



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ & ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΒΙΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ, ΚΥΚΛΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ & ΒΙΩΣΙΜΗ
ΑΝΑΠΤΥΞΗ»

Ο ρόλος του ESG στις επενδυτικές αποφάσεις και η
εξέλιξή του μετά την εμφάνιση της πανδημίας COVID-19

ΤΑΚΟΥ ΓΕΩΡΓΙΑ

Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2022



UNIVERSITY OF PIRAEUS
SCHOOL OF ECONOMICS, BUSINESS AND INTERNATIONAL STUDIES
DEPARTMENT OF ECONOMICS

**MSc. in Bioeconomy, Circular Economy & Sustainable
Development**

**ESG role in investments decisions and its evolution
following the outbreak of the COVID-19 pandemic**

By
Takou Georgia

Piraeus, Greece, September 2022

*Στη μνήμη της Βίκυς μου
«Κι ένα τέταρτο μητέρας
αρκεί για δέκα ζωές,
και πάλι κάτι θα περισσέψει.
Που να το ανακράξεις
σε στιγμή μεγάλου κινδύνου.»
Οδυσσέας Ελύτης, Εκ του πλησίον*

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ θερμά την κα Ψυλλάκη Μαρία, Καθηγήτρια στο Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς, που δέχθηκε με προθυμία να αναλάβει την επίβλεψη της παρούσας διπλωματικής. Οι επισημάνσεις της ήταν καίριες για την τελική μορφή της μελέτης. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους διδάσκοντες καθηγητές του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών για τις γνώσεις που μας παρείχαν, στο δυσμενές περιβάλλον των περιοριστικών μέτρων της πανδημίας Covid-19.

Ο ρόλος του ESG στις επενδυτικές αποφάσεις και η εξέλιξή του μετά την εμφάνιση της πανδημίας COVID-19

Σημαντικοί Όροι: Αειφορία, Ε.Κ.Ε., Βιώσιμες Επενδύσεις, ESG, Covid-19, Επενδυτικές Αποφάσεις, Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α., Athex ESG

Περίληψη

Αναμφίβολα, το 2020, ήταν μια χρονιά που δύσκολα θα ξεχαστεί. Η γρήγορη εξάπλωση της πανδημίας Covid-19 και η σιωπή της επιβεβλημένης απομόνωσης πυροδότησαν μια περίοδο ραγδαίων αλλαγών, δημιουργώντας ένα ντόμινο επιπτώσεων που δοκιμάζουν, μέχρι σήμερα, την ανθεκτικότητα της κοινωνίας και του οικονομικού συστήματος.

Η αστάθεια που προκλήθηκε, επηρέασε άμεσα τον επενδυτικό κόσμο. Μετά τις σπασμωδικές αντιδράσεις των πρώτων μηνών οι επενδυτές άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι οι βιώσιμες επενδύσεις, εκτός από μια ηθική επενδυτική προσέγγιση, μπορούσαν να αποτελέσουν την ασπίδα προστασίας σε physical shock, υποστηρίζοντας μακροπρόθεσμες θετικές επιπτώσεις. Ωστόσο, το ενδιαφέρον για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των επενδύσεων δεν ήταν κάτι νέο. Η επίδοση ESG μιας εταιρείας ήταν εδώ και καιρό, ένας δείκτης για τη μέτρηση της συνολικής εταιρικής ευθύνης ενός οργανισμού και το 2020, βοήθησε να μετατραπεί από μια σχετικά εξειδικευμένη στρατηγική, σε μια από τις πιο σημαντικές εξελίξεις στο επενδυτικό τοπίο.

Η παρούσα μελέτη φιλοδοξεί να αποτυπώσει με πληρότητα, σαφήνεια και εγκυρότητα τη διαδρομή από την εισαγωγή της έννοιας της Κοινωνικής Επιχείρησης και της Αειφορίας ως την υιοθέτηση κριτηρίων ESG στις επενδυτικές αποφάσεις. Με τη βοήθεια της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας και επίσημων ιστοσελίδων οργανισμών, εξετάζεται αφενός ο τρόπος που οι παράγοντες ESG καλύπτουν τις σύγχρονες επενδυτικές ανησυχίες, πριν και μετά την πανδημία, και, αφετέρου, πως πραγματοποιείται η θεσμοθέτησή τους στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Επίσης, γίνεται αναφορά στην εταιρική γνωστοποίηση ESG και τις προσπάθειες κρατών και παγκόσμιων οργανισμών για την επαρκή καθοδήγηση και την νομοθετική της πλαισίωση. Το επενδυτικό ενδιαφέρον για τα οφέλη των βιώσιμων επενδύσεων μελετάται, με ανασκόπηση συστηματικών και ανεξάρτητων ακαδημαϊκών μελετών και δημοσιευμένων πρωτογενών ερευνών, πριν και μετά το κομβικό 2020. Η εργασία ολοκληρώνεται με εμπειρική μελέτη, η οποία ερευνά εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Πιο συγκεκριμένα, γίνεται

σύγκριση της, 52-εβδομάδων, μεταβολής της τιμής μετοχών και χρηματοοικονομικών δεικτών των 17 εταιριών του Γενικού Δείκτη Τιμών Χ.Α., που δεν δημοσιοποιούν πληροφορίες ESG, με τις 47 εταιρείες του Δείκτη Athex ESG. Ο σχολιασμός των αποτελεσμάτων, τα συμπεράσματα και οι προτάσεις για μελλοντική έρευνα παρουσιάζονται στο τέλος της παρούσας μελέτης.

ESG role in investment decisions and its evolution following the outbreak of the COVID-19 pandemic

Keywords: Sustainability, CSR, Sustainable Investments, ESG, Covid-19, Investment Decisions, Athex Composite Share Price index, Athex ESG

Abstract

2020 was without a doubt a year which will be very hard to forget. The rapid spread of the Covid-19 pandemic and the silence of the imposed isolation triggered a period of rapid changes, creating a domino effect that tests the resilience of society and the economic system till this day.

The instability caused directly affected the investment world. After the jerky reactions of the first months, investors began to realise that sustainable investments, in addition to an ethical investment approach, could constitute the protection shield in physical shock, supporting long-term positive impacts. However, interest in the long-term sustainability of investments was nothing new. A company's ESG performance has long been an indicator for measuring the overall corporate responsibility of an organisation and in 2020 it helped transform it from a relatively specific strategy into one of the most important developments in the investment landscape.

This study aims to depict the path from the introduction of the concept of Social Business and Sustainability to the adoption of ESG criteria in investment decisions, with completeness, clarity and validity. With the help of academic literature and organisations' official websites, the way that ESG factors meet modern investment concerns before and after the pandemic is examined on the one hand, and on the other hand how their institutionalisation in the financial system takes place. Reference is also made to ESG corporate disclosure and the efforts of states and global organisations to provide adequate guidance and legislative frameworks. The investment interest in the benefits of sustainable investment is studied, with a review of systematic and independent academic studies and published primary research, before and after nodal 2020. The work is completed with an empirical study, which investigates companies listed on the Athens Stock Exchange. More specifically, the change, over 52 weeks, in the share price and financial indices of the 17 companies in the Athex Composite Share Price index, *which do not disclose ESG information*, is compared to the 47 companies in the Athex ESG

Index. Comments on the results, conclusions and suggestions for future research are presented at the end of this study.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	ix
Abstract	iii
Κατάλογος Πινάκων.....	xiii
Κατάλογος Διαγραμμάτων	xv
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	1
Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία & Βιώσιμες Επενδύσεις.....	1
1.1 Εισαγωγή.....	1
1.2 Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία	1
1.3 Χρηματοοικονομική Πληροφόρηση & Μείωση της ποιότητας κερδών	2
1.4 Αναφορές «Μη Χρηματοοικονομικών Πληροφοριών»	5
1.4.1 Αύξηση Βιώσιμων Αναφορών.....	6
1.4.2 Οφέλη & Ανησυχίες.....	7
1.5 Βιωσιμότητα.....	8
1.5.1 Έκθεση Brundtland	9
1.5.2 «Συνάντηση Κορυφής Της Γης».....	9
1.5.3 Πρωτόκολλο Κυότο	9
1.5.4 Σύνοδος Κορυφής για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη στο Γιοχάνεσμπουργκ ...	10
1.5.5 Ατζέντα 2030 για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη	10
1.5.6 Συμφωνία των Παρισίων.....	10
1.6 Εταιρική Βιωσιμότητα	11
1.6.1 Triple Bottom Line (TBL)	12
1.6.2 «Οικουμενικό Σύμφωνο» του ΟΗΕ.....	13
1.7 Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (ΕΚΕ)	14
1.7.1 Ιστορική Αναδρομή.....	14
1.7.2 Προσεγγίσεις, Ορισμοί και Στρατηγική ΕΚΕ.....	18
1.7.3 Από το Μετοχικό και Κρατικό Καπιταλισμό στον Καπιταλισμό των Ενδιαφερομένων	19
1.8 Βιώσιμες Επενδύσεις	21

1.8.1	Ιστορική Αναδρομή.....	21
1.8.2	Αύξηση Βιώσιμων Επενδύσεων	24
1.8.3	Η σημασία της Οικονομικής Επίδοσης & Χρηματοπιστωτική Κρίση 2007-2008.....	26
1.9	Ανακεφαλαίωση	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2		29
Ενσωμάτωση Κριτηρίων ESG στις Επενδυτικές Αποφάσεις.....		29
2.1	Εισαγωγή.....	29
2.2	Περιβαλλοντικά, Κοινωνικά & Ζητήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	29
2.2.1	Σύγχρονες Επενδυτικές Ανησυχίες.....	31
2.2.2	Κίνδυνος Βιωσιμότητας.....	33
2.2.3	Παράγοντες & Κριτήρια ESG	35
2.2.3.1	Environmental-Περιβάλλον.....	36
2.2.3.2	Social-Κοινωνία.....	37
2.2.3.3	Governance-Εταιρική Διακυβέρνηση.....	38
2.2.3.4	Η Επιρροή των Παραγόντων ESG στις Επιχειρήσεις και στις Επενδύσεις	40
2.3	Η θεσμοθέτηση του ESG στο Χρηματοοικονομικό Σύστημα.....	41
2.4	Αποκάλυψη ESG.....	41
2.4.1	Πολιτικές Γνωστοποίησης ESG.....	43
2.4.2	Υποχρεωτικοί Κανονισμοί Αποκάλυψης ESG	45
2.4.3	Δυσκολία Προσδιορισμού των Δεικτών Απόδοσης	47
2.5	Εθνικά πλαίσια για Βιώσιμη Ανάπτυξη.....	48
2.6	Πλαίσια και Πρότυπα.....	50
2.6.1	Global Reporting Initiative (GRI).....	51
2.6.2	Sustainability Accounting Standards Board (SASB).....	52
2.6.3	International Integrated Reporting Council (IIRC)	53
2.6.4	Πρώην Carbon Disclosure Project (GDP)	53
2.6.5	Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)	54
2.6.6	Climate Disclosure Standards Board (CDSB)	54

2.7 Εσωτερική Αξιολόγηση & Πιστοποίηση	55
2.8 Πάροχοι Αξιολογήσεων ESG.....	56
2.8.6 Ασυμφωνία Αξιολογήσεων & Ηθικά Διλήμματα.....	58
2.8.7 Προηγμένη Τεχνολογία για πιο Ουσιαστική Πληροφόρηση.....	61
2.9 Κριτήρια, Δείκτες & Μετρήσεις ESG στα Χρηματιστήρια (Παράδειγμα Nasdaq & Athex).....	61
2.6.1 Nasdaq.....	62
2.6.2 Athex	65
2.10 Ταξινόμηση Σύγχρονων Βιώσιμων Επενδύσεων.....	68
2.11 Ανακεφαλαίωση	69
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	71
Ο Ρόλος του ESG στις Επενδυτικές Αποφάσεις πριν την Πανδημία Covid-19	71
3.1 Εισαγωγή.....	71
3.2 Συστηματική Ανασκόπηση & Μετα-Ανάλυση.....	71
3.2.1 Συστηματική Ανασκόπηση	72
3.2.2 Μετά-Ανάλυση.....	72
3.3 Σχέση ESG και Κόστος Κεφαλαίου.....	73
3.4 Σχέση ESG και Λειτουργικής Απόδοσης.....	74
3.5 Σχέση ESG και Χρηματοοικονομικής Απόδοσης.....	75
3.5.1 Μετά-Μελέτη Clark <i>et al.</i> , (2015)	75
3.5.2 Ανασκόπηση Ακαδημαϊκής Έρευνας Friede <i>et al.</i> , (2015)	75
3.6 Ανεξάρτητες Ακαδημαϊκές Μελέτες.....	78
3.7 Πρωτογενείς Έρευνες.....	79
3.7.1 Έρευνα Morgan Stanley σε Μεμονωμένους Επενδυτές στις ΗΠΑ, 2019	80
3.7.2 Έρευνα GI Hub (Global Infrastructure Hub) για το Παγκόσμιο Επενδυτικό Ενδιαφέρον για Υποδομές, 2019	81
3.7.3 Έρευνα BNP Paribas σε Θεσμικούς Επενδυτές, 2019	83
3.7.4 Έρευνα Bank of America Merrill Lynch, 2019	84

3.8 Ανακεφαλαίωση	85
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	87
Πανδημία Covid-19 & Εξελίξεις	87
4.1 Εισαγωγή	87
4.2 Εμφάνιση της Πανδημίας Covid-19.....	87
4.3 Νέες προκλήσεις για τους Παράγοντες ESG	88
4.4 Επενδυτικό Ενδιαφέρον	89
4.5 «Εμβόλιο Μετοχικού Κεφαλαίου»	89
4.6 Νομοθετικές Εξελίξεις	93
4.7 Εξελίξεις στα Πρότυπα	98
4.8 Χρηματιστήρια με Γραπτή Καθοδήγηση ESG	99
4.9 Προβληματισμοί & Ανησυχίες	100
4.10 Εκτιμήσεις για τις Επιπτώσεις και τον Περιορισμό της Πανδημίας.....	102
4.11 Ανακεφαλαίωση	103
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	105
Ο Ρόλος του ESG στις Επενδυτικές Αποφάσεις Μετά την Εμφάνιση της Πανδημίας Covid-19.....	105
5.1 Εισαγωγή	105
5.2 Σχέση ESG και Οικονομικής Απόδοσης.....	105
5.3 Σχέση Αξιολογήσεων ESG και Εταιρικής Απόδοσης	110
5.4 Ανεξάρτητες Ακαδημαϊκές Μελέτες.....	112
5.5 Έρευνα Morgan Stanley σε Μεμονωμένους Επενδυτές των ΗΠΑ, 2021 ..	115
5.7 Έρευνα της EY σε Θεσμικούς Επενδυτές, 2021	117
5.6 Έρευνα CAPITAL GROUP σε Επαγγελματίες Επενδυτές, 2022	118
5.7 Ανακεφαλαίωση	123
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	125
Εμπειρική Μελέτη	125
6.1 Εισαγωγή	125
6.2 Μέτρηση Οικονομικής Απόδοσης	125

6.3 Μελέτη Αναφοράς & Μεθοδολογία	126
6.4 52 εβδομάδων Μεταβολή Τιμής Μετοχών ανά Κλάδο και Δείκτη.....	132
6.5 Μεταβλητές	137
6.5.1 Beta.....	137
6.4.2 Total Debt/Equity	140
6.5.3 Profit Margin.....	143
6.5.4 Return On Assets (ROA)	144
6.5.5 Return On Equity (ROE).....	147
6.6 Συγκεντρωτικά Αποτελέσματα & Σχολιασμός.....	149
6.7 Ανακεφαλαίωση	151
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7	153
Συμπεράσματα	153
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	155
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	159

Κατάλογος Πινάκων

1.1	Η Πυραμίδα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης του Carroll (1991)	17
1.2	Σύγκριση συστημάτων καπιταλισμού	20
2.1	Πώς οι παράγοντες ESG μπορούν να επηρεάσουν την αξία της εταιρείας	31
2.2	Ενδεικτικά Κριτήρια ESG	39
2.3	Τρία Πιθανά Παραδείγματα Καναλιών Επικοινωνίας για Γνωστοποίηση ESG	43
2.4	Φάσμα ρυθμιστικών μέσων για την Αναφορά Βιωσιμότητας	44
2.5	Τρεις κατηγορίες ρυθμίσεων	45
2.6	Αύξηση βιώσιμων επενδυτικών στοιχείων ενεργητικού ανά περιοχή σε δις, σε εθνικό νόμισμα 2014-2018	50
2.7	Συσχέτιση Βαθμολογιών Παρόχων Αξιολόγησης	60
2.8	Δείκτες και Κριτήρια Παραγόντων ESG, Nasdaq	63
2.9	Παράδειγμα Δείκτη, Nasdaq	64
2.10	Βασικοί, Προηγμένοι και κλαδικών Δεικτών, Athex ESG	66
2.11	Παράδειγμα Δείκτη, Athex ESG	67
4.1	Επιλεγμένες παγκόσμιες ρυθμιστικές πρωτοβουλίες για την αειφορία που αναμένονται έως το 2025	97
5.1	Διαφοροποίηση της σχέσης ESG- εταιρικής απόδοσης από την παρουσία ή όχι παραγόντων κινδύνου στη μελέτη ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE	107
5.2	Σχέση ESG- εταιρικής απόδοσης στις Κοινωνικές Επιστημονικές Θεωρίες στη μελέτη ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE	108
5.3	Ευρήματα σχέσης ESG-οικονομικής απόδοσης με μόνο μία μεταβλητή στη μελέτη ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE	109
5.4	Επιλεγμένες μεταβλητές για την μελέτη των αντιδράσεων των επενδυτών για τη σχέση ESG-οικονομικής απόδοσης στη μελέτη ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE	109
6.1	Μέση τιμή μεταβολής μετοχών ανά κλάδο και Δείκτη, 52-εβδομάδων	133
6.2	Μεγαλύτερη άνοδο και πτώση μετοχών ανά Δείκτη, 52-εβδομάδων	134
6.3	Μέση τιμή μεταβλητών ανά κλάδο και Δείκτη, 52 εβδομάδων	137
6.4	Η μεγαλύτερη και η μικρότερη μέση τιμή Beta (5Y Monthly) ανά Δείκτη	140
6.5	Η μεγαλύτερη και η μικρότερη μέση τιμή D/E (mrg) ανά Δείκτη	142

6.6	Η μεγαλύτερη και η μικρότερη μέση τιμή Profit Margin ανά Δείκτη	144
6.7	Η μεγαλύτερη και η μικρότερη μέση τιμή ROA (ttm) ανά Δείκτη	146
6.8	Η μεγαλύτερη και η μικρότερη μέση τιμή ROE (ttm) ανά Δείκτη	148

Κατάλογος Διαγραμμάτων

1.1	Σύνθεση της αξίας του δείκτη S&P500 1975-2020	2
1.2	Μειωμένη αντιστοίχιση εσόδων και εξόδων, με την πάροδο του χρόνου: Επιχειρήσεις χαμηλής έντασης άυλων στοιχείων έναντι υψηλής έντασης άυλων στοιχείων	4
1.3	Αύξηση του παγκόσμιου ρυθμού Αναφοράς Βιωσιμότητας από το 1993- 2019	7
1.4	Αναλογία βιώσιμων επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με το σύνολο των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων 2014-2018	25
1.5	Βιώσιμες και υπεύθυνες επενδύσεις στις Η.Π.Α 1995-2018	26
2.1	Το τοπίο των παγκόσμιων κινδύνων 2019	34
2.2	Χρηματοοικονομικό Οικοσύστημα ESG	41
2.3	Αριθμός πολιτικών, σχετιζόμενων με βιώσιμες επενδύσεις, στις 50 μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου	44
2.4	Χρονοδιάγραμμα υποχρεωτικής αποκάλυψης ESG ως το 2016	46
2.5	Υποχρεωτικά και Εθελοντικά μέσα αναφοράς βιωσιμότητας 2013-2016 ανά περιοχή	48
2.6	Κατανομή των μέσων αναφοράς ανά τύπο, 2016	49
2.7	Αριθμός μέσων ανά φορέα έκδοσης, 2016	49
2.8	Συχνότητα αναφοράς προτύπων που περιλαμβάνονται στους οδηγούς καθοδήγησης reporting των χρηματιστηρίων	51
2.9	Συγκέντρωση Αγοράς Οργανισμών Αξιολόγησης ESG	58
2.10	Μερίδια περιοχών στην παγκόσμια χρήση στρατηγικών βιώσιμων επενδύσεων, 2020	69
3.1	Σχέση παραγόντων E, S, G και χρηματοοικονομικής απόδοσης (CFP) στη μελέτη Friede <i>et al.</i> , (2015)	76
3.2	Σχέση ESG και χρηματοοικονομικής απόδοσης σε διάφορες περιοχές στη μελέτη Friede <i>et al.</i> , (2015)	77
3.3	Το ενδιαφέρον για Βιώσιμες Επενδύσεις 2019, στην έρευνα Sustainable Signals της Morgan Stanley	80
3.4	Η σύνθεση των ερωτηθέντων στην έρευνα 2019 GLOBAL INFRASTRUCTURE INVESTOR SURVEY	82

3.5	Η σημαντικότητα του ESG στην έρευνα 2019 GLOBAL INFRASTRUCTURE INVESTOR SURVEY	82
3.6	Η σύνθεση, ανά περιοχή, των ερωτηθέντων στην έρευνα THE ESG GLOBAL SURVEY 2019	83
3.7	Εστίαση στα οφέλη επένδυσης ESG, στην έρευνα Bank of America Merrill Lynch, 2019	85
4.1	Αναλογία Βιώσιμων Επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με το σύνολο των διαχειριζόμενων περιουσιακών στοιχείων 2014-2020	90
4.2	Αναλογία παγκόσμιων βιώσιμων επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων ανά περιοχή, 2020	91
4.3	Παγκόσμια μερίδια θεσμικών και λιανικών βιώσιμων επενδύσεων ενεργητικού 2016-2020	92
4.4	Δραστηριότητες Αειφορίας Χρηματιστηρίων του Sustainable Stock Exchanges (SSE)	100
5.1	Σχέση ESG- εταιρικής απόδοσης και ESG-απόδοσης επενδυτών στη μελέτη ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE	106
5.2	Το ενδιαφέρον για Βιώσιμες Επενδύσεις 2021 στην έρευνα Sustainable Signals Individual Investors and the COVID-19 Pandemic	116
5.3	Επίπεδο παγκόσμιας υιοθέτησης ESG στην έρευνα ESG Global Study 2022	119
5.4	Ποσοστά χρήσης στρατηγικών υλοποίησης ESG στην έρευνα ESG Global Study 2022	121
5.5	Λόγοι υιοθέτησης ESG στην έρευνα ESG Global Study 2022	121
6.1	Σύνθεση Γενικού Δείκτη Χ.Α., 20 Αυγούστου 2022	128
6.2	Τιμές, Επίπεδα Ρευστότητας και Αποδόσεις Γενικού Δείκτη Τιμών Χ.Α. Ιούλιος 2022	128
6.3	Σύνθεση Athex ESG 20 Αυγούστου 2022	130
6.4	Τιμές, Επίπεδα Ρευστότητας και Αποδόσεις Δείκτη Athex ESG, Ιούλιος 2022	130
6.5	Μέση τιμή μεταβολής μετοχών ανά κλάδο και Δείκτη, 52-εβδομάδων	134
6.6	Ποσοστό μετοχών, 53 εταιρειών, σε άνοδο και πτώση, 52-εβδομάδων, για κάθε Δείκτη	135

6.7	Ποσοστό συμμετοχής μετοχών, σε άνοδο και πτώση, 52 εβδομάδων, για το σύνολο κάθε Δείκτη	136
6.8	Μέση τιμή Beta (5Y Monthly) ανά κλάδο και Δείκτη	139
6.9	Μέση τιμή Total Debt/Equity (mrg) ανά κλάδο και Δείκτη	142
6.10	Μέση τιμή Profit Margin ανά κλάδο και Δείκτη	143
6.11	Μέση τιμή ROA (ttm) ανά κλάδο και Δείκτη	146
6.12	Μέση τιμή ROE (ttm) ανά κλάδο και Δείκτη	148

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία & Βιώσιμες Επενδύσεις

1.1 Εισαγωγή

Η Βιωσιμότητα και η επιρροή της στις εταιρικές στρατηγικές αποτέλεσε κεντρικό θέμα συζήτησης ακαδημαϊκών και επαγγελματιών, των τελευταίων δεκαετιών του 20^{ου} αιώνα. Παράλληλα, όμως, ουσιαστικές αλλαγές στην αξία των επιχειρήσεων δημιούργησαν ερωτηματικά για το που στρέφεται η αναζήτηση πληροφοριών, σχετικά με τα στοιχεία που συνεισφέρουν στην αξία των μετόχων.

Ο 21^{ος} αιώνας, έφερε αύξηση της νέας τάσης και αλλαγές στον τρόπο σκέψης για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και τα κυρίαρχα οικονομικά συστήματα. Η εισαγωγή μιας νέας οπτικής, σε συνδυασμό με την εμφάνιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2008 και την κλιμάκωση της κλιματικής αλλαγής, αύξησαν το ενδιαφέρον για τις Βιώσιμες Επενδύσεις.

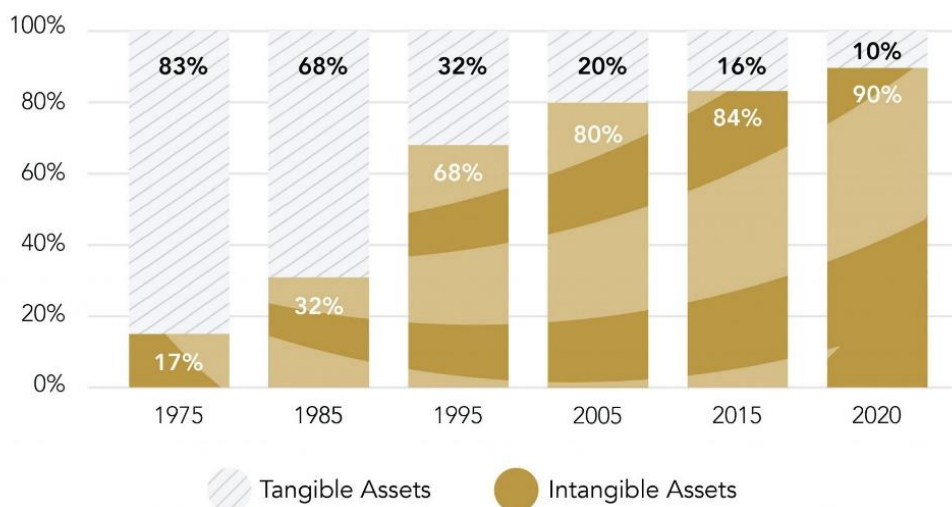
Στο Πρώτο Κεφάλαιο παρουσιάζεται αναλυτικά ο οδικός χάρτης της εξέλιξης των εταιρικών και επενδυτικών προσδοκιών πριν την οριοθέτηση των παραγόντων ESG. Γίνεται αναφορά στα Άυλα περιουσιακά στοιχεία, στη Χρηματοοικονομική και Μη Χρηματοοικονομική Πληροφόρηση και στις έννοιες της Βιωσιμότητας, Εταιρικής Βιωσιμότητας και Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης. Ολοκληρώνοντας, η προσέγγιση των Βιώσιμων επενδύσεων γίνεται μέσα από το πρίσμα μιας εξελικτικής διαδικασίας που εξυπηρετεί κοινωνικές ευαισθησίες στα προβλήματα που συνοδεύουν κάθε εποχή.

1.2 Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία

Πριν από μερικές δεκαετίες, ένας ισολογισμός θα μπορούσε να παρέχει χρήσιμη εικόνα για την αξία μιας εταιρείας. Σήμερα, η αξία των περισσότερων εταιρειών υπερβαίνει κατά πολύ την αξία των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων, που αναφέρονται στους περισσότερους ισολογισμούς.

Μέσα στο τελευταίο τέταρτο του 20^{ου} αιώνα, τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως διπλώματα ευρεσιτεχνίας, εμπορικά σήματα και πνευματικά δικαιώματα, η φήμη και η αξία της επωνυμίας, αναδείχθηκαν ως η κορυφαία κατηγορία περιουσιακών στοιχείων σύμφωνα με μελέτη του Ocean Tomo, τον Ιούλιο του 2020, για τα συστατικά της αξίας του δείκτη S&P500. Η μεγαλύτερη αύξηση παρατηρήθηκε τη δεκαετία 1985-1995 και μέχρι το 2020 τα άυλα

περιουσιακά στοιχεία έφθασαν να κατέχουν το 90% της αξίας των εταιρειών του δείκτη S&P500, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1.1.



SOURCE: OCEAN TOMO, A PART OF J.S. HELD, INTANGIBLE ASSET MARKET VALUE STUDY, 2020

Πηγή: <https://www.oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022)

Διάγραμμα 1.1 Σύνθεση της αξίας του δείκτη S&P500, 1975-2020

Οι Orprean - Stan *et al.*, (2020), υποστηρίζουν ότι η βιωσιμότητα έχει σημαντικό αντίκτυπο στην ανάπτυξη και βελτίωση των άυλων πόρων. Πολλά από τα άυλα στοιχεία μια επιχείρησης σχετίζονται με τη «βιωσιμότητα» και την «εταιρική κοινωνική ευθύνη».

Πρόσθετα, η εξέλιξη της σύνθεσης της εταιρικής αξίας καθιστά την ενσωμάτωση σχετικών και υλικών «περιβαλλοντικών, κοινωνικών και παραγόντων διακυβέρνησης» πολύ πιο ζωτικής σημασίας για την αξιολόγηση μιας εταιρείας.¹

Η εθελοντική επίτευξη κοινωνικών στόχων οδήγησε στην αύξηση της αξίας των μετόχων, ωστόσο η παραδοσιακή χρηματοοικονομική πληροφόρηση δεν επαρκεί πλέον για την παρακολούθηση της εξέλιξης της αξίας ενός οργανισμού.

1.3 Χρηματοοικονομική Πληροφόρηση & Μείωση της ποιότητας κερδών

Η χρηματοοικονομική γνώση περιλαμβάνει πληροφορίες από τις οικονομικές εκθέσεις της εταιρείας, την απόδοση, τους κινδύνους, τις οικονομικές συνθήκες, τον πληθωρισμό, τα επιτόκια κ.λ.π. (Bashir *et al.*, 2013, Yang *et al.*, 2019).

¹ <https://www.forbes.com/sites/forbesfinancecouncil/2021/12/29/as-intangible-assets-grow-so-does-the-role-of-esg-standards/?sh=5ebf8a8d4d44> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Οι οικονομικές εκθέσεις όπως ο Ισολογισμός ή Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων, η Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης και η Κατάσταση Χρηματοροών στοχεύουν μεταξύ άλλων στην ενημέρωση των επενδυτών, μεγάλων και μικρών, ενεργών και παθητικών, σχετικά με την περιοδική απόδοση των επιχειρήσεων.² Παρέχουν πληροφόρηση για την εταιρική οικονομική κατάσταση και δίνουν τη δυνατότητα στους ενδιαφερόμενους να παρακολουθούν τις δραστηριότητες και τις δυνατότητες των διευθυντών.

Αδιαμφισβήτητο στο επίκεντρο της προσοχής και τους ενδιαφέροντος των επενδυτών είναι η Κατάσταση Αποτελεσμάτων και το τελικό αποτέλεσμα της επιχείρησης (Baruch, 2018).

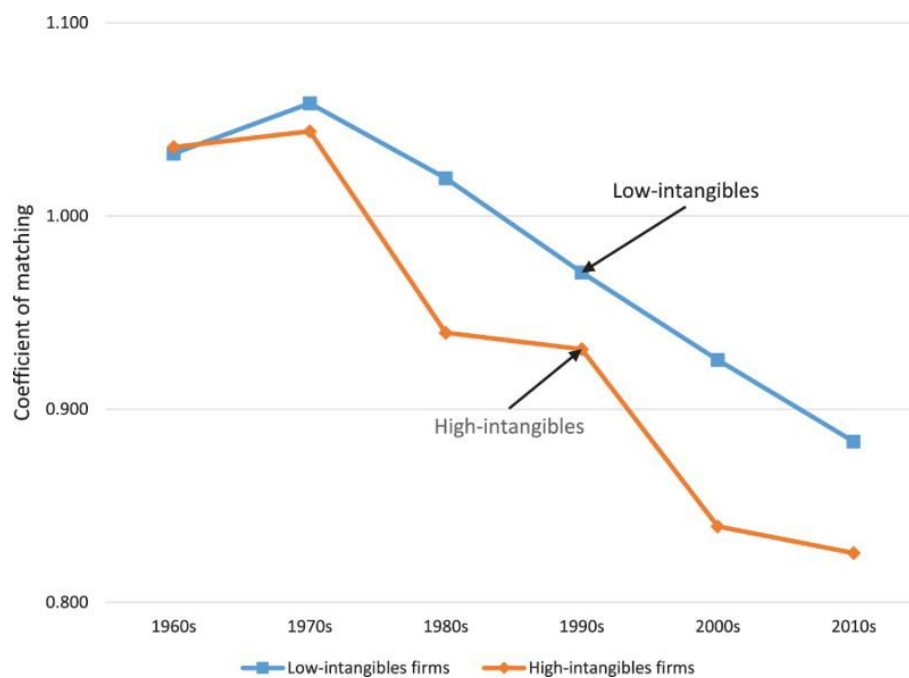
Οι Dichev και Tang (2008) εξέτασαν την έκταση της αντιστοίχισης εσόδων-κόστους στις καταστάσεις αποτελεσμάτων. Υπολογίζοντας 40ετείς (έως το 2003) ετήσιους συσχετισμούς εσόδων-κόστους των 1000 μεγαλύτερων αμερικανικών εταιρειών, οι ερευνητές ανέφεραν: «[...] μια σαφή και οικονομικά σημαντική τάση φθίνουσας σύγχρονης συσχέτισης μεταξύ εσόδων και εξόδων» (σ. 1425). Ο αρνητικός αντίκτυπος αυτής της πτώσης στην ποιότητα των κερδών ήταν σοβαρός. Η διαχρονική συσχέτιση κερδών, είχε μειωθεί από 0,91 σε 0,65 κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου (σ. 1426). Συγκεντρωτικά τα ευρήματά τους ήταν μια σαφή και οικονομικά σημαντική τάση πτωτικής συσχέτισης μεταξύ εσόδων και εξόδων, αυξημένης αστάθειας και πτωτικής επιμονής των κερδών και αυξημένη αρνητική συσχέτιση στις μεταβολές των κερδών.

Ο Srivastava (2014), διαπίστωσε «ότι κάθε νέα ακολουθία εισηγμένων εταιρειών εμφανίζει χαμηλότερη ποιότητα κερδών από τις προκατόχους της, κυρίως λόγω της υψηλότερης έντασης άυλων στοιχείων». Η συνάφεια των μέσων κερδών, το προσαρμοσμένο R^2 της παλινδρόμησης των ετήσιων αποδόσεων των μετοχών στα επίπεδα και τις μεταβολές των ετήσιων κερδών, του τμήματος των νέων εταιρειών, μειώθηκε από 20,4% σε μόλις 2,6% από την περίοδο 1970–1974 έως την περίοδο 2005–2009. Αυτή η πτώση έδειξε ότι τα κέρδη των νέων επιχειρήσεων δεν εξηγούσαν πλέον τη διακύμανση στις αποδόσεις των μετοχών τους, με κανέναν οικονομικά σημαντικό τρόπο.

Ο Baruch (2018), επιβεβαιώνει ότι η ένταση των άυλων επενδύσεων, που δαπανώνται στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, είναι ο κύριος λόγος για την επιδείνωση της αντιστοίχισης εσόδων-κόστους και τη συνακόλουθη μείωση της ποιότητας των κερδών. Στο

² Η ενεργή επένδυση είναι μια στρατηγική που περιλαμβάνει συχνές συναλλαγές συνήθως με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και στόχο την υψηλή απόδοση. Η παθητική επένδυση είναι μια στρατηγική που επικεντρώνεται στην αγορά και διατήρηση περιουσιακών στοιχείων μακροπρόθεσμα. Στόχος της παθητικής επένδυσης είναι η ελαχιστοποίηση του κινδύνου. <https://www.forbes.com/advisor/investing/passive-investing-vs-active-investing/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Διάγραμμα 1.2 φαίνονται οι συσχετίσεις εσόδων-κόστους, για τις 1000 μεγαλύτερες εταιρείες των ΗΠΑ, που ταξινομούνται με βάση την ένταση των άυλων στοιχείων σε δύο ομάδες, χαμηλής και υψηλής έντασης άυλων στοιχείων. Σύμφωνα με το Διάγραμμα, οι συσχετίσεις επιδεινώθηκαν μεταξύ 1970 και 2010. Οι συσχετίσεις των επιχειρήσεων υψηλής έντασης άυλων αγαθών είναι σταθερά και σημαντικά κάτω από αυτές των εταιρειών χαμηλότερης έντασης άυλων στοιχείων. Ο Baruch, ισχυρίζεται ότι η αδιάκριτη δαπάνη άυλων στοιχείων στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων επηρεάζει αρνητικά την ποιότητα των κερδών.



Πηγή: Baruch (2018)

Διάγραμμα 1.2 Μειωμένη αντιστοίχιση εσόδων και εξόδων, με την πάροδο του χρόνου: Επιχειρήσεις χαμηλής έντασης άυλων στοιχείων έναντι υψηλής έντασης άυλων στοιχείων.

Καθώς η παγκόσμια οικονομία συνεχίζει να μεταβαίνει σε μια οικονομία που η δημιουργία αξίας μετατοπίζεται σε άυλα στοιχεία, έχει γίνει ξεκάθαρη η αδυναμία των «κερδών» να συλλάβουν τη δημιουργία αξίας.

Τα τρέχοντα λογιστικά πρότυπα δεν αναγνωρίζουν τη μετάβαση από υλικούς σε άυλους πόρους στην αξιολόγηση των οργανισμών. Ως αποτέλεσμα, χρειάζονται νέοι τρόποι διευκόλυνσης της διαδικασίας αξιολόγησης των άυλων στοιχείων.

1.4 Αναφορές «Μη Χρηματοοικονομικών Πληροφοριών»

Σύμφωνα με τους Erkens *et al.*, (2015), η έκφραση «μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες» αφορά διαφορετικές έννοιες και μέτρα από εκείνα των παραδοσιακών χρηματοοικονομικών επιδόσεων. Σχετίζεται με ένα ευρύτερο σύνολο ορισμών σχετικά με τη φύση της απόδοσης της επιχείρησης. Επίσης, οι "μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες" χρησιμοποιούνται μερικές φορές, για να περιγράψουν τύπους/μορφές γνωστοποιήσεων/μέτρων χρηματοοικονομικής απόδοσης που διαφέρουν από τα παραδοσιακά μέτρα ή δημοσιεύονται μέσω μη παραδοσιακών καναλιών επικοινωνίας.

Αρχικά, η αναφορά σε «μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες» έγινε από τους Lim και McKinnon (1993) και έναν, πρώτο, ορισμό για «μη χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις» συναντάμε στους Robb και Zarzeski (2001, σ. 72), οι οποίες «αναφέρονται σε ποιοτικές πληροφορίες που περιλαμβάνονται στις ετήσιες εκθέσεις μιας εταιρείας, αλλά εκτός των τεσσάρων οικονομικών καταστάσεων και των σχετικών υποσημειώσεων». Οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι ο όρος «μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες», αναφέρεται σε πρόσθετους λογαριασμούς, από τους οργανισμούς, που είναι συνήθως εθελοντικοί και μπορεί να θεωρηθούν ως έκφραση μετασχηματισμού της συμβατικής λογιστικής.

Ο στόχος αυτού του λογιστικού μετασχηματισμού, σύμφωνα με την Οδηγία 2014/95/ΕΕ (NFRD), για την υποβολή νομοθετικής πρότασης, είναι ο εντοπισμός και η αναφορά πληροφοριών, μη χρηματοοικονομικού χαρακτήρα, που είναι χρήσιμες «για τον εντοπισμό κινδύνων για τη βιωσιμότητα και την αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και των καταναλωτών».

Σε αυτό το πλαίσιο, έχει προκύψει μια σειρά πιστοποιητικών και ελεγκτικών διαδικασιών, όπως η Triple-Bottom-Line (TBL) και η Λογιστική Βιωσιμότητας, η οποία υπερβαίνει τη χρηματοοικονομική λογιστική και περιλαμβάνει κοινωνικές και περιβαλλοντικές επιδόσεις.

Όπως υποστηρίζουν οι Tarquinio και Posadas (2020), υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί όροι που χρησιμοποιούνται για αυτές τις αναφορές, που αντικατοπτρίζουν συχνά τις κύριες πτυχές στις οποίες εστιάζουν οι εταιρικές αναφορές, π.χ. περιβάλλον, αλλά χρησιμοποιούνται πιο συχνά εναλλακτικά (Stolowy και Paugam, 2018). Σήμερα, υπάρχουν πολλά πλαίσια, πρότυπα και κατευθυντήριες γραμμές (GRI, IIRC, SASB κ.λπ.) που χρησιμοποιούνται γενικά για την παραγωγή αναφορών μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και τον καθορισμό του περιεχομένου αυτών των αναφορών. Ωστόσο, δεν προτείνουν κανέναν ορισμό.

