνουν τη συγκρισιμότητα και την αξιοπιστία των πληροφοριών. Επιπλέον, οι οικονομικές επιπτώσεις των κανονισμών γνωστοποίησης φαίνεται να είναι θετικές, και η αύξηση της γνωστοποίησης λόγω κανονισμού να αποκαλύπτει μια θετική συσχέτιση μεταξύ αυτής και του δείκτη Tobin's q. Παρά το γεγονός ότι η υποχρεωτική γνωστοποίηση αύξησε το κόστος σε ορισμένες επιχειρήσεις, οι εκτιμήσεις τους δείχνουν ότι, κατά μέσο όρο, το αποτέλεσμα της υποχρεωτικής γνωστοποίησης στις εταιρίες ήταν αύξηση και όχι η μείωση της αξίας τους. Συνολικά, τα ευρήματά τους υποδηλώνουν ότι ο κανονισμός έχει πολύ σημαντική θετική επίδραση στο επίπεδο δημοσιοποίησης ESG των υπό έρευνα επιχειρήσεων, και μάλιστα παρατηρείται το μέγεθος της επίδρασης στις γνωστοποιήσεις του κοινωνικού πυλώνα να είναι μεγαλύτερο από τις αντίστοιχες σχετικά με το περιβάλλον ή τη διακυβέρνηση.

4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ESGP - FINP

4.1. Σχεδιασμός της έρευνας και άντληση δεδομένων

Το ερευνητικό μέρος της παρούσας εργασίας έχει ως σκοπό να εξετάσει τη σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής επίδοσης και της βαθμολογίας αξιολόγησης των ESG κριτηρίων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών και κατά πόσο αυτή η σχέση τεκμηριώνεται στατιστικά. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε βασίστηκε στην έρευνα του Velte (2017), επί της οποίας γίνεται αναφορά και σε προηγούμενη ενότητα.

Για τη μέτρηση του δείκτη ESG χρησιμοποιήθηκαν τόσο το συνολικό ESG score όπως επίσης και τα τρία επιμέρους scores των πυλώνων του. Το δείγμα των εταιριών αποτελείται από ενεργές εισηγμένες εταιρίες του ΧΑΑ για το διάστημα των ετών μεταξύ 2016 και 2021, από το οποίο εξαιρέθηκαν εταιρίες του τραπεζικού κλάδου λόγω των ειδικών κανονισμών τους σε σύγκριση με άλλους τομείς. Συγκεκριμένα, αναλύεται η επίδραση της επίδοσης ESG (ESGP) στη χρηματοοικονομική επίδοση (FINP) τόσο συνολικά όσο και σε βαθύτερη ανάλυση, ως προς τον τρόπο που οι τρεις συνιστώσες της βαθμολογίας ESG συμβάλουν στη σχέση ESGP και FINP.

Τα δεδομένα των οικονομικών στοιχείων της κάθε εταιρίας συλλέχθηκαν από τη βάση δεδομένων ICAP Data Prisma και από τις δημοσιευμένες εκθέσεις Οικονομικών Καταστάσεων των εταιριών ενώ οι τιμές των μετοχών από τη σελίδα της Naftemporiki⁴⁸. Ακόμη, η συλλογή των δεδομένων για τη βαθμολογία των δραστηριοτήτων ESG αντλήθηκε από τη βάση δεδομένων Refinitiv (προηγουμένως γνωστή ως Thomson Reuters), ώστε να απαλειφθεί οποιοσδήποτε κίνδυνος μεροληψίας που θα μπορούσε να υφίσταται αν τα δεδομένα συλλέγονταν μεμονωμένα από τις εκθέσεις βιωσιμότητας που συντάσσει η κάθε εταιρία (Sjögren & Wickström, 2019). Συγκεκριμένα, η κλίμακα αξιολόγησης που έχει σχεδιαστεί από τη Refinitiv για θέματα περιβάλλοντος, κοινωνίας και εταιρικής διακυβέρνησης (ESG), εξετάζει δέκα θεμελιώδη κριτήρια βάσει στοιχείων που έχουν δημοσιοποιηθεί, τα οποία εμπίπτουν σε έναν από τους τρεις πυλώνες, όπως αποτυπώνεται στον παρακάτω πίνακα.

⁴⁸ [Naftemporiki. Excel Utilities](#)

Πίνακας 1: Τα δέκα βασικά κριτήρια της βαθμολογίας ESG της Refinitiv

Environmental Pillar	Social Pillar	Governance Pillar
Resource Use	Workforce	Management
Emissions	Human Rights	Shareholders
Innovation	Community	CSR Strategy
	Product Responsibility	

Πηγή: [Refinitiv ESG company scores](#)

4.2. Επιλογή μεταβλητών και μεθοδολογία έρευνας

Ακολουθώντας τη μεθοδολογία του Velte (2017), εξετάζεται η υπόθεση ότι η πρακτική ESG οδηγεί σε καλύτερη χρηματοοικονομική επίδοση ενώ ως μεταβλητές της χρηματοοικονομικής επίδοσης χρησιμοποιούνται τόσο λογιστικής φύσεως (ROA) όσο και βασιζόμενοι στην αγορά δείκτες (Tobin's q). Συγκεκριμένα, το **ROA** αποτελεί με βάση τον συγγραφέα την πιο διάσημη λογιστική μεταβλητή μέτρησης της FINP, καθώς αντιπροσωπεύει την κερδοφορία της εταιρίας σε σχέση με τα συνολικά περιουσιακά της στοιχεία. Δεδομένου όμως ότι οι λογιστικές μεταβλητές επηρεάζονται συχνά από τις αποφάσεις διαχείρισης κερδών, είναι απαραίτητοι και οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που βασίζονται στην αγορά και μάλιστα συμπεριλαμβάνονται σε πολλές εμπειρικές μελέτες. Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιείται το **Tobin's q** ως ο λόγος μεταξύ της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, και του λογιστικού κόστους αντικατάστασής τους, δηλαδή το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων και των συνολικών υποχρεώσεων (όπως προκύπτει από τον Ισολογισμό της κάθε εταιρίας)⁴⁹. Επιπλέον, το Tobin's q θεωρείται ένας μελλοντοστραφής δείκτης που μετρά την αποτίμηση των μετοχών, αντανakλώντας έτσι την αξία της επιχείρησης (Breuer & Nau, 2014) και χρησιμοποιείται συνήθως στην εμπειρική έρευνα ως υποκατάστατο της σταθερής αξίας (Erikson & Whited, 2006).

Για παράδειγμα, οι Orlitzky et al. (2003) αναφέρουν ότι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που βασίζονται στην αγορά αντικατοπτρίζουν την ιδέα ότι οι μέτοχοι αποτελούν κύρια ομάδα ενδιαφερόμενων, η ικανοποίηση της οποίας καθορίζει την τύχη της εταιρίας ενώ, οι λογιστικοί δείκτες, όπως το ROA, αποτυπώνουν με κάποιο τρόπο την εσωτερική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης (Cochran & Wood, 1984). Οι λογιστικές αποδόσεις αντικατοπτρίζουν τις εσωτερικές

⁴⁹ [Investopedia \(2021, April\). Q Ratio: Tobin's Q](#)

ικανότητες λήψης αποφάσεων και τη διαχειριστική απόδοση και όχι τις εξωτερικές αντιδράσεις της αγοράς στις οργανωσιακές πολιτικές της εταιρίας.