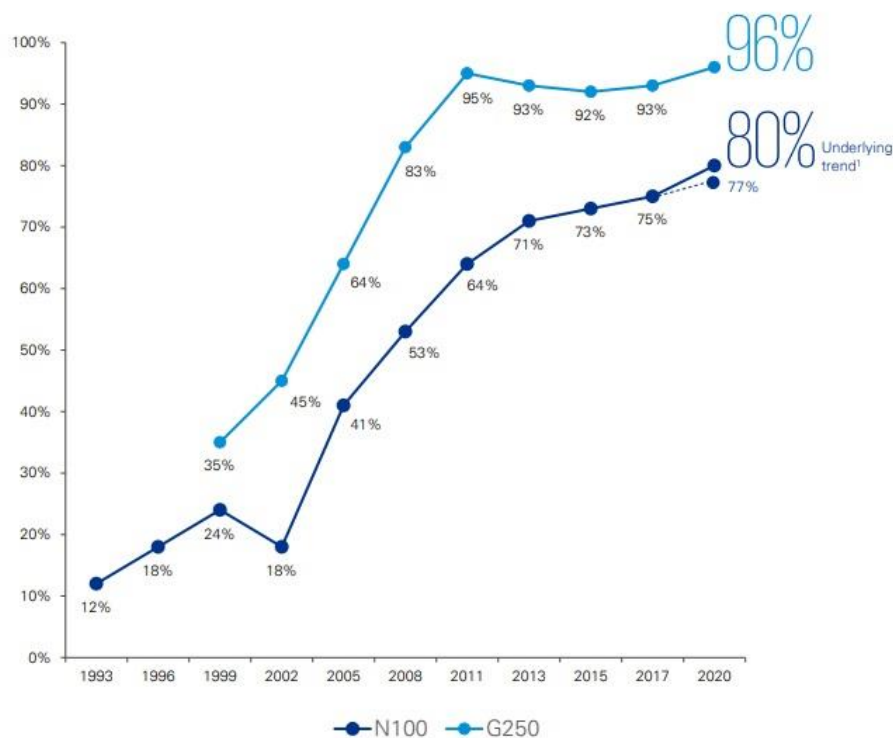
Ως εκ τούτου, πολλοί όροι έχουν χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό αυτών των αναφορών, όπως Αναφορές Βιωσιμότητας, Περιβαλλοντικές Αναφορές και Αναφορές Πνευματικού Κεφαλαίου και Ολοκληρωμένες Αναφορές. Οι Brooks και Οικονομου (2018) δίνουν και την έννοια της Κοινωνικής Γνωστοποίησης, των Εκθέσεων Υπευθυνότητας Εταιρικής Κοινωνικής Ανανέωσης, των Οικολογικών Εκθέσεων και των Εκθέσεων Εταιρικής Λογοδοσίας. Με την πάροδο του χρόνου, οι υποχρεωτικές απαιτήσεις αναφορών εισήχθησαν σε ευρύτερο επίπεδο και σε πολλές χώρες, καθώς αναπτύχθηκαν κανονισμοί για τη γνωστοποίηση, με αποτέλεσμα μια προβλέψιμη αύξηση των επιπέδων γνωστοποίησης, ειδικά σε αυτές τις χώρες (Ioannou και Serafeim, 2017). Τα Ηνωμένα Έθνη, συνιστούν σε όλες τις μεγάλες εταιρείες να αναλάβουν δράση για δημοσίευση εκθέσεων βιωσιμότητας έως το 2030.

1.4.1 Αύξηση Βιώσιμων Αναφορών

Στην Έκθεση “The time has come”, της KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020 (KPMG, 2020), το 80% των κορυφαίων εταιρειών έκαναν Αναφορά Βιωσιμότητας, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1.3.³ Από το 2011, το 90% και περισσότερο, των G250 κάνουν αναφορές βιωσιμότητας.⁴

³ Το N100 αναφέρεται σε ένα παγκόσμιο δείγμα 5.200 εταιρειών. Περιλαμβάνει τις 100 κορυφαίες εταιρείες σύμφωνα με τα έσοδά τους, σε καθεμία από τις 52 χώρες και δικαιοδοσίες που ερευνήθηκαν σε αυτή τη μελέτη. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pl/pdf/2020/12/pl-the-time-has-come-the-kpmg-%20survey-of-sustainability-reporting-2020.pdf> σ.4 (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁴ Το G250 αναφέρεται στις 250 μεγαλύτερες εταιρείες στον κόσμο σύμφωνα με τα έσοδα τους, όπως ορίζονται στην κατάταξη Fortune 500, του 2019. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pl/pdf/2020/12/pl-the-time-has-come-the-kpmg-%20survey-of-sustainability-reporting-2020.pdf> σ. 4(τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).



Πηγή: KPMG (2020), σ. 10

Διάγραμμα 1.3 Αύξηση του παγκόσμιου ρυθμού Αναφοράς Βιωσιμότητας από το 1993-2019

Σύμφωνα με την έκθεση της KPMG, «Η θεαματική αυτή μεταστροφή δεν οφείλεται μόνο στην εμφάνιση και εφαρμογή νέων νόμων και κανονισμών αλλά και στην κατανόηση και αλλαγή κουλτούρας που επήλθε στον χρηματοοικονομικό τομέα για τη δυναμική που παρουσιάζουν τα ζητήματα περιβάλλοντος, κοινωνίας και διακυβέρνησης (ESG – Environmental, Social and Governance) στη χρηματοοικονομική απόδοση και την αξία (corporate value) ενός οργανισμού».

1.4.2 Οφέλη & Ανησυχίες

Η εμφάνιση της μη χρηματοοικονομικής αναφοράς, μπορεί να θεωρηθεί ως μια προσπάθεια αύξησης της διαφάνειας, σε σχέση με τις εταιρικές ενέργειες, που αφορούν κοινωνικά και περιβαλλοντικά ζητήματα.

Οι Hahn και Kühnen (2013), παρέθεσαν ένα μακρύ κατάλογο πιθανών επιχειρηματικών ωφελειών που μπορεί να προκύψει για τις εταιρείες που γνωστοποιούν πληροφορίες βιωσιμότητας, συμπεριλαμβανομένης της ενίσχυσης της διαφάνειας, της βελτίωσης της φήμης και της αξίας της επωνυμίας, της παρακίνησης των εργαζομένων και της υποστήριξης των διαδικασιών ελέγχου της επιχείρησης. Η κατανόηση αυτού του πλήθους και της ποιότητας των

ωφελειών ως ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, μαζί με υποχρεωτικούς κανονισμούς και συστάσεις αποτέλεσαν ισχυρό κίνητρο για τις εταιρείες, για γνωστοποίηση των σχετικών πληροφοριών.

Ωστόσο, η κριτική που ασκήθηκε, από κάποιους παρατηρητές, ενείχε έντονο σκεπτικισμό δεδομένου ότι τα κίνητρα κάποιων εταιρειών μπορεί να είναι λιγότερο ειλικρινή. Με την αύξηση του «greenwashing»⁵ και “bluwashing»⁶, οι επιχειρήσεις βελτιώνουν την κοινωνική απόδοση για καθαρά λόγους παρουσίασης και προβολής και όχι για βελτίωση της βιωσιμότητας, κάνοντας έτσι το σωστό για το λάθος λόγο, όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν οι Schaltegger και Burritt, (2010, σ. 378). Ακόμα χειρότερα, μπορεί να κάνουν εσκεμμένη διαφήμιση καλής απόδοσης σε ορισμένες πτυχές της κοινωνικής υπευθυνότητας, ενώ δεν γνωστοποιείται η κακή απόδοση σε άλλες (Owen *et al.*, 2001).

1.5 Βιωσιμότητα

Η έννοια της αειφόρου ανάπτυξης έλαβε την πρώτη της σημαντική διεθνή αναγνώριση το 1972 στη Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για το Ανθρώπινο Περιβάλλον που πραγματοποιήθηκε στη Στοκχόλμη. Η θεμελιώδη ιδέα ήταν ότι τόσο η ανάπτυξη όσο και το περιβάλλον, που μέχρι τώρα αντιμετωπιζόνταν ως χωριστά ζητήματα, θα μπορούσαν να αντιμετωπιστούν με αμοιβαία επωφελή τρόπο.

Σύμφωνα με τους Costa *et al.*, (2022), η ονομασία «Βιώσιμη Ανάπτυξη» χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά το 1980, σε ένα έγγραφο που ονομάζεται «World Conservation Strategy: Living Resource Conservation for Sustainable Development». Αυτό το έγγραφο δημοσιεύτηκε από τη Διεθνή Ένωση για τη Διατήρηση της Φύσης (IUCN), από το Παγκόσμιο Ταμείο Άγριας Ζωής (WWF) και από το Περιβαλλοντικό Πρόγραμμα των Ηνωμένων Εθνών (UNEP). Σύμφωνα με αυτό το έγγραφο, «για να είναι βιώσιμη, η ανάπτυξη πρέπει να λάβει υπόψη κοινωνικούς, οικολογικούς και οικονομικούς παράγοντες· έμβιους και μη πόρους· και τα πλεονεκτήματα εναλλακτικής δράσης μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα» (Starke, 1990, σ. 9).

⁵ συμπεριφορά ή δραστηριότητες που κάνουν τους ανθρώπους να πιστεύουν ότι μια εταιρεία κάνει για την προστασία του περιβάλλοντος περισσότερο από ότι κάνει στην πραγματικότητα <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/greenwashing> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁶ «Blue wash» Σύμφωνα με κατηγορίες ΜΚΟ πολλές από τις 7.000 εταιρείες του Παγκόσμιου Συμφώνου χρησιμοποιούσαν απλώς τη συνεργασία τους με τον ΟΗΕ ως μια μορφή «μπλε πλύσης», δηλαδή, λαμπρύνοντας την εταιρική τους εικόνα χωρίς να επιβάλλουν τα ανθρώπινα δικαιώματα του προγράμματος, την εργασία, πρότυπα κοινωνικής και περιβαλλοντικής προστασίας. <https://www.dw.com/en/blue-wash-instead-of-human-rights/a-15108305> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

1.5.1 Έκθεση Brundtland

Ο όρος διαδόθηκε αργότερα, το 1987, στο «Our Common Future», με την έκθεση της Διεθνούς Επιτροπής για το Περιβάλλον και την Ανάπτυξη, μια επιτροπή των Ηνωμένων Εθνών (ΟΗΕ) με επικεφαλής την πρωθυπουργό της Νορβηγίας, Gro Harlem Brundtland.⁷ Η έκθεση περιλάμβανε τον «κλασικό» ορισμό της βιώσιμης ανάπτυξης: *«ανάπτυξη που ανταποκρίνεται στις ανάγκες του παρόντος χωρίς να διακυβεύεται η ικανότητα των επόμενων γενεών για να καλύψουν τις δικές τους ανάγκες»*. Η αποστολή της Έκθεσης Brundtland ήταν να διερευνήσει τις πολυάριθμες ανησυχίες που είχαν εκφραστεί τις προηγούμενες δεκαετίες, δηλαδή ότι η ανθρώπινη δραστηριότητα είχε σοβαρές και αρνητικές επιπτώσεις στον πλανήτη και ότι τα πρότυπα μεγέθυνσης και ανάπτυξης θα ήταν μη βιώσιμα εάν συνεχίζονταν ανεξέλεγκτα.

1.5.2 «Συνάντηση Κορυφής Της Γης»

Το 1992, στη Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για το Περιβάλλον και την Ανάπτυξη που πραγματοποιήθηκε στο Ρίο ντε Τζανέιρο το 1992, 172 παγκόσμιοι ηγέτες αναγνώρισαν τη βιώσιμη ανάπτυξη ως τη μεγαλύτερη πρόκληση. Η Διάσκεψη σηματοδοτήθηκε από την πρώτη διεθνή προσπάθεια να εκπονηθούν σχέδια δράσης και στρατηγικές για τη μετάβαση προς ένα πιο βιώσιμο πρότυπο ανάπτυξης.⁸ Οι συμμετέχοντες στη Σύνοδο Κορυφής υιοθέτησαν τη Διακήρυξη του Ρίο και την Ατζέντα 21, ένα ολοκληρωμένο σχέδιο δράσης που στοχεύει μεταξύ άλλων, στην άμεση ενημέρωση σχετικά με την κρισιμότητα της κατάστασης και την ανάγκη για βιώσιμη ανάπτυξη στον κόσμο, τον 21^ο αιώνα.

1.5.3 Πρωτόκολλο Κυότο

Τον Δεκέμβριο του 1997 υιοθετήθηκε στη Διεθνή Διάσκεψη του Κυότο στην Ιαπωνία, στο COP3, σχέδιο Πρωτοκόλλου (United Nations, 1998) για την κλιματική αλλαγή, το οποίο τέθηκε σε ισχύ το 2005.⁹

⁷ <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>

⁸ <https://www.eea.europa.eu/el/simata-eop-2010/semata-2012/arthra/o-dromos-pros-ten-pagkosmia-biosimoteta>

⁹ Το COP είναι το ακρόνυμο, στα αγγλικά, για το «Conference of the Parties». Πρόκειται για συνέδρια που διοργανώνονται από τον ΟΗΕ με τη συμμετοχή υψηλού επιπέδου κρατών, περιφερειακών οργανώσεων και μη κυβερνητικών παραγόντων. Τα πιο γνωστά COP είναι για το κλίμα. <https://unric.org/en/cop15-cop26-why-two-cops-2/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

1.5.4 Σύνοδος Κορυφής για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη στο Γιοχάνεσμπουργκ

Το 2002, η Παγκόσμια Σύνοδος Κορυφής για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη πραγματοποιήθηκε στο Γιοχάνεσμπουργκ, με τρία βασικά αποτελέσματα: μια πολιτική δήλωση, το σχέδιο εφαρμογής του Γιοχάνεσμπουργκ και μια σειρά από πρωτοβουλίες εταιρικής σχέσης.

1.5.5 Ατζέντα 2030 για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη

Στη Γενική Συνέλευση του ΟΗΕ το 2015 στην Νέα Υόρκη, παρουσιάστηκε στο έγγραφο «Transforming our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development» (United Nations, 2015), το οποίο οι παγκόσμιοι ηγέτες ενέκριναν ομόφωνα. Η ατζέντα αποτελεί ένα σχέδιο δράσης για τους ανθρώπους, τον πλανήτη και την ευημερία. Περιλαμβάνει 17 Στόχους Βιώσιμης Ανάπτυξης (ΣΒΑ) και οι 169 υποστόχους που εξισορροπούν τις τρεις διαστάσεις της βιώσιμης ανάπτυξης: την οικονομική, την κοινωνική και την περιβαλλοντική. Με τους ΣΒΑ, η έννοια της βιωσιμότητας και η ευρεία προοπτική της κοινωνικής και ανθρώπινης ανάπτυξης σε παγκόσμια κλίμακα συνδέονται πλήρως.

Οι στόχοι ευθυγραμμίζονται με τις πρώτες εργασίες που πραγματοποιήθηκαν από την επιτροπή Brundtland, για τη βιώσιμη ανάπτυξη. Ωστόσο, ενώ οι ΣΒΑ σχετίζονται σαφώς με μια σειρά από βασικά ανθρώπινα δικαιώματα, τα δύο πλαίσια είναι σαφώς διαφορετικά, καθώς ο σκοπός των ΣΒΑ είναι η ευρύτερη εστίαση σε αυτό που αναφέρεται ως πέντε Ps (people, planet, prosperity, peace and partnership): άνθρωποι, πλανήτης, ευημερία, ειρήνη και εταιρική σχέση (Υπουργείο Εξωτερικών της Ελλάδος, 2019, σ. 18). Σύμφωνα με τον Αντόνιο Γκουτέρες, Γ.Γ. ΟΗΕ: «Οι Στόχοι για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη είναι το μονοπάτι που φιλοδοξεί να μας οδηγήσει σε ένα κόσμο δικαιότερο, πιο ειρηνικό και ευημερούντα και σε έναν υγιή πλανήτη».¹⁰

1.5.6 Συμφωνία των Παρισίων

Η Συμφωνία των Παρισίων για την κλιματική αλλαγή, γνωστή και ως COP21, αποτελεί την πρώτη οικουμενική, νομικά δεσμευτική παγκόσμια συμφωνία για το κλίμα. Υπογράφηκε στις 22 Απριλίου 2016, κυρώθηκε από την Ευρωπαϊκή Ένωση στις 5 Οκτωβρίου 2016 και φέρει τις υπογραφές 196 χωρών.¹¹

¹⁰ <https://unric.org/el/17> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

¹¹ <https://eur-lex.europa.eu/content/paris-agreement/paris-agreement.html?locale=el> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Σύμφωνα με τη δέσμευση αυτή, οι χώρες της ΕΕ συμφώνησαν ότι η ΕΕ θα γίνει η πρώτη κλιματικά ουδέτερη οικονομία και κοινωνία έως το 2050. Η επίτευξη του στόχου φιλοδοξεί να υλοποιηθεί μέσω ενός μετασχηματισμού της ευρωπαϊκής κοινωνίας και οικονομίας ο οποίος θα πρέπει να είναι οικονομικά αποδοτικός, δίκαιος και κοινωνικά ισορροπημένος. Η Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία, η οποία παρουσιάστηκε το Δεκέμβριο του 2019, αποτελεί τη στρατηγική της ΕΕ για την επίτευξη του κλιματικού της στόχου έως το 2050.

Την ίδια στιγμή, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο όρισε τον δεσμευτικό στόχο για μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου κατά τουλάχιστον 55% έως το 2030, σε σύγκριση με τα επίπεδα του 1990.

Από το «Our Common Future», του 1987, πολλά πολιτικά, κοινωνικά και φυσικά γεγονότα έχουν συμβεί στον πλανήτη μας, τα οποία έχουν επηρεάσει τις εταιρικές συμπεριφορές (Costa *et al.*, 2022). Ωστόσο, η ποικιλομορφία της έρευνας από διαφορετικούς τομείς έχει προκαλέσει, μεταξύ της ακαδημαϊκής κοινότητας, έλλειψη σαφήνειας σχετικά με τη «βιωσιμότητα» (Sustainability), την «εταιρική βιωσιμότητα» (Corporate Sustainability) και την έννοια της «Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης» (Corporate Social Responsibility). Αυτή η έλλειψη μπορεί να εντοπιστεί, ειδικά σε εταιρείες, οι οποίες αναφέρονται στη «αιεφορία» μόνο στον περιβαλλοντικό τομέα.

1.6 Εταιρική Βιωσιμότητα

Σύμφωνα με την Επιτροπή Αειφορίας, The Federation of European Risk Management Associations (FERMA, 2021, σ. 7), βιωσιμότητα είναι *«η ενθάρρυνση των επιχειρήσεων να διαμορφώνουν αποφάσεις με όρους οικονομικών, περιβαλλοντικών (συμπεριλαμβανομένου του κλίματος, της βιοποικιλότητας), των κοινωνικών και των ανθρώπινων επιπτώσεων που διασφαλίζουν την ανθεκτικότητα και τη μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας»*.

Η Εταιρική Βιωσιμότητα αποτελεί την απάντηση, μιας εταιρείας, στις απαιτήσεις για βιωσιμότητα της κοινωνίας των πολιτών, της δεκαετίας του 1980, και συμπεριλαμβάνει έννοιες όπως η ηθική, η κοινωνική ευθύνη και η βιώσιμη ανάπτυξη στις επιχειρηματικές στρατηγικές.¹²

Ο παραγωγικός τομέας μπόρεσε να βρει το ρόλο του ως παράγοντας διευκόλυνσης της βιωσιμότητας με τη σύλληψη ενός μοντέλου Εταιρικής Βιωσιμότητας, το οποίο αναγνωρίζει

¹² Η κοινωνία των πολιτών αναφέρεται σε όλες τις μορφές κοινωνικής δράσης οι οποίες πραγματοποιούνται από άτομα ή ομάδες που δεν συνδέονται με το κράτος ούτε διοικούνται από αυτό, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=LEGISSUM:civil_society_organisation (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

ότι η ευθύνη του ιδιωτικού τομέα δεν περιορίζεται μόνο στη δημιουργία πλούτου αλλά επεκτείνεται και στη δημιουργία θετικού αποτελέσματος, στην κοινωνική και περιβαλλοντική διάσταση των δραστηριοτήτων της.

Ο Elkington (1999) τόνισε ότι η βιωσιμότητα στο επιχειρηματικό περιβάλλον θα πρέπει να νοείται σε τρεις διαστάσεις, οι οποίες από κοινού προωθούν την οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη χωρίς να βλάπτουν το περιβάλλον, την Τριπλή Κατώτατη Γραμμή «Triple Bottom Line» (TBL).

1.6.1 Triple Bottom Line (TBL)

Η προσέγγιση TBL χρησιμοποιείται ως πλαίσιο για τη μέτρηση και την αναφορά της εταιρικής απόδοσης έναντι της οικονομικής, κοινωνικής και περιβαλλοντικής απόδοσης. Είναι ένα λογιστικό πλαίσιο που ενσωματώνει τρεις διαστάσεις απόδοσης: κοινωνική, περιβαλλοντική και οικονομική (Slaper, 2013).

Διαφέρει από τα παραδοσιακά πλαίσια αναφοράς καθώς περιλαμβάνει οικολογικά ή/και περιβαλλοντικά και κοινωνικά μέτρα, ζητήματα για τα οποία είναι δύσκολο να οριστούν κατάλληλα μέσα μέτρησης.

Οι διαστάσεις TBL είναι : οι άνθρωποι (people), ο πλανήτης (planet) και τα κέρδη (profits), τα οποία αναφέρονται ως 3Ps. Η προοπτική είναι ότι, για να είναι ένας οργανισμός βιώσιμος, πρέπει να είναι οικονομικά ασφαλής, να ελαχιστοποιεί, ή ιδανικά να εξαλείφει τις αρνητικές περιβαλλοντικές του επιπτώσεις και να ενεργεί σύμφωνα με τις προσδοκίες της κοινωνίας.

Η δυσκολία στη μέτρηση άυλων στοιχείων έχει προκαλέσει μεγάλη κριτική για το TBL, το οποίο εξακολουθεί να αναγνωρίζεται παγκοσμίως ως το καλύτερο τρόπο εισαγωγής των τριών στοιχείων της βιωσιμότητας σε έναν οργανισμό.

Όπως παρουσιάζεται στη μελέτη των Costa *et al.*, (2022, σ. 6-7), το τρίποδο βιωσιμότητας, όταν μεταφερθεί στον οργανισμό, μπορεί να γίνει κατανοητό ως ακολούθως:

- **Ο περιβαλλοντικός πυλώνας** μπορεί να επιτευχθεί μέσω της περιβαλλοντικής διαχείρισης των εταιρειών, ως αντιδραστικές ή/και προληπτικές ενέργειες. Οι αντιδραστικές ενέργειες σχετίζονται με τον έλεγχο της ρύπανσης ή τη συμμόρφωση και αναφέρονται στο «end-of-pipe».¹³ Οι προληπτικές ενέργειες αποτρέπουν τη ρύπανση, μειώνοντας ή εξαλείφοντας τα

¹³ Μια προσέγγιση για τον έλεγχο της ρύπανσης που επικεντρώνεται στην επεξεργασία ή τη διήθηση των λυμάτων πριν από την απόρριψη στο περιβάλλον, σε αντίθεση με την πραγματοποίηση αλλαγών στη διαδικασία που προκαλεί τα απόβλητα. <https://www.eea.europa.eu/help/glossary/gemet-environmental-thesaurus/end-of-pipe-technology> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

απόβλητα μέσω καινοτόμων διεργασιών ή τεχνολογιών που εφαρμόζονται σε όλη τη διαδικασία παραγωγής και με την ανάλυση του κύκλου ζωής του προϊόντος, μετατοπίζοντας το επίκεντρο των διαδικασιών στα προϊόντα μιας εταιρείας, για τη μείωση του αντίκτυπου «gradle to grave».¹⁴ Οι περιβαλλοντικοί παράγοντες αναφέρονται στις εταιρικές περιβαλλοντικές πολιτικές για την ενεργειακή απόδοση, τις εκπομπές αερίων θερμοκηπίου (GHG), τις δικαστικές διαμάχες για περιβαλλοντικούς κινδύνους και τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, όπου υπάρχουν.

- Ο **κοινωνικός πυλώνας** μπορεί να επιτευχθεί με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη που απαιτεί από τις εταιρείες να ενστερνιστούν τις οικονομικές, νομικές, ηθικές και επιλεκτικές προσδοκίες όλων των ενδιαφερομένων και όχι μόνο των μετόχων. Για παράδειγμα, μπορεί να γίνει περιβαλλοντική ανάλυση και διαχείριση της κοινότητας και των ενδιαφερομένων. Μπορεί να έχει τη μορφή κοινωνικών πολιτικών στα ποσοστά εναλλαγής εργαζομένων, στην εκπαίδευση των εργαζομένων, στην ικανοποίηση του εργατικού δυναμικού και στις υποχρεώσεις στην κοινότητα.

- Ο **οικονομικός πυλώνας** μπορεί να επιτευχθεί με τη δημιουργία αξίας. Οι εταιρείες δημιουργούν αξία μέσω των αγαθών και των υπηρεσιών που παράγουν. Με την αύξηση της αποδοτικότητας της παραγωγής προϊόντων και υπηρεσιών, αποτελεσματικά, οι εταιρείες αυξάνουν τη δημιουργούμενη αξία, για τους καταναλωτές, μέσω των προϊόντων και των υπηρεσιών τους, για τους μετόχους, μέσω μερισμάτων και κεφαλαίου, και για τους εργαζόμενους μέσω των μισθών. Η αξία δημιουργείται με την παραγωγή νέων και διαφορετικών προϊόντων, που επιθυμεί ο καταναλωτής, μειώνοντας το κόστος εισόδου ή/και κάνοντας βελτιώσεις στην παραγωγή.

1.6.2 «Οικουμενικό Σύμφωνο» του ΟΗΕ

Τον Ιούλιο του 2000 δημιουργήθηκε το «Οικουμενικό Σύμφωνο» του ΟΗΕ, United Nations, Global Compact, Corporate sustainability, ένα πλαίσιο που καλεί τις επιχειρήσεις να ευθυγραμμίζουν τις λειτουργίες τους και τις στρατηγικές τους σύμφωνα με 10 παγκόσμια αποδεκτές αρχές.¹⁵ Οι Αρχές του Οικουμενικού Συμφώνου των Ηνωμένων Εθνών προέρχονται από: την Οικουμενική Διακήρυξη των Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων, τη Διακήρυξη της Διεθνούς

¹⁴ Η αξιολόγηση «από το λίκνο μέχρι τον τάφο» εξετάζει τις επιπτώσεις σε κάθε στάδιο του κύκλου ζωής ενός προϊόντος, από τη στιγμή που οι φυσικοί πόροι εξορύσσονται από το έδαφος και υποβάλλονται σε επεξεργασία σε κάθε επόμενο στάδιο της κατασκευής, της μεταφοράς, της χρήσης του προϊόντος και εν τέλει, της απόρριψης. <https://www.eea.europa.eu/help/glossary/eea-glossary/cradle-to-grave> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

¹⁵ <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Οργάνωσης Εργασίας για τις Θεμελιώδεις Αρχές και Δικαιώματα στην Εργασία, τη Διακήρυξη του Ρίο για το Περιβάλλον και την Ανάπτυξη και τη Σύμβαση των Ηνωμένων Εθνών κατά της Διαφθοράς. Οι αρχές αυτές είναι:

Ανθρώπινα δικαιώματα

Αρχή 1: Οι επιχειρήσεις πρέπει να υποστηρίζουν και να σέβονται την προστασία των διεθνώς αναγνωρισμένων ανθρωπίνων δικαιωμάτων.

Αρχή 2: να διασφαλίζουν ότι δεν συνεργούν στην καταπάτηση των ανθρωπίνων δικαιωμάτων.

Εργασία

Αρχή 3: Οι επιχειρήσεις πρέπει να προασπίζουν την ελευθερία του συνεταιρίζεσθαι και την αποτελεσματική αναγνώριση του δικαιώματος συλλογικών διαπραγματεύσεων.

Αρχή 4: την εξάλειψη κάθε μορφής καταναγκαστικής και υποχρεωτικής εργασίας.

Αρχή 5: την αποτελεσματική κατάργηση της παιδικής εργασίας.

Αρχή 6: την εξάλειψη των διακρίσεων όσον αφορά την απασχόληση και την εργασία.

Περιβάλλον

Αρχή 7: Οι επιχειρήσεις πρέπει να υποστηρίζουν μια προληπτική προσέγγιση στις περιβαλλοντικές προκλήσεις.

Αρχή 8: να αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες για την προώθηση μεγαλύτερης περιβαλλοντικής ευθύνης.

Αρχή 9: να ενθαρρύνουν την ανάπτυξη και της διάδοση φιλικών προς το περιβάλλον τεχνολογιών.

Καταπολέμηση της Διαφθοράς

Αρχή 10: Οι επιχειρήσεις πρέπει να εργάζονται κατά της διαφθοράς σε όλες τις μορφές της, συμπεριλαμβανομένου του εκβιασμού και της δωροδοκίας.

1.7 Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (ΕΚΕ)

Οι συζητήσεις γύρω από την κοινωνική ευθύνη των οργανισμών και το περιβάλλον ξεκίνησε πολύ πριν από την εμφάνιση της Βιωσιμότητας, τη δεκαετία 1980, και της Εταιρικής Βιωσιμότητας, τη δεκαετία 1990 (Costa *et al.*, 2022, σ.17).

1.7.1 Ιστορική Αναδρομή

Ο Chaffe (2017, σ. 351), υποστηρίζει ότι «ο όρος «εταιρεία»- “corporation” προέρχεται από τον λατινικό όρο «corpus» που σημαίνει «σώμα του λαού». Σύμφωνα με τους ισχυρισμούς του, η προέλευση της εταιρικής μορφής μπορεί να ανιχνευθεί στο αρχαίο Ρωμαϊκό Δίκαιο, βάσει

του οποίου το κράτος αναγνώρισε ότι διάφορες ομάδες είχαν έντονη κοινωνική πτυχή και συχνά οργανώνονταν για κοινωνικούς σκοπούς, όπως για παράδειγμα άσυλα, σπίτια για τους φτωχούς, σπίτια για ηλικιωμένους, νοσοκομεία, ορφανοτροφεία κ.α. Αυτή η έννοια των εταιρειών ως κοινωνικών επιχειρήσεων συνεχίστηκε με το αγγλικό δίκαιο κατά τον Μεσαίωνα σε ακαδημαϊκά, δημοτικά και θρησκευτικά ιδρύματα.

Αργότερα, επεκτάθηκε στον 16^ο και 17^ο αιώνα με την επιρροή του Αγγλικού Στέμματος, που έβλεπε τις εταιρείες ως μέσο κοινωνικής ανάπτυξης. Τους επόμενους αιώνες, με την επέκταση της Αγγλικής Αυτοκρατορίας και την κατάκτηση νέων εδαφών, το Αγγλικό Στέμμα εξήγαγε το εταιρικό του δίκαιο στις αμερικανικές αποικίες του, όπου οι εταιρείες διαδραμάτισαν σε κάποιο βαθμό, κοινωνική λειτουργία.

Στα τέλη του 1800 και στις αρχές του 1900, παρατηρείται δημιουργία προγραμμάτων πρόνοιας με στόχο την προστασία και τη διατήρηση των εργαζομένων και ορισμένες εταιρείες εξέτασαν ακόμη και τη βελτίωση της ποιότητας ζωής τους, όπως υποστηρίζει ο Carroll (2008) και ο Heald (1970). Στα τέλη του 1800 ξεκίνησε και η υποστήριξη κοινωνικών σκοπών, με την έννοια της εταιρικής φιλανθρωπίας (Garnegie, 1889). Παράλληλα, λόγω αύξησης της παραγωγής, αναπτύχθηκε μια νέα βιομηχανική κοινωνία με πολλές κοινωνικές ανησυχίες. Ως απάντηση, ορισμένοι ηγέτες επιχειρήσεων δημιούργησαν οργανισμούς για την προώθηση των αξιών και τη βελτίωση των συνθηκών εργασίας. Το 1914 δημιουργήθηκε το Ίδρυμα Κλήβελαντ, το πρώτο ίδρυμα για διοχέτευση κεφαλαίων σε φιλανθρωπίες.¹⁶

Αργότερα, κατά τη διάρκεια του Β' Παγκοσμίου Πολέμου και τη δεκαετία του 1940, οι εταιρείες άρχισαν να θεωρούνται θεσμοί με κοινωνικές ευθύνες και άρχισε να λαμβάνει χώρα μια ευρύτερη συζήτηση για αυτές τις ευθύνες. Η περίοδος μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο και τη δεκαετία του 1950 μπορεί να θεωρηθεί ως εποχή όπου υπήρχαν λίγες εταιρικές δράσεις που ξεπερνούσαν τις φιλανθρωπικές δραστηριότητες (Carroll, 2008).

Το 1953 ο Harold Bowen, ο οποίος συχνά αναφέρεται ως πατέρας της ΕΚΕ, δημοσίευσε, το *Social Responsibilities of the Businessman*, όπου υποστήριζε την επιχειρηματική ηθική και την ανταπόκριση των επιχειρήσεων σε κοινωνικά θέματα δεδομένου ότι οι ενέργειές τους είχαν από αντίκτυπο στην κοινωνία και ως εκ τούτου, υπήρχε ανάγκη για να αλλάξουν τη λήψη των αποφάσεών τους, ώστε να συμπεριλάβουν εκτιμήσεις για τον αντίκτυπό τους (Bowen, 1953).

Η δεκαετία του 1960, χαρακτηρίστηκε από το αυξανόμενο ενδιαφέρον των μελετητών να ορίσουν την ΕΚΕ. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970, η ΕΚΕ απέκτησε ισχύ είτε λόγω

¹⁶ <http://www.clevelandfoundation100.org/timeline/?hide=#view-event-3483> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

συμφέροντος είτε ως απάντηση σε ρυθμιστικές απαιτήσεις ή διαμαρτυρίες ακτιβιστών. Την ίδια δεκαετία ήρθε η εδραίωση της ΕΚΕ, όταν το Committee of Economic Development (1971) των ΗΠΑ, εισήγαγε την έννοια του «κοινωνικού συμβολαίου» μεταξύ επιχειρήσεων και κοινωνίας. Ουσιαστικά έκανε αναφορά στην «κοινωνική άδεια λειτουργίας» των επιχειρήσεων και στην υποχρέωση των τελευταίων να εξυπηρετούν ανάγκες της κοινωνίας. Οι Epstein *et al.*, (1976), έκαναν μια συστηματική προσπάθεια αξιολόγησης του όρου «κοινωνική λογιστική», σχετικά με τη μέτρηση και αναφορά των κοινωνικών επιπτώσεων. Παρόλα αυτά, η ΕΚΕ, παρέμεινε διακριτική και με περιορισμένη εστίαση σε πτυχές όπως η διαχείριση των απορριμμάτων, η ρύπανση και τα ανθρώπινα και εργασιακά δικαιώματα. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας η έννοια έγινε ασαφής και σήμαινε κάτι διαφορετικό για τον καθένα.

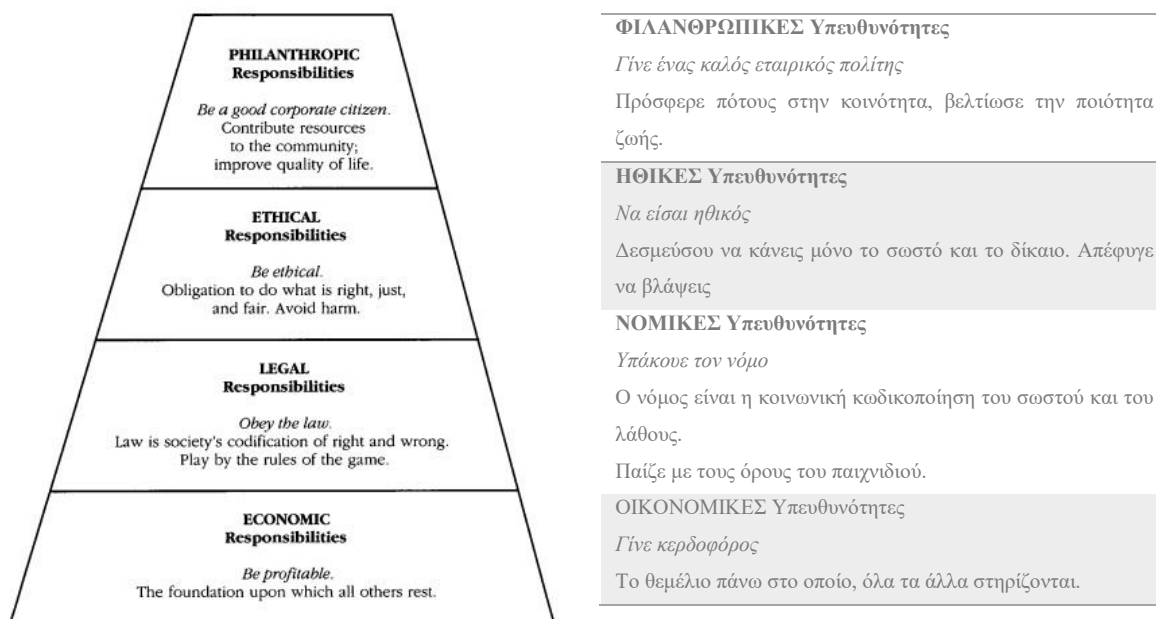
Τη δεκαετία του 1980, η υιοθέτηση διεθνών συμφωνιών για την αειφόρο ανάπτυξη όπως συζητήθηκε σε προηγούμενη ενότητα, αντανakλούσε σε κάποιο βαθμό, μια αυξανόμενη αίσθηση ευαισθητοποίησης σχετικά με τον αντίκτυπο της εταιρικής συμπεριφοράς.

Ένα απόσπασμα 42 ετών περιγράφει αρκετά καλά τις ανησυχίες για την ΕΚΕ, που οδήγησαν αργότερα στην αυξημένη εστίαση στη βιωσιμότητα.: *«[...] Τα τελευταία χρόνια, το επίπεδο κριτικής στο επιχειρηματικό σύστημα έχει αυξηθεί κατακόρυφα. Όχι μόνο η απόδοση των επιχειρήσεων έχει τεθεί υπό αμφισβήτηση, αλλά και η δύναμη και τα προνόμια που συνδέονται με τις μεγάλες εταιρείες. Ορισμένοι επικριτές αμφισβήτησαν ακόμη και την ικανότητα του εταιρικού συστήματος να αντιμετωπίσει μελλοντικά προβλήματα»* (Jones, 1980, σ. 59).

Την ίδια δεκαετία συνέβησαν καθοριστικά γεγονότα όπως η δημιουργία Διακυβερνητικής Επιτροπής για την Κλιματική Αλλαγή - IPCC (1988) και η πυρηνική καταστροφή του Chernobyl (1986). Σύμφωνα με τον Carroll (2008, σ. 36), οι κοινωνικές ανησυχίες και προσδοκίες για την εταιρική συμπεριφορά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 περιστρέφονταν γύρω από *«περιβαλλοντική ρύπανση, διακρίσεις στην απασχόληση, καταχρήσεις των καταναλωτών, υγεία και ασφάλεια των εργαζομένων, ποιότητα εργασιακής ζωής, επιδείνωση της αστικής ζωής και αμφισβητούμενες/καταχρηστικές πρακτικές πολυεθνικών εταιρειών»*.

Το 1991, ο Carroll παρουσίασε την «Πυραμίδα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης» για να αναπαραστήσει αυτό που όρισε ως τις τέσσερις κύριες ευθύνες οποιασδήποτε εταιρείας και ρητά να αναθέσει συγκεκριμένες ευθύνες στις εταιρείες (Πίνακας 1.1).

Πίνακας 1.1 Η Πυραμίδα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης του Carroll (1991)



Πηγή: Carroll (1991), σ. 42 και Ιδία Επεξεργασία

Η εισαγωγή της έννοιας TBL «Triple-Bottom-Line», όπως αναλύθηκε νωρίτερα, από τον Elkington το 1999, αποτέλεσε σημαντική συνεισφορά στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, καθώς υποστήριξε ότι οι εταιρείες πρέπει να επιδιώκουν, εκτός από οικονομικά, κοινωνικά και περιβαλλοντικά αποτελέσματα από τις δραστηριότητές τους και μόνο με αυτόν τον τρόπο, διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα με την έννοια της συνέχειας, των επιχειρήσεών τους.

Οι ορισμοί της ΕΚΕ της δεκαετίας του 2000 αντανακλούσαν την πεποίθηση ότι οι εταιρείες είχαν έναν νέο ρόλο στην κοινωνία όπου πρέπει να ανταποκρίνονται στις κοινωνικές προσδοκίες και να παρακινούνται από την αναζήτηση της βιωσιμότητας, πράγμα που σήμαινε ότι θα έπρεπε να λάβουν στρατηγικές αποφάσεις για να το κάνουν. Αυτό άνοιξε τη συζήτηση γύρω από τα οφέλη της στρατηγικής ΕΚΕ και στις αρχές του 2010 πίστευαν ότι οι εταιρείες μπορούν να δημιουργήσουν «διαμοιραζόμενη αξία» (shared value) βελτιώνοντας παράλληλα την ανταγωνιστικότητα της εταιρείας μέσω μιας ολιστικής εφαρμογής της διαμοιραζόμενης αξίας ΕΚΕ, (SCRS). Σύμφωνα με τους Porter και Kramer (2011, σ. 6), «Η δημιουργία διαμοιραζόμενης αξίας εστιάζει στον εντοπισμό και την επέκταση των συνδέσεων μεταξύ της κοινωνικής και της οικονομικής προόδου». Στη δεκαετία του 2010, η Συμφωνία του Παρισιού και οι Στόχοι Βιώσιμης Ανάπτυξης, αντανακλούσαν ένα νέο κοινωνικό συμβόλαιο στο οποίο οι εταιρείες αναμενόταν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στις παγκόσμιες προσπάθειες για την επίτευξη των ΣΒΑ. Έκτοτε, η βιβλιογραφία σχετικά με την ΕΚΕ έχει επικεντρωθεί στην

εφαρμογή της και στον αντίκτυπό της σε συγκεκριμένους τομείς απόδοσης που μπορούν να συνδεθούν σε κάποιο βαθμό με τους ΣΒΑ, ενώ η κατανόηση της ΕΚΕ παρέμεινε επικεντρωμένη στις δυνατότητές της να παράγει διαμοιραζόμενη αξία.

Το 2015, σε δημοσίευμα του Harvard Business Review με τίτλο The Truth About CSR, οι συγγραφείς Rangan, Chase και Karim αναφέρονται, μεταξύ των άλλων, και στην πιθανή ανάγκη για μεταμόρφωση του επιχειρηματικού μοντέλου στα πλαίσια της ΕΚΕ, καθώς οι δραστηριότητες μιας εταιρείας βελτιώνουν τον κόσμο γύρω της.¹⁷

Η παγκόσμια αναγνώριση της ΕΚΕ έχει, επίσης, επηρεαστεί από διεθνείς πιστοποιήσεις που έχουν σχεδιαστεί για την αντιμετώπιση της κοινωνικής ευθύνης. Αυτή είναι η περίπτωση του ISO 26000:2010, που παρέχει καθοδήγηση σε όσους αναγνωρίζουν ότι ο σεβασμός για την κοινωνία και το περιβάλλον είναι ένας κρίσιμος παράγοντας επιτυχίας και δεσμεύονται να λειτουργούν με κοινωνικά υπεύθυνο τρόπο.

1.7.2 Προσεγγίσεις, Ορισμοί και Στρατηγική ΕΚΕ

Σύμφωνα με τις Ellerup Nielsen και Thomsen (2007), το ερώτημα σχετικά με το ποιες εταιρείες είναι υπεύθυνες γίνεται μέσω τριών διαφορετικών προσεγγίσεων.

1. Η κλασική άποψη είναι ότι *«η κοινωνική ευθύνη της επιχείρησης είναι να αυξάνει τα κέρδη της»* (Friedman, 1970).
2. Σύμφωνα με την προοπτική των ενδιαφερομένων, οι εταιρείες δεν λογοδοτούν μόνο στους ιδιοκτήτες της εταιρείας, αλλά και στα ενδιαφερόμενα μέρη. Το επιχείρημα είναι ότι οι ενδιαφερόμενοι επηρεάζουν τις δραστηριότητες της εταιρείας ή/και επηρεάζονται από τις δραστηριότητες της εταιρείας (Freeman, 1984).
3. Η ευρύτερη προσέγγιση της κοινωνικής ευθύνης είναι η προσέγγιση, στην οποία οι εταιρείες θεωρούνται υπεύθυνες έναντι της κοινωνίας γενικότερα (Committee for Economic Development, CED, 1971). Σήμερα οι εταιρείες που αντιπροσωπεύουν αυτή την προσέγγιση χαρακτηρίζονται ως «καλοί εταιρικοί πολίτες» (Waddock, 2004).

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (EU Commission, 2001, σ. 6) συνδέει την ΕΚΕ με την προσέγγιση των ενδιαφερομένων μερών. Η ΕΚΕ είναι μια έννοια σύμφωνα με την οποία οι εταιρείες ενσωματώνουν κοινωνικές και περιβαλλοντικές ανησυχίες στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες και στις αλληλεπιδράσεις τους με τα ενδιαφερόμενα μέρη τους σε εθελοντική

¹⁷ <https://hbr.org/2015/01/the-truth-about-csr> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

βάση. Ο ορισμός χρησιμοποιείται από κορυφαίες εταιρείες στην Ευρώπη και θεωρείται ως η βάση της ευρωπαϊκής πολιτικής ΕΚΕ. Οι ιδανικές εταιρείες τείνουν να εστιάζουν στην κοινωνική διάσταση.

Σύμφωνα με τους Andriof *et al.*, (2003), η κοινωνική ευθύνη είναι μια διάχυτη και σχεδόν μη λειτουργική έννοια, εκτός εάν οι οργανισμοί μάθουν να «*ξεδιπλώνουν τη σκέψη των ενδιαφερομένων*».

Το World Business Council for Sustainable Development (WBCSD, 2000, σ. 8) αναφέρει ότι η «*Η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη είναι η συνεχής δέσμευση των επιχειρήσεων να συμπεριφέρονται με ηθικό τρόπο και να συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη βελτιώνοντας παράλληλα την ποιότητα ζωής του εργατικού δυναμικού και των οικογενειών τους καθώς και της τοπικής κοινότητας και της κοινωνίας γενικότερα*».

Για το United Nations Industrial Development Organization (UNIDO), η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη είναι μια έννοια διαχείρισης σύμφωνα με την οποία οι εταιρείες ενσωματώνουν κοινωνικές και περιβαλλοντικές ανησυχίες στις επιχειρηματικές τους λειτουργίες και τις αλληλεπιδράσεις με τους ενδιαφερόμενους.¹⁸

Μια επιτυχημένη στρατηγική ΕΚΕ, σύμφωνα με τον Marrewijk (2003), πρέπει να είναι συγκεκριμένου πλαισίου για κάθε μεμονωμένη επιχείρηση και προτείνει μια διάκριση μεταξύ πέντε διαφορετικών επιπέδων φιλοδοξίας για κοινωνική ευθύνη:

- «οδηγούμενη από τη συμμόρφωση»,
- «καθοδηγούμενη από το κέρδος»,
- «να δείχνει ενδιαφέρον»,
- «συνεργατική» και
- «ολιστική».

1.7.3 Από το Μετοχικό και Κρατικό Καπιταλισμό στον Καπιταλισμό των Ενδιαφερομένων

Ο κόσμος μέχρι σήμερα έχει γνωρίσει δύο κυρίαρχα και ανταγωνιστικά οικονομικά συστήματα: τον μετοχικό καπιταλισμό, ο οποίος κυριαρχεί σε πολλές δυτικές οικονομίες, και τον κρατικό καπιταλισμό, ο οποίος κατέχει εξέχουσα θέση σε πολλές αναδυόμενες αγορές.

¹⁸ <https://www.unido.org/our-focus/advancing-economic-competitiveness/competitive-trade-capacities-and-corporate-responsibility/corporate-social-responsibility-market-integration/what-csr> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Και τα δύο συστήματα έχουν οδηγήσει σε τεράστια οικονομική πρόοδο τις τελευταίες δεκαετίες. Ωστόσο, το καθένα έχει επιφέρει σημαντικά κοινωνικά, οικονομικά και περιβαλλοντικά μειονεκτήματα. Οδήγησαν σε αυξανόμενες ανισότητες εισοδήματος, πλούτου και ευκαιριών, αυξημένες εντάσεις μεταξύ των εχόντων και των μη εχόντων, και πάνω απ' όλα μαζική υποβάθμιση του περιβάλλοντος.

Δεδομένων των αδυναμιών και των δύο αυτών συστημάτων, δημιουργείται ένα νέο παγκόσμιο σύστημα: ο καπιταλισμός των ενδιαφερομένων.¹⁹ Σε αυτό το σύστημα, λαμβάνονται υπόψη τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων στην οικονομία και την κοινωνία, οι εταιρείες βελτιστοποιούνται για κάτι περισσότερο από βραχυπρόθεσμα κέρδη και οι κυβερνήσεις είναι οι θεματοφύλακες της ισότητας ευκαιριών, των ίσων όρων ανταγωνισμού και δίκαιης συνεισφοράς και διανομή σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη όσον αφορά τη βιωσιμότητα και τη συμπερίληψη του συστήματος.

Η σύγκριση των 3 συστημάτων παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.2

Πίνακας 1.2 Σύγκριση συστημάτων καπιταλισμού

Types of Capitalism	State Capitalism	Shareholder Capitalism	Stakeholder Capitalism
Key Stakeholder	Government	Company Shareholders	All stakeholders matter equally
Key Characteristic	Government steers the economy, can intervene where necessary	The social responsibility of business is to increase its profits	Society's goal is increase the well-being of people and the planet
Implication for Companies	Business interests are subsidiary to state interests	Short-term profit maximization as highest good	Focus on long-term value creation and ESG measures
Advocated by		Milton Friedman ('70) «Shareholder Theory»	Klaus Schwab ('71) «Davos Manifesto» ('73)

Visualisation by Peter Vanham, World Economic Forum, based on «Stakeholder Capitalism: A Global Economy that Works for Progress, People and Planet»

Πηγή: <https://www.weforum.org/agenda/2021/01/what-is-the-difference-between-stakeholder-capitalism-shareholder-capitalism-and-state-capitalism-davos-agenda-2021/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022)

Ο Rendtorff (2003, σ. 43), υποστηρίζει ότι οι ιδέες για την κοινωνική ευθύνη δεν είναι τόσο ανεπτυγμένες στην Ευρώπη όσο στις ΗΠΑ, όπου υπάρχει ηθική νομοθεσία.

Στις 19 Αυγούστου 2019, σχεδόν 200 CEO των μεγαλύτερων εταιρειών της Αμερικής ενέκριναν μια νέα δήλωση σχετικά με τον σκοπό μιας εταιρείας. Υπέγραψαν το Business

¹⁹ <https://www.weforum.org/agenda/2021/01/what-is-the-difference-between-stakeholder-capitalism-shareholder-capitalism-and-state-capitalism-davos-agenda-2021/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Roundtable's new Statement, δηλώνοντας έτσι ότι οι εταιρείες πρέπει να προσφέρουν μακροπρόθεσμη αξία σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη τους - πελάτες, εργαζόμενους, προμηθευτές, κοινότητες στις οποίες δραστηριοποιούνται και μετόχους, ως καλύτερη δημόσια άρθρωση της μακροπρόθεσμης εστιασμένης προσέγγισής τους και ως τρόπο πρόκλησης για να κάνουν περισσότερα.²⁰

Οι διαφορετικές απόψεις και προσεγγίσεις της ΕΚΕ αποτελούν μεγάλη πρόκληση για τις εταιρείες. Καλό παράδειγμα αυτής της πρόκλησης αποτελούν οι αναφορές Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης.

1.8 Βιώσιμες Επενδύσεις

Σύμφωνα με το S&P Global οι Βιώσιμες Επενδύσεις, γνωστές ως Κοινωνικά Υπεύθυνες Επενδύσεις-KYE-(Social Responsible Investments-SRI) ή επενδύσεις με αντίκτυπο, αποτελούν μια ηθική επενδυτική προσέγγιση. Αυτή η επενδυτική στρατηγική δίνει έμφαση στις οικονομικές αποδόσεις ως δευτερεύον παράγοντα αφού οι ηθικές αξίες των επενδυτών έχουν ληφθεί υπόψη στη λήψη των αποφάσεών τους.

Οι Herringer *et al.*, (2009), έδωσαν τον ορισμό της KYE ως ένα σύνολο προσεγγίσεων που περιλαμβάνει μια συγκεκριμένη διαδικασία επιλογής επένδυσης, διατήρησης και απόρριψης βάσει συμβατικών κριτηρίων οικονομικής απόφασης μαζί με ηθικές και ESG εκτιμήσεις (Syed, 2017).

Σύμφωνα με τους Sandberg *et al.*, (2009), παρατηρείται σημαντική ετερογένεια στις ορολογίες, τους ορισμούς, τις στρατηγικές και τις πρακτικές, αλλά σε γενικές γραμμές οι Βιώσιμες Επενδύσεις είναι μια υβριδική μορφή επένδυσης που ενσωματώνει μη οικονομικούς προβληματισμούς επενδυτικών αποφάσεων, όπως περιβαλλοντικούς, ηθικούς και κοινωνικούς προβληματισμούς.

1.8.1 Ιστορική Αναδρομή

Η θεσμική προέλευση της KYE αντικατοπτρίζει την πολυπλοκότητα της. Οι σύγχρονες ρίζες της, είχαν ισχυρές θρησκευτικές βάσεις, ιδιαίτερα στον Χριστιανισμό, επειδή οι χριστιανικές εκκλησίες «έπαιζαν πρωτοποριακό ρόλο στην ανάπτυξη της KYE παγκοσμίως» (Sparkes, 2006, σ. 43). Στις ΗΠΑ, ξεκίνησε με τον John Wesley, έναν από τους ιδρυτές του κινήματος των Μεθοδιστών τον 18^ο αιώνα, ο οποίος αντιτάχθηκε στην επένδυση σε αμαρτωλές

²⁰ <https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/what-is-the-difference-between-esg-investing-and-socially-responsible-investing> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

δραστηριότητες, όπως το δουλεμπόριο, το εμπόριο όπλων και το αλκοόλ (Yan *et al.*, 2018). Το 1928, οι Ευαγγελικοί Προτεστάντες, αντιτιθέμενοι στο αλκοόλ και τον καπνό, ίδρυσαν την πρώτη κοινωνικά υπεύθυνη εταιρεία επενδύσεων που ονομάστηκε Pioneer (Becker & McVeigh, 1999).

Τη δεκαετία του 1960, το πολιτικό περιβάλλον, τα δικαιώματα των γυναικών, τα πολιτικά δικαιώματα και τα αντιπολεμικά κινήματα αύξησαν την ευαισθητοποίηση σχετικά με τις Κοινωνικά Υπεύθυνες Επενδύσεις

Το πρώτο σύγχρονο αμοιβαίο κεφάλαιο ΚΥΕ στον κόσμο, το Pax Fund, τώρα ονομάζεται Pax Sustainable Allocation Fund, ιδρύθηκε το 1971, από Υπουργούς που ανησυχούσαν για το κέρδος από τον πόλεμο του Βιετνάμ (Yan *et al.*, 2018). Καθώς η αγορά δεν πρόσφερε «εναλλακτικές λύσεις εκείνη την εποχή» (Sparkes, 1995, σ. 115), αυτοί οι υπουργοί κινητοποίησαν και δημιούργησαν, με τη βοήθεια επαγγελματιών του χρηματοοικονομικού τομέα, έναν εξειδικευμένο τομέα για μικροεπενδυτές που προσέλκυσε εκκλησίες, φιλανθρωπικά ιδρύματα, δωρεές, μη κυβερνητικές οργανώσεις (ΜΚΟ), και άτομα με κοινωνική συνείδηση.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1970, ο δημοσιογράφος Milton Moskowitz με έδρα τη Νέα Υόρκη δημοσίευσε λίστες των «υπεύθυνων» και «ανεύθυνων» εταιρειών, παρακολουθώντας την απόδοσή τους στο χρηματιστήριο. Το 1973, έγραψε στους New York Times, «*Τρέφω την υποψία ότι η κοινωνικά μη ευαίσθητη διαχείριση θα κάνει τελικά αρκετά λάθη για να φέρει στο τέλος τον όλεθρο*» (Townsend, 2020, σ. 4).

Η δεκαετία του 1980, χαρακτηρίστηκε από την ευρεία αποεπένδυση από την Νότια Αφρική ως διαμαρτυρία, μετά το ψήφισμα του 1973 από τη Γενική Συνέλευση του ΟΗΕ που αναγνώρισε το Apartheid ως έγκλημα κατά της ανθρωπότητας (Lansing, 1981).

Καθώς η ΚΥΕ αναπτύχθηκε, συμπεριέλαβε και την υποστήριξη κοινωνικά υπεύθυνων πρακτικών, συμπεριλαμβανομένων των δίκαιων αποδοχών και παροχών των εργαζομένων και, ευρύτερα, των ανθρωπίνων δικαιωμάτων. Πολλοί μελετητές αναφέρουν ότι τα συνδικάτα που εκπροσωπούσαν τα δικαιώματα των εργαζομένων, ήταν στην πρώτη γραμμή του κινήματος ΚΥΕ (για παράδειγμα Jonsson 2009, Arjaliès 2010, Giamporcaro και Gond 2016). Η πρώτη νομική υπόθεση ΚΥΕ στις ΗΠΑ, Cowan v. Scargill, προσήχθη στο δικαστήριο το 1984, από διαχειριστές του συνταξιοδοτικού ταμείου των μεταλλωρύχων (Yan *et al.*, 2018).

Το 1989, μετά την καταστροφή του πετρελαιοφόρου Exxon Valdez που προσάραξε και διέρρευσε περισσότερα από 10 εκατομμύρια γαλόνια αργού στα ανοικτά των ακτών της

Αλάσκας (Sanyal και Neves, 1991) συντάχθηκαν οι Αρχές Valdez, που στη συνέχεια ονομάστηκαν Αρχές Ceres και αποτελούσαν έναν κώδικα εταιρικής περιβαλλοντικής συμπεριφοράς δέκα σημείων που έπρεπε να εγκριθούν δημόσια από τις εταιρείες ως δήλωση περιβαλλοντικής αποστολής ή ηθικής. Απαιτούσαν οι επενδυτικές αποφάσεις να ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο για το περιβάλλον και να προωθούν την αειφόρο χρήση των φυσικών πόρων.

Τον Μάιο του 1990, κυκλοφόρησε ο Domini 400 Social Index (ο τωρινός MSCI KLD 400 Social Index), ένας από τους πρώτους δείκτες KYE. Ο δείκτης σχεδιάστηκε για επενδυτές που αναζητούσαν ένα διαφοροποιημένο σημείο αναφοράς που αποτελείται από εταιρείες με ισχυρά προφίλ βιωσιμότητας ενώ αποφεύγονται εταιρείες που δεν είναι συμβατές με τα πρότυπα αξιών.

Στα μέσα της δεκαετίας του 1990, τα παγκόσμια πρότυπα εργασίας εμφανίστηκαν ως ένα νέο και σημαντικό στοιχείο ανησυχίας για τους κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές, ειδικά όσον αφορά τις επενδύσεις στις «προβληματικές» βιομηχανίες υποδημάτων, ένδυσης και παιχνιδιών. Τα σκάνδαλα sweatshop σε δημόσιες εταιρείες, οδήγησαν τους συνδικαλισμένους εργαζόμενους να μετακινήσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία σε συνταξιοδοτικά ταμεία, μακριά από αυτούς τους οργανισμούς (Rivoli, 2003).²¹ Οι εργαζόμενοι και τα συνδικάτα διαδραμάτισαν ρόλο στη διάδοση των πρακτικών KYE, λόγω του ρόλου διακυβέρνησής τους σε πολλά συνταξιοδοτικά ταμεία, τα οποία κυριαρχούν ολοένα και περισσότερο στις κεφαλαιαγορές (Sparkes 2003, Vitols 2011). Το 1998 εκδόθηκε στο ΗΒ ο πρώτος κώδικας Combined Code on Corporate Governance.

Το 1999 δημιουργήθηκε ο Sustainability Index Dow Jones (DJSI) που είναι το προϊόν συνεργασίας μεταξύ του S&P Dow Jones Indices και SAM (Sustainable Asset Management) (*Corporate Sustainability Assessment (CSA) – μια ετήσια αξιολόγηση των πρακτικών βιωσιμότητας των εταιρειών*), ο οποίος από την εμφάνισή του έχει διαμορφώσει τις εταιρικές πρακτικές βιωσιμότητας.

Τα κράτη άρχισαν να επηρεάζουν την ανάπτυξη των Βιώσιμων Επενδύσεων όταν αυτές άρχισαν να καταλαμβάνουν σημαντικό μέρος του συνόλου των επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων (Lewis και Juravle, 2009). Μια κρίσιμη στιγμή με παγκόσμιες επιπτώσεις ήρθε το

²¹ Ένα sweatshop είναι κάτι περισσότερο από μια απλή μεταφορική για μια άθλια δουλειά. Αν και δεν υπάρχει σαφής, ενιαίος ορισμός του όρου, αναφέρεται γενικά σε έναν χώρο εργασίας όπου οι σχετικά ανειδίκευτοι υπάλληλοι εργάζονται πολλές ώρες για κατώτερες αμοιβές σε ανθυγιεινές και επικίνδυνες συνθήκες. <https://americanhistory.si.edu/sweatshops/history> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

1997, όταν η κυβέρνηση του Εργατικού Κόμματος στο Ηνωμένο Βασίλειο θέσπισε απαιτήσεις γνωστοποίησης Βιώσιμων Επενδύσεων για συνταξιοδοτικά στοιχεία (Sparkes, 2003). Η Γαλλία, η Γερμανία, η Σουηδία, το Βέλγιο, η Νορβηγία, η Αυστρία και η Ιταλία ακολούθησαν γρήγορα το παράδειγμα όπως αναφέρει ο Vitols (2011).

Το 2003, η GlaxoSmithKline, εν μέσω πιέσεων και από τους μετόχους, μείωσε το κόστος των φαρμάκων για το AIDS, στις αναπτυσσόμενες χώρες.

Η υιοθέτηση πολιτικών KYE το 2004 από το Norwegian Sovereign Wealth Fund ήταν επίσης σημαντική, καθώς οδήγησε σε ορισμένες αποφάσεις υψηλού προφίλ, όπως η αποεπένδυσή το 2008 από τη Wal-mart (Vasudeva, 2013).

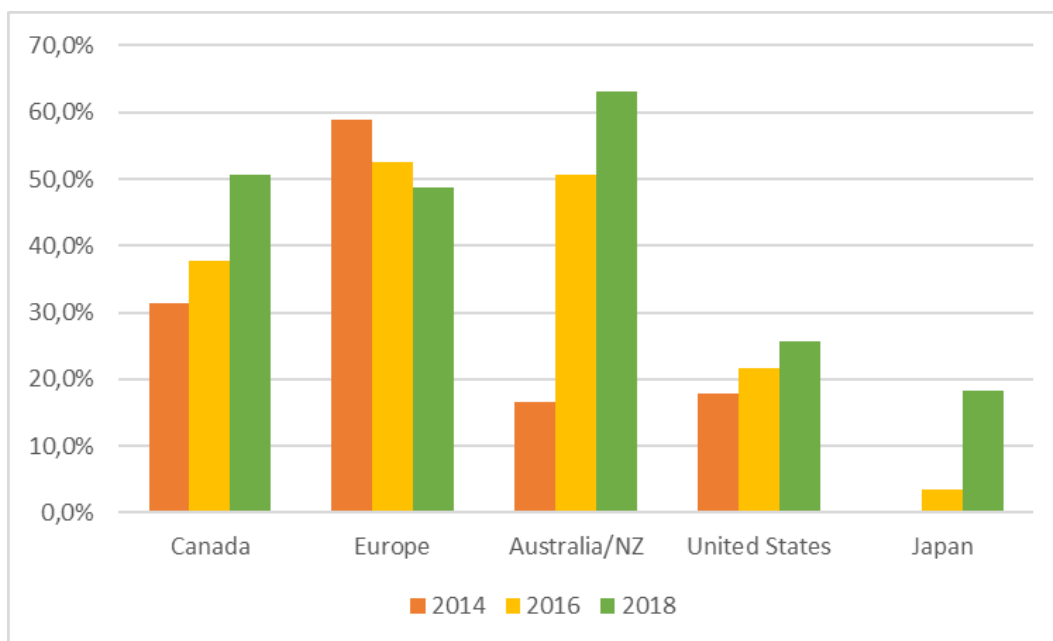
Το 2007, η Διακυβερνητική Επιτροπή για την Κλιματική Αλλαγή—μια υπηρεσία των Ηνωμένων Εθνών που παρέχει επιστημονικά δεδομένα για την κλιματική αλλαγή και τις πολιτικές και οικονομικές της επιπτώσεις—δημοσίευσε μια έκθεση που συνέδεε την ανθρώπινη δράση με την υπερθέρμανση του πλανήτη. Στα τέλη του 2007, μια ομάδα σουηδικών συνταξιοδοτικών ταμείων προσπάθησε να επενδύσει σε έργα που βοηθούν το κλίμα.

Λιγότερο από ένα χρόνο αργότερα, τον Νοέμβριο του 2008, η Παγκόσμια Τράπεζα έγινε το πρώτο ίδρυμα που εξέδωσε ένα πράσινο ομόλογο, συγκεντρώνοντας κεφάλαια από επενδυτές σταθερού εισοδήματος για τη στήριξη δανείων για επιλέξιμα έργα με επίκεντρο το κλίμα.

Τον Δεκέμβριο του 2017 ξεκίνησε το Climate Action 100+. Μια πρωτοβουλία σχεδιασμένη από επενδυτές για επενδυτές, για τη διασφάλιση ότι οι μεγαλύτεροι εταιρικοί φορείς εκπομπής αερίων θερμοκηπίου στον κόσμο λαμβάνουν τα απαραίτητα μέτρα για την κλιματική αλλαγή.

1.8.2 Αύξηση Βιώσιμων Επενδύσεων

Από στοιχεία της Παγκόσμιας Συμμαχίας Αειφόρων Επενδύσεων (GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE-GSIA, 2020), η μεταβολή των της αναλογίας Βιώσιμων Επενδύσεων σε σχέση με το σύνολο των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, μεταξύ 2014-2018 για 5 περιοχές, παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 1.4



Πηγή: GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW-GSIA (2020), σ. 10 και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 1.4 Αναλογία βιώσιμων επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με το σύνολο των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων 2014-2018

Σχετικά με την πτώση που παρατηρούμε στην Ευρώπη, μια εξήγηση μπορεί να δοθεί από τη θέσπιση σημαντικών αλλαγών στον τρόπο που οι βιώσιμες επενδύσεις ορίζονται και σε μια σειρά κανονισμών.

Σύμφωνα με την έκθεση 2018 του US Forum for Sustainable and Responsible Investment (US SIF, 2018), στο Διάγραμμα 1.5, φαίνεται η μεταβολή των Βιώσιμων Επενδύσεων στις Η.Π.Α για το διάστημα από το 1995, όταν παρατηρήθηκε η μεγαλύτερη αύξηση της αξίας των άυλων περιουσιακών στοιχείων, έως το 2018. Διακρίνουμε αύξηση μετά το 2007, και αλματώδη αύξηση μετά το 2012.



Πηγή: US SIF (2018)

Διάγραμμα 1.5 Βιώσιμες και υπεύθυνες επενδύσεις στις Η.Π.Α 1995-2018

Μεταξύ 2016 και 2018 σημειώθηκε αύξηση 38% και το ποσοστό των βιώσιμων επενδύσεων ανέβηκε από το 21% (2016) στο 26% (2018) του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων υπό επαγγελματική διαχείριση, στις Η.Π.Α (El-Hage, 2021, σ. 376).

Σύμφωνα με την έκθεση US SIF, μια σειρά από έρευνες δείχνουν ότι και οι μεμονωμένοι επενδυτές ενδιαφέρονται επίσης για επενδύσεις με θετικό αντίκτυπο.

Η εκτίμηση της GSIA ήταν ότι στο τέλος του 2018, τα περιουσιακά στοιχεία που επενδύθηκαν χρησιμοποιώντας προσεγγίσεις βιωσιμότητας ανήλθαν συνολικά σε περισσότερα από 30 τρις USD, εκ των οποίων λίγο πάνω από το 50% ήταν σε δημόσια ίδια κεφάλαια

Μέχρι το τέλος του 2019, μόνο στις ΗΠΑ, τα περιουσιακά στοιχεία με βιώσιμη διαχείριση είχαν αυξηθεί σε πάνω από 17 τρις USD – αύξηση 42% σε σχέση με το προηγούμενο έτος (US SIF, 2020).

1.8.3 Η σημασία της Οικονομικής Επίδοσης & Χρηματοπιστωτική Κρίση 2007-2008

Παρά τους κοινωνικούς στόχους και τις φιλοδοξίες της, η KYE είναι μια πρακτική χρηματοοικονομικών επενδύσεων και επομένως είναι βαθιά ριζωμένη στην οικονομική λογική.

Οι Capelle-Blancard και Monjon (2012), αναφέρουν ότι οι περισσότερες εργασίες για τις Βιώσιμες Επενδύσεις επικεντρώνονται στην οικονομική απόδοση. Στην πραγματικότητα,

«Ένας από τους βασικούς παράγοντες που διακρίνει την ΚΥΕ από τη φιλανθρωπική προσφορά είναι η ανησυχία για τις οικονομικές αποδόσεις» (Sparkes, 2003, σ. 22).

Ο Logue (2009, σ. 1), δήλωσε ότι η ΚΥΕ«[...] δεν διαχωρίζεται από την καλή επένδυση», εφόσον σκοπό έχει και το κέρδος. Η σημασία τόσο των κοινωνικών όσο και των οικονομικών στόχων υπογραμμίζει την πολυπλοκότητα που περιβάλλει αυτήν την υβριδική επενδυτική πρακτική.

Σύμφωνα με τον Scholten (2006), η χρηματοδότηση είναι ένας μοχλός της εταιρικής κοινωνικής βιωσιμότητας, ειδικά λόγω του ρόλου και της σημασίας των κοινωνικά υπεύθυνων επενδύσεων.

Για το λόγο αυτό, η κατανόηση των σύγχρονων Βιώσιμων Επενδύσεων χρειάζεται μια προσέγγιση κατανόησης και της ευρύτερης αλλαγής του χρηματοοικονομικού τομέα, ειδικά μετά την κρίση του 2007-2008, με μικροχρηματοδοτήσεις και κοινοτικό δανεισμό.

Οι Ziolo *et al.*, (2019), υποστηρίζουν ότι η χρηματοπιστωτική κρίση, έδειξε ότι το συμβατικό πρότυπο χρηματοδότησης, το οποίο βρίσκεται υπό ανάπτυξη από το 1950, είναι ανεπαρκές και δεν μπορεί να αντιμετωπίσει τα προβλήματα των σύγχρονων χρηματοοικονομικών αγορών, καθώς και τις κοινωνικές και περιβαλλοντικές επιπτώσεις στη χρηματοδότηση της σύγχρονης οικονομίας.

Στο πλαίσιο της κρίσης του 2007-2008, το συμβατικό μοντέλο χρηματοδότησης απέτυχε, ιδίως λόγω της αδυναμίας σταθεροποίησης του χρηματοοικονομικού συστήματος, ελέγχου του χρηματοοικονομικού κινδύνου και ελέγχου του χρέους. Η παγκόσμια κρίση του 2008 ανάγκασε τις χρηματοοικονομικές αγορές και τις εταιρείες να επανεξετάσουν την έκθεση σε συστημικούς κινδύνους.

Το παράδειγμα της κρίσης, χαρακτηρίζεται από μια ευρύτερη τρισδιάστατη προσέγγιση, λαμβάνοντας υπόψη και τις κοινωνικές και περιβαλλοντικές συνέπειες των οικονομικών αποφάσεων που λαμβάνονται. Οι Keefe (2011) και Viederman (2009) έδωσαν προσοχή σε αυτό, τονίζοντας τον ρόλο των μη χρηματοοικονομικών παραγόντων - περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβέρνησης (ESG) - στα οικονομικά (Ziolo *et al.*, 2019).

Πολλοί μελετητές υποστηρίζουν ότι η σύγχρονη χρηματοδότηση χωρίς αποκλεισμούς, παρέχει ένα εργαλείο για την καταπολέμηση της φτώχειας, της κλιματικής αλλαγής, του κοινωνικού αποκλεισμού ή των αρνητικών εξωτερικών επιπτώσεων (για παράδειγμα Klapper *et al.*, 2016, Helms, 2006 και Ferreira *et al.*, 2016).

Μετά την εμπειρία του 2008, τα χρηματοοικονομικά συστήματα ήρθαν αντιμέτωπα με την ανάγκη προσαρμογής στις προκλήσεις που συνδέονται με τον κίνδυνο και τις ευκαιρίες που δημιουργούνται από τους λεγόμενους παράγοντες ESG. Η σημασία αυτών των παραγόντων και ο κίνδυνος που συνδέονται με αυτούς αντικατοπτρίζεται στις παγκόσμιες ταξινομήσεις κινδύνου, όπως για παράδειγμα στην Έκθεση Παγκόσμιου Κινδύνου 2019, η οποία εφιστά την προσοχή στον ηγετικό ρόλο του κινδύνου ESG (Ziolo *et al.*, 2019).

1.9 Ανακεφαλαίωση

Συνοψίζοντας, στο Πρώτο Κεφάλαιο έγινε αναφορά στην αύξηση συμμετοχής των Άυλων Περιουσιακών Στοιχείων στην εταιρική αξία, ειδικά τη δεκαετία 1985-1995, που οδήγησε σε μείωση της ποιότητας των κερδών. Το αποτέλεσμα αυτής της εξέλιξης ήταν η Μη Χρηματοοικονομική Πληροφόρηση να αποτελέσει εναλλακτική επιλογή, στην αδυναμία των οικονομικών καταστάσεων να καλύψουν την ανάγκη παρακολούθησης της αξίας ενός οργανισμού.

Στην συνέχεια, παρουσιάστηκε η διαδρομή της Βιωσιμότητας, της Εταιρικής Βιωσιμότητας και της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, που ουσιαστικά ακολουθούσαν τις εκάστοτε κοινωνικές ευαισθησίες και έστρεψαν το επιχειρηματικό και επενδυτικό ενδιαφέρον στη δημιουργία διαμοιραζόμενης αξίας, στην επίτευξη των ΣΒΑ και στον καπιταλισμό των ενδιαφερομένων.

Τέλος, μέσα από την ιστορική διαδρομή των Βιώσιμων Επενδύσεων, αναφέρθηκε ο βασικός πόλος έλξης τους, που αρχικά προσέλκυε επενδυτές με ηθικές ανησυχίες και μη οικονομικούς προβληματισμούς. Ωστόσο, οι εξελίξεις δείχνουν ότι οι οικονομικές επιδόσεις και η προστασία που δυνητικά μπορούσαν να προσφέρουν στους σύγχρονους κινδύνους, αύξησε την ελκυστικότητά τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ενσωμάτωση Κριτηρίων ESG στις Επενδυτικές Αποφάσεις

2.1 Εισαγωγή

Ένας από τους κύριους καταλύτες για την ανάπτυξη των βιώσιμων επενδύσεων ήταν η εισαγωγή των παραγόντων ESG. Ο όρος παρουσιάστηκε, επίσημα, στην αρχή του 21^{ου} αιώνα, ως προσπάθεια στήριξης μιας παγκόσμιας βιώσιμης οικονομίας, προσαρμοσμένης στις νέες προκλήσεις.

Οι κοινωνικοί, περιβαλλοντικοί παράγοντες και παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης (ESG) αποτέλεσαν την επενδυτική απάντηση αφενός στον καθορισμό του είδους των κριτηρίων που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης και αφετέρου για την αντιμετώπιση νέων ανησυχιών. Η πρωτοβουλία των επενδυτών επηρέασε άμεσα τις εταιρείες και τις πρακτικές τους, που επεδίωκαν βελτίωση των επιδόσεων σε αυτούς τους τομείς.

Στο Δεύτερο Κεφάλαιο γίνεται μελέτη του πως ο καθορισμός των παραγόντων ESG επιχειρεί να προσφέρει προστασία σε νεοεμφανιζόμενους κινδύνους. Εξετάζεται, επίσης, το οικοσύστημα που έχει θεσμοθετηθεί γύρω από τους παράγοντες αυτούς και του τρόπου γνωστοποίησής και αξιολόγησής τους. Πρόσθετα, δίνονται παραδείγματα για το πως τα χρηματιστήρια καθοδηγούν τις εισηγμένες εταιρείες για την επικοινωνία των παραγόντων αυτών στο επενδυτικό κοινό. Τέλος γίνεται αναφορά στις κατηγορίες των σύγχρονων βιώσιμων επενδύσεων.

Χρονολογικά, το κεφάλαιο αυτό, περιλαμβάνει πληροφορίες μέχρι το τέλος του 2019 και τους πρώτους μήνες του 2020, πριν την εμφάνιση και εξάπλωση της πανδημίας Covid-19 στην παγκόσμια κοινότητα.

2.2 Περιβαλλοντικά, Κοινωνικά & Ζητήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Τα θέματα ESG αναφέρθηκαν για πρώτη φορά το 2006, στην έκθεση των Ηνωμένων Εθνών για τις Αρχές Υπεύθυνης Επένδυσης (UN PRI, 2006), η οποία αποτελείται από την Έκθεση Freshfields (2005) και το «Who Cares Wins» (United Nations, The Global Compact, 2004).

Η Πρωτοβουλία Αρχών Υπεύθυνων Επενδύσεων (PRI) που υποστηρίζεται από τα Ηνωμένα Έθνη είναι δίκτυο διεθνών επενδυτών που συνεργάζονται για την ενσωμάτωση των περιβαλλοντικών, κοινωνικών παραγόντων και παραγόντων εταιρικής διακυβέρνησης - ESG

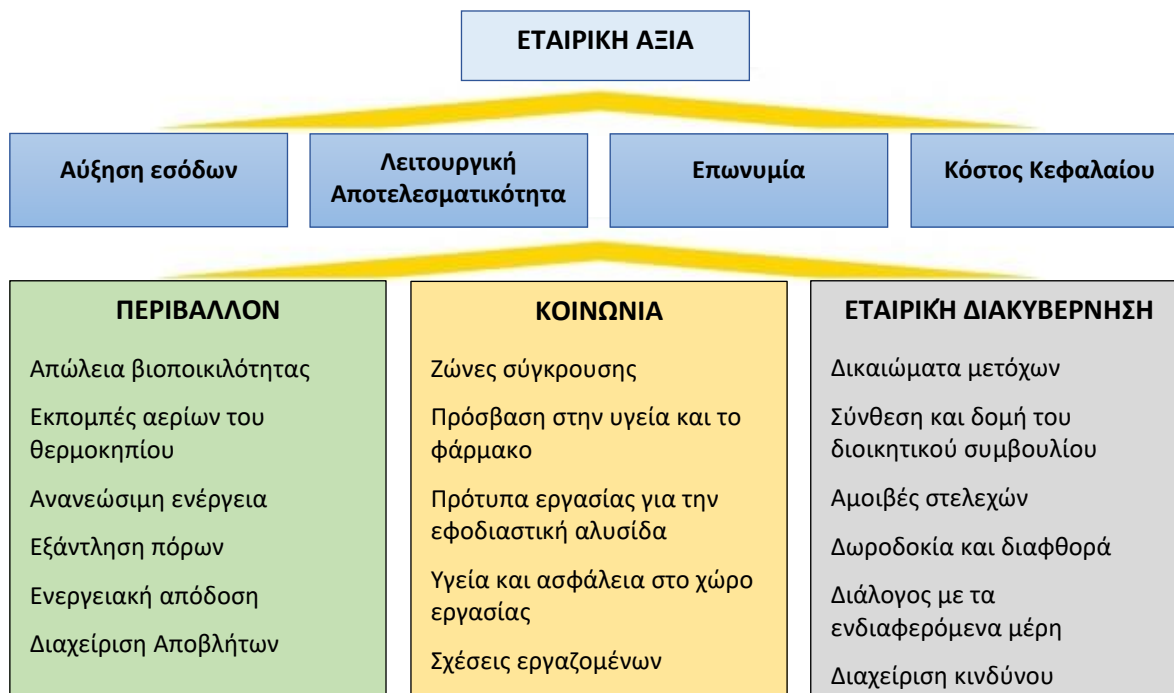
στις δικές τους επενδυτικές αποφάσεις και συμβάλλουν στην ανάπτυξη βιώσιμων κεφαλαιαγορών εφαρμόζοντας έξι Αρχές για Υπεύθυνη Επένδυση στην πράξη.

Σύμφωνα με τις Αρχές Υπεύθυνης Επένδυσης οι υπογράφωντες δηλώνουν ότι :

1. θα ενσωματώσουμε περιβαλλοντικά, κοινωνικά κριτήρια και ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης (Environmental, Social, Corporate Governance-ESG factors) στην επενδυτική ανάλυση και στη διαδικασία λήψης αποφάσεων,
2. θα είμαστε ενεργοί κάτοχοι και θα ενσωματώσουμε ζητήματα ESG στις πολιτικές και τις πρακτικές μας,
3. θα επιδιώξουμε ανάλογης εφαρμογής ESG παραγόντων από τις εταιρείες στις οποίες επενδύουμε, στα υπό διαχείριση χαρτοφυλάκια,
4. θα προωθήσουμε την αποδοχή και εφαρμογή των αρχών υπεύθυνων επενδύσεων εντός του κλάδου διαχείρισης κεφαλαίων,
5. θα συνεργαστούμε με τους εμπλεκόμενους φορείς για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητάς της στην εφαρμογή των αρχών υπεύθυνων επενδύσεων,
6. θα υποβάλλουμε ετησίως αναφορά σχετικά με τις δραστηριότητές μας και την πορεία μας προς την εφαρμογή των αρχών υπεύθυνων επενδύσεων.

Στον Πίνακα 2.1 παρουσιάζεται η επίδραση των παραγόντων ESG στην εταιρική αξία.

Πίνακας 2.1 Πώς οι παράγοντες ESG μπορούν να επηρεάσουν την αξία της εταιρείας



Πηγή: UN PRI, (2006), σ. 4 και Ιδία Επεξεργασία

Το 2017, μετά και την παρουσίαση της Ατζέντας 2030 και των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης (ΣΒΑ) του ΟΗΕ, η UNIPRI δημοσίευσε το «THE SDG INVESTMENT CASE» όπου αναγνωρίζει ότι «οι ΣΒΑ μπορούν να υποστηρίξουν τους επενδυτές στην κατανόηση των τάσεων βιωσιμότητας που σχετίζονται με επενδυτική δραστηριότητα και τα διαχειριστικά τους καθήκοντα» (UNIPRI, 2017, σ. 7).