Με βάση το μοντέλο πολλαπλών παλινδρομήσεων που εξετάζεται στο πρόγραμμα SPSS, οι εξαρτημένες μεταβλητές είναι οι δύο μεταβλητές αποτύπωσης της χρηματοοικονομικής επίδοσης, ενώ ανεξάρτητες είναι οι βαθμολογίες ESG. Ακόμη, για να αξιολογηθεί το αντίκτυπο του ESGP στο FINP χρησιμοποιούνται μεταβλητές υστέρησης ενός έτους, καθώς σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, το ESGP δεν θα οδηγήσει αμέσως σε καλύτερο FINP (Nguyen et al., 2022; DasGupta, 2022; Velte, 2017). Επομένως, οι βαθμολογίες ESGP του έτους t (έτη 2016-2020) συγκρίνονται με τις μεταβλητές FINP του έτους $t + 1$ (έτη 2017-2021). Παράλληλα, στο μοντέλο εισάγονται οι εξής μεταβλητές ελέγχου (control variables)⁵⁰:

- συντελεστής **BETA**, για τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου των εταιριών,
- το **χρέος** (DEBT) για τη μέτρηση του μη συστηματικού κινδύνου,
- το **μέγεθος** (SIZE) της εταιρίας, εκφραζόμενο ως ο φυσικός λογάριθμος του συνόλου του ενεργητικού και
- το **είδος του κλάδου** (IND) ως ψευδομεταβλητή (dummy variable), που λαμβάνει τιμές 1 και 2.

Επομένως, προκειμένου να εξεταστεί η σχέση μεταξύ της FINP και ESGP, θα χρησιμοποιηθούν συνολικά οχτώ υποδείγματα παλινδρόμησης στο πρόγραμμα SPSS, τα οποία εξετάζουν κατά πόσο τόσο το ESG score συνολικά (ESGP) όσο και η κάθε μεταβλητή του (ENS, SOS, GS) επηρεάζουν τις εξαρτημένες μεταβλητές (ROA, Tobin's q):

$$(1) \text{FINP (ROA, Tobin's q)} = \alpha + \beta_1 \text{ESGP} + \beta_2 \text{BETA} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_5 \text{SIZE} + \beta_6 \text{IND} + \varepsilon$$

$$(2) \text{FINP (ROA, Tobin's q)} = \alpha + \beta_1 \text{ENS} + \beta_2 \text{BETA} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_5 \text{SIZE} + \beta_6 \text{IND} + \varepsilon$$

$$(3) \text{FINP (ROA, Tobin's q)} = \alpha + \beta_1 \text{SOS} + \beta_2 \text{BETA} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_5 \text{SIZE} + \beta_6 \text{IND} + \varepsilon$$

$$(4) \text{FINP (ROA, Tobin's q)} = \alpha + \beta_1 \text{GS} + \beta_2 \text{BETA} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_5 \text{SIZE} + \beta_6 \text{IND} + \varepsilon$$

⁵⁰ Ο Velte (2017) εισήγαγε ακόμη μία μεταβλητή ελέγχου στο μοντέλο του, τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης (R&D) αλλά στο δείγμα που εξετάστηκε στην παρούσα έρευνα δεν εντοπίστηκαν αντίστοιχες δαπάνες με βάση τις Εταιρικές Οικονομικές Καταστάσεις, παρά μόνο στις Ενοποιημένες, και επομένως δε συμπεριλήφθηκε η συγκεκριμένη μεταβλητή.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συγκεντρωτικά οι συνολικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην παρούσα έρευνα.

Πίνακας 2: Εξήγηση μεταβλητών έρευνας

<i>Dependent Variables</i>	<i>Explanation</i>
ROA	Return on Assets = $\frac{\text{Net income}}{\text{Total Assets (BS)}}$
Tobin's q	$\frac{\text{Market value of equity and liabilities}}{\text{Book value of equity and liabilities}} = \frac{\text{Market Capitalization}}{\text{Equity + Total Liabilities (BS)}}$
<i>Independent Variables</i>	<i>Explanation</i>
ESGP	Environmental, Social and Governance total performance score collected by the Refinitiv database (previously known as Thomson Reuters)
ENS	Environment Pillar Score as the weighted average relative rating of a company based on the reported environmental information and the resulting three environmental category scores.
SOS	Social Pillar Score as the weighted average relative rating of a company based on the reported social information and the resulting four social category scores.
GS	Governance Pillar Score as the weighted average relative rating of a company based on the reported governance information and the resulting three governance category scores.
<i>Control Variables</i>	<i>Explanation</i>
Beta	Beta = $\frac{\text{Cov (GI, Ri)}}{\text{Var (GI)}}$
Debt	Debt = $\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets (BS)}}$
Size	Natural logarithm of Total Assets
Industry	Dummy variable: (1) for manufacturing companies (2) for services companies

BS = Balance Sheet
GI = General Index
Ri = Each Stock Return at 31/12/XX

Πηγή: Velte, P. (2017), Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany, *Journal of Global Responsibility*, Vol. 8 No. 2, pp. 169-178.

4.3. Αποτελέσματα παλινδρομήσεων

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά δεδομένα των εξαρτημένων (Financial Performance), ανεξάρτητων (ESG Performance) και των μεταβλητών ελέγχου

(Control Variables) της ανάλυσης. Με βάση αυτόν, ο μέσος (διάμεσος) για τις ανεξάρτητες μεταβλητές ισούται με 0,518 (0,501) για το συνολικό ESG score, 0,477 (0,542) για τον περιβαλλοντικό, 0,569 (0,579) για τον κοινωνικό πυλώνα και 0,504 (0,481) για τον πυλώνα διακυβέρνησης. Παρατηρείται επομένως ότι το κοινωνικό κριτήριο του δείκτη λαμβάνει τις υψηλότερες τιμές σε σχέση με τα υπόλοιπα κριτήρια αλλά και το συνολικό δείκτη. Σχετικά με τις εξαρτημένες μεταβλητές, το ROA εμφανίζει ως τιμές μέσου (διάμεσου) 0,031 (0,037) ενώ το Tobin's q λαμβάνει τιμή 0,859 (0,692).

Πίνακας 3: Descriptive statistics table

Variables	Mean	Median	SD	Minimum	Maximum
<i>Financial Performance</i>					
ROA	0,031	0,037	0,064	-0,230	0,260
Tobin's q	0,859	0,692	0,676	0,001	2,699
<i>ESG Performance</i>					
ESGP	0,518	0,501	0,229	0,042	0,900
ENS	0,477	0,542	0,288	0,042	0,907
SOS	0,569	0,579	0,264	0,125	0,958
GS	0,504	0,481	0,220	0,042	0,958
<i>Control Variables</i>					
BETA	0,784	0,802	0,315	0,060	1,657
DEBT	0,192	0,182	0,159	0,000	0,687
SIZE	20,620	20,737	1,286	18,398	23,414
IND	0	0	0,5	1	2

Επιπλέον, από τον Πίνακα 4, όπου απεικονίζονται οι συσχετίσεις (correlations) μεταξύ των μεταβλητών, προκύπτει το αναμενόμενο αποτέλεσμα ότι η σχέση μεταξύ των μεταβλητών ESG τόσο μεταξύ των τριών πυλώνων όσο και με το συνολικό ESG score είναι στατιστικά σημαντική (σε διάστημα εμπιστοσύνης 95%) και θετική. Στατιστικά σημαντική και θετική είναι επίσης η σχέση μεταξύ των δύο εξαρτημένων μεταβλητών που αντικατοπτρίζουν την χρηματοοικονομική επίδοση των εταιριών. Παρόλα αυτά, αξίζει να σημειωθεί ότι όσον αφορά το ROA φαίνεται πως δεν έχει στατιστικά σημαντική σχέση με καμία από τις μεταβλητές του ESG, παρά μόνο με τη μεταβλητή BETA και μάλιστα αρνητική. Από την άλλη πλευρά, το Tobin's q

εμφανίζει στατιστικά σημαντική συσχέτιση με τον περιβαλλοντικό και τον κοινωνικό πυλώνα όπως και με τη μεταβλητή SIZE, και επηρεάζεται αρνητικά από αυτές.