Από την κυκλοφορία του PRI το 2006, ο αριθμός των υπογραφόντων, παγκοσμίως, έχει αυξηθεί από λιγότερο από 100 σε πάνω από 3.000 (3.404 επενδυτές και 422 παρόχους υπηρεσιών, το 2021), αντιπροσωπεύοντας περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση άνω των 121 τρις USD (UNIPRI, 2021, σ. 7). Το μέγεθος των επενδυτικών προϊόντων που ισχυρίζονται ότι λαμβάνουν υπόψη τους παράγοντες ESG έχει επίσης αυξηθεί.

2.2.1 Σύγχρονες Επενδυτικές Ανησυχίες

Οι παγκόσμιες προκλήσεις βιωσιμότητας όπως η αύξηση της θερμοκρασίας, το φαινόμενο του θερμοκηπίου, ο κίνδυνος πλημμύρας και η άνοδος της στάθμης της θάλασσας, η ασφάλεια της ιδιωτικής ζωής και των δεδομένων, οι δημογραφικές αλλαγές και οι ρυθμιστικές πιέσεις κ.α., εισάγουν νέους παράγοντες κινδύνου για τους επενδυτές που μπορεί να μην είχαν παρατηρηθεί στο παρελθόν. Καθώς οι εταιρείες αντιμετωπίζουν αυξανόμενη πολυπλοκότητα σε παγκόσμια

κλίμακα και απαιτείται μεγαλύτερος έλεγχος για σωστή διαχείριση των σύγχρονων κινδύνων, οι επενδυτές επαναξιολογούν τις παραδοσιακές επενδυτικές προσεγγίσεις.

Τα προηγούμενα χρόνια, οι κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις είχαν τη φήμη ότι απαιτούσαν συμβιβασμό από την πλευρά του επενδυτή, εξαιτίας του περιορισμού του εύρους των εταιρειών που ήταν επιλέξιμες για επένδυση, περιορίζοντας και το πιθανό κέρδος του επενδυτή. Οι «κακές» εταιρείες μερικές φορές είχαν πολύ καλές επιδόσεις, τουλάχιστον ως προς την τιμή των μετοχών τους.

Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια, σε σχεδόν καθημερινή βάση, οι τίτλοι της σύγχρονης ειδησιογραφίας περιλαμβάνουν: παραβιάσεις δεδομένων, πετρελαιοκηλίδες, διασώσεις, ανακλήσεις προϊόντων, τροφιμογενείς ασθένειες, και σκάνδαλα εκπομπών επιβλαβών αερίων. Αυτά τα συμβάντα «τρώνε» τα εταιρικά κέρδη, αυξάνουν το κόστος κεφαλαίου και σχεδόν από τη μια μέρα στην άλλη, καταστρέφουν την εταιρική φήμη που χρειάστηκε χρόνια για να χτιστεί (SASB, 2017, σ. 4).

Κάποια παραδείγματα συμβάντων, αιτιολογούν την αυξανόμενη ανησυχία για κινδύνους περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς και διακυβέρνησης, όπως:

2010: Η πετρελαιοκηλίδα του Deepwater Horizon στον Κόλπο του Μεξικού, για την οποία η BP κατέγραψε χρέωση 53,8 δις δολαρίων προ φόρων. Η τιμή της μετοχής της BP έχασε 50% μεταξύ 20 Απριλίου 2010 και 29 Ιουνίου 2010 (Clark *et al.*, 2015, σ. 140). Στον απόηχο της καταστροφής, όμιλος μεγάλων εταιρειών πετρελαίου έχασε 18,5%. Η MSCI είχε απέκλεισε την BP, το 2005, από τους βιώσιμους δείκτες μετοχών της μετά την έκρηξη στην πόλη του Τέξας και την έλλειψη δράσης από την BP σε θέματα υγείας και ασφάλειας.²²

2015: Η Volkswagen, που εκτέθηκε με στημένες δοκιμές εκπομπών ρύπων για 11 εκατομμύρια οχήματα ντίζελ, με αποτέλεσμα το κόστος να περιλαμβάνει 27,4 δις € σε κυρώσεις και πρόστιμα.

2018: Το Facebook, που είδε δισεκατομμύρια να εξαφανίζονται από την αγοραία του αξία αφού η Cambridge Analytica μπόρεσε να συλλέξει προσωπικά δεδομένα από 87 εκατομμύρια χρήστες χωρίς τη συγκατάθεσή τους.

Σήμερα, πολλοί επενδυτές πιστεύουν ότι περιβαλλοντικοί, κοινωνικοί παράγοντες και παράγοντες διακυβέρνησης, οι οποίοι, όλο και πιο συχνά αντικαθιστούν την Εταιρική

²² Στις 23 Μαρτίου 2005, μια σειρά εκρήξεων σημειώθηκε στο διυλιστήριο της BP Texas City κατά την επανεκκίνηση μιας μονάδας ισομερισμού υδρογονανθράκων. 15 άτομα σκοτώθηκαν και άλλοι 180 τραυματίστηκαν. Οι εκρήξεις σημειώθηκαν όταν ένας πύργος απόσταξης πλημμύρισε με υδρογονάνθρακες και υπερπιάστηκε. <https://www.csb.gov/bp-america-refinery-explosion/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

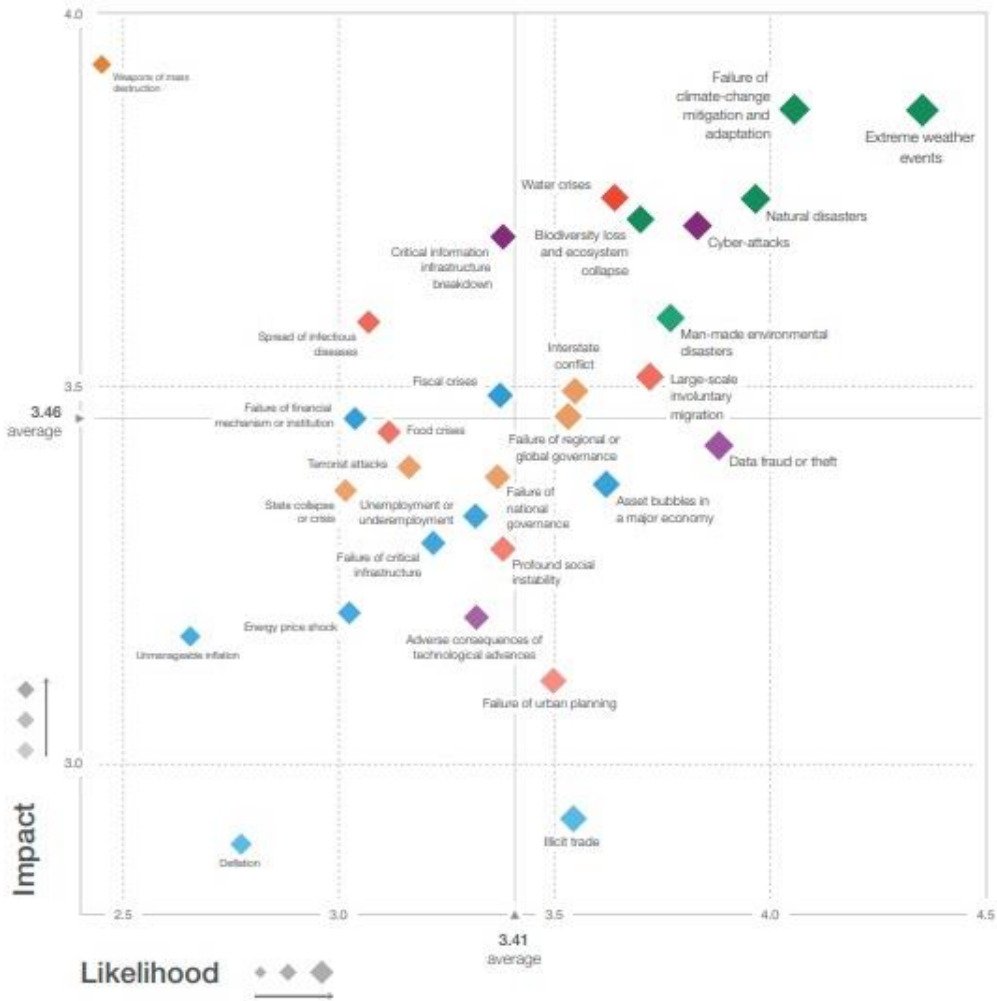
Κοινωνική Ευθύνη, όπως υποστηρίζει ο Sætra (2021), έχουν πρακτικό σκοπό, εκτός από κάθε ηθική ανησυχία, καθώς αποτελούν την ασπίδα στον αυξανόμενο Κίνδυνο Αειφορίας και στην αξιοποίηση ευκαιριών.

2.2.2 Κίνδυνος Βιωσιμότητας

Το World Business Council for Sustainable Development στο «Sustainability and enterprise risk management. The first step towards integration», (WBCSD, 2016, σ. 7) ορίζει τον Κίνδυνο Αειφορίας ως: *«Αβέβαιο κοινωνικό ή περιβαλλοντικό γεγονός ή κατάσταση που, εάν συμβεί, μπορεί να προκαλέσει σημαντικά αρνητικό αντίκτυπο στην εταιρεία. Περιλαμβάνει επίσης την ευκαιρία που μπορεί να είναι διαθέσιμη σε έναν οργανισμό λόγω της αλλαγής της κοινωνικών ή περιβαλλοντικών παραγόντων».*

Η Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission και το World Business Council for Sustainable Development (COSO και WBCSD, 2018, σ. 1), αναφέρονται σε κινδύνους βιωσιμότητας, μη χρηματοοικονομικούς ή εξωοικονομικούς κινδύνους, που αναφέρονται επίσης ως κίνδυνοι που σχετίζονται με το ESG και *« [...] είναι οι περιβαλλοντικοί, κοινωνικοί και σχετικοί με τη διακυβέρνηση κίνδυνοι ή/και ευκαιρίες που ενδέχεται να μπορεί να επηρεάζουν μια οντότητα. Δεν υπάρχει καθολικός ή συμφωνημένος ορισμός των κινδύνων που σχετίζονται με το ESG, [...]»*

Η Έκθεση 2019, του World Economic Forum, για τους Παγκόσμιους Κινδύνους (WEF, 2019), παρουσίασε ότι η ανησυχία για τους περιβαλλοντικούς κινδύνους ήταν σε υψηλή θέση, σε αντίθεση με τους οικονομικούς κινδύνους, που είχαν περιοριστεί σημαντικά. Θέματα όπως οι φυσικές καταστροφές, τα ακραία καιρικά φαινόμενα και η αποτυχία στην αντιμετώπιση και προσαρμογή της κλιματικής αλλαγής αποτελούσαν τους τρεις σημαντικότερους κινδύνους, σε ότι αφορά τις πιθανότητες να συμβούν. Επίσης, από την οπτική του αντίκτυπου που έχουν τέτοιοι κίνδυνοι, η ανησυχία ήταν υψηλή (Διάγραμμα 2.2). Πρόσθετα, παρατηρούμε ότι οι κοινωνικοί κίνδυνοι κατείχαν σημαντική θέση, για θέματα που σχετίζονταν με την κρίση του νερού και της μεγάλης κλίμακας, ακούσιας μετανάστευσης. Το 2019, χαρακτηρίζεται και από τον υψηλό φόβο για τον αντίκτυπο γεωπολιτικών κινδύνων.



Top 10 risks in terms of
Likelihood

- 1 Extreme weather events
- 2 Failure of climate-change mitigation and adaptation
- 3 Natural disasters
- 4 Data fraud or theft
- 5 Cyber-attacks
- 6 Man-made environmental disasters
- 7 Large-scale involuntary migration
- 8 Biodiversity loss and ecosystem collapse
- 9 Water crises
- 10 Asset bubbles in a major economy

Top 10 risks in terms of
Impact

- 1 Weapons of mass destruction
- 2 Failure of climate-change mitigation and adaptation
- 3 Extreme weather events
- 4 Water crises
- 5 Natural disasters
- 6 Biodiversity loss and ecosystem collapse
- 7 Cyber-attacks
- 8 Critical information infrastructure breakdown
- 9 Man-made environmental disasters
- 10 Spread of infectious diseases

Categories

- ◆ Economic
- ◆ Environmental
- ◆ Geopolitical
- ◆ Societal
- ◆ Technological

Πηγή: WEF (2019), σ. 5

Διάγραμμα 2. 1 Το τοπίο των παγκόσμιων κινδύνων 2019

Στον κανονισμό 2019/2088 ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ της 27ης Νοεμβρίου 2019, περί γνωστοποιήσεων Αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, στο άρθρο 14 (σ. 3), αναφέρεται: «Ως κίνδυνος βιωσιμότητας νοείται γεγονός ή περίπτωση στον περιβαλλοντικό ή κοινωνικό τομέα ή στον τομέα της διακυβέρνησης, που εάν επέλθει θα μπορούσε να έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στην αξία της επένδυσης, [...]».

Στο Eurosif Report 2021 (Eurosif, 2021, σ. 17), συναντάμε τον όρο "Κίνδυνος Αειφορίας", που ορίζεται ως «ένα περιβαλλοντικό, κοινωνικό γεγονός ή κατάσταση διακυβέρνησης που εάν συμβεί θα μπορούσε να έχει αρνητική υλική επίπτωση στην αξία μιας επένδυσης».

Οι Κίνδυνοι Αειφορίας δεν αποτελούν νέα κατηγορία κινδύνου, αλλά παράγοντες υφιστάμενων κινδύνων όπως πιστωτικός κίνδυνος, κίνδυνος αγοράς, λειτουργικός κίνδυνος, στρατηγικός κίνδυνος ή κίνδυνος φήμης. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επιπτώσεις αυτών των κινδύνων έχουν ληφθεί, σιωπηρά, υπόψη κατά την αξιολόγηση μιας πιθανής επένδυσης.

Σύμφωνα με την Έκθεση του Eurosif, οι κίνδυνοι Αειφορίας μπορούν να χωριστούν σε φυσικούς κινδύνους και κινδύνους μετάβασης.

- Οι **φυσικοί κίνδυνοι**, προκύπτουν ως αποτέλεσμα της κλιματικής αλλαγής και των περιβαλλοντικών συνθηκών όπως καύσωνες, καταιγίδες ή άλλα ακραία καιρικά φαινόμενα που μπορεί να επηρεάσουν άμεσα τις λειτουργίες των εταιρειών.
- Οι **κίνδυνοι μετάβασης** μπορεί να προκύπτουν ως αποτέλεσμα της μετάβασης σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα όπως, για παράδειγμα, τα πιστοποιητικά εκπομπών που μπορεί να είναι ζωτικής σημασίας ώστε οι λειτουργίες μιας εταιρείας να γίνονται πιο ακριβές.

Ο υπολογισμός του κινδύνου βιωσιμότητας στις επενδυτικές αποφάσεις απέκτησε μείζον σημασία για τους επενδυτές, που απαιτούσαν από τις εταιρείες, όλο και περισσότερο, γνωστοποίηση και αποκάλυψη των κινδύνων βιωσιμότητας και των στοιχείων εταιρικής διαχείρισης αυτών των κινδύνων.

2.2.3 Παράγοντες & Κριτήρια ESG

Οι Jamali *et al.*, (2017) και Turban και Greening, (1997) αναφέρουν ότι το ESG ορίζεται ως η δέσμευση μιας επιχείρησης να βελτιώσει την κοινωνική ευημερία και το δίκαιο και βιώσιμο, μακροπρόθεσμο πλούτο των ενδιαφερόμενων μερών (Mohammad και Wasiuzzaman, 2021).

Ο International Finance Corporation (IFC, 2021, σ. 13), ορίζει «το ESG ως ένα σύνολο περιβαλλοντικών, κοινωνικών παραγόντων και παραγόντων διακυβέρνησης που λαμβάνονται υπόψη από τις εταιρείες, όταν διαχειρίζονται τις δραστηριότητές τους και από τους επενδυτές, όταν πραγματοποιούν επενδύσεις, όσον αφορά τους κινδύνους, τις επιπτώσεις και τις ευκαιρίες που σχετίζονται, αλλά δεν περιορίζονται, σε:

Περιβαλλοντικά ζητήματα: πιθανές ή πραγματικές αλλαγές στο φυσικό ή φυσικό περιβάλλον (π.χ. ρύπανση, επιπτώσεις στη βιοποικιλότητα, εκπομπές άνθρακα, κλιματική αλλαγή, χρήση φυσικών πόρων).

Κοινωνικά θέματα: πιθανές ή πραγματικές αλλαγές στη γύρω κοινότητα και τους εργαζόμενους (π.χ. υγεία και ασφάλεια, εφοδιαστική αλυσίδα, ποικιλομορφία και ένταξη)· και

Διακυβέρνηση: δομές και διαδικασίες εταιρικής διακυβέρνησης με τις οποίες κατευθύνονται και ελέγχονται οι εταιρείες (π.χ. δομή και ποικιλομορφία του διοικητικού συμβουλίου, ηθική συμπεριφορά, διαχείριση κινδύνου, γνωστοποίηση και διαφάνεια), συμπεριλαμβανομένης της διακυβέρνησης ως το κλειδί βασικών περιβαλλοντικών και κοινωνικών πολιτικών και διαδικασιών».

Οι Kim και Li (2021) αναφέρονται στους παράγοντες ESG ως δείκτες μη χρηματοοικονομικής επίδοσης, που χρησιμοποιούνται για τον εντοπισμό ζητημάτων που σχετίζονται με την επιχειρηματική ηθική, την εταιρική κοινωνική ευθύνη, και την εταιρική διακυβέρνηση.

Σύμφωνα με το ακρωνύμιο ESG, τα ζητήματα αυτά, μπορεί να είναι:

2.2.3.1 Environmental-Περιβάλλον

Ζητήματα όπως η κλιματική κρίση, η λειψυδρία, οι ακραίες θερμοκρασίες και οι εκπομπές άνθρακα, απειλούν να περιορίσουν την οικονομική ανάπτυξη. Σύμφωνα με μελέτη του McKinsey Global Institute (2020, σ. 14), το κύμα καύσωνα του 2003 κόστισε στην ευρωπαϊκή οικονομία περίπου 15 δις USD και το 2012, ο τυφώνας Sandy προκάλεσε απώλεια 62 δις USD στις ΗΠΑ. Η κατανόηση των περιβαλλοντικών κινδύνων είναι η κατανόηση του «Ε». Το περιβαλλοντικό τμήμα του ESG εξετάζει πώς μια εταιρεία αποδίδει ως διαχειριστής του φυσικού περιβάλλοντος.

Τα κριτήρια περιλαμβάνουν τη χρήση ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, το πρόγραμμα διαχείρισης αποβλήτων, τον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίζει και χειρίζεται μια επιχείρηση πιθανά προβλήματα ρύπανσης, του αέρα ή των υδάτων, που προκύπτουν τόσο από τις άμεσες λειτουργίες της όσο και στις αλυσίδες εφοδιασμού της καθώς και το ίδιο το προϊόν.

Περιλαμβάνουν επίσης ζητήματα αποψίλωσης των δασών (εφόσον υπάρχουν), τη διατήρηση των φυσικών πόρων, τη μεταχείριση των ζώων και τις πρακτικές διατήρησης της βιοποικιλότητας σε γη που κατέχει ή ελέγχει η εταιρεία. Για παράδειγμα, μπορεί να υπάρχουν ζητήματα που σχετίζονται με την ιδιοκτησία μολυσμένου εδάφους, τη διάθεση επικίνδυνων αποβλήτων, τη διαχείριση των τοξικών εκπομπών ή τη συμμόρφωσή με τους κυβερνητικούς περιβαλλοντικούς κανονισμούς.

Οι Henisz *et al.*, (2019) υποστηρίζουν, ότι το E συνδέεται με την αξία μια εταιρείας με πέντε τρόπους:

1. Κορυφαία ανάπτυξη
2. Μείωση κόστους
3. Μειωμένες ρυθμιστικές παρεμβάσεις
4. Παραγωγικότητα εργαζομένων και
5. Βελτιστοποίηση επενδύσεων και περιουσιακών στοιχείων.

Ένα πολύ καλό παράδειγμα που αναφέρεται στη μελέτη τους, αφορά την εταιρεία Fedex που στην προσπάθεια μετατροπής του στόλου οχημάτων της σε ηλεκτροκίνητα ή υβριδικά, με μόλις 20% αντικατάσταση μείωσε την κατανάλωση καυσίμου κατά περισσότερα από 50 εκατομμύρια γαλόνια. Επίσης, όπως υποστηρίζουν, μια εταιρεία με ιστορικό θετικών περιβαλλοντικών επιπτώσεων μπορεί να είναι πιο εύκολο να προσελκύσει και να διατηρήσει ποιοτικούς υπαλλήλους, να τους παρακινήσει ενισχύοντας την αίσθηση του σκοπού και να αυξήσει την παραγωγικότητα. Αποδεικνύεται έτσι, ότι η ικανοποίηση των εργαζομένων συσχετίζεται θετικά με τις αποδόσεις των μετόχων.

2.2.3.2 Social-Κοινωνία

Οι κοινωνικοί παράγοντες καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα πιθανών ζητημάτων. Υπάρχουν πολλές ξεχωριστές κοινωνικές πτυχές του ESG, αλλά όλες αφορούν, ουσιαστικά, τις κοινωνικές σχέσεις. Μία από τις βασικές σχέσεις για μια εταιρεία είναι η σχέση της με τους εργαζομένους της. Μερικά από τα ζητήματα που μπορούν να ληφθούν υπόψη κατά την εξέταση του τρόπου με τον οποίο μια εταιρεία χειρίζεται τη σχέση της με τους εργαζόμενους είναι:

- Δίκαιη ή και γενναιόδωρη αμοιβή εργαζομένων σε σύγκριση με παρόμοιες θέσεις.
- Συνταξιοδοτικά προγράμματα εργαζομένων και συνεισφορά της επιχείρησης στα προγράμματα.
- Επιπλέον προνόμια και παροχές που παρέχονται στους εργαζόμενους.

- Προγράμματα κατάρτισης και εκπαίδευσης εργαζομένων. Ευκαιρίες που δίνονται στους υπαλλήλους να εκπαιδευτούν σε νέες επαγγελματικές δεξιότητες για ανέλιξη σε υψηλότερα αμειβόμενες θέσεις.
- Το επίπεδο εναλλαγής εργαζομένων.
- Η δέσμευση και η συμβολή των εργαζομένων στον καθορισμό των λειτουργικών διαδικασιών.
- Ωράριο εργασίας και ισορροπία μεταξύ επαγγελματικής και προσωπικής ζωής.

Συχνά εξετάζονται και οι πολιτικές στο χώρο εργασίας σχετικά με τη διαφορετικότητα, την ένταξη και την πρόληψη της σεξουαλικής παρενόχλησης.

Άλλα ζητήματα σχετίζονται με την αποστολή της εταιρείας και ερευνάται κατά πόσο είναι ωφέλιμη για την κοινωνία. Η εξέταση επεκτείνεται στο ποσοστό των κερδών που επιστρέφει στην τοπική κοινωνία ή ακόμα και στην ενθάρρυνση των εργαζομένων της για να προσφέρουν εθελοντική εργασία στην κοινωνία. Κριτήριο αποτελεί και η αποτελεσματικότητα του τμήματος εξυπηρέτησης των πελατών, η καλή διαχείριση και η προστασία των σχέσεων της επιχείρησης με τους πελάτες/καταναλωτές, το ιστορικό ή όχι ανακλήσεων προϊόντων, η πολιτική σε θέματα ανθρωπίνων δικαιωμάτων και οι δωρεές σε φιλανθρωπικούς σκοπούς. Μείζονος σημασίας είναι οι επιχειρηματικές σχέσεις της εταιρείας, όπως το αν συνεργάζεται με προμηθευτές που έχουν τις ίδιες αξίες με αυτές που η εταιρεία ισχυρίζεται ότι έχει.

2.2.3.3 Governance-Εταιρική Διακυβέρνηση

Η εταιρική διακυβέρνηση, στο πλαίσιο του ESG, σχετίζεται με την Επιχειρηματική Δεοντολογία. Αφορά ουσιαστικά τον τρόπο διαχείρισης μιας εταιρείας από τα ανώτερα στελέχη, στη μέριμνα της εκτελεστικής διοίκησης και του διοικητικού συμβουλίου για τα συμφέροντα των διαφόρων ενδιαφερόμενων μερών της εταιρείας - εργαζομένων, προμηθευτών, μετόχων και πελατών και ακόμα στην επιστροφή αξίας στην κοινότητα που βρίσκεται. Η χρηματοοικονομική, λογιστική και φορολογική διαφάνεια και η πλήρης και έντιμη χρηματοοικονομική πληροφόρηση θεωρούνται συχνά βασικά στοιχεία της χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης. Σημαντικά είναι επίσης τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου που ενεργούν με μια γνήσια σχέση εμπιστοσύνης με τους μετόχους και φροντίζουν να αποφεύγουν συγκρούσεις συμφερόντων ή/και να εμπλέκονται σε παράνομες πρακτικές. Το θέμα της αποζημίωσης των στελεχών αποτελεί πρωταρχικό επίκεντρο πολλών επενδυτών ESG, οι οποίοι, για παράδειγμα, συχνά δεν αξιολογούν θετικά τα μόνους πολλών εκατομμυρίων δολαρίων για τα στελέχη, ενώ η εταιρεία επιβάλλει πάγωμα μισθών για όλους τους άλλους

υπαλλήλους. Ωστόσο σημαντικό είναι η πρόσθετη αποζημίωση για τα στελέχη να συνδέεται με αύξηση της μακροπρόθεσμης αξίας, βιωσιμότητας και κερδοφορίας της επιχείρησης. Ένα παράδειγμα του τρόπου με τον οποίο η υπεύνη εταιρική διακυβέρνηση εφαρμόζεται στην πράξη μπορεί να φανεί στις πολιτικές της εταιρείας, Intuit (NASDAQ: INTU). Μία από τις εταιρικές πολιτικές της εταιρείας που στοχεύει στο να διασφαλίσει ότι τα στελέχη της εταιρείας έχουν έντονο συμφέρον για τη συνεχή επιτυχία της εταιρείας, αντί να κερδίζουν απλώς κάποιο τρίμηνο μπόνους, είναι ένας κανόνας που απαιτεί από τον ανώτατο διευθύνοντα σύμβουλο να διατηρεί την ιδιοκτησία μετοχών, ίση με το 10πλάσιο του ετήσιου μισθού του. Επιπλέον, τα μπόνους στελεχών εξαρτώνται και από παράγοντες όπως οι εργαζόμενοι, οι μέτοχοι και η ικανοποίηση των πελατών, που αποτελούν επίσης μέρος του υπολογισμού.

Η Eurosif (2021, σ. 11), συμπεριλαμβάνει τους παράγοντες ESG σε έναν ορισμό για τη βιώσιμη και υπεύνη επένδυση KYE ως «[...]μια μακροπρόθεσμη επενδυτική προσέγγιση που ενσωματώνει παράγοντες ESG στη διαδικασία έρευνας, ανάλυσης και επιλογής τίτλων σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο. Συνδυάζει θεμελιώδη ανάλυση και δέσμευση με αξιολόγηση των παραγόντων ESG προκειμένου να αποτυπωθούν καλύτερα οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις για τους επενδυτές και να ωφεληθεί η κοινωνία επηρεάζοντας τη συμπεριφορά των εταιρειών».

Ενδεικτικά Κριτήρια ESG παρουσιάζονται στον Πίνακα 2.2

Πίνακας 2.2 Ενδεικτικά Κριτήρια ESG

(Environmental) Περιβαλλοντικοί Παράγοντες	(Social) Κοινωνικοί Παράγοντες	(Governance) Παράγοντες Εταιρικής Διακυβέρνησης
Χρήση φυσικών πόρων Εκπομπές άνθρακα Ενεργειακή απόδοση Ρύπανση/απόβλητα Περιβαλλοντικές ευκαιρίες	Εργατικό Δυναμικό Ανθρώπινα Δικαιώματα Ποικιλομορφία/διαφορετικότητα Εφοδιαστική Αλυσίδα	Ανεξαρτησία Συμβουλίου Ποικιλομορφία Συμβουλίου Δικαιώματα Μετόχων Αποζημίωση Διαχείρισης Εταιρική Ηθική

Πηγή: OECD (2020), σ. 21 και Ιδία Επεξεργασία

Οι μετρήσεις των κριτηρίων μπορεί να είναι ποσοτικές ή ποιοτικές. Η επιλογή των μετρήσεων που καθοδηγούνται να γνωστοποιούν οι επιχειρήσεις πρέπει να σχετίζεται με τη χρηματοοικονομική σημαντικότητα/ουσιαστικότητα ώστε να είναι σχετικές με τους επενδυτές και ως εκ τούτου να έχουν σημασία για άλλους ενδιαφερόμενους, όπως τα χρηματιστήρια και τις ρυθμιστικές αρχές κινητών αξιών.

2.2.3.4 Η Επιρροή των Παραγόντων ESG στις Επιχειρήσεις και στις Επενδύσεις

Σύμφωνα με το Sustainable Stock Exchanges Initiative (SSE, 2015, σ. 11), οι παράγοντες ESG μπορούν να επηρεάσουν την επιχείρηση ως προς:

- Την πρόσβαση σε κεφάλαιο.
- Την εξοικονόμηση κόστους και την παραγωγικότητα.
- Τη διαχείριση κινδύνων.
- Την αύξηση των εσόδων και την πρόσβαση στην αγορά.
- Την αξία και φήμη της επωνυμίας.
- Την άδεια λειτουργίας.
- Το ανθρώπινο κεφάλαιο.
- Τη διατήρηση και πρόσληψη εργαζομένων.
- Την αξία της εταιρείας ως στόχο εξαγοράς.
- Την δυνατότητα εξαγοράς άλλων εταιρειών, υψηλής ποιότητας.

Σύμφωνα με τον El-Hage (2021, σ. 365-366), οι παράγοντες ESG χρησιμοποιούνται επενδυτικά, κυρίως με τρεις τρόπους: παραδοσιακή επένδυση, βιώσιμες επενδύσεις και επενδυτική διαχείριση.

- Η ενσωμάτωση ESG σε μια παραδοσιακή επένδυση συνίσταται στην εισαγωγή παραγόντων ESG στην παραδοσιακή χρηματοοικονομική ανάλυση, για τη μείωση των κινδύνων που διακυβεύουν τη μακροπρόθεσμη αξία της εταιρείας, λειτουργώντας προληπτικά, όπως για παράδειγμα, για την αποφυγή επιβολής ρυθμιστικών δράσεων λόγω περιβαλλοντικών παραβιάσεων.
- Η βιώσιμη επένδυση είναι η *«ρητή ενσωμάτωση των στόχων ESG σε επενδυτικά προϊόντα και στρατηγικές»*, για την αύξηση της μέσης βαθμολογίας ESG. Αυτό πρακτικά, μπορεί να σημαίνει εστίαση σε εταιρείες με χαμηλές εκπομπές άνθρακα ή την εξαίρεση εταιρειών με σημαντικές εργατικές παραβάσεις.
- Τέλος, η επενδυτική διαχείριση είναι συνώνυμο της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Συνήθως περιλαμβάνει εξουσιοδότηση συνεργασίας κορυφαίων συμβουλευτικών επιχειρήσεων, ως μέτοχοι, με εταιρείες, σε μια προσπάθεια ενίσχυσης της αξίας των επενδύσεων ή με σκοπό να προωθούν αυτό που θεωρούν ότι είναι η σωστή δημόσια

πολιτική. Αυτό πραγματοποιείται μέσω διαλόγου με υψηλά στελέχη και ψηφοφορία μέσω αντιπροσώπου.

2.3 Η θεσμοθέτηση του ESG στο Χρηματοοικονομικό Σύστημα

Η ανάπτυξη και η θεσμοθέτηση των προσεγγίσεων και των μεθοδολογιών ESG απαιτεί διεξοδική κατανόηση των διάφορων συντελεστών που συνέβαλαν στη θεσμοθέτηση του ESG στο χρηματοοικονομικό οικοσύστημα όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2.2.



Πηγή: OECD (2020), σ. 19 και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 2.2 Χρηματοοικονομικό Οικοσύστημα ESG

Αυτό το οικοσύστημα, περιλαμβάνει εκδότες και επενδυτές που αποκαλύπτουν και χρησιμοποιούν πληροφορίες που σχετίζονται με περιβαλλοντικά, κοινωνικά και θέματα διακυβέρνησης. Πρόκειται για:

- (i) ένα διαπλεκόμενο δίκτυο χρηματοοικονομικών ενδιάμεσων φορέων και παρόχων αναλυτικών υπηρεσιών, και
- (ii) μια σειρά από μη κυβερνητικούς, ιδιωτικούς τομείς και διεθνείς οργανισμούς που επηρεάζουν τις αναδυόμενες πρακτικές στις επενδύσεις ESG.

2.4 Αποκάλυψη ESG

Οι τρεις παράγοντες ESG, αποτελούν τους τρεις τομείς τους οποίους οι εταιρείες αναφέρουν, για να δώσουν ένα στιγμιότυπο του πόσο βιώσιμη και υπεύθυνη είναι η επιχείρησή τους. Οι

εταιρείες αποκαλύπτουν αυτές τις πληροφορίες σε συμβούλους και οργανισμούς που στη συνέχεια χρησιμοποιούν τις απαντήσεις τους για να δημιουργήσουν βαθμολογίες ESG.

Οι πρωτοβουλίες αποκάλυψης ESG αφορούν ένα ευρύ φάσμα κοινού, συμπεριλαμβανομένων των υπευθύνων χάραξης πολιτικής, των καταναλωτών, των εργαζομένων, των επενδυτών και της οργάνωσης της κοινωνίας των πολιτών και έχουν αποκτήσει δημοτικότητα στη λειτουργία των κεφαλαιαγορών παγκοσμίως.

Η αποκάλυψη βιωσιμότητας, αποκάλυψη ESG ή μη χρηματοοικονομική αναφορά, επιτρέπει σε μία εταιρεία να είναι πιο διαφανής σχετικά με τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που αντιμετωπίζει. Είναι ένα εργαλείο επικοινωνίας που παίζει σημαντικό ρόλο στο να πείσει τους δύσπιστους παρατηρητές ότι οι ενέργειες της εταιρείας είναι ειλικρινείς.

Ειδικότερα βοηθάει στην

- i. Κατανόηση των βασικών προτεραιοτήτων και ανησυχιών των ενδιαφερομένων.
- ii. Καλύτερη αξιολόγηση των κινδύνων και των ευκαιριών μιας εταιρείας και του τρόπου διαχείρισης ή επιδίωξης.
- iii. Αξιολόγηση της ικανότητας μιας εταιρείας να εκτελεί στρατηγικές που επιτυγχάνουν πολλαπλούς στόχους, τόσο οικονομικούς όσο και μη χρηματοοικονομικούς.

Επιπλέον, η επαρκής γνωστοποίηση επιτρέπει τη σύγκριση μεταξύ εταιρειών και τομέων. Σε κλάδους όπου η διαφάνεια έχει αυξηθεί για την αντιμετώπιση συγκεκριμένων κινδύνων, υπάρχουν ενδείξεις ότι η επακόλουθη αύξηση της λογοδοσίας μπορεί να έχει ευρύ φάσμα θετικών επιπτώσεων όπως βελτίωση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας και της πρόσβασης στην αγορά (IFC, 2021, σ. 47).

Η γνωστοποίηση εξαρτάται από το κανονιστικό πλαίσιο και την επιχειρηματική και επικοινωνιακή στρατηγική. Οι κανονισμοί ή/και οι κανόνες εισαγωγής στο χρηματιστήριο ενδέχεται να απαιτούν από μια εταιρεία να ενσωματώσει οικονομικά ουσιώδεις πληροφορίες ESG στις οικονομικές της γνωστοποιήσεις.

Ωστόσο, μπορεί μια εταιρεία, δεδομένων των αναγκών για πληροφόρηση, να αποφασίσει να συμπεριλάβει ορισμένες πληροφορίες ESG στις οικονομικές γνωστοποιήσεις της εταιρείας ακόμα κι αν δεν απαιτείται.

Στον Πίνακα 2.3 παρουσιάζονται τρία παραδείγματα καναλιών επικοινωνίας, που μπορεί να εξετάσει μια εταιρεία:

Πίνακας 2.3 Τρία Πιθανά Παραδείγματα Καναλιών Επικοινωνίας για Γνωστοποίηση ESG

ΑΥΤΟΝΟΜΟΣ (STAND-ALONE) ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΜΕ ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΣΙΑΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ESG	ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗ ΑΝΑΦΟΡΑ
<p>Οι εκθέσεις βιωσιμότητας αφορούν τις σχετικές ανάγκες των επενδυτών για πληροφόρηση ESG και μερικές φορές άλλων ενδιαφερόμενων μερών, όπως είναι οι καταναλωτές και η κοινωνία των πολιτών.</p>	<p>Αφού μια εταιρεία καθορίσει τους παράγοντες ESG, που είναι σημαντικοί για τις δραστηριότητές της, σε συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα, μπορεί να αποφασίσει να συμπεριλάβει αυτές τις πληροφορίες στις οικονομικές εκθέσεις. Αυτές πιθανώς καλύπτουν ένα μικρότερο σύνολο παραγόντων ESG από τις άλλες επιλογές.</p>	<p>Μια ολοκληρωμένη αναφορά είναι μια συνοπτική επικοινωνία του πώς η στρατηγική του οργανισμού, η διακυβέρνηση, η απόδοση και οι προοπτικές, στο πλαίσιο του εξωτερικού του περιβάλλοντος, οδηγεί στη δημιουργία αξίας βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.</p>

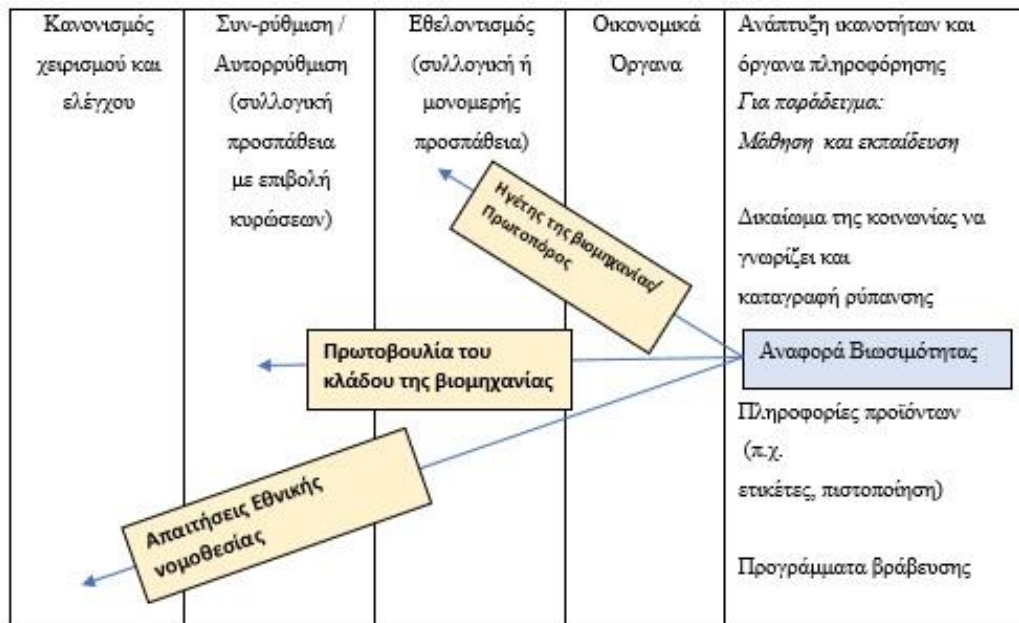
Πηγή: SSE (2015), σ. 16 και Ιδία Επεξεργασία

Η υψηλή ποιότητα των αναφορών βασίζονται στην αποκάλυψη ακριβών, ισορροπημένων και συγκρίσιμων πληροφοριών που παρέχουν γνήσιες πληροφορίες.

2.4.1 Πολιτικές Γνωστοποίησης ESG

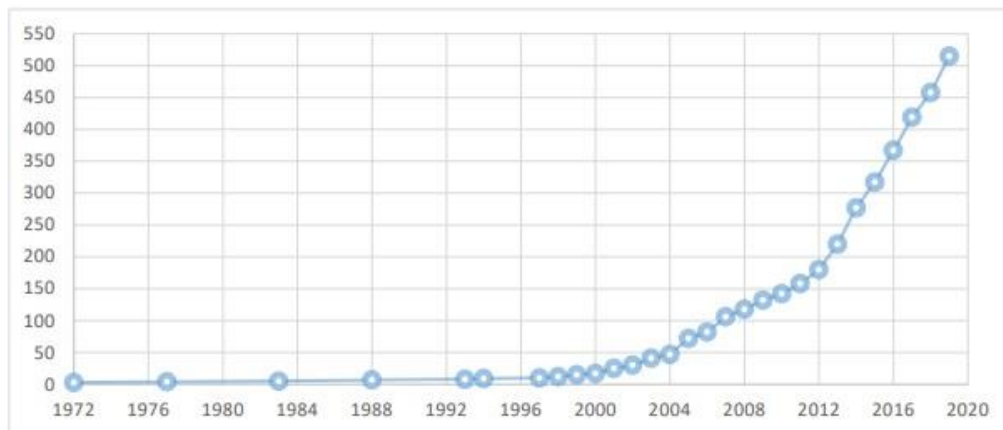
Σύμφωνα με την Έκθεση CARROTS AND STICKS FOR STARTERS, Current trends and approaches in Voluntary and Mandatory Standards for Sustainability Reporting, (UNEP-KPMG, 2006), το φάσμα των ρυθμιστικών μέσων για Αναφορά Βιωσιμότητας φαίνεται στον Πίνακα 2.4.