Πίνακας 4: Pearson Correlation matrix

Variables	ROA	Tobin's q	ESGP	ENS	SOS	GS	BETA	DEBT	SIZE	IND
ROA	1									
Tobin's q	0,487**	1								
ESGP	0,099	-0,067	1							
ENS	-0,030	-0,273**	0,901**	1						
SOS	0,099	-0,218*	0,902**	0,843**	1					
GS	0,143	0,164	0,762**	0,543**	0,565**	1				
BETA	-0,409**	-0,158	-0,293**	-0,275**	-0,315**	-0,155	1			
DEBT	-0,057	0,039	0,287**	0,364**	0,377**	0,028	0,074	1		
SIZE	-0,053	-0,263**	0,219*	0,324**	0,284**	-0,018	0,356**	0,398**	1	
IND	-0,028	-0,024	-0,231*	-0,180	-0,156	-0,322**	0,038	-0,200*	-0,083	1

**Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Στον Πίνακα 5 συνοψίζονται τα αποτελέσματα των πολυμεταβλητών παλινδρομήσεων, με βάση τις οποίες προκύπτει ότι η λογιστικής φύσεως εξαρτημένη μεταβλητή (ROA) εμφανίζει στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση με τη μεταβλητή μέτρησης του συστηματικού κινδύνου των εταιριών, BETA, σε όλο το μοντέλο. Σε σχέση όμως με τα κριτήρια ESG φαίνεται πως υπάρχει ισχυρά αρνητική σχέση μόνο με το περιβαλλοντικό κριτήριο του δείκτη, ενώ από τη σχετική παλινδρόμηση προκύπτει και το υψηλότερο R^2 Adjusted (0,181) σε σχέση με τις υπόλοιπες τρεις γραμμικές παλινδρομήσεις, γεγονός που υποδηλώνει ότι το συγκεκριμένο κριτήριο ερμηνεύει περισσότερο ικανοποιητικά την εξαρτημένη μεταβλητή ROA.

Από την άλλη πλευρά, είναι εμφανές ότι για το Tobin's q υφίσταται αρνητική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση μόνο με τον περιβαλλοντικό και κοινωνικό πυλώνα του δείκτη ESG, όπως αποδεικνύεται και από τα R^2 Adjusted (0,144 και 0,116 αντίστοιχα) που είναι μεγαλύτερα σε σχέση με τις παλινδρομήσεις των άλλων δύο ανεξάρτητων μεταβλητών ESG. Ακόμη, στις δύο παλινδρομήσεις με ανεξάρτητες μεταβλητές το ESGP και τον πυλώνα GS εμφανίζεται στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση με το μέγεθος (SIZE) των εταιριών του

δείγματος. Παράλληλα, το Tobin's q εμφανίζει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με τη μεταβλητή DEBT, η οποία μετρά το μη συστηματικό κίνδυνο των υπό εξέταση εταιριών.

Τέλος, για να ελεγχθεί η περίπτωση ύπαρξης πολυσυγγραμμικότητας (multicollinearity) υπολογίστηκαν τα variance inflation factors (VIF), καθώς σε περίπτωση που η τιμή τους είναι μεγαλύτερη του 10, είναι πιθανό να υπάρχει σημαντικό πρόβλημα στα δεδομένα. Ωστόσο, σε κάθε μεμονωμένη παλινδρόμηση η τιμή του VIF προκύπτει μικρότερη από 2 για όλες τις μεταβλητές των πολλαπλών γραμμικών παλινδρομήσεων και επομένως δεν τίθεται ζήτημα πολυσυγγραμμικότητας.

Πίνακας 5: Regression analysis FINP, ESG Scores and Control Variables

Variables <i>N = 105</i>	ROA	Tobin's q
ESGP	-0,017 (0,032)	-0,271 (0,358)
BETA	-0,097 (0,024) *	-0,206 (0,261)
DEBT	-0,029 (0,045)	0,759 (0,499)
SIZE	0,008 (0,006)	-0,148 (0,066) *
IND	-0,003 (0,013)	-0,041 (0,150)
R ² (adj.)	0,136	0,049
ENS	-0,057 (0,026) *	-0,889 (0,284) *
BETA	-0,114 (0,023) *	-0,471 (0,252)
DEBT	-0,009 (0,044)	1,059 (0,480) *
SIZE	0,012 (0,006)	-0,087 (0,065)
IND	-0,005 (0,013)	-0,067 (0,140)
R ² (adj.)	0,181	0,144
SOS	-0,020 (0,030)	-0,834 (0,317) *
BETA	-0,099 (0,024) *	-0,443 (0,260)
DEBT	-0,024 (0,046)	1,060 (0,493) *
SIZE	0,008 (0,006)	-0,104 (0,065)
IND	-0,003 (0,013)	-0,047 (0,142)
R ² (adj.)	0,138	0,116
GS	0,024 (0,031)	0,491 (0,339)
BETA	-0,089 (0,022) *	-0,077 (0,240)
DEBT	-0,032 (0,044)	0,714 (0,487)
SIZE	0,007 (0,006)	-0,163 (0,063) *
IND	0,001 (0,014)	0,050 (0,154)
R ² (adj.)	0,140	0,066

*Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Επιπρόσθετα στα παραπάνω αποτελέσματα, ο παρακάτω πίνακας παρέχει πληροφόρηση για τη σχέση μεταξύ των μεταβλητών ESG και των υπόλοιπων ανεξάρτητων μεταβλητών ελέγχου του μοντέλου. Συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι το συνολικό ESG score και όλοι οι πυλώνες, εκτός από το κριτήριο της διακυβέρνησης, λαμβάνουν μία στατιστικά σημαντική αρνητική επιρροή από το BETA, με ισχυρότερη να εμφανίζεται αυτή του κοινωνικού πυλώνα (SOS beta = -0,451, ESGP beta = -0,399, ENS beta = -0,422), ενώ αντιθέτως, οι ίδιες μεταβλητές εμφανίζουν ισχυρά θετική σχέση με το DEBT. Επομένως, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι αύξηση στο συστηματικό κίνδυνο θα οδηγήσει σε μείωση των ESG κριτηρίων ενώ αύξηση στο μη συστηματικό κίνδυνο έχει ως αποτέλεσμα την ανοδική τους κίνηση. Ακόμη, για τις τρεις ίδιες μεταβλητές ESG παρατηρείται θετική και σημαντική σχέση με το μέγεθος των εταιριών, ενώ για τον πυλώνα GS εμφανίζεται ισχυρή στατιστικά αρνητική σχέση μόνο με την ψευδομεταβλητή IND.