Πίνακας 2.4 Φάσμα ρυθμιστικών μέσων για την Αναφορά Βιωσιμότητας



Πηγή: UNEP-KPMG (2006) σ. 9 και Ιδία Επεξεργασία

Το Principles for Responsible Investment (UN PRI, 2019), διαπίστωσε ότι το 97%, των πολιτικών και των αναθεωρήσεων, για βοήθεια των επενδυτών στην εξέταση κινδύνων και ευκαιριών ή αποτελεσμάτων βιωσιμότητας, αναπτύχθηκε μετά το 2000, στις 48 από τις 50 μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου (Διάγραμμα 2.3).



Πηγή: UN PRI (2019), σ. 3

Διάγραμμα 2.3 Αριθμός πολιτικών, σχετιζόμενων με βιώσιμες επενδύσεις, στις 50 μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου

Οι περισσότερες ρυθμίσεις που σχετίζονται με υπεύθυνες επενδύσεις μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τρεις κατηγορίες, αντανakλώντας διάφορα μέρη της επενδυτικής αλυσίδας (Πίνακας 2.5):

Πίνακας 2.5 Τρεις κατηγορίες ρυθμίσεων

ΙΔΙΟΚΤΗΤΕΣ		
ΠΕΡΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ	ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΚΑΛΥΨΗ
Οι ρυθμίσεις για τους ιδιοκτήτες περιουσιακών στοιχείων εστιάζονται συνήθως στις απαιτήσεις γνωστοποίησης για τα συνταξιοδοτικά ταμεία (π.χ. ως μέρος μιας δήλωσης επενδυτικών αρχών) ή βασικούς κρατικούς ιδιοκτήτες περιουσιακών στοιχείων. Οι εποπτικές ρυθμιστικές αρχές αρχίζουν να εξετάζουν τον κλιματικό κίνδυνο στην ασφαλιστική αγορά.	Οι κώδικες διαχείρισης διέπουν τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των επενδυτών και των εταιρειών επενδύσεων, για να ενθαρρύνουν την καλύτερη διακυβέρνηση και να προστατεύσουν τους μετόχους.	Οι κατευθυντήριες γραμμές, συνήθως από κυβερνήσεις ή χρηματιστήρια, ενθαρρύνουν ή απαιτούν από τις εταιρείες να αποκαλύπτουν τις πληροφορίες σχετικά με τους κινδύνους και τις ευκαιρίες ESG που χρειάζονται οι επενδυτές. Η αποκάλυψη μπορεί επίσης να αυξήσει την ευαισθητοποίηση για θέματα ESG εντός μιας εταιρείας, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει στην καλύτερη διαχείρισή τους.

Πηγή: <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022) και Ιδία Επεξεργασία

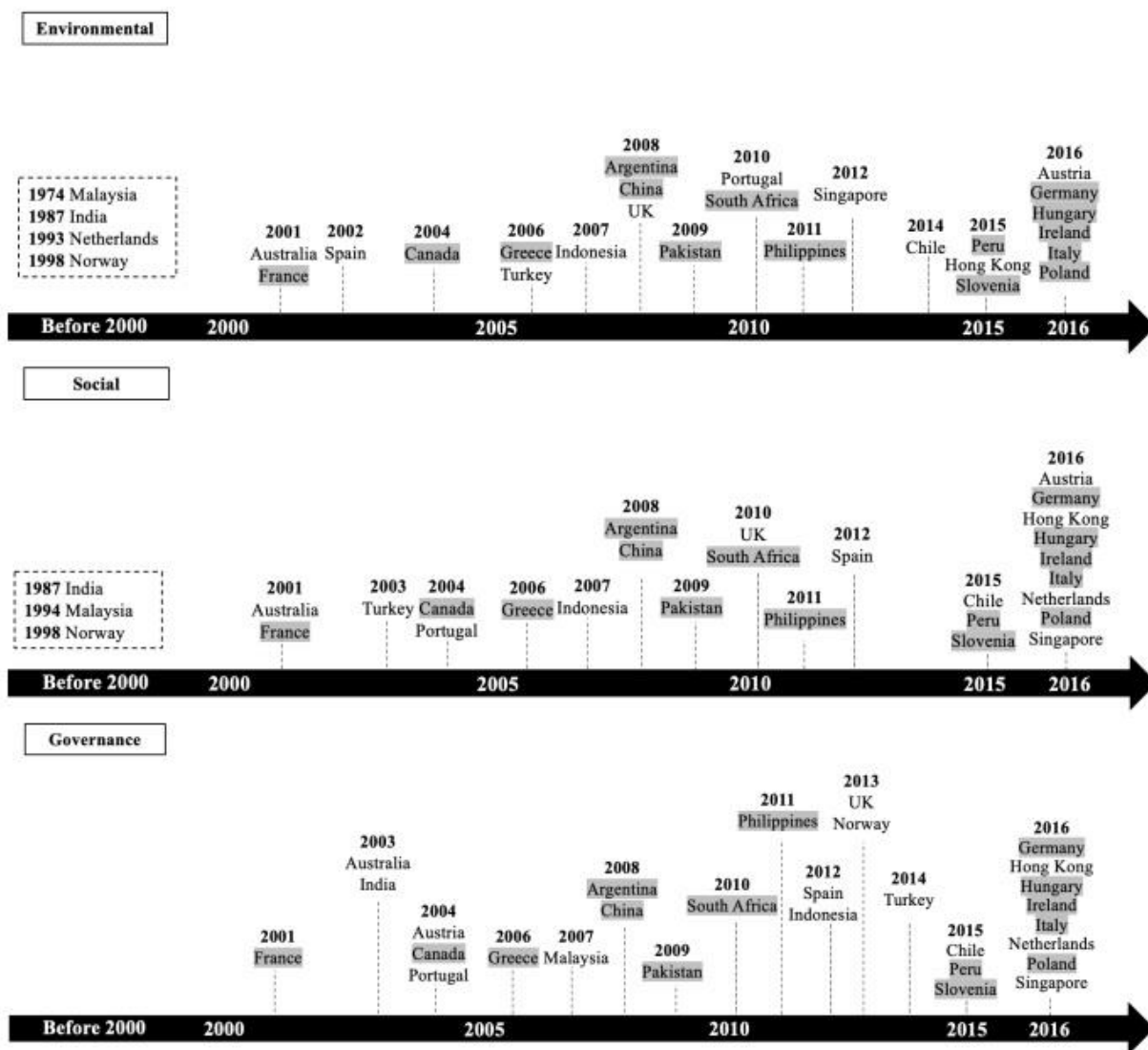
2.4.2 Υποχρεωτικοί Κανονισμοί Αποκάλυψης ESG

Πολλές χώρες προχώρησαν σε υποχρεωτικούς κανονισμούς αποκάλυψης ESG, κατόπιν απαίτησης των επενδυτών, κυρίως θεσμικών, με σκοπό να αναγκάσουν τις εταιρείες να αποκαλύπτουν σωστά τις πληροφορίες για τους παράγοντες ESG.

Οι Krueger *et al.*, (2021, σ. 2) στη μελέτη του European Corporate Governance Institution (ECGI), υποστηρίζουν ότι η εισαγωγή τέτοιων κανόνων γνωστοποίησης σχετίζεται με δύο σημαντικές μεταβλητές σε επίπεδο χώρας. Η υιοθέτηση υποχρεωτικής ρύθμισης ESG είναι πιο πιθανή σε χώρες με προέλευση κοινού δικαίου όπως αναφέρουν οι Liang και Renneboog (2017) και επίσης πιο πιθανή σε χώρες με υψηλότερες κατά κεφαλήν εκπομπές άνθρακα, που σημαίνει ότι η υποχρέωση λειτουργεί εν μέρει ως πειθαρχικό εργαλείο μέσω του οποίου οι χώρες ελπίζουν να μειώσουν το αποτύπωμα άνθρακα των εταιρειών τους (Jouvenot και Krueger 2020, Tomar 2022).

Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, το χρονοδιάγραμμα της εφαρμογής της υποχρεωτικής αποκάλυψης περιβαλλοντικών, κοινωνικών και ζητημάτων διακυβέρνησης, μέχρι το 2016, παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.4. Οι σκιασμένες χώρες εφάρμοσαν υποχρέωση γνωστοποίησης για όλους τους παράγοντες ταυτόχρονα, ενώ οι υπόλοιπες χώρες εφάρμοσαν

την υποχρεωτική γνωστοποίηση σταδιακά.²³ Το Διάγραμμα 2.4 δεν περιλαμβάνει χώρες που είχαν υποχρέωση μόνο για έναν παράγοντα.



Πηγή: Krueger *et al.*, (2021), σ. 42²⁴

Διάγραμμα 2.4 Χρονοδιάγραμμα υποχρεωτικής αποκάλυψης ESG ως το 2016

²³ Σε ότι αφορά την Ελλάδα, ο Νόμος [3487/2006, ΦΕΚ 190/A/11-9-2006](#), «*Ενσωμάτωση στο εθνικό δίκαιο της Οδηγίας 2003/ 51/ΕΚ*», στο αρ. 2, παρ. 8, αναφέρει: «*Η ενοποιημένη ετήσια έκθεση διαχείρισης του διοικητικού συμβουλίου περιλαμβάνει, τουλάχιστον, την πραγματική εικόνα της εξέλιξης και των επιδόσεων των δραστηριοτήτων και της θέσης του συνόλου των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, καθώς και την περιγραφή των κυριότερων κινδύνων και αβεβαιοτήτων που αντιμετωπίζουν.[...] Στο βαθμό που απαιτείται για την κατανόηση της εξέλιξης, των επιδόσεων ή της θέσης των επιχειρήσεων, η ανάλυση αυτή πρέπει να περιλαμβάνει τόσο χρηματοοικονομικούς όσο και, όπου ενδείκνυται, μη χρηματοοικονομικούς βασικούς δείκτες επιδόσεων, που έχουν σχέση με το συγκεκριμένο τομέα δραστηριοτήτων, συμπεριλαμβανομένων πληροφοριών σχετικά με περιβαλλοντικά και εργασιακά θέματα.»*

²⁴ https://iri.hks.harvard.edu/files/iri/files/corporate_social_responsibility_disclosure_3-27-15.pdf (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Η υποχρεωτική αναφορά βιωσιμότητας εφαρμοζόταν κυρίως μόνο σε κρατικές, μεγάλες ή εισηγμένες εταιρείες.

2.4.3 Δυσκολία Προσδιορισμού των Δεικτών Απόδοσης

Σύμφωνα με τη μελέτη των Erkens *et al.* (2015), οι μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες δεν υπάγονταν σε ένα καθιερωμένο πλαίσιο κανονισμών, μέχρι το 2015, όπως οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες. Ενώ είχαν δημιουργηθεί διάφορα πλαίσια βασισμένα σε αρχές, τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο, αποτύγχαναν να αντιμετωπίσουν άμεσα την ανάγκη παροχής σχετικών βασικών δεικτών απόδοσης, ιδίως για την αξιολόγηση και την παρακολούθηση της κοινωνικής και περιβαλλοντικής απόδοσης του οργανισμού.

Από το 2016, η επιτάχυνση καθοδηγήθηκε από την ταχεία ανάπτυξη στην Ευρώπη, με πρωτοβουλίες που αναπτύχθηκαν στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης της ΕΕ για τη βιώσιμη ανάπτυξη, και την Ασία, όπου υπήρχαν αγορές με σημαντική ανταπόκριση στις απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων και στις προσδοκίες εταιρικής διακυβέρνησης.

Ο ρυθμός συνέχισε να αυξάνεται και το PRI εντόπισε πάνω από 80 νέα ή αναθεωρημένα μέσα πολιτικής το 2019.

Σημαντικός παράγοντας των εξελίξεων, ήταν και οι περιοδικές αναθεωρήσεις στους Κώδικες Διαχείρισης και Εταιρικής Διακυβέρνησης, με τις εθνικές αρχές να εισάγουν ή να ενισχύουν περιοδικά τις προσδοκίες ESG.

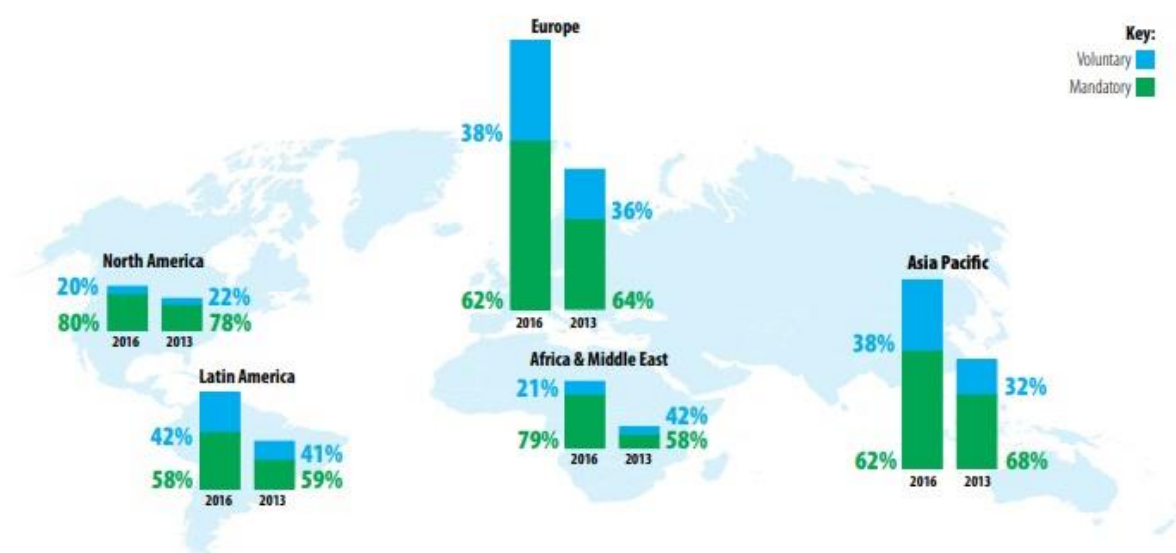
Παράλληλα, οργανισμοί, όπως ο Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), η International Organization of Securities Commissions (IOSCO), το International Organisation of Pension Supervisors (IOPS), η G7 και η G20 άρχισαν να εκδίδουν καθοδήγηση ESG ή ενσωμάτωναν τη βιωσιμότητα στις ροές χρηματοοικονομικών εργασιών, προτείνοντας την εισαγωγή προτύπων που τηρούνται παγκοσμίως (UN PRI, 2019).²⁵

²⁵ Η G7, αρχικά G8, ιδρύθηκε το 1975 ως ένα άτυπο φόρουμ στο οποίο συμμετέχουν οι ηγέτες των κυριότερων βιομηχανικών κρατών παγκοσμίως. Με την πάροδο του χρόνου, οι ετήσιες σύνοδοι κορυφής της G7 έχουν εξελιχθεί σε ένα σύστημα που καθορίζει την πορεία του πολυμερούς διαλόγου και διαμορφώνει τις πολιτικές απαντήσεις που δίνονται όσον αφορά τις παγκόσμιες προκλήσεις. Συμπληρώνει το ρόλο της G20, η οποία θεωρείται ευρέως ως το πλαίσιο για τον συνεχή παγκόσμιο οικονομικό συντονισμό. https://agriculture.ec.europa.eu/international/international-cooperation/international-organisations/g7_en (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022). Η G20 είναι το διεθνές φόρουμ στο οποίο συμμετέχουν οι 20 μεγαλύτερες και ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες. Τα μέλη της αντιπροσωπεύουν πάνω από το 80 % του παγκόσμιου ΑΕΠ, το 75 % του παγκόσμιου εμπορίου και το 60 % του πληθυσμού του πλανήτη. https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/stronger-europe-world/eu-g20_en (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Παρά τα προβλήματα σχετικά με την εθελοντική και ρυθμιζόμενη αναφορά ESG (Arvidsson και Dumay, 2022), οι επενδυτές επιδίωκαν όλο και περισσότερο να συμπεριλάβουν πληροφορίες απόδοσης ESG στις διαδικασίες επενδυτικών αποφάσεων τους (Barker και Eccles, 2019)

2.5 Εθνικά πλαίσια για Βιώσιμη Ανάπτυξη

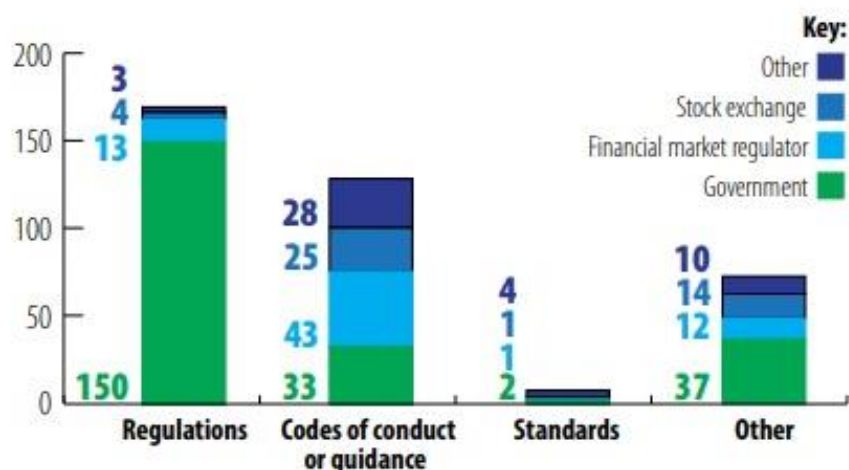
Οι χώρες εφάρμοσαν εθνικά πλαίσια υποχρεωτικά ή εθελοντικά για την καθοδήγηση των εταιρειών και την πληροφόρηση των ενδιαφερομένων. Η έρευνα Carrots & Sticks (2016), διαπίστωσε ότι τα εργαλεία αναφοράς βιωσιμότητας ήταν σε ισχύ στις 64 από τις 71 χώρες που ερευνήθηκαν και προσδιόρισε σχεδόν 400 μέσα αναφοράς βιωσιμότητας. Στην απεικόνιση του Διαγράμματος 2.5 φαίνονται τα υποχρεωτικά και εθελοντικά μέσα αναφοράς για το 2016 και η αύξησή τους από το 2013, ανά περιοχή.



Πηγή: Carrots & Sticks (2016), σ. 13

Διάγραμμα 2.5 Υποχρεωτικά και Εθελοντικά μέσα αναφοράς βιωσιμότητας 2013-2016 ανά περιοχή

Η σύνθεση αυτών των μέσων φαίνεται στο Διάγραμμα 2.6.

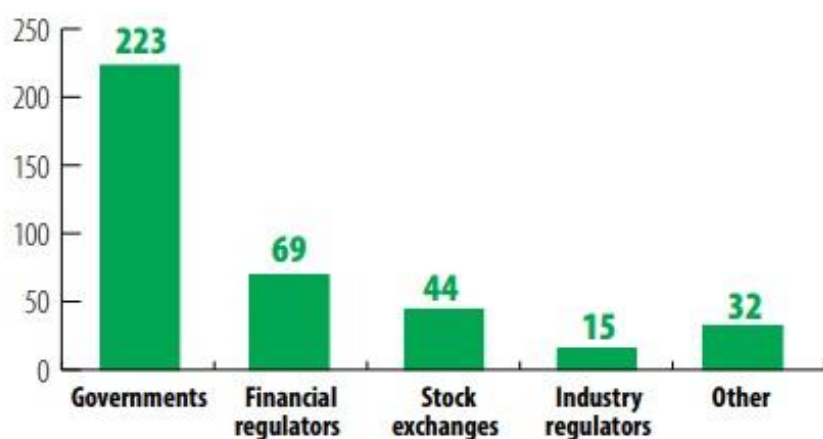


N.B. Other includes government actions plans, strategies and national schemes

Πηγή: Carrots & Sticks (2016), σ. 15

Διάγραμμα 2.6 Κατανομή των μέσων αναφοράς ανά τύπο, 2016

Καθώς όλο και περισσότερες ομάδες εμπλέκονται στην εταιρική συζήτηση για την αειφορία, εξετάζεται και ο αριθμός των μέσων ανά φορέα (Διάγραμμα 2.7)



Πηγή: Carrots & Sticks (2016), σ. 14

Διάγραμμα 2.7 Αριθμός μέσων ανά φορέα έκδοσης, 2016

Στην έκθεση GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE-GSIA, (2020), όπως είδαμε και στην υπο-ενότητα 1.8.2, παρουσιάζονται στοιχεία για τη μεταβολή των Βιώσιμων Επενδύσεων σε 5 περιοχές, όπως φαίνονται στον Πίνακα 2.6.

Πίνακας 2.6 Αύξηση βιώσιμων επενδυτικών στοιχείων ενεργητικού ανά περιοχή σε δις, σε εθνικό νόμισμα 2014-2018

	2014	2016	2018	ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΝΑ ΠΕΡΙΟΔΟ	
				ΑΝΑΠΤΥΞΗ 2014-2016	ΑΝΑΠΤΥΞΗ 2016-2018
Ευρώπη(EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	12%	11%
Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής(USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	33%	38%
Καναδάς(CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	49%	42%
Αυστραλασία(AUD)	\$203	\$707	\$1,033	248%	46%
Ιαπωνία(JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	6,692%	307%

Πηγή: GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE–GSIA (2020), σ. 10 και Ιδία Επεξεργασία

Σε ότι αφορά την ΕΕ, η έντονη νομοθετική ρύθμιση και οι αλλαγές ίσως δικαιολογούν την πολύ μικρή αύξηση που παρουσίασε η ΕΕ σε σχέση με τις άλλες περιοχές.²⁶

Παρόμοια ένταση νομοθετικής ρύθμισης ισχύει και για Ασία-Ειρηνικό όπως παρουσιάζεται στη σχετική ανασκόπηση του Chartered Financial Analyst Institute, (CFI, 2019).

Τέλος διάφορες εθνικές πρωτοβουλίες, όπως ο Γερμανικός Κώδικας Βιωσιμότητας του 2011, που ήταν η πηγή τεχνογνωσίας για τον Ελληνικό Κώδικα Βιωσιμότητας, αποτελούν εθελοντικά πλαίσια για παροχή κατευθύνσεων στις αποκαλύψεις ESG.

2.6 Πλαίσια και Πρότυπα

Πίσω από την αποκάλυψη ESG έχει αναπτυχθεί ένα δυναμικό οικοσύστημα οργανισμών για να καλύψει τις ανάγκες ενημέρωσης-πληροφόρησης.

- Τα πλαίσια, που παρέχουν καθοδήγηση βασισμένη σε αρχές σχετικά με το πώς δομούνται οι πληροφορίες, πώς προετοιμάζονται και ποια γενικά θέματα καλύπτονται και
- Τα πρότυπα, που παρέχουν συγκεκριμένες, λεπτομερείς και επαναλαμβανόμενες απαιτήσεις για το τι πρέπει να αναφέρεται για κάθε θέμα, συμπεριλαμβανομένων των μετρήσεων.

Τα πρότυπα καθιστούν τα πλαίσια λειτουργικά, διασφαλίζοντας συγκρίσιμη, συνεπή και αξιόπιστη γνωστοποίηση. Τα πλαίσια και τα πρότυπα είναι συμπληρωματικά και έχουν σχεδιαστεί για να χρησιμοποιούνται μαζί.

²⁶Όπως: Accounting Directive 2013/34/EU, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) (2004/39/EK), Κανονισμός (ΕΕ) 600/2014 (MiFIR), Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II), Οδηγία 2014/95/ΕΥ περί Μη Χρηματοοικονομικής Αναφοράς της Ευρωπαϊκής Ένωσης, (NFRD), και Κανονισμός ΕΕ 2019/2088, Κανονισμός για την Αναφορά Βιώσιμων Οικονομικών, (SFDR). <https://eur-lex.europa.eu/browse/summaries.html?locale=el> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Τα πρότυπα και τα πλαίσια δημοσιοποίησης πληροφοριών, αποτελούν τη βάση για την ανάπτυξη των παραγόντων ESG. Το Διάγραμμα 2.8, αποτυπώνει τη συχνότητα αναφοράς των βασικών πλαισίων και κατευθυντηρίων προτύπων στους οδηγούς καθοδήγησης από τα χρηματιστήρια σε διεθνές επίπεδο, σύμφωνα με το Sustainable Stock Exchange Initiative (SSE).



Πηγή: δεδομένων: <https://sseinitiative.org/esg-guidance-database/> και Ιδία Επεξεργασία
(τελευταία ενημέρωση 11/08/2022)

Διάγραμμα 2.8 Συχνότητα αναφοράς προτύπων που περιλαμβάνονται στους οδηγούς καθοδήγησης reporting των χρηματιστηρίων

2.6.1 Global Reporting Initiative (GRI)

Το GRI είναι ένας μη κερδοσκοπικός οργανισμός των ΗΠΑ, που δημιουργήθηκε το 1997 και παρέχει ένα πλαίσιο και ένα σύνολο υποστηρικτικών προτύπων που καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα θεμάτων βιωσιμότητας. Τα GRI Standards αποτελούνται από τα λεγόμενα Universal Standards και 34 πρότυπα για συγκεκριμένα θέματα. Τα Universal Standards χρησιμοποιούνται από όλους τους οργανισμούς όταν υποβάλλουν αναφορές σύμφωνα με τα Πρότυπα GRI και καλύπτουν γνωστοποιήσεις σχετικά με το συγκεκριμένο πλαίσιο του οργανισμού, όπως η διακυβέρνηση, τα συστήματα διαχείρισης, οι πρακτικές αναφοράς, τα προϊόντα, οι υπηρεσίες, η δέσμευση των ενδιαφερομένων και η προσέγγιση διαχείρισης. Οι οργανισμοί χρησιμοποιούν τα Sector Standards σύμφωνα με τους τομείς στους οποίους δραστηριοποιούνται και τα Topic Standards σύμφωνα με τη λίστα ουσιαστικών θεμάτων .

Οι εταιρείες δεν υποχρεούνται να υποβάλλουν αναφορές για όλα τα θέματα που καλύπτονται από τα Πρότυπα GRI. Αντίθετα, οι εταιρείες που χρησιμοποιούν τα Πρότυπα GRI

αναμένεται να προσδιορίσουν και να ιεραρχήσουν τα θέματα που αντικατοπτρίζουν τις σημαντικότερες οικονομικές, περιβαλλοντικές και κοινωνικές επιπτώσεις τους ή που θα επηρέαζαν ουσιαστικά τις εκτιμήσεις και τις αποφάσεις των ενδιαφερομένων. Οι εταιρείες μπορούν είτε να αναφέρουν χρησιμοποιώντας τα Πρότυπα GRI ως πλήρες σύστημα είτε να τα χρησιμοποιήσουν για να αναφέρουν επιλεγμένα θέματα.

Οι προβλεπόμενες γνωστοποιήσεις περιλαμβάνουν συγκεκριμένους KPI's καθώς και περιγραφές του τρόπου με τον οποίο ο οργανισμός αλληλεπιδρά με το θέμα ή τον πόρο σε εύρος και πώς αντιμετωπίζει σχετικά ζητήματα.²⁷

Τα πρότυπα GRI εστιάζονται σε πολλούς μετόχους και μπορούν να είναι σχετικά με μια σειρά χρηστών οπουδήποτε, από επενδυτές, κυβερνήσεις έως την κοινωνία των πολιτών.

2.6.2 Sustainability Accounting Standards Board (SASB)

Το Συμβούλιο Αειφορίας Λογιστικών Προτύπων SASB, είναι επίσης ένας μη κερδοσκοπικός οργανισμός με έδρα τις ΗΠΑ, εκδίδει λογιστικά πρότυπα για θέματα, που μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι εκδότες αναφοράς αποκάλυψης πληροφοριών βιωσιμότητας για την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Τα Πρότυπα SASB επικεντρώνονται στο υποσύνολο των κινδύνων και ευκαιριών που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα και που είναι πιο πιθανό να επηρεάσουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση μιας εταιρείας, π.χ. τον ισολογισμό της, τις λειτουργικές επιδόσεις, π.χ. την αγοραία αξία της και το κόστος κεφαλαίου.

Οι εταιρείες ενθαρρύνονται να ανατρέξουν στα σχετικά πρότυπα SASB για τον κλάδο τους, αλλά τελικά εναπόκειται στην εταιρεία αναφοράς να καθορίσει ποια συγκεκριμένα θέματα βιωσιμότητας και μετρήσεις είναι οικονομικά σημαντικά για την επιχείρησή της. Δεδομένης της δηλωμένης εστίασης της SASB στη χρηματοοικονομική ουσιαστικότητα, όπως ορίζεται από το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ και τον SEC (SECURITIES EXCHANGE COMMISSION), οι επενδυτές είναι το κύριο κοινό για τις αναφορές SASB.²⁸

Μέχρι τις αρχές του 2016, το SASB ανέπτυξε προσωρινά πρότυπα για περισσότερες από 80 βιομηχανίες σε 10 τομείς. Η ανάπτυξη προτύπων περιλαμβάνει έρευνα βασισμένη σε στοιχεία, πολλαπλή συμμετοχή σε ομάδες εργασίας, περίοδος δημόσιου σχολιασμού 90 ημερών και

²⁷ Οι Key Performance Indicators (KPIs) είναι οι κρίσιμοι (βασικοί) δείκτες προόδου προς ένα επιδιωκόμενο αποτέλεσμα. Οι KPIs παρέχουν εστίαση στη στρατηγική και λειτουργική βελτίωση, δημιουργούν μια αναλυτική βάση για τη λήψη αποφάσεων και βοηθούν στην εστίαση της προσοχής σε ότι έχει μεγαλύτερη σημασία. <https://kpi.org/KPI-Basics> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

²⁸ «μια ουσιαστική πιθανότητα ότι το ... γεγονός θα είχε θεωρηθεί από τον λογικό επενδυτή, ότι άλλαξε σημαντικά το «συνολικό μείγμα» των πληροφοριών που διατέθηκαν». <https://www.sec.gov/news/statement/munter-statement-assessing-materiality-030922> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

αναθεώρηση από ένα ανεξάρτητο συμβούλιο προτύπων. Τον Οκτώβριο του 2018, το SASB δημοσίευσε ένα αναθεωρημένο σύνολο 77 κλαδικών προτύπων που έχουν σχεδιαστεί ώστε να βοηθούν τις εταιρείες να δημοσιοποιούν οικονομικά σημαντικές πληροφορίες σχετικά με τη βιωσιμότητα που θα είναι χρήσιμες για τις αποφάσεις των επενδυτών (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022, σ. 78). Τα πρότυπα SASB έχουν σχεδιαστεί για να είναι χρήσιμα στη λήψη αποφάσεων για τους επενδυτές και οικονομικά αποδοτικά για τις εταιρείες.

2.6.3 International Integrated Reporting Council (IIRC)

Το IIRC δημιουργήθηκε το 2010, και το 2013 δημοσίευσε το Integrated Reporting (IR) Framework, για να διευκολύνει την εμφάνιση ολοκληρωμένων αναφορών, δηλαδή *«συνοπτική επικοινωνία σχετικά με το πώς η στρατηγική, η διακυβέρνηση, οι επιδόσεις και οι προοπτικές ενός οργανισμού, στο πλαίσιο του εξωτερικού του περιβάλλοντος, οδηγούν στη δημιουργία αξίας βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα»* (IIRC, 2013, σ. 7).

Το πλαίσιο αναπτύχθηκε από μια ομάδα ρυθμιστικών αρχών, επενδυτών, εταιρειών, φορέων ανάπτυξης προτύπων και ΜΚΟ. Ο στόχος του πλαισίου είναι να επιταχύνει και να υποστηρίξει την εξέλιξη της ενοποιημένης δημοσιοποίησης πληροφοριών – ενός νέου και προηγμένου τύπου δημοσιοποίησης πληροφοριών που επικεντρώνεται στην έννοια της δημιουργίας αξίας και στην κατανόηση των αλληλεξαρτήσεων μεταξύ κεφαλαίων (χρηματοοικονομικό, κατασκευαστικό, ανθρώπινο, πνευματικό, φυσικό και κοινωνικό κεφάλαιο). Έχει καθιερώσει τις βασικές αρχές και τα στοιχεία περιεχομένου που αποτελούν τη συνολική δομή μιας ενοποιημένης έκθεσης.

2.6.4 Πρώην Carbon Disclosure Project (GDP)

Το CDP είναι ένας μη κερδοσκοπικός οργανισμός, που ιδρύθηκε το 2000 και διαχειρίζεται το παγκόσμιο σύστημα περιβαλλοντικής αποκάλυψης. Κάθε χρόνο το CDP υποστήριζε χιλιάδες εταιρείες, πόλεις, πολιτείες και περιφέρειες για τη μέτρηση και τη διαχείριση των κινδύνων και των ευκαιριών τους σχετικά με την κλιματική αλλαγή, την ασφάλεια των υδάτων και την αποψίλωση των δασών. Αυτό γίνεται κατόπιν αιτήματος των επενδυτών, των αγοραστών και των ενδιαφερόμενων μερών της πόλης. Χιλιάδες οντότητες συμμετέχουν στο έργο, παρέχοντας δεδομένα μέσω της πύλης CDP, για να απαντήσουν στα ετήσια ερωτηματολόγιά του. Το CDP συγκεντρώνει αυτά τα δεδομένα, ώστε οι επενδυτές και άλλοι ενδιαφερόμενοι να έχουν εύκολη πρόσβαση σε αυτά κατόπιν αιτήματος.

Το CDP βαθμολογεί τις εταιρείες με βάση τις απαντήσεις τους στο ετήσιο ερωτηματολόγιο. Ο στόχος του εντοπισμού ηγετών σε διαφορετικούς τομείς είναι να δοθούν κίνητρα για βελτιώσεις περιβαλλοντικών επιδόσεων. Προωθεί την περιβαλλοντική δράση, τη λογοδοσία και τη διαφάνεια για την υποστήριξη μιας βιώσιμης οικονομίας.

Το 2021, το CDP εξέδωσε μια νέα πενταετή στρατηγική.

2.6.5 Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)

Το TCFD, ιδρύθηκε το 2015 από το Financial Stability Board (FSB). Οι Συστάσεις TCFD παρέχουν ένα πλαίσιο για οικονομικές γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με το κλίμα, με στόχο να δώσουν τη δυνατότητα στους χρήστες να κατανοήσουν πώς οι οργανισμοί αναφοράς αξιολογούν τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που σχετίζονται με το κλίμα.²⁹ Το πλαίσιο είναι δομημένο γύρω από τέσσερις θεματικές περιοχές: διακυβέρνηση, στρατηγική, διαχείριση κινδύνων και μετρήσεις και στόχοι, με συνιστώμενες γνωστοποιήσεις υψηλού επιπέδου για καθένα από αυτά.

Το TCFD ενθαρρύνει τις εταιρείες που υποβάλλουν αναφορές να αναλάβουν και να αναφέρουν τα αποτελέσματα της ανάλυσης σεναρίων για το κλίμα ως μέρος της στρατηγικής τους και των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνου.

Αν και το TCFD προσφέρει καθοδήγηση σχετικά με τον τύπο των πληροφοριών που πρέπει να αποκαλυφθούν, βασίζεται σε αρχές και δεν καθορίζει τις συγκεκριμένες μετρήσεις που πρέπει να χρησιμοποιούνται για μια τέτοια αποκάλυψη. Τυποποιημένοι ρυθμιστές όπως το GRI, το SASB και άλλοι έχουν χαρτογραφήσει τα πρότυπά τους στο TCFD.

Δεδομένης της εστίασης στις «χρήσιμες για αποφάσεις, πληροφορίες που σχετίζονται με το κλίμα», οι επενδυτές, οι δανειστές και οι ασφαλιστές είναι το κύριο κοινό για την αναφορά TCFD. Μέχρι σήμερα, πολλές εθνικές κυβερνήσεις έχουν βασιστεί σε αυτές και για ρυθμιστικές απαιτήσεις.

2.6.6 Climate Disclosure Standards Board (CDSB)

Το CDSB, δημιουργήθηκε το 2007, προσφέροντας στις εταιρείες ένα πλαίσιο για την αναφορά περιβαλλοντικών και κοινωνικών πληροφοριών με την ίδια αυστηρότητα με τις οικονομικές πληροφορίες. Σχημάτισε ένα θεμέλιο για τις συστάσεις της TCFD και καθόρισε μια προσέγγιση

²⁹ <https://www.fsb-tcfid.org/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

για την αναφορά περιβαλλοντικών και κοινωνικών πληροφοριών σε κύριες εκθέσεις, όπως ετήσιες εκθέσεις ή ολοκληρωμένες εκθέσεις.

Τέλος υπάρχουν πρωτόκολλα, διεθνή πρότυπα όπως τα ISO κ.α. που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ανάλογα το κριτήριο, τον κλάδο, τους ενδιαφερόμενους κ.λ.π.

2.7 Εσωτερική Αξιολόγηση & Πιστοποίηση

Σήμερα, η υποβολή έκθεσης βιωσιμότητας από μόνη της, τις περισσότερες φορές, δεν επαρκεί για να κάνει έναν οργανισμό να φαίνεται αξιόπιστος στα μάτια των ενδιαφερομένων του, ειδικά σε ορισμένους κλάδους με υψηλές πιέσεις από ενδιαφερόμενους και ρυθμιστικούς φορείς.

Οι γνωστοποιήσεις ESG γίνονται πιο αξιόπιστες από ισχυρές εσωτερικές διαδικασίες αξιολόγησης ή/και εξωτερική διασφάλιση. Όσον αφορά το πρώτο, η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου ή ομάδα ατόμων, ανεξάρτητα από το τμήμα που έχει αναλάβει τη μέτρηση και τη συλλογή των πληροφοριών, μπορεί να αναθεωρήσει τη γνωστοποίηση. Ένας εσωτερικός έλεγχος μπορεί επίσης να διασφαλίσει περαιτέρω ότι τα εσωτερικά συστήματα συλλογής δεδομένων είναι ισχυρά και οργανωμένα.

Το ενδιαφέρον για την εξωτερική εξασφάλιση της αποκάλυψης ESG, μαζί με την ανάπτυξη συνοδευτικών προτύπων διασφάλισης, καθοδηγείται από τα αιτήματα των επενδυτών να φέρουν οι εταιρείες τις ESG πληροφορίες σε ένα βαθμό οικονομικής αναφοράς. Η εξωτερική διασφάλιση από οργανισμούς Πιστοποίησης και Επιθεωρήσεων μπορεί να προσφέρει έναν πρόσθετο βαθμό εμπιστοσύνης, αξιοπιστίας και αναγνώρισης, όπως ακριβώς κάνει ο οικονομικός έλεγχος. Οι εταιρείες λογιστικών, μηχανικών και εξειδικευμένων υπηρεσιών είναι οι πιο συνηθισμένοι τρίτοι πάροχοι διασφάλισης. Για να αποφασιστεί το είδος και το επίπεδο διασφάλισης, είναι σημαντικό οι εταιρείες να εξετάσουν τα συνιστώμενα πρότυπα διασφάλισης όπως ISO, εντός του τομέα τους, καθώς και τις προσδοκίες των ενδιαφερομένων.

Γενικά, η παγκόσμια αγορά δοκιμών, επιθεωρήσεων και πιστοποιήσεων Testing, Inspection, And Certification (TIC), για το 2021, αποτιμάται στα 338,7 δισ. USD, με τον μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξής της να υπολογίζεται στο 4% από το 2022 μέχρι το 2030, σύμφωνα με στοιχεία της Grand View Research.³⁰

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ενώ η διασφάλιση τρίτων είναι πολύτιμη για την ενίσχυση της αξιοπιστίας των αναφορών, ωστόσο, η υπερβολική έμφαση στην εξωτερική διασφάλιση

³⁰ <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

μπορεί να σταθεί εμπόδιο, ειδικά όταν η εξωτερική διασφάλιση αντιμετωπίζει έλλειμμα εμπιστοσύνης.³¹

2.8 Πάροχοι Αξιολογήσεων ESG

Μια βασική πρόκληση για τους ερευνητές και τους επαγγελματίες επενδύσεων έγκειται στη μέτρηση της «ποιότητας ESG», δηλαδή τον ποσοτικό προσδιορισμό του πόσο καλά αποδίδει μια επιχείρηση σε σχέση με τα κριτήρια ESG (π.χ. κλιματική αλλαγή, ρύπανση, διαφθορά). Για να αντιμετωπίσουν αυτή την πρόκληση, οι περισσότερες εμπειρικές αναλύσεις ESG έχουν καταφύγει σε βαθμολογίες ESG που έχουν κατασκευαστεί από επαγγελματίες παροχής δεδομένων. Οι κορυφαίοι πάροχοι ESG, γνωστοί ως Sustainability Rating Agencies (SRA's), περιλαμβάνουν τους MSCI (Morgan Stanley Capital International), Sustainalytics, Bloomberg, Thomson Reuters, Vigeo-Eiris κ.α Επίσης, παραδοσιακοί οίκοι αξιολόγησης όπως οι Moody's, S&P και Fitch παρέχουν πλέον και μορφές αξιολογήσεων ESG (OECD, 2020, σ. 19).

Οι βαθμολογίες ή αξιολογήσεις ESG είναι αξιολογήσεις μιας εταιρείας που βασίζονται σε μια συγκριτική αξιολόγηση της ποιότητας, του προτύπου ή της απόδοσής της σε περιβαλλοντικά, κοινωνικά ή θέματα διακυβέρνησης (SustainAbility, 2018, σ. 4). Σύμφωνα με την MSCI οι βαθμολογίες ESG στοχεύουν στη μέτρηση της ανθεκτικότητας μιας εταιρείας σε μακροπρόθεσμους, οικονομικά σημαντικούς κινδύνους ESG. Οι κατατάξεις είναι λίστες που ταξινομούν τις εταιρείες με βάση τις επιδόσεις τους και τις τοποθετούν σε συγκεκριμένη σειρά ή ομαδοποίηση με βάση ένα καθορισμένο σύστημα βαθμολόγησης .

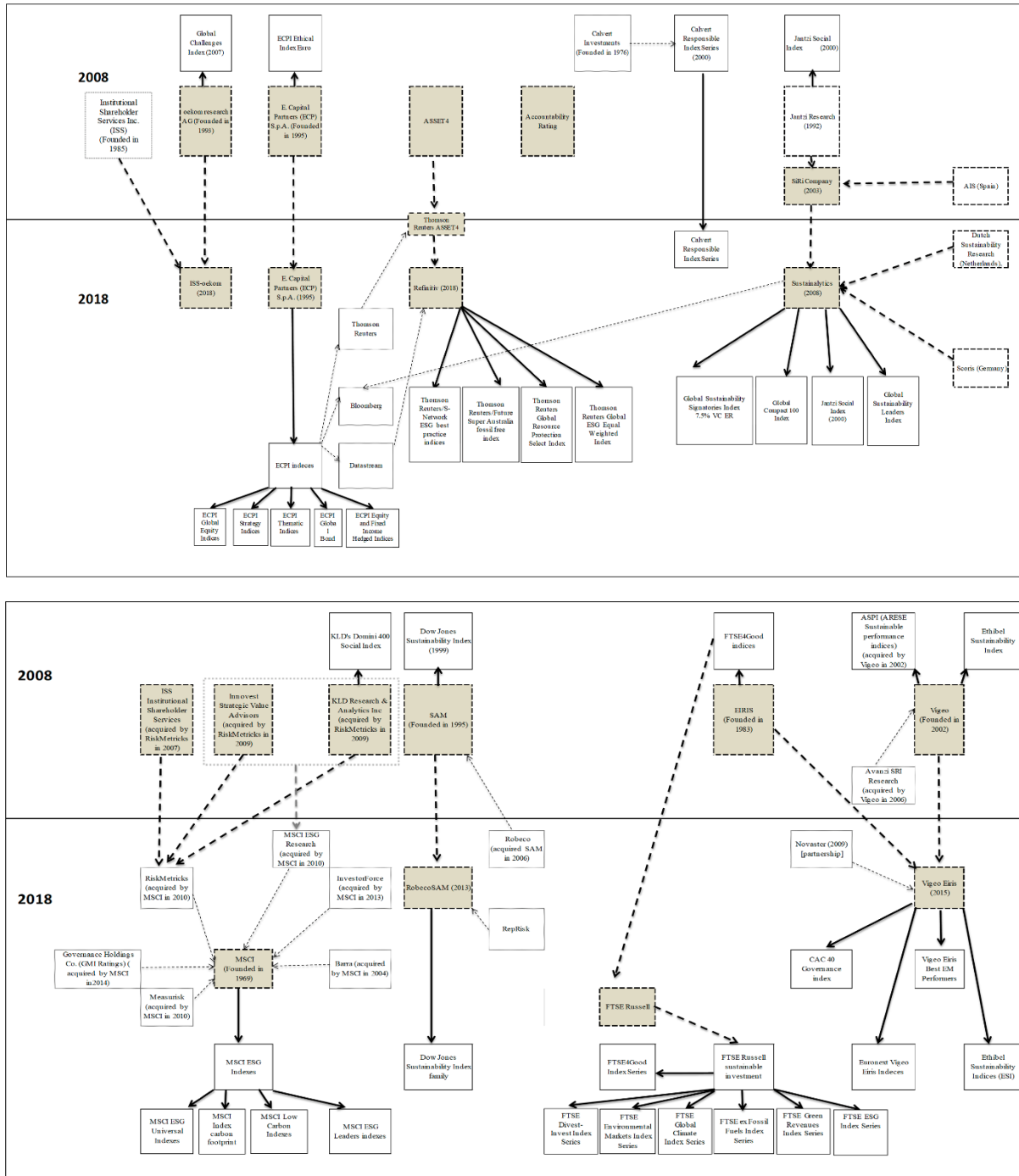
Όπως αναφέρουν οι Clementino και Perkins (2021), οι επαγγελματίες παροχής δεδομένων, κάνουν συνήθως τις αξιολογήσεις τους με βάση τις διαθέσιμες στο κοινό πληροφορίες (π.χ. από υποχρεωτικές μη οικονομικές γνωστοποιήσεις), την έρευνα τρίτων, τις εκθέσεις βιωσιμότητας/ολοκληρωμένες εκθέσεις εταιρειών και πληροφορίες από εταιρικούς ιστότοπους (Jackson *et al.* 2019). Ορισμένοι φορείς, όπως η RobecoSAM, στέλνουν ερωτηματολόγια σε εταιρείες, ενώ άλλοι παρέχουν στις εταιρείες την ευκαιρία να ελέγξουν και να σχολιάσουν τα προφίλ πριν τα οριστικοποιήσουν.

Σύμφωνα με τους Escrig-Olmedo *et al.*, (2019), αυτή η τεχνογνωσία έχει μετατρέψει τους οργανισμούς αξιολόγησης ESG σε βασικό σημείο αναφοράς για τις εταιρείες, τις

³¹ <http://sustainfinance.org/esg-disclosure-four-ways-external-assurance-can-build-trust/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

χρηματοοικονομικές αγορές και τον ακαδημαϊκό κόσμο όσον αφορά τις αξιολογήσεις εταιρικής βιωσιμότητας.

Οι αξιολογήσεις ESG αποτελούν ουσιαστική βάση για τα περισσότερα είδη βιώσιμων επενδύσεων και έτσι η αγορά για τις αξιολογήσεις ESG αυξήθηκε παράλληλα με τις βιώσιμες επενδύσεις. Καθώς οι βιώσιμες επενδύσεις μεταλλάσσονταν από εξειδικευμένες σε επικρατούσα τάση, πολλοί πρώτοι πάροχοι αξιολόγησης ESG αποκτήθηκαν από καθιερωμένους παρόχους οικονομικών δεδομένων. Τη δεκαετία 2008-2018, ο κλάδος αξιολόγησης ESG αναπτύχθηκε σημαντικά και πέρασε σε μια φάση ενοποίησης, όχι μόνο με διαδικασίες συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των υφιστάμενων εταιρειών αξιολόγησης ESG αλλά και μέσω εισόδου νέων εταιρειών χρηματοοικονομικής αξιολόγησης και παροχής πληροφοριών (Διάγραμμα 2.9).



Πηγή: Escrig-Olmedo *et al.*, (2019)

Διάγραμμα 2.9 Συγκέντρωση Αγοράς Οργανισμών Αξιολόγησης ESG

2.8.6 Ασυμφωνία Αξιολογήσεων & Ηθικά Διλήμματα

Σύμφωνα με τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης, ΟΟΣΑ, (OECD, 2020, σ. 22), τα κύρια χαρακτηριστικά των SRA's είναι:

- Η επιρροή τους.
- Οι διαφορές τους στις μεθοδολογίες αξιολόγησης και
- Οι διαφορές στο επίπεδο διαφάνειας και του πως διαμορφώνονται οι τελικές αποφάσεις αξιολόγησης, που ενσωματώνουν και ποιοτικές κρίσεις.

Οι αξιολογήσεις ESG, προσέλκυσαν σημαντική κριτική και έτυχαν μικτής υποδοχής.

Για τους υποστηρικτές τους, οι αξιολογήσεις αντιμετωπίζουν τις ασυμμετρίες πληροφοριών παρέχοντας ολοκληρωμένα, συστηματοποιημένα και συγκρίσιμα δεδομένα για σημαντικό αριθμό εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών. Με αυτόν τον τρόπο, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο βοηθώντας τους ενδιαφερόμενους να κατανοήσουν, να αξιολογήσουν και να διαχειριστούν την όλο και πιο περίπλοκη, πολύπλευρη φύση της επιχειρηματικής ηθικής και της βιωσιμότητας (Carrucci 2018).

Οι επικριτές τους επισημαίνουν ότι διαφορετικοί οργανισμοί αξιολόγησης ESG έχουν διαφορετική μεθοδολογία, ακόμα και διαφορετική ποσότητα και ποιότητα δεδομένων. Όπως αναφέρει ο Doyle (2018, σ. 8): *«κάθε οργανισμός αξιολόγησης έχει μια προσαρμοσμένη μέθοδο βαθμολόγησης η οποία αξιολογεί διαφορετικές μη οικονομικές μετρήσεις και συχνά διαφωνεί σχετικά με τα συστατικά του ESG . [...] Οι βασικές μετρήσεις ESG ποικίλλουν από μερικούς ως 12 δείκτες απόδοσης έως και 1.000 [...]»* (El-Hage, 2021, σ. 364).

Η έρευνα των Berg *et al.*, (2019) στη προσπάθεια απάντησης για τη διαφορά της αξιολόγησης μεταξύ διαφορετικών παρόχων, δίνουν την ερμηνεία ότι οι αξιολογήσεις ποικίλλουν λόγω της απόκλισης πεδίου, βαρύτητας και μέτρησης. Έτσι εξηγείται, περισσότερο από το 50% των διαφορών ESG. Αυτές οι διαφορές στις μετρήσεων καθιστούν δύσκολο τον εντοπισμό από τους επενδυτές, των εταιρειών που υπερτερούν και εκείνων που υστερούν (OECD, 2020).

Οι Gibson *et al.* (2019) ασχολήθηκαν με τη διαφωνία μεταξύ των μεγάλων παρόχων αξιολόγησης ESG και τις αποδόσεις των μετοχών. Βρήκαν αρνητική συσχέτιση μεταξύ της διασποράς των αξιολογήσεων ESG και των αποδόσεων των μετοχών, που σημαίνει ότι η μεγαλύτερη διαφωνία μεταξύ των παρόχων έχει ως αποτέλεσμα υπερτίμηση των μετοχών και επομένως χαμηλότερες συνολικές αποδόσεις.

Άλλοι επικριτές αμφισβήτησαν την εγκυρότητα των αξιολογήσεων ESG, με μελέτες που τεκμηριώνουν διαφορές στον τρόπο με τον οποίο οι διαφορετικοί SRA's αντιλαμβάνονται τα E, S και G, και τη βαρύτητα τους, για τη συγκέντρωση των βαθμολογιών (για παράδειγμα Chatterji *et al.*, 2016, Semenova και Hassel, 2015).

Η έρευνα της State Street Global Advisors (SSGA, 2019, σ. 2), προσδιόρισε μια συσχέτιση μόνο 0,53 μεταξύ των βαθμολογιών MSCI και Sustainalytics, δύο από τους πιο συχνά χρησιμοποιούμενους παρόχους, που σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις εταιρειών τους είναι συνεπείς μόνο για περίπου τις μισές εταιρείες, όπως φαίνεται στον Πίνακα 2.7.

Πίνακας 2.7 Συσχέτιση Βαθμολογιών Παρόχων Αξιολόγησης

	Sustainalytics	MSCI
Sustainalytics	1	0,53
MSCI		1

Πηγή: SSGA (2019), σ. 2 και Ιδία Επεξεργασία

Οι Tang *et al.* (2020) δείχνουν ότι οι εταιρείες που συνδέονται με το MSCI μέσω θεσμικής ιδιοκτησίας λαμβάνουν υψηλότερες βαθμολογίες ESG. Ανησυχίες εκφράστηκαν επίσης στη Συμβουλευτική Επιτροπή Διαχείρισης Περιουσιακών Στοιχείων του SEC, όπου τα μέλη εξέφρασαν την άποψη ότι «οι βαθμολογίες ESG δεν πάνε πολύ πίσω στην ιστορία και συχνά συμπληρώνονται [...]».(Berg *et al.*, 2021, σ. 1-2)

Οι θεμελιώδεις κριτικές επικεντρώθηκαν στον τρόπο με τον οποίο οι αξιολογήσεις επιδιώκουν να ορίσουν, να πολιτογραφήσουν ή να επιβάλουν ένα κοινό πλαίσιο για τη μέτρηση της κοινωνικής και περιβαλλοντικής ευθύνης (Chelli και Gendron, 2013). Εκτός από ουδέτερα, τέτοια πλαίσια αξιολόγησης μπορούν να ερμηνευθούν ως κοινωνικές και εμπορικές κατασκευές, με διαφορετικές SRA's να επιδιώκουν σκόπιμα να διαφοροποιήσουν την προσφορά αξιολογήσεων τους από αυτές των ανταγωνιστών (Eccles και Strohle 2018). Τέτοιες παρατηρήσεις εγείρουν ηθικά ερωτήματα σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο η επίδοση ESG των επιχειρήσεων ορίζεται, μετράται και πλαισιώνεται από μεσάζοντες που είναι κατά κύριο λόγο προσανατολισμένοι στο κέρδος.

Ο Power (1997) επισήμανε ότι ο αυξανόμενος ρόλος των αξιολογήσεων ESG αποτελεί συστατικό μιας ευρύτερης τάσης προς μια «κοινωνία ελέγχου» όπου «οι αρχές και οι τεχνικές της λογιστικής και της οικονομικής διαχείρισης εφαρμόζονται στη διακυβέρνηση ανθρώπων και οργανισμών» (Shore και Wright, 2015, σ. 24).

Τα στοιχεία έρευνας από τους Amel-Zadeh και Serafeim (2018) δείχνουν ότι το 82% των επαγγελματιών επενδύσεων χρησιμοποιούν πληροφορίες ESG στην επενδυτική διαδικασία, αλλά το 26,4% δηλώνει έλλειψη αξιοπιστίας των κριτηρίων ESG.

2.8.7 Προηγμένη Τεχνολογία για πιο Ουσιαστική Πληροφόρηση

Με δεδομένο ότι οι διαδικασίες αξιολόγησης αντιπροσωπεύουν μια επείγουσα πρόκληση, η προηγμένη τεχνολογία, συμπεριλαμβανομένης της τεχνητής νοημοσύνης (AI) και των εναλλακτικών τεχνικών εξαγωγής δεδομένων, συμβάλλουν στην ελαχιστοποίηση της εξάρτησής από την εθελοντική αποκάλυψη και τις αξιολογήσεις.

Σύμφωνα με τους Hughes *et al.*, (2021), η τεχνητή νοημοσύνη έχει τη δυνατότητα να συνεισφέρει στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα, ιδιαίτερα προς την κατεύθυνση επενδύσεων ESG.

Οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, διερευνούν τρόπους με τους οποίους μπορούν να χρησιμοποιήσουν την τεχνητή νοημοσύνη και τα «μεγάλα δεδομένα» (Big Data) για τη βελτίωση των επενδυτικών αποφάσεων περιορίζοντας την υποκειμενικότητα και τη γνωστική προκατάληψη που πηγάζει συχνά από την ανθρωποκεντρική ανάλυση.

Εναλλακτικοί πάροχοι αξιολογήσεων ESG έχουν ξεκινήσει τη δημιουργία αξιολογήσεων με βάση την τεχνητή νοημοσύνη που παρέχουν μια πιο αντικειμενική, εξωτερική προοπτική των επιδόσεων βιωσιμότητας των εταιρειών. Χρησιμοποιούν επεξεργασία φυσικής γλώσσας (Natural Language Processing-NLP) για τη σύνθεση τεράστιων ποσοτήτων αδόμητων δεδομένων από διαδικτυακά μέσα, για να εξάγουν το δημόσιο αίσθημα για μια εταιρεία μέσω αυτόματης σύνοψης, σχέσης εξαγωγής και ανάλυσης συναισθήματος που κρίνει αποτελεσματικά τι πιστεύει ο κόσμος για την εταιρεία.

Η μηχανική μάθηση εφαρμόζεται σε βιώσιμες επενδύσεις για να δοθεί δομή σε μη δομημένα σύνολα δεδομένων. Για παράδειγμα, οι Bala *et al.*, (2015) περιέγραψαν πώς η τεχνητή νοημοσύνη μπορεί να εκχωρήσει με επιτυχία ποσοτικές τιμές σε ποιοτικά δεδομένα που βασίζονται σε γνωστικές υπολογιστικές διαδικασίες.

2.9 Κριτήρια, Δείκτες & Μετρήσεις ESG στα Χρηματιστήρια (Παράδειγμα Nasdaq & Athex)

Η υποστηριζόμενη από τα Ηνωμένα Έθνη, Πρωτοβουλία για Βιώσιμα Χρηματιστήρια (SSE) ξεκίνησε το 2009, για να συμμετάσχει σε έναν διάλογο με τα χρηματιστήρια σχετικά με τον τρόπο προώθησης καλύτερων αγορών μέσω βιώσιμων επιχειρηματικών πρακτικών. Η αποστολή του SSE είναι να παρέχει μια παγκόσμια πλατφόρμα για τη διερεύνηση του τρόπου ανταλλαγής (exchanges), σε συνεργασία με επενδυτές, εταιρείες (εκδότες), ρυθμιστικές αρχές, φορείς χάραξης πολιτικής και σχετικούς διεθνείς οργανισμούς, ώστε να βελτιώσουν τις

επιδόσεις σε θέματα περιβαλλοντικής, κοινωνικής και εταιρικής διακυβέρνησης και να ενθαρρύνουν τις βιώσιμες επενδύσεις, συμπεριλαμβανομένης της χρηματοδότησης των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης του ΟΗΕ.

Στόχος της Πρωτοβουλίας είναι όλα τα χρηματιστήρια να παρέχουν στις εισηγμένες εταιρείες καθοδήγηση σχετικά με την υποβολή εκθέσεων βιωσιμότητας. Η SSE έχει αναπτύξει ένα «Μοντέλο Καθοδήγησης», ως εθελοντικό εργαλείο για την καθοδήγηση των εκδοτών σχετικά με την αναφορά ESG. Το έγγραφο καθοδήγησης προσδιορίζει κοινές πρακτικές όπως υιοθέτηση υφιστάμενων διαδικασιών υποβολής εκθέσεων σύμφωνα με τις προσδοκίες των επενδυτών και των ενδιαφερομένων και λαμβάνοντας υπόψη εθνικούς νόμους, οι οποίοι μπορεί ήδη να απαιτούν αποκάλυψη ουσιωδών πληροφοριών.

Το 2015, λιγότερο από το 10% των χρηματιστηρίων σε όλο τον κόσμο παρείχαν στην αγορά τους, καθοδήγηση σχετικά με την αναφορά περιβαλλοντικών, κοινωνικών και εταιρικής διακυβέρνησης πληροφοριών (ESG). Η γραπτή καθοδήγηση ESG, παρέχει πληροφορίες για το τι και πως μπορεί να μετρηθεί.




2.6.1 Nasdaq

Το χρηματιστήριο Nasdaq είναι από τα μεγαλύτερα του κόσμου. Με την κυκλοφορία της τελευταίας υπηρεσίας δεδομένων ESG, Nasdaq ESG Footprint, το Nasdaq δίνει πλέον τη δυνατότητα στους θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές να κατανοήσουν καλύτερα τον βιώσιμο αντίκτυπο των παγκόσμιων χαρτοφυλακίων τους.³²

Οι 30 δείκτες και τα κριτήρια που χρησιμοποιεί για κάθε παράγοντα ESG εμφανίζονται στο Πίνακα 2.8.

³² <https://www.nasdaq.com/solutions/esg-footprint> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022)

Πίνακας 2.8 Δείκτες και Κριτήρια Παραγόντων ESG, Nasdaq

 Environmental (E)	 Social (S)	 Corporate Governance (G)
E1. GHG Emissions E2. Emissions Intensity E3. Energy Usage E4. Energy Intensity E5. Energy Mix E6. Water Usage E7. Environmental Operations E8. Climate Oversight / Board E9. Climate Oversight / Management E10. Climate Risk Mitigation	S1. CEO Pay Ratio S2. Gender Pay Ratio S3. Employee Turnover S4. Gender Diversity S5. Temporary Worker Ratio S6. Non-Discrimination S7. Injury Rate S8. Global Health & Safety S9. Child & Forced Labor S10. Human Rights	G1. Board Diversity G2. Board Independence G3. Incentivized Pay G4. Collective Bargaining G5. Supplier Code of Conduct G6. Ethics & Anti-Corruption G7. Data Privacy G8. ESG Reporting G9. Disclosure Practices G10. External Assurance

Πηγή: Nasdaq, (2019), σ. 13

Ο Δείκτης, για παράδειγμα, S20 αφορά τον παράγοντα: Κοινωνία και το κριτήριο είναι: Ανθρώπινα Δικαιώματα.

Οι εταιρείες μπορούν να επιλέξουν να αναφέρουν οποιοσδήποτε ή όλες τις μετρήσεις, για τα κριτήρια και υπο-κριτήρια που αναφέρει ο οδηγός, χρησιμοποιώντας μια λογική "απάντηση ή εξήγηση". Εάν κάτι παραλείπεται, με σχολιασμό σχολίων εξηγούνται οι λόγοι (για παράδειγμα "άσημο").

Ακολουθεί ο Πίνακας 2.9 ως παράδειγμα για τη μέτρηση, τι μετριέται, γιατί και πως μετριέται, γιατί και πως αποκαλύπτεται, με ποια πλαίσια συνδέεται, σε τι ποσοστό υπάρχει στις εταιρικές αναφορές και τέλος σημειώσεις και πηγές.

Πίνακας 2.9 Παράδειγμα Δείκτη, Nasdaq

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	ΥΠΟ-ΚΡΙΤΗΡΙΟ	ΤΙ ΜΕΤΡΙΕΤΑΙ	ΓΙΑΤΙ ΜΕΤΡΙΕΤΑΙ	ΠΩΣ ΜΕΤΡΙΕΤΑΙ	ΓΙΑΤΙ ΑΠΟΚΑΛΥΠΤΕΤΑΙ	ΠΩΣ ΑΠΟΚΑΛΥΠΤΕΤΑΙ	ΣΥΝΔΕΣΗ ΜΕ ΠΛΑΙΣΙΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΑΝΑΦΟΡΩΝ	ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ & ΠΗΓΕΣ
S5. Αναλογία προσωρινών εργαζομένων	S5.1	Ποσοστό: Συνολικός αριθμός προσωπικού της επιχείρησης που κατέχεται από υπαλλήλους μερικής απασχόλησης	Αυτή η αναλογία παρέχει πολύτιμες πληροφορίες για τη στρατηγική και τη διαχείριση του ανθρώπινου κεφαλαίου, σχετικά με ορισμένες δομές απασχόλησης	Ποσοστό θέσεων πλήρους απασχόλησης (ή ισοδύναμου) που κατέχουν μη παραδοσιακοί εργαζόμενοι στην αλυσίδα αξίας	Η κατανομή του εργατικού δυναμικού ανά τύπο απασχόλησης δείχνει πώς ο οργανισμός δομεί τους ανθρώπινους πόρους για την υλοποίηση της συνολικής στρατηγικής του. Παρέχει επίσης μια εικόνα για το επιχειρηματικό μοντέλο του οργανισμού, και προσφέρει μια ένδειξη της σταθερότητας της εργασίας και του επιπέδου των παροχών που προσφέρει ο οργανισμός. [GRI]	Ως αριθμός, με τάση με την πάροδο του χρόνου (και σε σύγκριση με τους ιστορικούς μέσους όρους και τους μέσους όρους της βιομηχανίας, αν είναι δυνατόν)	•GRI: 102-8 • UNGC: Principle 6	N/A	Δείτε επίσης: Guidelines for Multinational Enterprises [OECD, 2011]
	S5.2	Ποσοστό: Συνολικός αριθμός προσωπικού της επιχείρησης που κατέχεται από εργολάβους ή/και συμβούλους	ανθρώπινου κεφαλαίου, σχετικά με ορισμένες δομές απασχόλησης						

Πηγή: Nasdaq, (2019), σ.21 και Ιδία Επεξεργασία

2.6.2 Athex

Το Χρηματιστήριο Αθηνών για την αξιολόγηση εταιρειών που συμμετέχουν στον Δείκτη ATHEX ESG χρησιμοποιεί μελέτη του «Εργαστηρίου Επενδυτικών Εφαρμογών» του Ε.Κ.ΠΑ. Σκοπός είναι η διερεύνηση του βαθμού υιοθέτησης από πλευράς εισηγμένων εταιρειών των ESG δράσεων, όπως αυτές αναφέρονται στα δημοσιευμένα στοιχεία μη χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και τυποποιούνται σύμφωνα με τον «Οδηγό Δημοσιοποίησης ESG Πληροφοριών» του Χ.Α.

Τα κριτήρια καταλληλότητας μιας εταιρείας που συμμετέχει στον Δείκτη ATHEX ESG είναι: Εταιρείες εισηγμένες στη Κύρια Αγορά του Χ.Α., Ελάχιστη Ευρεία Διασπορά (free float) μεγαλύτερη από 15% και Βαθμολογία ESG μεγαλύτερη ή ίση από 0.30

Οι 60 πρώτες εταιρείες της κατάταξης συμμετέχουν στη σύνθεση του δείκτη με ποσοστό συμμετοχής που δεν πρέπει να ξεπερνάει το 10% της αξίας του χαρτοφυλακίου του δείκτη (capping process).

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οι προτεινόμενοι Δείκτες ESG ταξινομούνται σε γενικούς δείκτες (που αφορούν το σύνολο της οικονομίας) και κλαδικούς δείκτες. Οι 17 γενικοί δείκτες διακρίνονται σε βασικούς με διακριτικό το C και 14 προηγμένους με διακριτικό το A. Η ανάπτυξη 21 κλαδικών δεικτών, με διακριτικό SS, βασίστηκε σε πρότυπα όπως το SASB και αποσκοπεί στο να βοηθηθούν οι ελληνικές εισηγμένες εταιρείες στην κατανόηση των ζητημάτων *«που θεωρούνται στρατηγικής σημασίας για τον κλάδο τους και πως αν βελτιώσουν την προσέγγιση διαχείρισής τους και την επίδοσή τους στα εν λόγω θέματα είναι πιθανό να επιτύχουν καλύτερη χρηματοοικονομική επίδοση.»* (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022, σ. 18), (Πίνακας 2.10). Οι Βασικοί δείκτες είναι δείκτες που η δημοσιοποίησή τους συνιστάται σε όλες τις εταιρείες. Οι Προηγμένοι δείκτες εστιάζουν στην επίδοση σε πιο σύνθετα θέματα ESG. Για παράδειγμα ο Δείκτης SS-E3 είναι προηγμένος δείκτης, αφορά το περιβάλλον, αποτελεί τον τρίτο δείκτη του περιβάλλοντος και η ονομασία του σύμφωνα με τον Οδηγό είναι η κατανάλωση νερού (σ. 49). Οι οδηγίες που δίνονται αφορούν τον ορισμό, τον τρόπο μέτρησης, τι μετριέται, τον τύπο υπολογισμού, πλαίσια αναφοράς, πρότυπα και νομοθεσία και τέλος ποιους κλάδους αφορά, όπως παρουσιάζονται στον Πίνακα 2.11.

Πίνακας 2.10 Βασικοί, Προηγμένοι και κλαδικών Δεικτών, Athex ESG

Κατηγοριοποίηση ESG	ID	Ονομασία Δείκτη	Κατηγοριοποίηση ESG	ID	Ονομασία Δείκτη	Κατηγοριοποίηση ESG	ID	Ονομασία Δείκτη
Περιβάλλον	A-E1	Άλλες έμμεσες εκπομπές (Score 3)	Περιβάλλον	C-E1	Άμεσες εκπομπές (Score 1)	Περιβάλλον	SS-E1	Στρατηγική διαχείρισης εκπομπών
	A-E2	Κίνδυνοι και ευκαιρίες από την κλιματική αλλαγή		C-E2	Έμμεσες εκπομπές (Score 2)		SS-E2	Εκπομπές ατμοσφαιρικών ρύπων
	A-E3	Διαχείριση αποβλήτων		C-E3	Ενεργειακή κατανάλωση και παραγωγή		SS-E3	Κατανάλωση νερού
	A-E4	Απόρριψη λυμάτων	Κοινωνία	C-S1	Συμμετοχή ενδιαφερόμενων μερών		SS-E4	Διαχείριση νερού
	A-E5	Περιοχές ευαίσθητης βιοποικιλότητας		C-S2	Γυναίκες εργαζόμενες		SS-E5	Περιβαλλοντικές επιπτώσεις συσκευασιών
Κοινωνία	A-S1	Βιώσιμη οικονομική δραστηριότητα		C-S3	Γυναίκες εργαζόμενες σε διευθυντικές θέσεις		SS-E6	Ακυρώσεις και καθυστερήσεις εργασιών
	A-S2	Δαπάνες κατάρτισης εργαζομένων		C-S4	Κινητικότητα προσωπικού		SS-E7	Κρίσιμες πρώτες ύλες
	A-S3	Μισθολογική διαφορά μεταξύ των δύο φύλων		C-S5	Κατάρτιση εργαζομένων		SS-E8	Χημικές ουσίες σε προϊόντα
	A-S4	Αναλογία αμοιβής διευθύνοντος συμβούλου - εργαζομένων	C-S6	Πολιτική ανθρωπίνων δικαιωμάτων	Κοινωνία	SS-S1	Ποιότητα και ασφάλεια προϊόντων	
Εταιρική Διακυβέρνηση	A-G1	Επιχειρηματικό μοντέλο	C-S7	Συλλογικές συμβάσεις εργασίας		SS-S2	Απόρρητο πελατών	
	A-G2	Παραβιάσεις επιχειρηματικής δεοντολογίας	C-S8	Αξιολόγηση προμηθευτών		SS-S3	Νομικά αιτήματα για δεδομένα χρηστών	
	A-G3	Στόχοι ESG	Εταιρική Διακυβέρνηση	C-G1		Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου	SS-S4	Παραβιάσεις εργατικού δικαίου
	A-G4	Μεταβλητές αμοιβές		C-G2		Εποπτεία βιώσιμης ανάπτυξης	SS-S5	Πρόστιμα παραβίασης ασφάλειας δεδομένων και απορρήτου
	A-G5	Εξωτερική διασφάλιση		C-G3	Ουσιαστικά θέματα	SS-S6	Επίδοση σε θέματα υγείας και ασφάλειας	
Εταιρική Διακυβέρνηση	A-G1	Επιχειρηματικό μοντέλο		C-G4	Πολιτική βιωσιμότητας	SS-S7	Πρακτικές μάρκετινγκ	
	A-G2	Παραβιάσεις επιχειρηματικής δεοντολογίας		C-G5	Πολιτική επιχειρηματικής δεοντολογίας	SS-S8	Ικανοποίηση πελατών	
	A-G3	Στόχοι ESG	C-G6	Πολιτική ασφάλειας δεδομένων	SS-S9	Μηχανισμός διαχείρισης παραπόνων πελατών		
	A-G4	Μεταβλητές αμοιβές	Εταιρική Διακυβέρνηση	SS-G1	Πολιτική καταγγελίας δυσλειτουργιών	SS-S10	Ενσωμάτωση παραγόντων ESG στις επιχειρηματικές δραστηριότητες	
	A-G5	Εξωτερική διασφάλιση		SS-G2	Διαχείριση κρίσιμων κινδύνων	Εταιρική Διακυβέρνηση	SS-G3	Διαχείριση συστηματικών κινδύνων
Εταιρική Διακυβέρνηση	A-G1	Επιχειρηματικό μοντέλο		SS-G3	Διαχείριση συστηματικών κινδύνων			
	A-G2	Παραβιάσεις επιχειρηματικής δεοντολογίας						
	A-G3	Στόχοι ESG						
	A-G4	Μεταβλητές αμοιβές						
	A-G5	Εξωτερική διασφάλιση						

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών (2022)

Πίνακας 2.11 Παράδειγμα Δείκτη, Athex ESG

ΔΕΙΚΤΗΣ	ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΔΕΙΚΤΗ	ΟΡΙΣΜΟΣ	ΤΡΟΠΟΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ	ΤΥΠΟΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ	ΣΧΕΤΙΚΑ ΠΛΑΙΣΙΑ, ΠΡΟΤΥΠΑ ΚΑΙ ΝΟΜΟΘΕΣΙΣ	ΚΛΑΔΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ
SS-E3	Κατανάλωση νερού	Ως κατανάλωση νερού ορίζεται ο συνολικός όγκος νερού που χρησιμοποιείται από μια εταιρεία και δεν επιστρέφεται στην αρχική υδάτινη πηγή μετά την άντλησή του	<p>Ο δείκτης SS-E3 απαιτεί από την εταιρεία να δημοσιοποιεί:— Το συνολικό όγκο νερού που αντλήθηκε για κατανάλωση από την εταιρεία ανά πηγή, σε m3 . — Το συνολικό όγκο νερού που καταναλώθηκε από την εταιρεία, σε m3 . — Τη συνολική ποσότητα νερού που ανακυκλώθηκε, σε ποσοστό (%)</p> <p>Οι πηγές άντλησης υδάτων μπορούν να είναι: — Επιφανειακά ύδατα, συμπεριλαμβανομένων υδάτων από υγράτοπους, ποτάμια, λίμνες και ωκεανούς — Υπόγεια ύδατα — Όμβρια ύδατα που συλλέγονται απευθείας και αποθηκεύονται από την εταιρεία — Λύματα από άλλη εταιρεία — Δημοτικά ύδατα ή άλλα δημόσια ή ιδιωτικά δίκτυα ύδρευσης.</p>	<p>Ο τύπος για τον υπολογισμό του συνολικού όγκου νερού που καταναλώνεται από την εταιρεία είναι ο εξής: Κατανάλωση νερού m3 = Συνολικός όγκος νερού που αντλείται – Συνολικός όγκος νερού που απορρίπτεται Ο τύπος για τον υπολογισμό του ποσοστού της συνολικής ποσότητας ανακυκλωμένου νερού είναι ο εξής: % ανακυκλωμένου νερού= Συνολικός όγκος νερού που ανακυκλώθηκε και επαναχρησιμοποιήθηκε Συνολικός όγκος νερού που αντλήθηκε Οι μεθοδολογίες, οι παραδοχές και τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται στους υπολογισμούς πρέπει να δημοσιοποιούνται.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • GRI 303-1 • GRI 303-3 • GRI 303-5, • SASB • CDP 	<p>Επεξεργασία εκχυλισμάτων και ορυκτών, Τρόφιμα και ποτά</p>

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών (2022), σ. 49 και Ιδία Επεξεργασία

Τα στοιχεία που δημοσιεύονται μπορεί να είναι μετρήσιμα και συνεπώς ποσοτικά ή μπορεί να είναι ποιοτικά. Για παράδειγμα ο Δείκτης S6 του Οδηγού Nasdaq αφορά τη Μη-Διάκριση. Οι εταιρείες δημιουργούν, δημοσιεύουν και ενημερώνουν περιοδικά ένα έγγραφο πολιτικής που καλύπτει αυτό το θέμα, και αποκαλύπτεται ως κείμενο, με κατάλληλους συνδέσμους προς δημόσιο περιεχόμενο. Παρομοίως, ο Δείκτης C-S6 του Ελληνικού Οδηγού Δημοσιοποίησης αφορά την πολιτική Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων και ο τρόπος μέτρησης *«απαιτεί από την εταιρεία να δημοσιοποιεί αν διατηρεί πολιτική ανθρωπίνων δικαιωμάτων.»* (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022, σ. 29). Σε κάθε περίπτωση οι πληροφορίες που δίνονται πρέπει να είναι συγκρίσιμες.

Η συμπερίληψη δεικτών απόδοσης, ποσοτικοποιήσιμων στόχων και εξωτερικής επαλήθευσης στις εκθέσεις ESG βοηθά τα ενδιαφερόμενα μέρη να εμπιστεύονται τους οργανισμούς, ώστε να εκπληρώσουν τις δηλωμένες φιλοδοξίες τους για βιωσιμότητα. Χωρίς αυτά τα μέτρα, οι εταιρείες κινδυνεύουν να θεωρηθούν ότι παρουσιάζουν όγκο έναντι ουσίας, ότι κάνουν «greenwashing» και απλώς μιλούν για θέματα ESG.

2.10 Ταξινόμηση Σύγχρονων Βιώσιμων Επενδύσεων

Το GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE-GSIA (2020, σ. 10-11) και το New York Stock Exchange (NYSE) ESG Guidance³³, σύμφωνα με το Responsible Investment Strategies³⁴ του Eurosif και το What is responsible investment?³⁵ του UNPRI, κατηγοριοποιούν τις σύγχρονες βιώσιμες επενδύσεις ως εξής:

- **Αρνητικός/ exclusionary screening:** Ο αποκλεισμός εταιρειών, τομέων ή χωρών από το επιτρεπόμενο επενδυτικό σύμπαν, εάν εμπλέκονται σε ορισμένες δραστηριότητες π.χ. αμφιλεγόμενα όπλα, παραβιάσεις των ανθρωπίνων δικαιωμάτων κ.λ.π.
- **Θετικός/“best in class” screening:** : Επιλογή εταιρειών από ένα καθορισμένο επενδυτικό σύμπαν, με βάση τη σχετική απόδοση τους σε θέματα ESG.
- **Έλεγχος βάσει προτύπων/Norms based screening:** Έλεγχος επενδύσεων σύμφωνα με τη συμμόρφωσή τους με διεθνή πρότυπα και κανόνες π.χ. το Οικουμενικό Σύμφωνο των Ηνωμένων Εθνών.

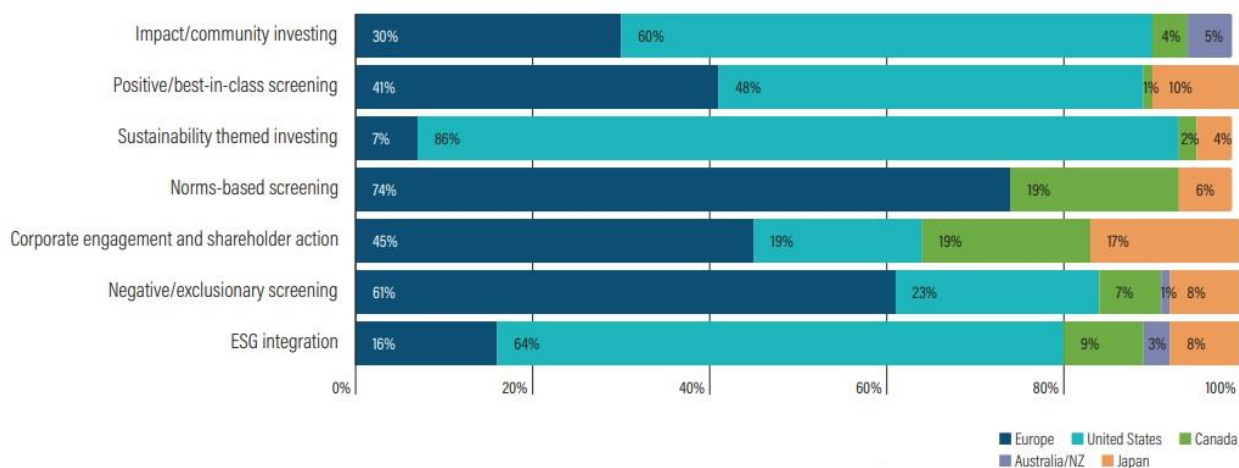
³³ <https://www.nyse.com/esg-guidance#footnotes> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

³⁴ <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

³⁵ <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

- **Ενσωμάτωση ESG /ESG integration:** Η ρητή ενσωμάτωση κινδύνων και ευκαιριών ESG στην παραδοσιακή χρηματοοικονομική ανάλυση και επενδυτικές αποφάσεις.
- **Επένδυση με θέμα τη βιωσιμότητα/ Sustainability themed investing:** Επένδυση με ιδιαίτερη έμφαση σε ένα ή περισσότερα θέματα αειφόρου ανάπτυξης π.χ. ισότητα των φύλων ή κλιματική αλλαγή.
- **Αντίκτυπος επένδυσης/ Impact investing:** Η επιθυμία να επιτευχθεί θετικός περιβαλλοντικός και κοινωνικός αντίκτυπος εκτός από την οικονομική απόδοση.
- **Εταιρική δέσμευση και δράση μετόχων/ Corporate engagement and shareholder action:** Επένδυση για τη διευκόλυνση της δέσμευσης με τη διοίκηση της εταιρείας σε θέματα ESG. Ψηφοφορία ή πρόταση αποφάσεων μετόχων που συνδέονται με το ESG.

Σύμφωνα με GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE-GSIA (2020) τα μερίδια, πέντε περιοχών ανά στρατηγική, στην παγκόσμια χρήση στρατηγικών βιώσιμων επενδύσεων το 2020 απεικονίζεται στο Διάγραμμα 2.10



Πηγή: GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE-GSIA (2020) σ. 12

Διάγραμμα 2.10 Μερίδια περιοχών στην παγκόσμια χρήση στρατηγικών βιώσιμων επενδύσεων, 2020

2.11 Ανακεφαλαίωση

Στο Δεύτερο Κεφάλαιο, παρουσιάστηκε η εισαγωγή του ESG στην παγκόσμια κοινότητα και η καθιέρωσή του μέσω της θεσμοθέτησής του. Οι παράγοντες ESG, εμφανίστηκαν το 2006, μετά από πρωτοβουλία των Ηνωμένων Εθνών και επενδυτών και αργότερα υποστηρίχτηκαν από τους ΣΒΑ. Παράλληλα, η εμφάνιση νέων κινδύνων και νέων ευκαιριών, ενσωμάτωσε στον όρο έναν πρακτικό σκοπό ύπαρξης.