Πίνακας 6: Regression analysis ESG Scores and Control Variables

Variables <i>N = 105</i>	ESGP	ENS	SOS	GS
BETA	-0,289 (0,073) *	-0,386 (0,087) *	-0,379 (0,080) *	-0,103 (0,076)
DEBT	0,251 (0,150)	0,414 (0,179) *	0,443 (0,163) *	-0,047 (0,157)
SIZE	0,049 (0,019) *	0,084 (0,023) *	0,069 (0,021) *	0,004 (0,020)
IND	-0,074 (0,045)	-0,052 (0,054)	-0,031 (0,049)	-0,145 (0,047) *
R ² (adj.)	0,229	0,305	0,316	0,083

*Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

5. ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

5.1. Συζήτηση αποτελεσμάτων

Λαμβάνοντας επομένως υπόψη τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, προέκυψε ότι το ESG επηρεάζει το δείκτη ROA μόνο μέσω του περιβαλλοντικού του πυλώνα και τον δείκτη Tobin's επίσης με τον περιβαλλοντικό αλλά και τον κοινωνικό πυλώνα. Οι σχέσεις που χαρακτηρίζονται ως στατιστικά σημαντικές προσδιορίζουν μία αρνητική σχέση μεταξύ των προαναφερόμενων μεταβλητών ESG και της χρηματοοικονομικής επίδοσης των εισηγμένων εταιριών που εξετάστηκαν. Μία πιθανή εξήγηση για τα συγκεκριμένα αποτελέσματα θα μπορούσε να αφορά την έλλειψη επαρκούς θεσμικής υποστήριξης και ίσως τη μη ορθή εφαρμογή των πρακτικών ESG από την πλευρά των εταιριών, οι οποίες είναι πιθανό να μη κατένειμαν με τον καλύτερο τρόπο τους πόρους τους ώστε να προσανατολιστούν σε ενέργειες ESG.

Αντιθέτως, από την έρευνα του Velte, επί της οποίας μεθοδολογίας βασίστηκε και η παρούσα εργασία, προέκυψε ότι τόσο ο δείκτης ESG όσο και οι μεμονωμένοι πυλώνες του συσχετίζονται ισχυρά θετικά με το λογιστικό δείκτη ROA, ενώ ο δείκτης GS φαίνεται να εμφανίζει την πιο ισχυρή σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή, γεγονός που θα μπορούσε να αιτιολογηθεί λόγω της θέσπισης στη Γερμανία αυστηρότερων προτύπων εταιρικής διακυβέρνησης έπειτα από τα την κρίση του 2008 (Velte, 2017). Αναφορικά με τη μεταβλητή Tobin's q, δεν παρουσιάζει κάποιου είδους στατιστικά σημαντική συσχέτιση με το δείκτη ESG. Ακόμη, παρατηρείται ότι οι δύο μεταβλητές μέτρησης του κινδύνου των εταιριών, το DEBT και το BETA, εμφανίζουν μία αρνητική συσχέτιση με τις μεταβλητές ESGP, ENS, SOS και GS, εξάγοντας το συμπέρασμα πως ο υψηλός συστηματικός και μη κίνδυνος συνεπάγεται χαμηλή απόδοση ESG. Τέλος, από τη συγκεκριμένη έρευνα προέκυψε ότι το μέγεθος SIZE των εταιριών έχει μία στατιστικά σημαντική και θετική σχέση με το ESGP και τα τρία επιμέρους μέρη του.

Όπως αναφέρουν όμως και οι Friede et al. (2015), υπάρχει πλειάδα εργασιών που ερευνώντας τη σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής επίδοσης και των ESG κριτηρίων καταλήγουν σε αντιφατικά αποτελέσματα. Για παράδειγμα, η έρευνα των Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel (2021), που διερευνά εάν οι οικονομικές επιδόσεις (ROA) μιας επιχείρησης συνδέονται με υψηλές βαθμολογίες ESG στις αναδυόμενες αγορές πολυεθνικών εταιριών στη Λατινική Αμερική μεταξύ 2011 και 2015, αναπτύσσει υποθέσεις και τις εξετάζει με την εφαρμογή γραμμικών παλινδρομήσεων, λαμβάνοντας στοιχεία επίσης από τη βάση δεδομένων

της Refinitiv (Thomson Reuters). Τα αποτελέσματα αυτής δείχνουν ότι η σχέση μεταξύ της βαθμολογίας ESG και της χρηματοοικονομικής επίδοσης προκύπτει στατιστικά σημαντική και αρνητική, τόσο για το συνολικό ESG Score όσο και για τις μεταβλητές του ξεχωριστά, με τον κοινωνικό πυλώνα να εμφανίζει την ισχυρότερη επίδραση επί της χρηματοοικονομικής επίδοσης των υπό εξέταση εταιριών.

5.2. Περιορισμοί έρευνας

Ακολουθώντας τα αποτελέσματα που παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη ενότητα, είναι ορθό να αναφερθούν και οι περιορισμοί που συνοδεύουν την παρούσα έρευνα. Αρχικά, ως προς την επιλογή των μεταβλητών χρηματοοικονομικής επίδοσης και ειδικά του ROA, έχει αναφερθεί σε μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας ότι οι λογιστικοί δείκτες έχουν εγγενώς πιο βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα και είναι πιθανό να υπόκεινται σε μεγάλο βαθμό χειραγώγησης από τους διευθυντές (Hillman & Keim, 2001). Στη συγκεκριμένη περίπτωση, το ζήτημα αυτό καλύπτεται μερικώς από τη χρήση και του δείκτη (Tobin's q) για την ποσοτικοποίηση της επίδοσης των εταιριών, ο οποίος προσεγγίζει την εκτίμηση της χρηματιστηριακής αγοράς για την Καθαρή Παρούσα Αξία.

Επιπλέον, δεδομένου ότι καλύφθηκε μία μικρή μόνο χρονική περίοδος (2017-2021) για ένα σχετικά περιορισμένο δείγμα εταιριών (N=105 παρατηρήσεις), καθώς δεν υπήρχαν διαθέσιμα ESG στοιχεία για το σύνολο των εισηγμένων ελληνικών εταιριών από τη βάση δεδομένων, τα παρουσιαζόμενα αποτελέσματα δεν καλύπτουν ένα ικανοποιητικά ευρύ φάσμα ανάλυσης και επομένως δεν είναι ορθό να γενικευτούν. Άλλωστε, όπως αναφέρουν και οι Wang & Sarkis (2017), υπάρχει και το ενδεχόμενο ορισμένες δραστηριότητες ESG να χρειαστούν χρόνια για να εφαρμοστούν και οι αποδόσεις ενδέχεται να μην είναι άμεσες.

Τέλος, αν και χρησιμοποιήθηκε μία κοινή βάση βαθμολογιών ESG ώστε να αποφευχθεί η μεροληπτικότητα, δεν έχει εξαλειφθεί πλήρως το υποκειμενικό στοιχείο, καθώς όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, ο κάθε οργανισμός αξιολόγησης αποδίδει μία βαθμολογία ESG χρησιμοποιώντας τη δική του μεθοδολογία, ώστε να εξετάσει τις μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες των εταιριών. Τα αποτελέσματα αυτά δύναται να διαφέρουν μεταξύ των παρόχων πληροφοριών αξιολόγησης καθώς οι διαστάσεις ENS, SOS και GS διαμορφώνονται από ποικίλους παράγοντες και οι αναλύσεις τους πρέπει να γίνεται εις βάθος ώστε να προσδιοριστεί η επίπτωση του κάθε πυλώνα στη χρηματοοικονομική επίδοση των εταιριών.

5.3. Προτάσεις μελλοντικής έρευνας

Δεδομένης της αδυναμίας εύρεσης επαρκών πληροφοριών ESG για το σύνολο των εισηγμένων εταιριών και επειδή η κυρίαρχη υπόθεση είναι ότι το ESG συσχετίζεται θετικά με την χρηματοοικονομική επίδοση περισσότερο σε μακροπρόθεσμο και όχι τόσο σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο, προτείνεται στο μέλλον να γίνει μία περισσότερο τεκμηριωμένη σύγκριση των παραπάνω μεταβλητών, με πολυετή στοιχεία και μεγαλύτερο δείγμα εταιριών, ώστε τα αποτελέσματα της έρευνας να είναι όσο το δυνατό περισσότερο αντιπροσωπευτικά της υπό εξέταση σχέσης.

Στο εγχείρημα αυτό θα συμβάλλει σαφώς θετικά και ο σχηματισμός κοινού πλαισίου γνωστοποίησης μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών από το ίδρυμα ISSB, το οποίο έργο βρίσκεται σε εξέλιξη την παρούσα περίοδο. Συγκεκριμένα, το Μάρτιο 2022 το ISSB δημοσίευσε προσχέδια των δύο πρώτων προτύπων γνωστοποίησης βιωσιμότητας (πρότυπα ISSB) για δημόσια διαβούλευση ενώ παράλληλα ανέφερε ότι στόχος του είναι, μόλις οριστικοποιηθεί το σύνολο των προτύπων ISSB, να παρέχει μια ολοκληρωμένη παγκόσμια βάση γνωστοποιήσεων βιωσιμότητας για τους επενδυτές ώστε να χρησιμοποιηθεί κατά την αξιολόγηση της αξίας των εταιριών⁵¹. Τα δύο προσχέδια που δημοσιοποιήθηκαν είναι τα ακόλουθα:

- IFRS S1 – *General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information (the General Requirements Standard)*
- IFRS S2 – *Climate-related Disclosures (the Climate Standard)*

Το ίδρυμα ISSB φαίνεται πως βασίζει τη διαμόρφωση των προτύπων του στην ενσωμάτωση υφιστάμενων πλαισίων, ιδίως του πλαισίου TCFD και των προτύπων SASB. Επιπλέον, τον Σεπτέμβριο 2022 έλαβε χώρα μία συνάντηση του ISSB ώστε να συζητηθούν οι παρατηρήσεις σχετικά με τα δημοσιευμένα προσχέδια και να διερευνηθεί η περίπτωση προσαρμογής τους με την ενσωμάτωση μηχανισμών διευκόλυνσης της εφαρμογής τους από τις ποικίλες οντότητες⁵².

⁵¹ [Latham & Watkins LLP \(2022, April\). ISSB Publishes Long-Awaited Exposure Drafts of Global Sustainability Standards](#)

⁵² [IFRS \(2022, September\). ISSB Update September 2022](#)

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

Επιστημονικά Άρθρα-Περιοδικά-Μεταπτυχιακές Εργασίες

Ελληνικά

ATHEX Χρηματιστήριο Αθηνών (2022). Οδηγός Δημοσιοποίησης Πληροφοριών ESG. [Online]. Available at: <https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/esg-reporting-guide>. [Accessed: 11 June 2022].

Ξανθάκου, Α. Μ. (2020). ESG (Environmental, Social, Governance) αποδοτικότητα: επίδραση στην εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση. (Dissertation, Πανεπιστήμιο Πειραιώς) [Online]. Available at: <https://dione.lib.unipi.gr/xmlui/handle/unipi/13011> [Accessed: 20 July 2022].

Ξενόγλωσσα

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. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>

Bénabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x>

Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2019). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Forthcoming Review of Finance*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>

Breuer, N., & Nau, C. (2014). ESG performance and corporate financial performance: An empirical study of the US technology sector. *Department of Business Administration*. <https://core.ac.uk/download/pdf/289949506.pdf>

Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>

- Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147-175. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of management Journal*, 27(1), 42-56. <https://doi.org/10.5465/255956>
- Dalal, K. K., & Thaker, N. (2019). ESG and corporate financial performance: A panel study of Indian companies. *IUP Journal of Corporate Governance*, 18(1), 44-59. <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=137221144&site=eds-live>
- DasGupta, R. (2022). Financial performance shortfall, ESG controversies, and ESG performance: Evidence from firms around the world. *Finance Research Letters*, 46, 102487. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102487>
- Dumitrescu, A., Gil-Bazo, J., & Zhou, F. (2022). Defining Greenwashing. Available at SSRN 4098411. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4098411>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Eccles, R. G., & Mirchandani, B. (2022). We Need Universal ESG Accounting Standards. *Harvard Business Review Digital Articles*, 1–6. <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=155457436&site=eds-live>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management science*, 60(11), 2835-2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Erickson, T., & Whited, T. M. (2006). On the accuracy of different measures of q. *Financial management*, 35(3), 5-33. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00145.x>
- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M., & Muñoz-Torres, M. J. (2019). Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 11(3), 915. <https://doi.org/10.3390/su11030915>

- Fatemi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 59, 182-192. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.028>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- 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. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Friedman, M. (1970) The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine*, 122-126. Reprinted by: Springer (2007). https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14
- Gibson Brandon, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 77(4), 104-127. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1963186>
- Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69-83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Henisz, W., Koller, T., & Nuttall, R. (2019). Five ways that ESG creates value. *Mckinsey & Company*. <http://dln.jaipuria.ac.in:8080/jspui/bitstream/123456789/2319/1/Five-ways-that-ESG-creates-value.pdf>
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic management journal*, 22(2), 125-139. [https://doi.org/10.1002/1097-0266\(200101\)22:2<125::AID-SMJ150>3.0.CO;2-H](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200101)22:2<125::AID-SMJ150>3.0.CO;2-H)
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. Harvard Business School research working paper, (11-100). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1799589>

- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of management review*, 20(2), 404-437. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9507312924>
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). Using the balanced scorecard as a strategic management system. *Harvard Business Review*, 4126 http://jackson.com.np/home/documents/MBA4/Management_accounting/BSCHarvardBusinessReview.pdf
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The accounting review*, 91(6), 1697-1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Kiesel, F, Lücke, F. ESG in credit ratings and the impact on financial markets. *Financial Markets, Inst. & Inst.* 2019; 28: 263290. <https://doi.org/10.1111/fmii.12114>
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 115(2), 304-329. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008>
- Lee, M. D. P. (2008). A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead. *International journal of management reviews*, 10(1), 53-73. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2007.00226>
- Liang, H., Sun, L., & Teo, M. (2021). Greenwashing: Evidence from hedge funds. *Research Collection Lee Kong Chian School Of Business*, 1-68. https://ink.library.smu.edu.sg/lkcsb_research/6737
- MacNeil, I., & Esser, I. M. (2022). From a Financial to an Entity Model of ESG. *European Business Organization Law Review*, 1-37. <https://doi.org/10.1007/s40804-021-00234-y>
- Nguyen, D. T., Hoang, T. G., & Tran, H. G. (2022). Help or Hurt? The Impact of ESG on Firm Performance in S&P 500 Non-Financial Firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(2), 91-102. <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v16i2.7>
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>

Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572-597.