Η σύνθεση του ακρωνυμίου ESG, περιλαμβάνει περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς παράγοντες και παράγοντες διακυβέρνησης, από τους οποίους εξάγονται μετρήσιμα ποσοτικά ή ποιοτικά κριτήρια. Ο επενδυτικός σκοπός της δημιουργίας των κριτηρίων ήταν η διευκόλυνση που παρείχαν στη σύγκριση των εταιρειών και σημαντικό χαρακτηριστικό της επιλογής τους η ουσιαστικότητά τους για τους ενδιαφερομένους.

Γύρω από τους παράγοντες ESG οικοδομήθηκε ένα πολυπληθές οικοσύστημα για την καθοδήγηση, γνωστοποίηση και αξιολόγηση των εταιρειών. Ωστόσο αυτή η προσπάθεια χωρίς σαφή κανονιστική πλαισίωση, ελλείπει συντονισμένων προτύπων και συνεπών δομών αναφοράς ουσιαστικά έφερε σύγχυση και φόβο για εξάπλωση «greenwashing». Οι οργανισμοί αξιολόγησης είχαν διαφορετική μεθοδολογία, ποσότητα και ποιότητα δεδομένων ενώ οι περισσότερες επιχειρήσεις αγωνίζονταν να οικοδομήσουν μια στρατηγική ESG. Αυτό δημιούργησε στους επενδυτές ένα κλίμα ελλείματος αξιοπιστίας. Η τεχνητή νοημοσύνη υπόσχεται να βοηθήσει προς την κατεύθυνση των επενδύσεων ESG.

Η αύξηση της δημοτικότητας του ESG οδήγησε σε ταξινόμηση των Βιώσιμων Επενδύσεων σε μια ευρεία βάση με παλαιά και νέα χαρακτηριστικά. Η εισαγωγή των παραγόντων ESG μπορούσε να χαρακτηριστεί ως μια αισιόδοξη υπόσχεση μακροπρόθεσμης αξίας για επιχειρήσεις και επενδυτές, ωστόσο η ανάγκη για κοινή κατευθυντήρια γραμμή ESG ήταν ορατή πριν το 2020.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Ο Ρόλος του ESG στις Επενδυτικές Αποφάσεις πριν την Πανδημία Covid-19

3.1 Εισαγωγή

Σύμφωνα με το γνωστό επενδυτή Warren Buffet, επένδυση είναι το «να βάλεις χρήματα τώρα για να πάρεις περισσότερα χρήματα πίσω, στο μέλλον».³⁶ Κατά αυτή την έννοια, προτεραιότητα της ακαδημαϊκής μελέτης είναι η έρευνα του κατά πόσο μια επένδυση/χαρτοφυλάκιο, εξυπηρετεί το σκοπό της/του με την υιοθέτηση των παραγόντων ESG. Η έρευνα περιλαμβάνει εξέταση της απόδοσης, της αντιμετώπισης κινδύνων, του κόστους κεφαλαίου, της λειτουργικής αποτελεσματικότητας κ.α.

Η εξέλιξη της συζήτησης γύρω από το επενδυτικό ενδιαφέρον για τους παράγοντες ESG στρέφεται στον τρόπο που οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τους παράγοντες, στο πως τους ενσωματώνουν στις επενδυτικές αποφάσεις και τι τους ενδιαφέρει. Τα στοιχεία για τις ηλικίες, γνώσεις, απόψεις και αντιλήψεις των επενδυτών προέρχονται από ποσοτικές, συνήθως, πρωτογενείς έρευνες, που γίνονται με δομημένα ερωτηματολόγια ή συνεντεύξεις για τη συγκέντρωση πληροφοριών.

Στο Τρίτο Κεφάλαιο, αρχικά για την διερεύνηση των ευρημάτων της ακαδημαϊκής έρευνας, γίνεται αναφορά σε ευρήματα συστηματικών ανασκοπήσεων που δημοσιεύτηκαν το 2015. Για το διάστημα από το 2015-τέλος 2019, γίνεται αναφορά σε ανεξάρτητες ακαδημαϊκές μελέτες. Τέλος παρουσιάζονται τα σημαντικά, για την παρούσα μελέτη, ευρήματα πρωτογενών ερευνών σε μεμονωμένους και θεσμικούς επενδυτές.

3.2 Συστηματική Ανασκόπηση & Μετα-Ανάλυση

Σύμφωνα με τους Stanley *et al.*, (2001, σ. 131), αν ένας αριθμός ανεξάρτητων μελετών έχει διεξαχθεί για ένα συγκεκριμένο θέμα, χρησιμοποιώντας διαφορετικά σύνολα δεδομένων και μεθόδων, τότε ο συνδυασμός των αποτελεσμάτων τους μπορεί να έχει περισσότερη και μεγαλύτερη επεξηγηματική δύναμη από την απλή καταγραφή των επιμέρους αποτελεσμάτων.

³⁶ <https://www.law.cornell.edu/wex/investor> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

3.2.1 Συστηματική Ανασκόπηση

Μια συστηματική ανασκόπηση είναι μια σύνοψη της βιβλιογραφίας που χρησιμοποιεί σαφείς και αναπαράξιμες μεθόδους για τη συστηματική αναζήτηση, κριτική αξιολόγηση και σύνθεση σε ένα συγκεκριμένο θέμα. Συνθέτει τα αποτελέσματα πολλαπλών πρωτογενών μελετών που σχετίζονται μεταξύ τους χρησιμοποιώντας επιστημονικές στρατηγικές που μειώνουν τις προκαταλήψεις και τα τυχαία σφάλματα (Cook *et al.*, 1997). Για το σκοπό αυτό, οι συστηματικές ανασκοπήσεις μπορεί να περιλαμβάνουν ή όχι μια στατιστική σύνθεση που ονομάζεται μετα-ανάλυση, ανάλογα με το αν οι μελέτες είναι αρκετά παρόμοιες, ώστε ο συνδυασμός των αποτελεσμάτων τους να έχει νόημα (Clarke, 2007).

Οι συστηματικές ανασκοπήσεις ονομάζονται συχνά επισκοπήσεις. Ο Sackett (1996) δίνει τους ορισμούς των δύο αυτών εννοιών:

Ανασκόπηση: Ο γενικός όρος για όλες τις προσπάθειες σύνθεσης των αποτελεσμάτων και των συμπερασμάτων δύο ή περισσότερων δημοσιεύσεων για ένα δεδομένο θέμα.

Επισκόπηση: Όταν μια ανασκόπηση προσπαθεί να αναγνωρίσει και να εντοπίσει ολοκληρωμένα, όλη τη βιβλιογραφία για ένα δεδομένο θέμα (ονομάζεται επίσης «συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση»).

3.2.2 Μετά-Ανάλυση

Ο Ramos (2014), ορίζει την μετα-ανάλυση ως μια στατιστική τεχνική για το συνδυασμό των ευρημάτων από ανεξάρτητες μελέτες που εξετάζουν το ίδιο ερευνητικό θέμα. Προσπαθεί να παρέχει ακριβή εκτίμηση της επίδρασης του υπό ανάλυση μέτρου σε ένα συγκεκριμένο αποτέλεσμα χρησιμοποιώντας δεδομένα από όλες τις σχετικές μελέτες, επαρκούς ποιότητας.

Το σκεπτικό για μια μετα-ανάλυση είναι ότι, με το συνδυασμό των δειγμάτων των επιμέρους μελετών, αυξάνεται το συνολικό μέγεθος του δείγματος, βελτιώνοντας έτσι τη στατιστική ισχύ της ανάλυσης καθώς και την ακρίβεια των εκτιμήσεων των αποτελεσμάτων (Akobeng, 2005, σ. 845-846).

Η μετα-ανάλυση αναπτύχθηκε αρχικά στην ιατρική. Οι Egger και Smith (1997) υποστηρίζουν ότι η πρώτη μετα-ανάλυση που αξιολογούσε την επίδραση μιας θεραπευτικής παρέμβασης δημοσιεύτηκε το 1955 και αφορούσε το εικονικό φάρμακο. Η ανάπτυξη πιο εξελιγμένων στατιστικών τεχνικών, ωστόσο, έλαβε χώρα στις κοινωνικές επιστήμες, ιδιαίτερα στην έρευνα για την εκπαίδευση, τη δεκαετία του 1970. Ο όρος μετα-ανάλυση επινοήθηκε το 1976 από τον ψυχολόγο Gene Glass ως μέθοδος για τη συστηματική ποσοτική περίληψη των

στοιχείων των εμπειρικών μελετών και αποτέλεσε αποδεκτή πρακτική για την αξιολόγηση πληθώρας αντικρουόμενων επιστημονικών στοιχείων. Ο Hunt (1997), αναφέρει χαρακτηριστικά ότι μετα-ανάλυση είναι το «*πώς η επιστήμη κάνει απολογισμό*».

Οι Neslon και Kennedy (2009), αναφέρουν ότι η εφαρμογή της μετα-ανάλυσης στα οικονομικά ξεκίνησε το 1989-1990 με τις μελέτες των Stanley και Jarrell (1989), Jarrell και Stanley (1990), Smith και Kaoru (1990a, 1990b), Walsh *et al.* (1989, 1990) και Weitzman και Kruse (1990).

Οι Stanley *et al.*, (2013), υποστηρίζουν ότι χωρίς συστηματικές, αμερόληπτες και αυστηρές περιλήψεις και αναλύσεις οι πραγματικές συνέπειες της έρευνας είναι πιθανό να παραμείνουν κρυφές και δεν θα μπορούμε να δούμε πώς ποικίλλουν οι βασικές παράμετροι.

Οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται στις μετα-αναλύσεις είναι εξειδικευμένες για τη συλλογή και ανάλυση δεδομένων που αναπτύχθηκαν ειδικά για τους σκοπούς της ερευνητικής σύνθεσης. Οι περισσότερες αναλύσεις στα οικονομικά χρησιμοποιούν μια τεχνική που αναφέρεται ως ανάλυση μετα-παλινδρόμησης (meta-regression analysis MRA) (Stanley και Jarrell 1989, Roberts 2005). Η πρακτική της ανάλυσης μετα-παλινδρόμησης, είναι η συστηματική ανασκόπηση και ποσοτική σύνθεση εμπειρικών οικονομικών στοιχείων για μια δεδομένη υπόθεση, φαινόμενο ή αποτέλεσμα και είναι ένας τύπος μετα-ανάλυσης που έχει σχεδιαστεί ρητά για ενσωμάτωση οικονομετρικών εκτιμήσεων.

Παράλληλα με την εκθετική αύξηση του αριθμού των δημοσιευμένων μετα-αναλύσεων (Stanley και Doucouliagos, 2012), έχει αυξηθεί και η ποικιλομορφία μεταξύ τους. Τα τελευταία χρόνια έχουν αναπτυχθεί πολλά νέα μοντέλα μετα-ανάλυσης, με ιδιαίτερη έμφαση στις προκαταλήψεις δημοσίευσης και εσφαλμένων προδιαγραφών. Ορισμένες μετα-αναλύσεις εξακολουθούν να βασίζονται μόνο σε μερικές δεκάδες παρατηρήσεις. Ωστόσο, συχνά συναντάμε αναλύσεις που χρησιμοποιούν χιλιάδες εκτιμήσεις και εκατοντάδες χιλιάδες σημεία δεδομένων.

3.3 Σχέση ESG και Κόστος Κεφαλαίου

Οι Clark *et al.*, (2015, σ. 26), έλεγξαν τα αποτελέσματα 29 μελετών σχετικά με τη σχέση βιωσιμότητας και εταιρικού κόστους κεφαλαίου. Τα συμπεράσματα που προέκυψαν είναι:

- Οι επιχειρήσεις με καλά πρότυπα βιωσιμότητας απολαμβάνουν σημαντικά χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου
- Τα ανώτερα πρότυπα βιωσιμότητας βελτιώνουν την πρόσβαση των εταιρειών σε κεφάλαιο.

Διαφοροποιώντας το κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και το κόστος του χρέους, τα συμπεράσματα είναι:

• **Κόστος χρέους:**

- Δομές καλής εταιρικής διακυβέρνησης (G) όπως μικρά και αποτελεσματικά συμβούλια και οι καλές πολιτικές γνωστοποίησης οδηγούν σε χαμηλότερο κόστος δανεισμού.
- Καλές πρακτικές περιβαλλοντικής διαχείρισης (E), όπως η εγκατάσταση μέτρων μείωσης της ρύπανσης και η αποφυγή των τοξικών εκλύσεων, μειώνει το κόστος του χρέους.
- Η ευημερία των εργαζομένων (S) μειώνει το κόστος δανεισμού μιας επιχείρησης.

• **Κόστος ιδίων κεφαλαίων:**

- Η ύπαρξη μέτρων κατά της εξαγοράς (G) αυξάνει το κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και αντίστροφα.
- Πρακτικές διαχείρισης περιβαλλοντικού κινδύνου (E) και γνωστοποίηση περιβαλλοντικών πολιτικές μειώνουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης.
- Οι καλές σχέσεις με τους εργαζόμενους (S) και η ασφάλεια των προϊόντων μειώνουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Συνολικά, 26 από τις 29 μελέτες (90%) βρίσκουν μια σχέση που υποδηλώνει μια μειωτική επίδραση των ανώτερων πρακτικών βιωσιμότητας στο κόστος κεφαλαίου.

3.4 Σχέση ESG και Λειτουργικής Απόδοσης

Η ανάλυση 51 μελετών των Clark *et al.*, (2015, σ. 33), της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας για τη σχέση μεταξύ βιωσιμότητας και λειτουργικής απόδοσης συνοψίζεται στα εξής:

- Οι μετα-μελέτες δείχνουν γενικά μια θετική συσχέτιση μεταξύ της βιωσιμότητας και λειτουργικής απόδοσης.
- Έρευνα σχετικά με τον αντίκτυπο των θεμάτων ESG στη λειτουργική απόδοση δείχνει θετική σχέση:
 - Όσον αφορά τη διακυβέρνηση (G), θέματα όπως η δομή του διοικητικού συμβουλίου, η αποζημίωση στελεχών, μηχανισμοί κατά της εξαγοράς και κίνητρα θεωρούνται ως το πιο σημαντικό.
 - Περιβαλλοντικά θέματα (E), όπως οι πρακτικές της εταιρικής περιβαλλοντικής διαχείρισης, η μείωση της ρύπανσης και η αποδοτικότητα των πόρων αναφέρονται ως τα πιο σχετικά με τη λειτουργική απόδοση.

- Κοινωνικοί παράγοντες όπως οι σχέσεις των εργαζομένων και οι καλές πρακτικές εργατικού δυναμικού έχουν μεγάλο αντίκτυπο στη λειτουργική απόδοση.

Από τις 51 μελέτες, οι 45 (88%) δείχνουν θετική συσχέτιση μεταξύ βιωσιμότητας και λειτουργικής απόδοσης.

3.5 Σχέση ESG και Χρηματοοικονομικής Απόδοσης

3.5.1 Μετά-Μελέτη Clark *et al.*, (2015)

Από την ανάλυση 41 μελετών των Clark *et al.*, (2015, σελ.42) , της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας για τη σχέση μεταξύ βιωσιμότητας και χρηματοπιστωτικής αγοράς προκύπτει:

- Ανώτερη ποιότητα βιωσιμότητας (σύμφωνα με τις βαθμολογίες) αποτιμάται από το χρηματιστήριο ως εξής: πιο βιώσιμες επιχειρήσεις γενικά ξεπερνούν τις λιγότερο βιώσιμες επιχειρήσεις.
- Οι μετοχές των καλά διοικούμενων εταιρειών (G) αποδίδουν καλύτερα από τις μετοχές των εταιρειών με κακή διοίκηση.
- Όσον αφορά την περιβαλλοντική διάσταση (E) της βιωσιμότητας, η εταιρική οικολογική απόδοση και η περιβαλλοντικά υπεύθυνη συμπεριφορά θεωρούνται ως οι σημαντικότεροι παράγοντες που οδηγούν σε ανώτερη χρηματιστηριακή απόδοση.
- Όσον αφορά την κοινωνική διάσταση (S), η βιβλιογραφία δείχνει ότι οι καλοί υπάλληλοι, οι σχέσεις και η ικανοποίηση των εργαζομένων συμβάλλουν στην καλύτερη χρηματιστηριακή τιμή.

Από τις 41 μελέτες, 33 (80%) τεκμηριώνουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ της καλής βιωσιμότητας και της ανώτερης απόδοσης της χρηματοοικονομικής αγοράς.

3.5.2 Ανασκόπηση Ακαδημαϊκής Έρευνας Friede *et al.*, (2015)

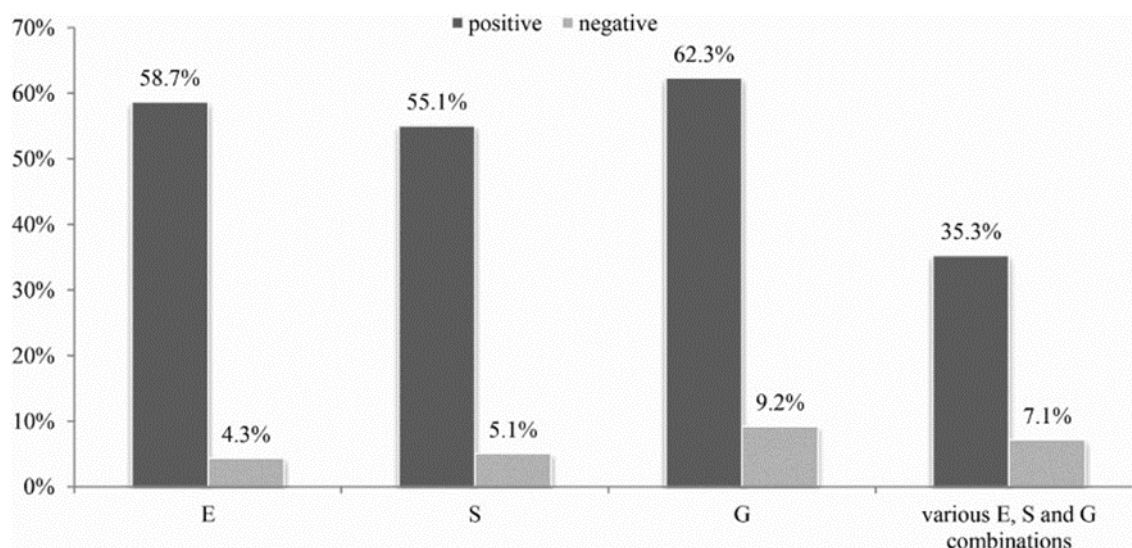
Η μελέτη των Friede *et al.*, (2015) συνδυάζει τα ευρήματα περίπου 2200 μεμονωμένων μελετών, καταμέτρησης ψήφων και μετα-αναλύσεων από το 1970-2015. Όταν το υπο-δείγμα προέρχεται από μελέτες καταμέτρησης ψήφων, η ανάλυση εστιάζει στην κατανομή των αποτελεσμάτων και όταν το υπο-δείγμα προέρχεται από μετα-αναλύσεις, η εστίαση είναι στην επίδραση των μεγεθών. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η επιχειρηματική υπόθεση για την ESG επένδυση είναι εμπειρικά πολύ καλά θεμελιωμένη.

Περίπου το 90% των μελετών βρίσκουν μια μη αρνητική σχέση ESG και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης (Corporate Financial Performance-CFP). Το πιο σημαντικό

είναι ότι η μεγάλη πλειοψηφία των μελετών αναφέρει σταθερά θετικά ευρήματα με την πάροδο του χρόνου. Τα αποτελέσματα λαμβάνονται από μελέτες χαρτοφυλακίου και μη χαρτοφυλακίου, περιοχών και κατηγοριών νέων περιουσιακών στοιχείων για επενδύσεις ESG, όπως αναδυόμενες αγορές, εταιρικά ομόλογα και πράσινα ακίνητα.

Ειδικότερα:

- Σε 1816 μελέτες καταμέτρησης ψήφων, τα θετικά ευρήματα στο δείγμα υπολογίζονται σε 47,9%. Στο 45,2 % όλων των αποτελεσμάτων, οδηγούν σε ουδέτερα (22,5%) ή μικτά ευρήματα (22,7%). Μόλις 6,9% όλων των μελετών που αναλύθηκαν εμφανίζουν αρνητική σχέση ESG-CFP (σ. 218). Η σχέση κάθε παράγοντα ξεχωριστά και σε συνδυασμό, με τη χρηματοοικονομική απόδοση παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 3.1, όπου ξεκάθαρα ο παράγοντας G υπερτερεί όλων των άλλων και ακολουθεί ο περιβαλλοντικός παράγοντας.



Πηγή: Friede *et al.*, (2015) σ. 223

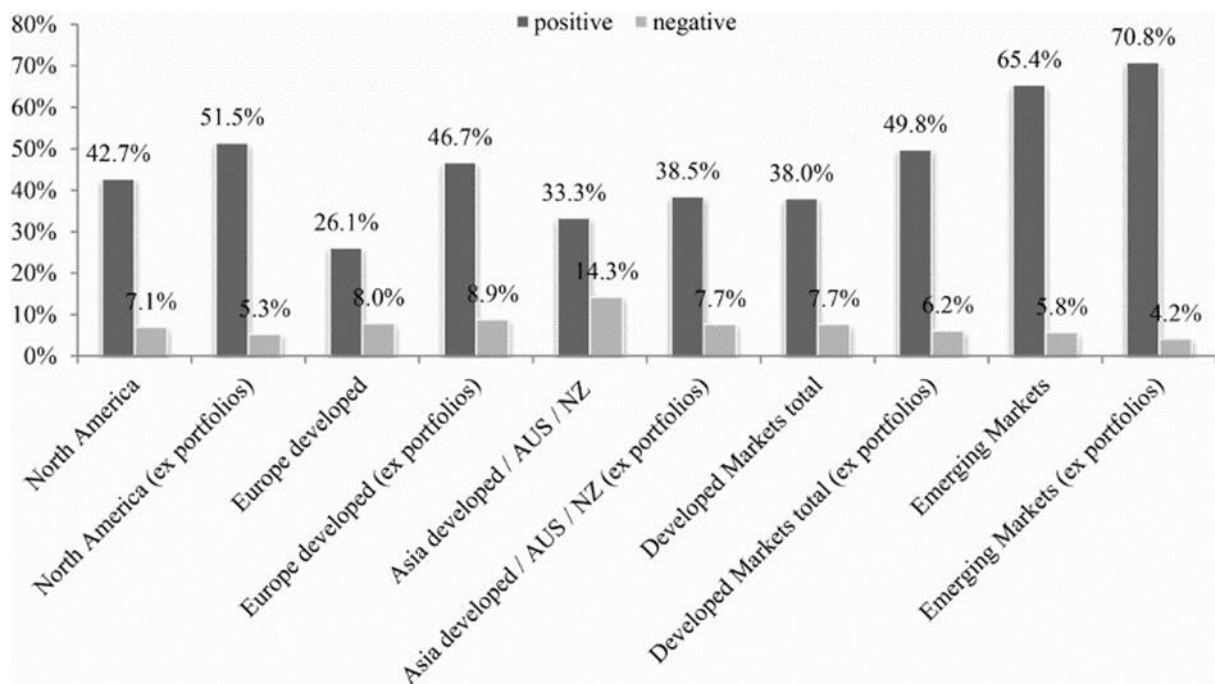
Διάγραμμα 3.1 Σχέση παραγόντων E, S, G και χρηματοοικονομικής απόδοσης (CFP) στη μελέτη Friede *et al.*, (2015) (n=644 μελέτες καταμέτρησης ψήφων)

Κατά την ανασκόπηση μελετών με διάφορους συνδυασμούς κριτηρίων ESG, το 35,3% αναφέρει θετικά και 7,1% αρνητικά ευρήματα. Η μεροληψία προς τα κάτω προκύπτει κυρίως από ένα υψηλό ποσοστό (39,1%) των μελετών που βασίζονται σε χαρτοφυλάκια. Εάν εξαιρεθούν όλες αυτές οι μελέτες, το θετικό και το αρνητικό ποσοστό διαμορφώνονται στο 51,7% και 4,8% αντίστοιχα, το οποίο είναι ωστόσο χαμηλότερο από το κάθε παράγοντα ξεχωριστά.

- Από τις 25 μετα-αναλύσεις, 1902 μελετών, μόνο μία μελέτη εμφανίζει ένα συνοπτικό μέγεθος επίδρασης που έχει αρνητική συσχέτιση ESG-CFP – αν και πολύ κοντά στο μηδέν

(Revelli και Viviani 2015). Για την εξάλειψη πιθανών θετικών προκαταλήψεων σε αυτές τις συνοπτικές μετα-αναλυτικές επιδράσεις, εξετάστηκε, μέχρι το επίπεδο πρωτοβάθμιας μελέτης και το δείγμα των 551 μελετών. Το ποσοστό των μελετών με σημαντικές θετικές συσχετίσεις διαμορφώθηκε στο 62,6% και ποσοστό αρνητικών συσχετίσεων στο 8%.

Στο Διάγραμμα 3.2 παρουσιάζεται η σχέση ESG και χρηματοοικονομικής απόδοσης σε διάφορες περιοχές, με το μεγαλύτερο ποσοστό θετικών ευρημάτων να βρίσκεται στις αναδυόμενες αγορές.³⁷



Πηγή: Friede *et al.*, (2015) σ. 224

Διάγραμμα 3.2 Σχέση ESG και χρηματοοικονομικής απόδοσης σε διάφορες περιοχές στη μελέτη Friede *et al.*, (2015) (n = 402 μελέτες καταμέτρησης ψήφων)

Η κριτική του OECD (2020), σχετικά με την μελέτη των Friede *et al.*, (2015), εστιάζει στο γεγονός ότι δόθηκε λίγη προσοχή στη διαφοροποίηση μεταξύ ESG και ΕΚΕ, ενώ συμπεριέλαβε έρευνες που επικεντρώθηκαν κυρίως στο τελευταίο. Τονίζει επίσης ότι τα αποτελέσματα της έρευνας, δεν παρέχουν συμπεράσματα που σχετίζονται άμεσα με αξιολογήσεις ή επενδύσεις ESG.

³⁷ Αν και δεν υπάρχει επίσημος ορισμός, οι αναδυόμενες αγορές προσδιορίζονται γενικά με βάση χαρακτηριστικά όπως η διαρκής πρόσβαση στην αγορά, η πρόοδος στην επίτευξη των επιπέδων μεσαίου εισοδήματος και η μεγαλύτερη παγκόσμια οικονομική συνάφεια. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2021/06/the-future-of-emerging-markets-duttagupta-and-pazarbasioglu.htm> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

3.6 Ανεξάρτητες Ακαδημαϊκές Μελέτες

Οι εταιρικές πληροφορίες ESG αποτέλεσαν, για δεκαετίες, αντικείμενο σκεπτικισμού και κριτικής από επενδυτές και οικονομικούς αναλυτές. Πολλοί ισχυρίζονταν ότι στερείται ποιοτικών πτυχών όπως η συνάφεια αξίας, η συγκρισιμότητα και η αξιοπιστία και ότι τίποτα σχετικά δεν τους βοηθά να λάβουν μια οικονομική απόφαση (Abhayawansa *et al.*, 2019, Arvidsson, 2014, Cho *et al.*, 2015).

Οι Arvidsson και Dumay, (2022) υποστηρίζουν ότι η εμπειρική έρευνα που εξετάζει την ποσότητα ESG, την ποιότητα ESG και την απόδοση ESG είναι ελάχιστη και αντικρουόμενη ως προς την εστίαση, τις μεθοδολογίες και τα αποτελέσματά της (Leong και Hazelton, 2019, Xie *et al.*, 2019). Τα πρώτα στοιχεία σχετικά με τα οφέλη της επένδυσης ESG ήταν μικτά.

Επιπλέον η έννοια της ουσιαστικότητας και το πώς αυτή γίνεται αντιληπτή, έχει ισχυρό αντίκτυπο στις μετρήσεις που αναφέρονται και στον τρόπο αναφοράς τους. Οι Khan *et al.*, (2015) ανέπτυξαν ένα σύνολο δεδομένων βιώσιμων επενδύσεων που ταξινομούνται ως ουσιαστικά για κάθε κλάδο. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι εταιρείες με ισχυρές αξιολογήσεις σε θέματα ουσιαστικότητας έχουν καλύτερες μελλοντικές επιδόσεις από εταιρείες με κατώτερες αξιολογήσεις για τα ίδια θέματα. Αυτό θα εξηγούσε τις διαφορές στις αξιολογήσεις ESG από παρόχους, καθώς υπάρχει μεγάλη διαφωνία ως προς την ουσιαστικότητα και τον τρόπο μέτρησής της (OECD,2020).

Οι Auer και Schuhmacher, (2016), ανέλυσαν τις επιδόσεις των χαρτοφυλακίων ESG χρησιμοποιώντας δεδομένα από το Sustainalytics για ΗΠΑ, ΕΕ και Ασία, για την περίοδο από το 2004 έως το 2012. Εξέτασαν διαφορετικά χαρτοφυλάκια και το αποτέλεσμα ήταν ότι η ενεργή επιλογή μετοχών ESG δεν παρείχε ανώτερη απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο, σε σύγκριση με παθητικές παραδοσιακές επενδυτικές στρατηγικές. Επιπλέον, στην Ευρώπη, οι επενδυτές τείνουν να πληρώνουν περισσότερα για KYE, καθιστώντας τες δαπανηρές για αυτούς και ως εκ τούτου να υπο-αποδίδουν, σε σύγκριση με χαρτοφυλάκια εκτός ESG (OECD, 2020).

Σχετικά με τον ειδικό ρόλο της απόδοσης του ESG σε περιόδους κρίσης, η έρευνα είναι περιορισμένη, ωστόσο έχουν συλλεχθεί ορισμένες γνώσεις από την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-08. Οι Cornett *et al.*, (2016) έδειξαν ότι η χρηματοοικονομική απόδοση των τραπεζών των ΗΠΑ κατά τη διάρκεια του κρίσης 2007-2008 σχετίζεται θετικά με την βαθμολογία ΕΚΕ. Επιπλέον, οι μεγαλύτερες τράπεζες βλέπουν μια απότομη αύξηση των δυνατοτήτων ΕΚΕ και μια απότομη πτώση των ανησυχιών για την ΕΚΕ μετά το 2009.

Οι Lins *et al.*, (2017) διαπίστωσαν ότι εταιρείες των ΗΠΑ με υψηλές βαθμολογίες ΕΚΕ έχουν καλύτερες οικονομικές επιδόσεις, μεταξύ 4-7%, από άλλες εταιρείες κατά τη διάρκεια της περιόδου μελέτης (από τον Αύγουστο του 2008 έως τον Μάρτιο του 2009).

Οι Hartzmark και Sussman (2019) διαπίστωσαν ότι οι επενδυτές ανταποκρίθηκαν ενεργά σε ένα «σοκ στην εξέχουσα θέση της βιωσιμότητας», οδηγώντας τα χρήματα μακριά από κεφάλαια με χαμηλές αξιολογήσεις βιωσιμότητας χαρτοφυλακίου σε εκείνα με υψηλές αξιολογήσεις. Είναι ενδιαφέρον ότι δεν βρήκαν στοιχεία ότι τα κεφάλαια υψηλής βιωσιμότητας υπερτερούν των κεφαλαίων χαμηλής βιωσιμότητας, υποστηρίζοντας την άποψη ότι οι επενδυτές αποδίδουν εγγενή, μη νομισματική, αξία στις κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις.

Οι Albuquerque *et al.*, (2019) αναπτύσσουν ένα θεωρητικό μοντέλο στις οποίες οι προσπάθειες μιας επιχείρησης να αυξήσει τη διαφοροποίηση των προϊόντων μέσω υψηλότερων επενδύσεων ΕΚΕ μειώνει τον συστηματικό κίνδυνο της επιχείρησης και αυξάνει την εταιρική αξία (Hoerpner *et al.*, 2022).

3.7 Πρωτογενείς Έρευνες

Οι έρευνες που παρουσιάζονται στο παρόν κεφάλαιο αφορούν μεμονωμένους και θεσμικούς επενδυτές.

Μεμονωμένοι επενδυτές είναι κάποιιοι που συναλλάσσονται με πολύ μικρά ποσά. Οι μικροεπενδυτές θεωρούνται ευάλωτοι και μη εξελεγμένοι παράγοντες που αξίζουν την προστασία των καταναλωτών. Παράδειγμα αποτελεί η θέσπιση του νόμου περί Κινητών Αξιών και Χρηματιστηρίου το 1934 από το Κογκρέσο των Ηνωμένων Πολιτειών, στον απόηχο της Μεγάλης Ύφεσης, που σκοπό είχε την προστασία των μεμονωμένων επενδυτών από την απάτη. Στην υπόθεση SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) κατά Capital Gains Research Bureau, Inc. το 1963, το Ανώτατο Δικαστήριο δήλωσε ότι «[ένας] θεμελιώδης σκοπός, [...], ήταν να αντικαταστήσει τη φιλοσοφία του *caveat emptor* με μια φιλοσοφία πλήρους αποκάλυψης και έτσι ώστε να επιτευχθεί υψηλό επίπεδο επιχειρηματικής ηθικής στον κλάδο των κινητών αξιών»³⁸.

Θεσμικοί επενδυτές ορίζονται οι οργανισμοί που η συμμετοχή τους στις χρηματοοικονομικές αγορές πραγματοποιείται με υψηλά κεφάλαια στα πλαίσια θεσμοθετημένου ελέγχου, εποπτείας και ενεργειών, οι οποίοι συχνά επενδύουν για λογαριασμό ιδιωτών. Αποτελούν σημαντική πηγή κεφαλαίου για εταιρείες που είναι εισηγμένες στο

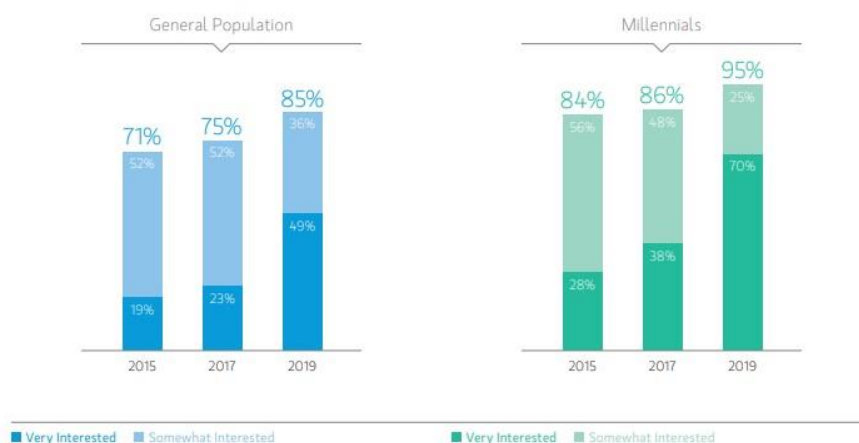
³⁸ <https://www.law.cornell.edu/wex/investor> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

χρηματιστήριο. Οι θεσμικοί επενδυτές είναι εξελιγμένοι και λογικοί παράγοντες που επωφελούνται περισσότερο από τις αγορές laissez-faire.³⁹

3.7.1 Έρευνα Morgan Stanley σε Μεμονωμένους Επενδυτές στις ΗΠΑ, 2019

Το 2019, η Morgan Stanley διεξήγαγε έρευνα, που παρουσιάζεται στο έγγραφο Sustainable Signals, για μεμονωμένους επενδυτές (Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, 2019). Συλλέχθηκαν δεδομένα μέσω διαδικτυακής έρευνας 57 ερωτήσεων, που διεξήχθη στις 7-14 Φεβρουαρίου. Το μέγεθος του δείγματος ήταν 800 μεμονωμένοι επενδυτές των ΗΠΑ με ελάχιστα επενδυτικά περιουσιακά στοιχεία 100.000 USD, εκτός συνταξιοδοτικών λογαριασμών, 401(k) και Real Estate.⁴⁰ Η έρευνα περιελάμβανε επίσης ένα δείγμα, 200 millennials, ηλικίας 18-37 ετών. Συνοπτικά, τα πιο σημαντικά, για την παρούσα μελέτη, αποτελέσματα της έρευνας περιλαμβάνουν τα εξής:

- Το 85% του γενικού πληθυσμού και το 95% των millennials ενδιαφέρονται για βιώσιμες επενδύσεις (Διάγραμμα 3.3).



Πηγή: Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing (2019), σελ. 4

Διάγραμμα 3.3 Το ενδιαφέρον για Βιώσιμες Επενδύσεις 2019, στην έρευνα Sustainable Signals της Morgan Stanley

- Το 52% του γενικού πληθυσμού και το 67% των millennials συμμετείχαν σε τουλάχιστον μία βιώσιμη επενδυτική δραστηριότητα.

³⁹ Μια πολιτική της κυβέρνησης για όσο το δυνατόν μικρότερη συμμετοχή στην ιδιωτική δράση. Συνήθως ο όρος αναφέρεται στη συμμετοχή σε οικονομική δραστηριότητα ιδιωτικών φορέων.

<https://www.law.cornell.edu/wex/laissez-faire> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁴⁰ Ένα πρόγραμμα 401(k) είναι ένας επενδυτικός λογαριασμός που προσφέρεται από τον εργοδότη και επιτρέπει στον εργαζόμενο να κάνει αποταμίευση για τη συνταξιοδότηση <https://www.blackrock.com/us/individual/education/retirement/what-is-a-401k> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

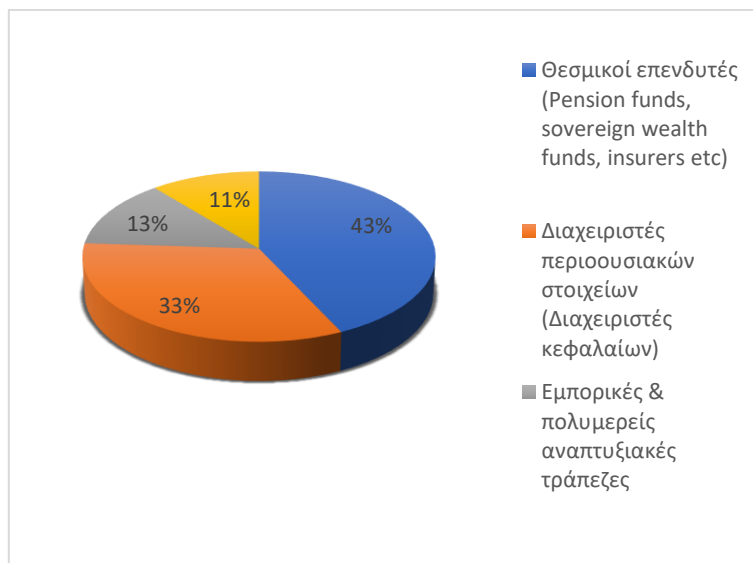
- Το 86% πιστεύουν ότι οι εταιρικές πρακτικές ESG μπορούν να οδηγήσουν σε υψηλότερη κερδοφορία και μπορεί να είναι καλύτερες μακροπρόθεσμες επενδύσεις.
- Το 64% των ερωτηθέντων, συμφωνεί ότι οι επενδυτές πρέπει να επιλέξουν μεταξύ οικονομικών κερδών και βιωσιμότητας.
- Το 71% των ερωτηθέντων και το 85% των millennials πιστεύουν ότι μπορούν οι επενδυτικές τους αποφάσεις να επηρεάσουν το ποσό της κλιματικής αλλαγής που προκαλείται από τις ανθρώπινες δραστηριότητες.
- Το 83% των ερωτηθέντων και το 89% των millennials πιστεύουν ότι μπορούν οι επενδυτικές τους αποφάσεις να μειώσουν τη φτώχεια.

Η έρευνά επιβεβαιώνει ότι οι βιώσιμες επενδύσεις αποτελούν πλέον μέρος της κύριας χρηματοοικονομικής στρατηγικής. Δεδομένων των ποσοστών υιοθέτησης και των επιπέδων ενδιαφέροντος που αποκαλύπτει η δημοσκόπηση, το ερώτημα δεν είναι πλέον αν οι βιώσιμες επενδύσεις είναι εδώ για να μείνουν, αλλά ποιες είναι οι ευκαιρίες και οι προκλήσεις για περαιτέρω ανάπτυξη.

3.7.2 Έρευνα GI Hub (Global Infrastructure Hub) για το Παγκόσμιο Επενδυτικό Ενδιαφέρον για Υποδομές, 2019

Η 2019 GLOBAL INFRASTRUCTURE INVESTOR SURVEY (GI Hub, 2019) εστιάζει στο εάν το ενδιαφέρον των επενδυτών για τις υποδομές των αναδυόμενων αγορών συνεχίζει να αυξάνεται και το βαθμό στον οποίο οι παράγοντες ESG παίζουν ρόλο στη διαδικασία επενδυτικής απόφασης.