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>

Rui Albuquerque, Yrjö Koskinen, & Chendi Zhang. (2019). Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, 10, 4451.

<https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>

Serafeim, G., & Yoon, A. (2022). Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement. *Review of accounting studies*, 1-31. <https://doi.org/10.1007/s11142-022-09675-3>

Sjögren, R., & Wickström, J. (2019). A study of ESG's contribution to firm performance: Evidence from the European region. *Blekinge Institute of Technology* (Dissertation).

<http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:bth-18271>

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, Vol. 8 No. 2, pp. 169-178.

<https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>

Verheyden, T., Eccles, R.G. and Feiner, A. (2016), ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 47-

55. <https://doi.org/10.1111/jacf.12174>

Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of cleaner production*, 162, 1607-1616.

<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>

Wong, W. C., Batten, J. A., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 101593.

<https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>

Διαδικτυακές Πηγές

Ελληνικά

Ζοπουνίδης Κ., Εσκαντάρ Μ. (2021, May). Πιστωτικός κίνδυνος και ESG: Μελέτες περίπτωσης [Online]. Available at: <https://www.naftemporiki.gr/story/1700581/pistotikos-kindunos-kai-esg-meletes-periptosis> [Accessed: 3 July 2022].

Ξενόγλωσσα

Barnes K. (2021, May). A History of How Modern ESG Came to Be [Online]. Available at: <https://npengage.com/companies/esg-history/> [Accessed: 10 June 2022].

Business Insider (2021, April). 533 million Facebook users' phone numbers and personal data have been leaked online [Online]. Available at: <https://www.businessinsider.com/stolen-data-of-533-million-facebook-users-leaked-online-2021-4> [Accessed: 24 September 2022].

ClimatePartner. The guide to understanding Scope 1, 2, and 3 emissions [Online]. Available at: https://www.climatepartner.com/en/the-complete-guide-to-understanding-scope-1-2-3-emissions?utm_source=google&utm_campaign=1784528771&utm_medium=cpc&utm_content=616850548219&utm_term=ghg%20emissions%20inventory&gclid=CjwKCAjwg5uZBhATEiwAhhRLHv9k6YdsIqZvoExAPSUNRRFa5U9ur2KTYHF3GLdN0_m_KMGL6x4CWhoCwLIQAvD_BwE [Accessed: 18 September 2022].

CNBC (2022, September). Big Business likes to trumpet ESG credentials. But a ‘greenwashing’ reckoning could be on the horizon [Online]. Available at: <https://www.cnbc.com/2022/09/21/big-businesses-trumpet-esg-credentials-scrutiny-is-on-the-rise.html> [Accessed: 05 October 2022].

Conservice ESG (2021, January). The new normal - Investors demand more ESG disclosures [Online]. Available at: <https://www.gobyinc.com/new-normal-investors-demand-esg-disclosure/> [Accessed: 12 June 2022].

Conservice ESG (2022, March). ESG scores: The good, the bad, & why they matter [Online]. Available at: <https://www.gobyinc.com/esg-scores-why-they-matter/> [Accessed: 11 June 2022].

Deloitte. International Sustainability Standards Board (ISSB) [Online]. Available at: <https://www.iasplus.com/en/resources/ifrsf/issb> [Accessed: 18 September 2022].

Economist (2021, May). Sustainable finance is rife with greenwash. Time for more disclosure [Online]. Available at: <https://www.economist.com/leaders/2021/05/22/sustainable-finance-is-rife-with-greenwash-time-for-more-disclosure> [Accessed: 9 July 2022].

Elsevier. Meta-Analysis [Online]. Available at: <https://www.sciencedirect.com/topics/neuroscience/meta-analysis> [Accessed: 30 September 2022].

ESG Framework Overview Part 1: Broad Frameworks (2021, May). [Online]. Available at: <https://www.esgiq.com/articles/esg-framework-overview-part-1-broad-frameworks/> [Accessed: 28 June 2022].

ESG Framework Overview Part 2: Narrow Frameworks (2021, May). [Online]. Available at: <https://www.esgiq.com/articles/esg-framework-overview-part-2-narrow-frameworks/> [Accessed: 28 June 2022].

ESG Today (2020, November). MSCI Launches ESG Materiality Map, Providing Transparency into ESG Ratings [Online]. Available at: <https://www.esgtoday.com/msci-launches-esg-materiality-map-providing-transparency-into-esg-ratings/> [Accessed: 28 June 2022].

EY (2022, May). How unified reporting standards will move the needle on sustainability [Online]. Available at: https://www.ey.com/en_gl/wef/how-unified-reporting-standards-will-move-the-needle-on-sustainability [Accessed: 18 September 2022].

Financial Times (2022, June). How ESG investing came to a reckoning [Online]. Available at: <https://www.ft.com/content/5ec1dfcf-eea3-42af-aea2-19d739ef8a55> [Accessed: 25 June 2022].

Forbes Advisor (2020, September). Milton Friedman On The Social Responsibility of Business, 50 Years Later [Online]. Available at: <https://www.forbes.com/advisor/investing/milton-friedman-social-responsibility-of-business/> [Accessed: 10 June 2022].

Global Sustainable Investment Review 2020 [Online]. Available at: <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf> [Accessed: 10 September 2022].

IFRS (2022, March). IFRS Foundation and GRI to align capital market and multi-stakeholder standards to create an interconnected approach for sustainability disclosures [Online]. Available

at: <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2022/03/ifrs-foundation-signs-agreement-with-gri/> [Accessed: 7 September 2022].

IFRS Community (2022, July). Materiality in IFRS Standards and Financial Reporting [Online]. Available at: <https://ifrscommunity.com/knowledge-base/materiality/> [Accessed: 18 September 2022]

IFRS (2022, January). IFRS Foundation completes consolidation of CDSB from CDP [Online]. Available at: <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2022/01/ifrs-foundation-completes-consolidation-of-cdsb-from-cdp/> [Accessed: 10 September 2022].

IFRS. Climate Disclosure Standards Board [Online]. Available at: <https://www.ifrs.org/sustainability/climate-disclosure-standards-board/> [Accessed: 30 June 2022].

IFRS (2022, September). ISSB Update September 2022 [Online]. Available at: <https://www.ifrs.org/news-and-events/updates/issb/2022/issb-update-september-2022/> [Accessed: 15 October 2022].

IFRS. International Sustainability Standards Board [Online]. Available at: <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/?year=All&type=Announcement#news> [Accessed: 25 September 2022].

International Finance Corporation. Who Cares Wins 2005 Conference Report: Investing for Long-Term Value [Online]. Available at: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins2005_wci_1319576590784 [Accessed: 10 June 2022].

Investopedia (2021, April). Q Ratio: Tobin's Q [Online]. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp> [Accessed: 30 September 2022].

Investopedia (2022, March). What Is Greenwashing? How It Works, Examples, and Statistics [Online]. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/g/greenwashing.asp> [Accessed: 9 September 2022].

Investopedia (2022, May). Tail Risk [Online]. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/t/tailrisk.asp> [Accessed: 30 September 2022].

Investopedia (2022, September). What Is Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing? [Online]. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp> [Accessed: 8 October 2022].

IPE (2022, July). Global sustainable fund flows and assets drop 62% [Online]. Available at: <https://www.ipe.com/news/global-sustainable-fund-flows-and-assets-drop-62/10061332.article> [Accessed: 8 October 2022].

J.P. Morgan Asset Management (2022, February). Five reasons why the future of ESG investing is long term [Online]. Available at: <https://am.jpmorgan.com/nl/en/asset-management/liq/investment-themes/sustainable-investing/future-of-esg-investing/> [Accessed: 18 September 2022].

Latham & Watkins LLP (2022, April). ISSB Publishes Long-Awaited Exposure Drafts of Global Sustainability Standards [Online]. Available at: <https://www.globalelr.com/2022/04/issb-publishes-long-awaited-exposure-drafts-of-global-sustainability-standards/> [Accessed: 15 October 2022].

Morningstar (2020, January). Sustainable Fund Flows in 2019 Smash Previous Records [Online]. Available at: <https://www.morningstar.com/articles/961765/sustainable-fund-flows-in-2019-smash-previous-records> [Accessed: 12 September 2022].

MSCI ESG Research LLC (2022, June). MSCI ESG Ratings Methodology [Online]. Available at: <https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/ESG-Ratings-Methodology-Exec-Summary.pdf> [Accessed: 8 September 2022].

MSCI. ESG Fund Ratings [Online]. Available at: <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-fund-ratings> [Accessed: 8 September 2022].

MSCI. ESG Industry Materiality Map [Online]. Available at: <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/materiality-map#> [Accessed: 28 June 2022].

Naftemporiki. Excel Utilities [Online]. Available at: <https://www.naftemporiki.gr/finance/excelutills/> [Accessed: 18 September 2022].

Principles for Responsible Investment (2021, May). Screening [Online]. Available at: <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening/5834.article> [Accessed: 23 July 2022].

Principles for Responsible Investment (2022, April). Quarterly signatory update [Online]. Available at: <https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/quarterly-signatory-update> [Accessed: 6 September 2022]

Principles for Responsible Investment. Review of trends in ESG reporting requirements [Online]. Available at: <https://www.unpri.org/download?ac=16705> [Accessed: 15 September 2022].

PWC (2022, September). ESG Value Creation Journey [Online]. Available at: <https://www.pwc.com/id/en/esg/esg-capability-statement.pdf> [Accessed: 24 September 2022].

Refinitiv (2022, August). Discounted Cash Flow (DCF) Explained With Formula and Examples [Online]. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp> [Accessed: 20 September 2022].

Refinitiv (2022, May). Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv [Online]. Available at: https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf [Accessed: 12 September 2022].

Refinitiv ESG company scores [Online]. Available at: <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores> [Accessed: 5 October 2022].

Refinitiv ESG Scores [Online]. Available at: https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/fact-sheets/esg-scores-fact-sheet.pdf [Accessed: 18 September 2022].

Refinitiv. Company overview [Online]. Available at: <https://www.refinitiv.com/en/about-us> [Accessed: 18 September 2022].

Robeco. Active ownership [Online]. Available at: <https://www.robeco.com/en/key-strengths/sustainable-investing/glossary/active-ownership.html> [Accessed: 19 September 2022].

Robeco. Greenwashing [Online]. Available at: <https://www.robeco.com/sg/key-strengths/sustainable-investing/glossary/greenwashing.html> [Accessed: 23 July 2022].

SASB Standards. SASB Standards & Other ESG Frameworks [Online]. Available at: <https://www.sasb.org/about/sasb-and-other-esg-frameworks/> [Accessed: 10 June 2022].

SASB Standards. Materiality Finder [Online]. Available at: <https://www.sasb.org/standards/materiality-finder/?lang=en-us> [Accessed: 6 September 2022].

SASB Standards. The Evolution of SASB Standards [Online]. Available at: <https://www.sasb.org/about/> [Accessed: 7 September 2022].

Sustainalytics (2021, January). ESG Risk Ratings - Methodology Abstract [Online]. Available at: https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf [Accessed: 8 September 2022].

SustainFi (2022, July). 30 ESG and Sustainable Investing Statistics [Online]. Available at: <https://sustainfi.com/articles/investing/esg-statistics/> [Accessed: 18 September 2022].

Thomson Reuters (2018, July). Thomson Reuters Financial & Risk Business Announces New Company Name: Refinitiv [Online]. Available at: <https://www.thomsonreuters.com/en/press-releases/2018/july/thomson-reuters-financial-and-risk-business-announces-new-company-name-refinitiv.html> [Accessed: 18 September 2022].

Thomson Reuters (2018, September). VW investors sue for billions of dollars over diesel scandal [Online]. Available at: <https://www.reuters.com/article/uk-volkswagen-emissions-trial-idUKKCN1LQ0WD> [Accessed: 24 September 2022].

Thomson Reuters (2021, December). Analysis: How 2021 became the year of ESG investing [Online]. Available at: <https://www.reuters.com/markets/us/how-2021-became-year-esg-investing-2021-12-23/> [Accessed: 18 September 2022].

Thomson Reuters (2022, April). Thomson Reuters 2021 Social Impact & ESG Report: Highlighting progress on key ESG activities [Online]. Available at: <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/news-and-media/thomson-reuters-social-impact-esg-report-2021/> [Accessed: 8 September 2022].

United Nations Global Compact. The SDGs Explained for Business [Online]. Available at: <https://www.unglobalcompact.org/sdgs/about> [Accessed: 6 September 2022].

United Nations Global Compact. Our Participants [Online]. Available at: https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/participants/search?utf8=%E2%9C%93&search%5Bkeywords%5D=&search%5Bper_page%5D=10&search%5Bsort_field%5D=&search%5Bsort_direction%5D=asc

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

Παράρτημα Α: Πίνακες παλινδρομήσεων SPSS

Πίνακας 7: Regression of dependent variable ROA and independent ESGP

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	-0,034	0,114		-0,295	0,769	-0,259	0,192	
BETA	-0,097	0,024	-0,476	-4,098	0,000	-0,143	-0,050	1,372
DEBT	-0,029	0,045	-0,071	-0,635	0,527	-0,118	0,061	1,276
SIZE	0,008	0,006	0,155	1,292	0,200	-0,004	0,020	1,467
IND	-0,003	0,013	-0,025	-0,239	0,812	-0,030	0,024	1,079
ESGP	-0,017	0,032	-0,059	-0,512	0,610	-0,081	0,048	1,359

Dependent Variable: ROA

Πίνακας 8: Regression of dependent variable ROA and independent ENS

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	-0,085	0,113		-0,750	0,455	-0,310	0,140	
BETA	-0,114	0,023	-0,561	-4,873	0,000	-0,160	-0,067	1,424
DEBT	-0,009	0,044	-0,022	-0,202	0,840	-0,097	0,079	1,313
SIZE	0,012	0,006	0,236	1,948	0,055	0,000	0,024	1,574
IND	-0,005	0,013	-0,038	-0,381	0,704	-0,031	0,021	1,057
ENS	-0,057	0,026	-0,259	-2,185	0,032	-0,110	-0,005	1,507

Dependent Variable: ROA

Πίνακας 9: Regression of dependent variable ROA and independent SOS

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	-0,042	0,115		-0,365	0,716	-0,270	0,186	
BETA	-0,099	0,024	-0,489	-4,081	0,000	-0,148	-0,051	1,468
DEBT	-0,024	0,046	-0,059	-0,518	0,606	-0,116	0,068	1,343
SIZE	0,008	0,006	0,166	1,357	0,178	-0,004	0,020	1,532
IND	-0,003	0,013	-0,020	-0,197	0,844	-0,029	0,024	1,050
SOS	-0,020	0,030	-0,083	-0,676	0,501	-0,079	0,039	1,531

Dependent Variable: ROA

Πίνακας 10: Regression of dependent variable ROA and independent GS

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	-0,048	0,115		-0,419	0,677	-0,278	0,181	
BETA	-0,089	0,022	-0,440	-4,094	0,000	-0,133	-0,046	1,181
DEBT	-0,032	0,044	-0,079	-0,715	0,476	-0,120	0,056	1,236
SIZE	0,007	0,006	0,137	1,186	0,239	-0,005	0,018	1,362
IND	0,001	0,014	0,011	0,107	0,915	-0,026	0,029	1,163
GS	0,024	0,031	0,083	0,784	0,435	-0,037	0,085	1,143

Dependent Variable: ROA

Πίνακας 11: Regression of dependent variable Tobin's q and independent ESGP

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	4,138	1,259		3,287	0,001	1,634	6,641	
BETA	-0,206	0,261	-0,096	-0,789	0,432	-0,725	0,313	1,372
DEBT	0,759	0,499	0,179	1,522	0,132	-0,233	1,751	1,276
SIZE	-0,148	0,066	-0,282	-2,242	0,028	-0,280	-0,017	1,467
IND	-0,041	0,150	-0,030	-0,274	0,785	-0,338	0,256	1,079
ESGP	-0,271	0,358	-0,092	-0,756	0,452	-0,983	0,441	1,359

Dependent Variable: Tobin's q

Πίνακας 12: Regression of dependent variable Tobin's q and independent ENS

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	3,345	1,223		2,736	0,008	0,913	5,777	
BETA	-0,471	0,252	-0,219	-1,865	0,066	-0,972	0,031	1,424
DEBT	1,059	0,480	0,249	2,205	0,030	0,104	2,014	1,313
SIZE	-0,087	0,065	-0,165	-1,335	0,186	-0,216	0,043	1,574
IND	-0,067	0,140	-0,048	-0,475	0,636	-0,346	0,213	1,057
ENS	-0,889	0,284	-0,379	-3,131	0,002	-1,453	-0,324	1,507

Dependent Variable: Tobin's q

Πίνακας 13: Regression of dependent variable Tobin's q and independent SOS

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	3,706	1,225		3,024	0,003	1,268	6,143	
BETA	-0,443	0,260	-0,207	-1,704	0,092	-0,961	0,074	1,468
DEBT	1,060	0,493	0,250	2,149	0,035	0,079	2,042	1,343
SIZE	-0,104	0,065	-0,199	-1,602	0,113	-0,234	0,025	1,532
IND	-0,047	0,142	-0,034	-0,330	0,742	-0,330	0,236	1,050
SOS	-0,834	0,317	-0,326	-2,632	0,010	-1,464	-0,204	1,531

Dependent Variable: Tobin's q

Πίνακας 14: Regression of dependent variable Tobin's q and independent GS

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	3,822	1,271		3,007	0,003	1,294	6,351	
BETA	-0,077	0,240	-0,036	-0,322	0,748	-0,554	0,400	1,181
DEBT	0,714	0,487	0,168	1,468	0,146	-0,254	1,682	1,236
SIZE	-0,163	0,063	-0,311	-2,587	0,011	-0,289	-0,038	1,362
IND	0,050	0,154	0,036	0,326	0,745	-0,256	0,356	1,163
GS	0,491	0,339	0,160	1,450	0,151	-0,182	1,165	1,143

Dependent Variable: Tobin's q

Πίνακας 15: Regression of dependent variable ESGP and control variables

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	-0,202	0,383		-0,529	0,598	-0,964	0,559	
BETA	-0,289	0,073	-0,399	-3,961	0,000	-0,434	-0,144	1,156
DEBT	0,251	0,150	0,174	1,677	0,097	-0,047	0,548	1,234
SIZE	0,049	0,019	0,278	2,545	0,013	0,011	0,088	1,362
IND	-0,074	0,045	-0,158	-1,654	0,102	-0,163	0,015	1,045

Dependent Variable: ESGP

Πίνακας 16: Regression of dependent variable ENS and control variables

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	-0,953	0,458		-2,080	0,041	-1,865	-0,042	
BETA	-0,386	0,087	-0,422	-4,413	0,000	-0,559	-0,212	1,156
DEBT	0,414	0,179	0,228	2,310	0,023	0,058	0,769	1,234
SIZE	0,084	0,023	0,376	3,624	0,000	0,038	0,130	1,362
IND	-0,052	0,054	-0,087	-0,960	0,340	-0,158	0,055	1,045

*Dependent Variable: ENS***Πίνακας 17: Regression of dependent variable SOS and control variables**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	-0,584	0,417		-1,399	0,165	-1,413	0,246	
BETA	-0,379	0,080	-0,451	-4,761	0,000	-0,537	-0,221	1,156
DEBT	0,443	0,163	0,266	2,718	0,008	0,119	0,767	1,234
SIZE	0,069	0,021	0,334	3,245	0,002	0,027	0,111	1,362
IND	-0,031	0,049	-0,058	-0,639	0,525	-0,128	0,066	1,045

*Dependent Variable: SOS***Πίνακας 18: Regression of dependent variable GS and control variables**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics VIF
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	
(Constant)	0,754	0,401		1,879	0,064	-0,044	1,551	
BETA	-0,103	0,076	-0,148	-1,344	0,182	-0,255	0,049	1,156
DEBT	-0,047	0,157	-0,034	-0,297	0,767	-0,358	0,265	1,234
SIZE	0,004	0,020	0,021	0,177	0,860	-0,037	0,044	1,362
IND	-0,145	0,047	-0,321	-3,081	0,003	-0,238	-0,051	1,045

Dependent Variable: GS

Παράρτημα Β: Ευρετήριο συντομογραφιών

Καθαρή Παρούσα Αξία	ΚΠΑ
Κοινωνικά Υπεύθυνη Επένδυση	ΚΥΕ
Προστιθέμενη Αξία Αγοράς	ΠΑΑ
Στόχοι Βιώσιμης Ανάπτυξης	ΣΒΑ
Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	ΧΑΑ

Climate Disclosure Standards Board	CDSB
Corporate Social Responsibility	CSR
Discounted Cash Flow Model	DCF
ESG Performance	ESGP
Financial Performance	FINP
Financial Stability Board	FSB
Global Reporting Initiative	GRI
International Financial Reporting Standards	IFRS
International Accounting Standards Board	IASB
International Sustainability Standards Board	ISSB
Morgan Stanley Capital International	MSCI
Net Present Value	NPV
Principles for Responsible Investment	PRI
Return-on-Assets	ROA
Return-on-Equity	ROE
Socially Responsible Investing	SRI
Sustainability Accounting Standards Board	SASB
Sustainable Development Goals	SDGs
Task Force on Climate-related Financial Disclosures	TCFD
United Nations	UN