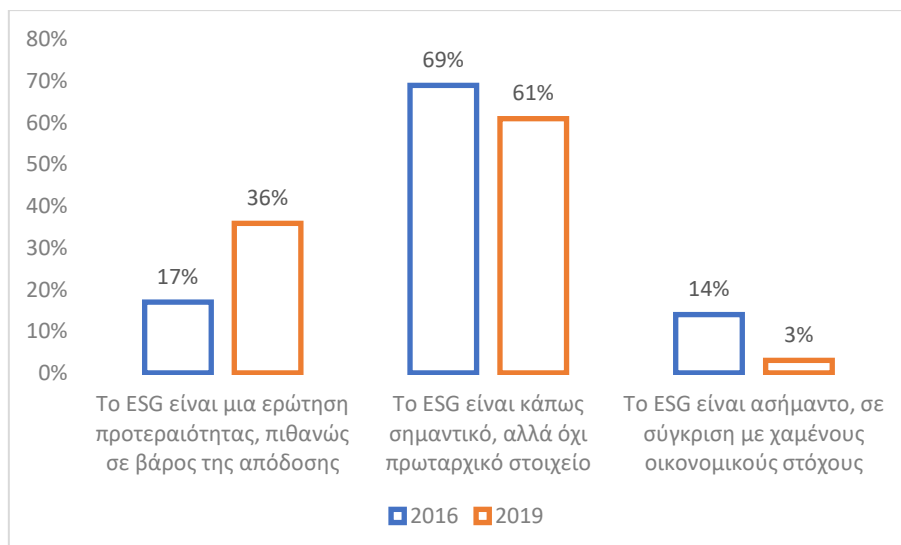
Στην έρευνα συμμετείχαν 315 επικεφαλής υποδομών. Οι ερωτηθέντες στην έρευνα αντιπροσώπευαν 10 τρις USD σε υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία, που αντιπροσωπεύουν περίπου το 12% των παγκόσμιων υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων. Η σύνθεση των ερωτηθέντων παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 3.4.



Πηγή: GI Hub (2019), σ. 15 και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 3.4 Η σύνθεση των ερωτηθέντων στην έρευνα 2019 GLOBAL INFRASTRUCTURE INVESTOR SURVEY

Το 2019, το 97% των ερωτηθέντων πίστευε ότι το ESG αποτελεί σημαντικό παράγοντα στις επενδυτικές αποφάσεις έναντι 86% το 2016. Στο Διάγραμμα 3.5, φαίνεται ότι μόνο το 3% θεωρούσε το ESG ασήμαντο.

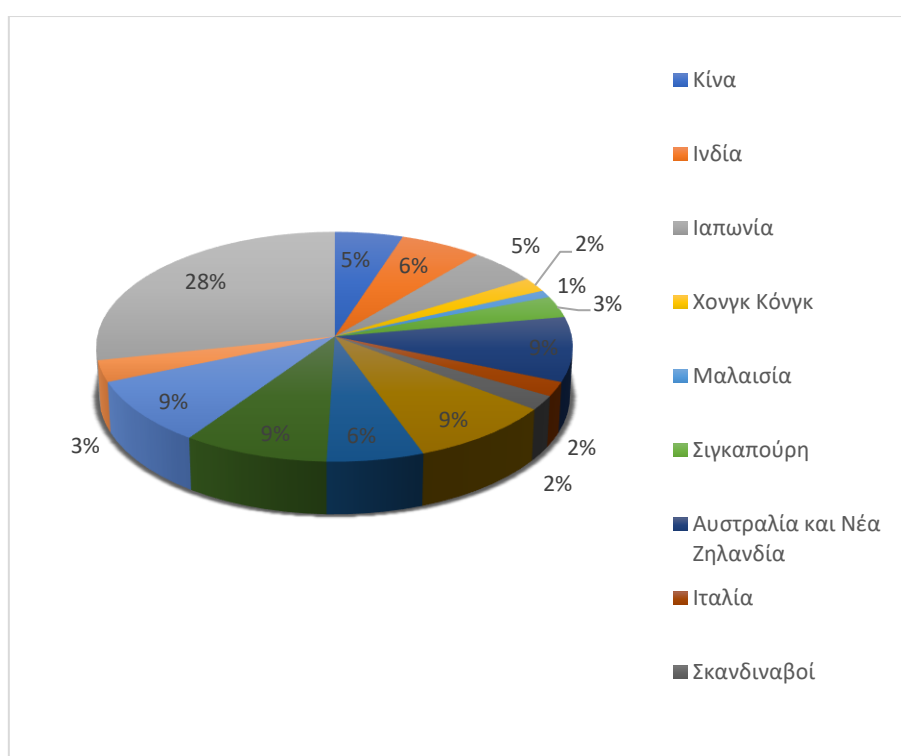


Πηγή: GI Hub (2019), σ. 67 και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 3.5 Η σημαντικότητα του ESG στην έρευνα 2019 GLOBAL INFRASTRUCTURE INVESTOR SURVEY

3.7.3 Έρευνα BNP Paribas σε Θεσμικούς Επενδυτές, 2019

Σκοπός της έρευνας The ESG Global Survey 2019 (BNP Paribas, 2019) ήταν να διερευνηθεί πώς οι θεσμικοί επενδυτές ενσωματώνουν ESG αρχές και πρακτικές στις καθημερινές τους δραστηριότητες. Τα ευρήματα βασίζονται σε μια παγκόσμια έρευνα 169 ιδιοκτητών και 178 διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων των οποίων οι οργανισμοί ενσωματώνουν ESG στη διαδικασία λήψης επενδυτικών τους αποφάσεων. Οι απαντήσεις σε πολλές ερωτήσεις μπορεί να είναι περισσότερες από μια. Οι ερωτηθέντες περιλαμβάνουν επαγγελματίες ESG και αυτούς που αποφασίζουν για τη βιώσιμη επενδυτική στρατηγική και όραμα. Η σύνθεση, ανά περιοχή, των ερωτηθέντων παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 3.6.



Πηγή: BNP Paribas (2019), σ. 37 και Ιδία Επεξεργασία

**Διάγραμμα 3.6 Η σύνθεση, ανά περιοχή, των ερωτηθέντων στην έρευνα
THE ESG GLOBAL SURVEY 2019**

Συνοπτικά, για την οικονομία της παρούσας μελέτης, μερικά από τα αποτελέσματα της έρευνας είναι:

- Το 55% των ιδιοκτητών και το 62% των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων επενδύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 25% των κεφαλαίων τους σε ESG/RI (Responsible Investments).
- Το 65% έχει επενδυτικό πλαίσιο ευθυγραμμισμένο με τους ΣΒΑ.

- Τα κίνητρα πίσω από τις επενδύσεις ESG είναι: 52% η βελτίωση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων, 47% η επωνυμία και η φήμη και 37% η μείωση του επενδυτικού ρίσκου.
- Τα κορυφαία εμπόδια στην ενσωμάτωση ESG είναι: 66% τα δεδομένα, 32% το κόστος τεχνολογίας, 30% η απαίτηση για προηγμένες αναλυτικές δεξιότητες και 21% ο κίνδυνος «greenwashing».
- Οι προκλήσεις στη μεταμόρφωση δεδομένων σε πληροφορίες είναι: 32% ασυνεπή στοιχεία σε όλες τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, 27% αντικρουόμενες αξιολογήσεις ESG και 22% αναποτελεσματικά δεδομένα για ανάλυση σεναρίου.
- Η γνώμη των επενδυτών σχετικά με ποιους παράγοντες είναι πιο δύσκολος να αναλυθεί και να ενσωματωθεί είναι: 30% ο περιβαλλοντικός, 46% ο κοινωνικός και 24% η εταιρική διακυβέρνηση.

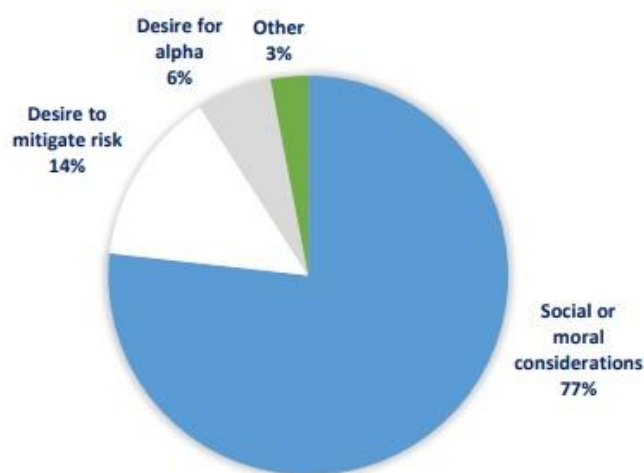
Η έρευνα αποδεικνύει ότι η μακροπρόθεσμη οικονομική επίδοση είναι αυτή που ενδιαφέρει στις επενδύσεις ESG. Οι ΣΒΑ αποδεικνύονται ισχυρά επενδυτικά πλαίσια και οι μακροπρόθεσμες επιδόσεις αποτελούν σημαντικό κίνητρο για επενδύσεις ESG. Τα δεδομένα και το κόστος παραμένουν τα μεγαλύτερα εμπόδια για την ενσωμάτωση του ESG στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Ο κοινωνικός παράγοντας αποτελεί τον πιο δύσκολο παράγοντα για ανάλυση και ενσωμάτωση.

Σύμφωνα με την έρευνα, η Ασία-Ειρηνικός ήταν η πιο ανοδική αγορά σε ότι αφορά την ενσωμάτωση ESG από τον υπόλοιπο κόσμο: το 55% των ερωτηθέντων επενδυτών αυτής της περιοχής ήθελε να τοποθετήσει τουλάχιστον το ήμισυ των επενδύσεών του σε κεφάλαια που ενσωματώνουν ESG, σε σύγκριση με το 49% παγκοσμίως.

3.7.4 Έρευνα Bank of America Merrill Lynch, 2019

Η έρευνα «ESG from A to Z: a global primer» αναφέρεται στη μελέτη του ΟΟΣΑ (OECD, 2020, σ. 39). Η κύρια παρατήρηση των ερευνών από συμμετέχοντες στον ιδιωτικό τομέα, είναι ότι τα ενδιαφέροντα για τη χρήση του ESG ποικίλλουν ευρέως σε κοινωνικές και χρηματοοικονομικές εκτιμήσεις (Διάγραμμα 3.7):

- οι θεσμικοί επενδυτές εστιάζουν σαφώς στα οφέλη της επένδυσης ESG για χρηματοοικονομικά αποδόσεις και διαχείριση κινδύνων, ενώ
- οι τελικοί επενδυτές εστιάζουν περισσότερο στην ευθυγράμμιση των χαρτοφυλακίων με τις κοινωνικές αξίες.



Source: Merrill Lynch Wealth Management

Πηγή: OECD (2020), σ. 16

Διάγραμμα 3.7 Εστίαση στα οφέλη επένδυσης ESG, στην έρευνα Bank of America Merrill Lynch, 2019 ⁴¹

3.8 Ανακεφαλαίωση

Στο Τρίτο Κεφάλαιο παρουσιάστηκαν τα ευρήματα ακαδημαϊκών μελετών και πρωτογενών ερευνών ομαδοποιημένα σε τρεις κατηγορίες: συστηματική ανασκόπηση, ανεξάρτητες ακαδημαϊκές μελέτες και πρωτογενείς έρευνες, ως και το 2019.

Τα αποτελέσματα της ακαδημαϊκής έρευνας εμφανίζουν, στην πλειονότητά τους, θετική σχέση μεταξύ πρακτικών βιωσιμότητας και χρηματοοικονομικής απόδοσης, κόστους κεφαλαίου και λειτουργικής απόδοσης. Η Διακυβέρνηση (G) παρουσιάζεται ως ο πιο σημαντικός παράγοντας, μέχρι το 2015, της θετικής σχέσης με τη χρηματοοικονομική απόδοση. Πρόσθετα, τα περισσότερα θετικά ευρήματα εμφανίζονται στις αναδυόμενες αγορές. Οι ακαδημαϊκοί επισήμαναν το μείζον ρόλο της ουσιαστικότητας τόσο στην αξιολόγηση όσο και στην απόδοση και τις επιπτώσεις των διαφορών στις αξιολογήσεις. Οι μελέτες, αν και ευάριθμες, δείχνουν ότι οι παράγοντες ESG παρέχουν καλύτερες αποδόσεις σε περιόδους κρίσης. Ωστόσο, υπάρχουν και αρνητικά ευρήματα. Σημαντική κριτική για το σύνολο της

⁴¹ Ο συντελεστής άλφα (alpha coefficient) ενός χαρτοφυλακίου αποτελεί ένδειξη για το κατά πόσο ένα χαρτοφυλάκιο επιτυγχάνει αποδόσεις μεγαλύτερες ή μικρότερες σε σχέση με την αναμενόμενη απόδοση για δεδομένο ρίσκο που αναλαμβάνει σε σχέση με την αγορά (beta). <https://www.piraeusaedak.gr/el/ependitikos-voithos/glossari> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

ακαδημαϊκής έρευνας προκύπτει από το γεγονός ότι χαρακτηρίζεται από έλλειψη ξεκάθαρα διαχωρισμού μεταξύ ΕΚΕ και ESG.

Σε ότι αφορά τα δημογραφικά στοιχεία, οι πρωτογενείς έρευνες του 2019 δείχνουν ότι οι millennials οδηγούν τις επενδύσεις σε ESG και τις επενδύσεις με αντίκτυπο. Οι μεμονωμένοι επενδυτές δείχνουν να έχουν την αντίληψη ότι οι επενδύσεις ESG έχουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα και μπορούν να επηρεάσουν θετικά τα σύγχρονα προβλήματα. Ωστόσο, ενώ μεγάλο ποσοστό αναγνωρίζει ως θετική τη σχέση οικονομικής απόδοσης και βιωσιμότητας, πιστεύουν ότι θα πρέπει να επιλέξουν ή το ένα ή το άλλο και εστιάζουν στις κοινωνικές αξίες.

Για τους θεσμικούς επενδυτές, η πρωτογενής έρευνα δείχνει ότι το 2019, η σημαντικότητα της ενσωμάτωσης παραγόντων ESG στις επενδυτικές αποφάσεις είχε αρχίσει να γίνεται ορατή, παράλληλα με την αύξηση της υιοθέτησης των ΣΒΑ. Αυτή η κατηγορία επενδυτών έχει κίνητρο τα οικονομικά οφέλη και μια ξεκάθαρη στάση για προσδοκία αποδόσεων σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα και μείωση του επενδυτικού κινδύνου. Η αντίληψη για τα δεδομένα, το κόστος τεχνολογίας, τα ανεπαρκή στοιχεία και τις αξιολογήσεις είναι ότι αποτελούν τροχοπέδη για την ευρεία ανταπόκριση στις επενδύσεις ESG. Ο φόβος για «greenwashing» παρουσιάζεται στις δημοσκοπήσεις του 2019 και ο κοινωνικός παράγοντας θεωρείται ο πιο δύσκολος τόσο στην ανάλυσή του, όσο και στην ενσωμάτωσή του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Πανδημία Covid-19 & Εξελίξεις

4.1 Εισαγωγή

Η πανδημία Covid-19 επηρέασε τις ανθρώπινες ζωές και την οικονομία. Οι κραδασμοί που προκλήθηκαν ενεργοποίησαν καταναλωτές, διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, υπεύθυνους χάραξης πολιτικής και ακαδημαϊκούς και έφεραν τους περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς παράγοντες και παράγοντες διακυβέρνησης (ESG) στο προσκήνιο.

Ωστόσο, ο σκεπτικισμός για τη παγκόσμια διαχείριση των επιπτώσεων της πανδημίας και της αντιμετώπισης των κινδύνων οδήγησε σε προβληματισμούς και ανησυχίες σχετικά με το αν οι παράγοντες ESG παρέχουν επενδυτική ασφάλεια και τον τρόπο που αυτή επιτυγχάνεται.

Στο Τέταρτο Κεφάλαιο παρουσιάζονται όλες τις εξελίξεις που ακολούθησαν την πανδημία Covid-19 στις χρηματοοικονομικές αγορές, στην νομοθεσία και στα πρότυπα και πλαίσια σχετικά με τις επενδύσεις ESG. Στο κεφάλαιο αυτό, γίνεται, επίσης, αναφορά στην κριτική που ασκήθηκε και στις εκτιμήσεις για τον περιορισμό των επιπτώσεων. Καθώς διανύουμε το 2022 και οι εξελίξεις είναι δυναμικές, η αναζήτηση πηγών για έγκυρη πληροφόρηση έγινε τόσο από την πρόσφατη ακαδημαϊκή βιβλιογραφία όσο και από επίσημες ιστοσελίδες διεθνών οργανισμών και οικονομικής δημοσιογραφίας.

4.2 Εμφάνιση της Πανδημίας Covid-19

Τον Δεκέμβριο του 2019, ο «Νέος Κορονοϊός 2019», που αργότερα ονομάστηκε Covid-19, εντοπίστηκε στη Wahan της Κίνας. Τα κρούσματα εντός της Wahan αυξήθηκαν γρήγορα σε 60.000 μέσα σε ένα μήνα, οδηγώντας την πόλη, την επαρχία και τελικά το μεγαλύτερο μέρος της Κίνας σε «lockdown». Τον Μάρτιο του 2020, ο Covid-19 εξελίχθηκε σε παγκόσμια πανδημία, που κλόνησε την ανθρωπότητα και οδήγησε σε παρατεταμένα «lockdown».

Τους πρώτους μήνες του 2020 υπήρξε μια ξαφνική έναρξη χρηματοπιστωτικής κρίσης σε ολόκληρη την αγορά, η οποία, σύμφωνα με τους Broadstock *et al.*, (2021), προκλήθηκε ως απάντηση στην αναδυόμενη παγκόσμια κρίση υγείας. Από τις 19 Φεβρουαρίου έως τις 23 Μαρτίου 2020, ο δείκτης S&P500 είχε χάσει 34%, πριν ανακάμψει ελαφρώς στο τέλος του πρώτου τριμήνου.

Την εμφάνιση της πανδημίας Covid-19, ακολούθησε η αύξηση της ευαισθητοποίησης σχετικά με την ανάγκη για βιώσιμη και υπεύνηνη επένδυση. Καθώς η ανθρωπότητα μπήκε σε μια κατάσταση που από πολλούς χαρακτηρίστηκε η χειρότερη ύφεση από το Great Depression

1929, αυξήθηκε το επίπεδο συνειδητοποίησης σχετικά με το κόστος της παράβλεψης των φυσικών ορίων στην οικονομική ανάπτυξη (Cárdenas *et al.*, 2020, σ. 1).

4.3 Νέες προκλήσεις για τους Παράγοντες ESG

Η πανδημία Covid-19 τόνισε τη διασύνδεση μεταξύ ανθρώπων, πλανήτη και κερδών – και ιδιαίτερα μεταξύ της υγείας, της φτώχειας, της κλιματικής αλλαγής και της σταθερότητας του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η ευθραυστότητα των αλυσίδων εφοδιασμού, οι αγορές εργασίας, η πιστωτική ποιότητα και η ρευστότητα ήταν αδυναμίες του συστήματος που αποκαλύφθηκαν από την πανδημία (CFA Institute, 2020, σ. 17).

Για τρίτη συνεχή χρονιά, οι περιβαλλοντικοί και κοινωνικοί κίνδυνοι κυριαρχούσαν στην παγκόσμια ατζέντα κινδύνου του World Economic Forum (WEF, 2020), καθιστώντας τα θέματα ESG κρίσιμους παράγοντες στη λήψη αποφάσεων και στον στρατηγικό σχεδιασμό.

Πρόσθετα, η πανδημία επιτάχυνε την εστίαση σε ορισμένα ζητήματα των παραγόντων ESG, για διάφορους λόγους:

Περιβάλλον

Έδωσε έναν λόγο για να επαναξιολογηθεί το «E». Υπήρξε και υπάρχει αυξανόμενη ανησυχία ότι η κλιματική αλλαγή θα μπορούσε να εκθέσει περαιτέρω την ευπάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος και να δοκιμάσει την ανθεκτικότητά του. Επιπλέον, ερευνητές έχουν συνδέσει την απώλεια βιοποικιλότητας με την μεγαλύτερη πιθανότητα εμφάνισης νέων ζωονοσογόνων μολυσματικών ασθενειών στον άνθρωπο (Gibb *et al.*, 2020), υποδηλώνοντας ότι μελλοντικές πανδημίες μπορεί να προκύψουν από ανθρωπογενείς κλιματικές αλλαγές και την αποψίλωση των δασών (Adams και Abhayawansa, 2022).

Κοινωνία

Η πανδημία ήταν και παραμένει, σημαντική ανθρωπιστική κρίση, που έχει φέρει κοινωνικούς προβληματισμούς στο προσκήνιο, βάζοντας το «S» ως κεντρικό ζήτημα στο ESG. Πολλές εταιρείες εστίασαν την προσοχή τους προστατεύοντας τους υπαλλήλους τους και βοηθώντας τους ευάλωτους πελάτες. Ταυτόχρονα, ο Covid-19 συνέπεσε με μια σημαντική επανεκτίμηση του ζητήματος των κοινωνικών ανισοτήτων, με ιδιαίτερη έμφαση στη φυλή, σε ένα σημαντικό αριθμό αγορών ιδιαίτερα τη Βόρεια Αμερική και μέρη της Ευρώπης. Οι εξελίξεις έπαιξαν επίσης ρόλο στην έμφαση που δόθηκε στα κοινωνικά ζητήματα, παράλληλα με εκδηλώσεις όπως διαμαρτυρίες για τη φυλετική ανισότητα και διαμάχες γύρω από τον «εκφοβισμό» (bullying) και την εταιρική κουλτούρα (EY, 2021).

Διακυβέρνηση

Η πανδημία βοήθησε στην αλλαγή της οπτικής της αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης καθώς πολλές φορές, οι αποφάσεις λαμβάνονταν υπό άγνωστες συνθήκες. Με την εμφάνιση του Covid-19, οι εταιρείες είχαν να διαχειριστούν ζητήματα όπως την εξ αποστάσεως εργασία και την κυβερνοασφάλεια, την αλυσίδα εφοδιασμού, τις αμοιβών εργαζομένων και διευθυντικών στελεχών, τη συνετή χρηματοδότηση, την απώλεια θέσεων εργασίας κ.α. Οι αποφάσεις για αυτά τα ζητήματα χρειάζονταν κατανόηση και επίβλεψη σε επίπεδο συμβουλίου και σωστή επικοινωνία. Η πανδημία Covid-19 πρέπει να θεωρηθεί ως ευκαιρία εντοπισμού κενών και τομέων βελτίωσης στον κίνδυνο που σχετίζεται με την διακυβέρνηση.

4.4 Επενδυτικό Ενδιαφέρον

Οι Mohammad και Wasiuzzaman (2021) υποστηρίζουν ότι τα τελευταία χρόνια οι επενδύσεις ESG διαθέτουν ελκυστικότητα υποστηριζόμενες από το αυξανόμενο ενδιαφέρον των επενδυτών τόσο σε διεθνές όσο και σε εγχώριο επίπεδο.

Σύμφωνα με τους Broadstock *et al.*, (2021), οι επενδυτές ενδιαφέρονται για την επένδυση ESG για τουλάχιστον δύο λόγους.

- Πρώτον, εστιάζοντας στην επένδυση ESG, προωθούνται ενεργά οι ηθικές επενδυτικές πρακτικές.
- Δεύτερον, η επένδυση ESG θεωρείται όλο και περισσότερο ότι βελτιώνει την απόδοση ενός διαχειριζόμενου χαρτοφυλακίου, αυξάνοντας τις αποδόσεις και μειώνοντας τον κίνδυνο χαρτοφυλακίου.

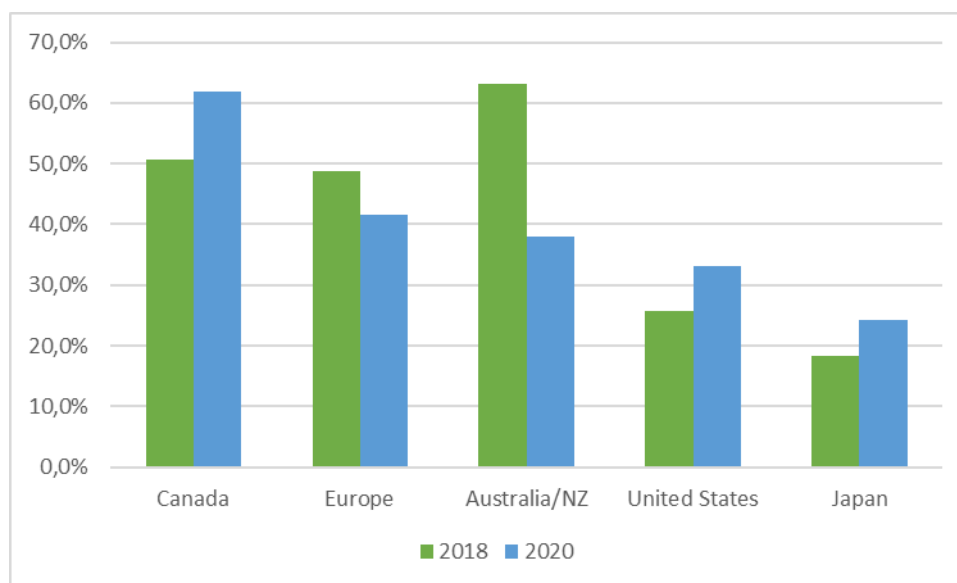
4.5 «Εμβόλιο Μετοχικού Κεφαλαίου»

Στην καρδιά του αντίκτυπου της πανδημίας, υπήρξαν ευρέως διαδεδομένοι ισχυρισμοί ότι οι περιβαλλοντικές, κοινωνικές και διακυβερνητικές επιδόσεις των επιχειρήσεων χρησίμευσαν ως ασπίδα των κοινωνικά υπεύθυνων εταιρειών για την αποφυγή της καταστροφής που βίωναν άλλες εταιρείες με μικρότερη επίδοση ESG. Οι διαχειριστές κεφαλαίων «υπεύθυνων επενδύσεων» και οι προμηθευτές δεδομένων ESG ενισχύουν τη φήμη του ως παράγοντα ανθεκτικότητας, με την Morningstar να αναφέρεται στο ESG ως «εμβόλιο μετοχικού κεφαλαίου» ενάντια στο ξεπούλημα της αγοράς που προκαλείται από την πανδημία.⁴²

⁴² <https://www.morningstar.ca/ca/news/201741/esg-as-an-equity-vaccine.aspx> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Στη συνέχεια των ισχυρισμών ότι το ESG παρέχει προστασία από τους κινδύνους της πανδημίας, έκθεση του Consumer News and Business Channel (CNBC) δείχνει ότι το πρώτο τρίμηνο του 2020 σημειώθηκαν εισροές ρεκόρ σε βιώσιμα κεφάλαια, τα οποία και συνεχίζονται με αυξανόμενη ένταση (Demers *et al.*, 2021).⁴³ Μεταξύ Απριλίου και Ιουνίου 2020, funds που επένδυναν σύμφωνα με τις αρχές ESG, προσέλκυσαν καθαρές ροές 71,1 δις USD παγκοσμίως, παρά την έναρξη της κρίσης που ακολούθησε την πανδημία Covid-19, ωθώντας τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία στο υψηλό άνω του 1 τρις USD σύμφωνα με την Morningstar.⁴⁴

Η μεταβολή των Βιώσιμων Επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με το σύνολο των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων μεταξύ 2018 και 2020, όπως παρουσιάζεται στην έκθεση GSIA (2020), για Καναδά, Ευρώπη, Αυστραλία και Νέα Ζηλανδία, ΗΠΑ και Ιαπωνία, απεικονίζεται στο Διάγραμμα 4.1.



* Η Ευρώπη και η Αυστραλασία έχουν θεσπίσει σημαντικές αλλαγές στον τρόπο που οι βιώσιμες επενδύσεις ορίζονται σε αυτές οι περιοχές. Άμεσες συγκρίσεις μεταξύ περιοχών και με προηγούμενες εκδόσεις αυτής της αναφοράς δεν είναι εύκολες.

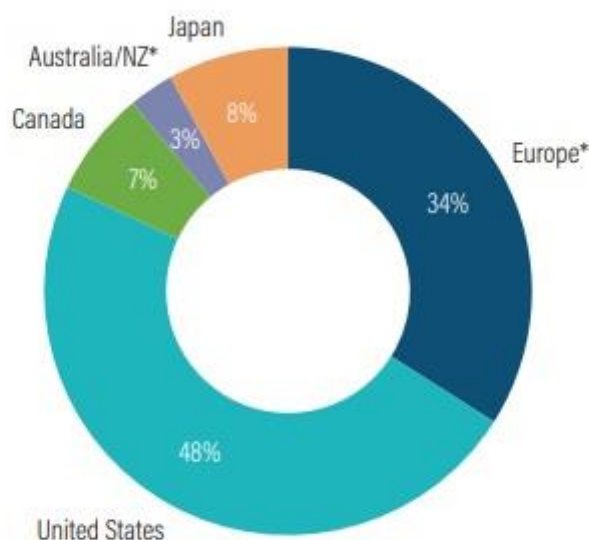
Πηγή: GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW-GSIA (2020), σ. 10 και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 4.1 Αναλογία Βιώσιμων Επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με το σύνολο των διαχειριζόμενων περιουσιακών στοιχείων 2014-2020

Το Διάγραμμα 4.2, αφορά την αναλογία των παγκόσμιων επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων ανα περιοχή για το 2020.

⁴³ <https://www.cNBC.com/2020/06/07/sustainable-investing-is-set-to-surge-in-the-wake-of-the-coronavirus-pandemic.html> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁴⁴ <https://www.ft.com/content/27025f35-283f-4956-b6a0-0adbfd4c7a0e> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).



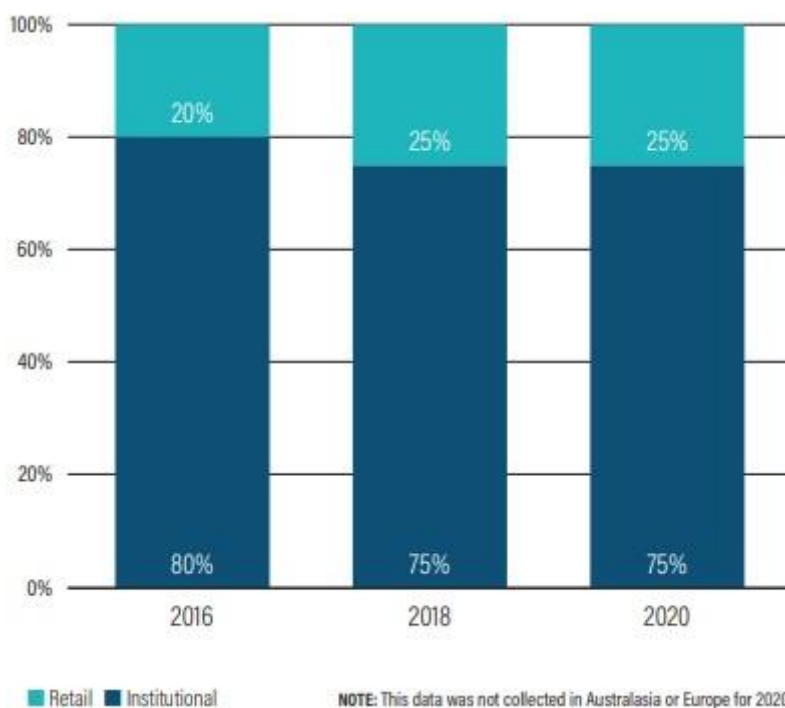
* Europe and Australasia have enacted significant changes in the way sustainable investment is defined in these regions, so direct comparisons between regions and with previous versions of this report are not easily made.

Πηγή: GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW-GSIA (2020), σ. 10

Διάγραμμα 4.2 Αναλογία παγκόσμιων βιώσιμων επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων ανά περιοχή, 2020

Στο Διάγραμμα 4.3, παρουσιάζεται η αναλογία θεσμικών και πωλητών λιανικής βιώσιμων επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων 2016-2020. Αν και οι θεσμικοί επενδυτές τείνουν να κυριαρχούν στις χρηματοοικονομικές αγορές, το ενδιαφέρον των μικροεπενδυτών για βιώσιμες επενδύσεις είχε αυξηθεί το 2020.⁴⁵

⁴⁵ Οι επενδύσεις που διαχειρίζονται επαγγελματίες διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων συχνά ταξινομούνται είτε ως επενδύσεις λιανικής είτε ως θεσμικές. Τα περιουσιακά στοιχεία λιανικής είναι επενδύσεις από ιδιώτες σε επαγγελματικά διαχειριζόμενα κεφάλαια που αγοράστηκαν από τράπεζες ή μέσω επενδυτικών πλατφορμών με σχετικά χαμηλά επίπεδα επενδύσεων. Τα περιουσιακά στοιχεία ταξινομούνται ως «θεσμικά» όταν διαχειρίζονται για λογαριασμό θεσμικών ιδιοκτητών περιουσιακών στοιχείων, όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, πανεπιστήμια, ιδρύματα και ασφαλιστές μέσω επενδυτικών προϊόντων με υψηλότερα ελάχιστα επενδυτικά επίπεδα. (GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE-GSIA, 2020, σ. 12).



Πηγή: GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW-GSIA (2020), σ.. 13

Διάγραμμα 4.3 Παγκόσμια μερίδια θεσμικών και λιανικών βιώσιμων επενδύσεων ενεργητικού 2016-2020

Από τον Δεκέμβριο του 2021, τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία σε παγκόσμια χρηματιστηριακά «βιώσιμα» funds, που έθεσαν δημοσίως επενδυτικούς στόχους περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς και διακυβέρνησης (ESG), ανήλθαν σε περισσότερα από 2,7 τρις USD. Το 81% ήταν σε ευρωπαϊκά funds και το 13% σε funds με έδρα τις ΗΠΑ. Μόνο το τέταρτο τρίμηνο του 2021, 143 δις USD νέα κεφάλαια προστέθηκαν σε αυτά τα ESG funds.⁴⁶ Τα στοιχεία έδειξαν ότι ο δείκτης MSCI World ESG Leaders έχει αυξηθεί κατά 23% μέχρι τον Δεκέμβριο του 2021, το υψηλότερο ετήσιο κέρδος που έχει ποτέ, σε σύγκριση με την απόδοση του δείκτη MSCI World που ήταν στο 14,4%.⁴⁷

Τα θέματα ESG έχουν γίνει κορυφαία προτεραιότητα για πολλές εταιρείες, επηρεάζοντας αφενός τις επενδυτικές αποφάσεις και αφετέρου τις πολιτικές αποζημίωσης ή τις δραστηριότητες δημοσίων σχέσεων. Οι Arvidsson και Dumay (2022) αναφέρουν ότι το μεγαλύτερο επενδυτικό ταμείο στον κόσμο BlackRock άλλαξε την επενδυτική του στρατηγική για να επικεντρωθεί στη βιώσιμη ανάπτυξη, επειδή οι επενδυτές αναγνωρίζουν πλέον «ότι ο

⁴⁶ <https://hbr.org/2022/03/an-inconvenient-truth-about-esg-investing> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁴⁷ <https://www.reuters.com/markets/stocks/global-markets-esg-2021-12-17/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

κλιματικός κίνδυνος είναι επενδυτικός κίνδυνος» (Edelman, 2020).⁴⁸ Αυτός ο κίνδυνος μεταφράζεται σε λανθάνοντα περιουσιακά στοιχεία και πόρους, καθώς μια οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα καθιστά ορισμένα περιουσιακά στοιχεία άχρηστα ή/και τα μετατρέπει σε υποχρεώσεις (Bos και Gupta, 2019).

Αποκορύφωμα αποτέλεσε η πρόκληση ορόσημο του διοικητικού συμβουλίου κατά της μεγάλης πετρελαϊκής Exxon Mobil Corp. Η υποστήριξη κοινωνικών και περιβαλλοντικών προτάσεων στις συνελεύσεις των μετόχων αυξήθηκε στο 32% το 2021 από 27% το 2020 και από 21% το 2017, σύμφωνα με το Sustainable Investments Institute.⁴⁹

Οι προσπάθειες των επιχειρήσεων να είναι περιβαλλοντικά υπεύθυνες και πιο διαφανείς σχετικά με τις επιδόσεις τους στη βιωσιμότητα κατά τη διάρκεια του ασταθούς, αβέβαιου, περίπλοκου και διφορούμενου περιβάλλοντος που προκλήθηκε από την πανδημία φαίνεται ότι απέδωσαν καρπούς. Οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι αυτό συνέβη επειδή οι περιβαλλοντικά υπεύθυνες επιχειρήσεις είναι λιγότερο εκτεθειμένες σε συστηματικούς κινδύνους (για παράδειγμα Broadstock *et al.*, 2021, Wellalage και Kumar, 2020). Το ίδιο μπορούμε να ισχυριστούμε ότι συμβαίνει και με τους μη συστηματικούς κινδύνους εφόσον η ηθική εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί εξίσου σημαντικό κεφάλαιο των ESG επενδύσεων.

Οι Pastor και Vorsatz (2020, σελ. 791) υποστηρίζουν ότι το αυξημένο ενδιαφέρον των επενδυτών για πτυχές ESG των εταιρειών κατά τη διάρκεια της πανδημίας «υποδηλώνει ότι βλέπουν τη βιωσιμότητα ως αναγκαιότητα και όχι ως αγαθό πολυτελείας».

Ο John Streur, Chief Operating Officer του Calvert, ενός αμερικανικού βασικού επενδυτικού ταμείου μεγάλης κεφαλαιοποίησης, άρθρωσε τη σχέση μεταξύ του ESG και της εταιρικής απόδοσης κατά τη διάρκεια της πανδημίας: «[...] είναι σαφές ότι οι εταιρείες που είχαν σκεφτεί τη διαχείριση άλλων περιβαλλοντικών ή κοινωνικών κινδύνων ήταν έτοιμες για κάθε είδους κατάσταση και αντέδρασαν αρκετά καλά».⁵⁰

4.6 Νομοθετικές Εξελίξεις

Οι Goldstein και Yang (2019) σε άρθρο τους «Good disclosure, bad disclosure» υποστηρίζουν ότι το να απαιτούνται κανονιστικές ρυθμίσεις για περισσότερο ακριβείς πληροφορίες στο κοινό είναι από τα βασικά χαρακτηριστικά που ακολουθεί μια οικονομική κρίση και αποτυχία.

⁴⁸ <https://www.blackrock.com/au/individual/larry-fink-ceo-letter> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁴⁹ <https://www.reuters.com/markets/us/how-2021-became-year-esg-investing-2021-12-23/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁵⁰ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/major-esg-investment-funds-outperforming-s-p-500-during-covid-19-57965103> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Παράδειγμα αποτελεί ο νόμος Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection που στόχευε στους τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που πιστεύεται ότι προκάλεσαν την οικονομική κρίση 2007-2008. Στόχος αυτών των ρυθμίσεων είναι να δημιουργηθεί ένα περιβάλλον με πιο άφθονη δημόσια πληροφόρηση ώστε οι επενδυτές να μπορούν να κάνουν πιο ενημερωμένη κατανομή κεφαλαίων. Ακριβώς το ίδιο συνέβη στον αντίκτυπο της πανδημίας.

Βασική απαίτηση για τη διαμόρφωση βιώσιμων επενδυτικών στρατηγικών είναι η πρόσβαση σε υψηλής ποιότητας δεδομένα, αξιολογήσεις και έρευνα σχετικά με τη βιωσιμότητα. Οι περισσότερες εταιρείες δεν έχουν επίσημη διαδικασία συλλογής μη χρηματοοικονομικών μετρήσεων με αποτέλεσμα να αυξάνεται η δυσκολία για επιβεβαίωση της ακρίβειάς τους. Οι διεθνείς επενδυτές με παγκόσμια επενδυτικά χαρτοφυλάκια ζητούν ολοένα και περισσότερο υψηλής ποιότητας, διαφανείς, αξιόπιστες και συγκρίσιμες αναφορές από εταιρείες για το κλίμα και άλλα θέματα περιβαλλοντικά, κοινωνικά και εταιρικής διακυβέρνησης (ESG).

Οι ρυθμιστικές αρχές ανταποκρίθηκαν και στις ανησυχίες των επενδυτών και καταναλωτών για τις εταιρικές πρακτικές «woke-washing»⁵¹ και «greenwashing», δημιουργώντας μεγαλύτερη υπευθυνότητα και συνέπεια στα πλαίσια αναφοράς και στις απαιτήσεις συμμόρφωσης. Είναι αξιοσημείωτο ότι ενώ τα ζητήματα ESG δεν είχαν αξιόλογη νομοθετική ανάπτυξη, η εξέλιξη ειδικά μετά την πανδημία ξεδιπλώνει ένα όλο και πιο περίπλοκο δίκτυο κανονισμών και πλαισίων αγοράς.

Οι εθνικές χρηματοπιστωτικές ρυθμιστικές αρχές έχουν αρχίσει να αξιολογούν μια σειρά από πρακτικές που σχετίζονται με μορφές βιώσιμης χρηματοδότησης, με αυξανόμενη εστίαση στις ταξινομήσεις, τις προσεγγίσεις και το μάρκετινγκ ESG για τους επενδυτές (OECD, 2020, σ. 59).

Οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής προχωρούν προς την ενίσχυση των πρακτικών όσον αφορά τη βιώσιμη χρηματοδότηση γενικά με τρόπους, συμπεριλαμβανομένων, μεταξύ άλλων, των εξής:

⁵¹ Το Wake-washing είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται για να ορίσει πρακτικές στις επιχειρήσεις που παρέχουν την εμφάνιση της κοινωνικής συνείδησης χωρίς καμία ουσία.
<https://www.forbes.com/sites/forbestechcouncil/2021/06/15/woke-washing-the-glass-cliff-and-the-need-for-a-better-answer-in-diversity-leadership/?sh=3f35de445ea0> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

- Ταξινομήσεις για αποσαφήνιση του νοήματος π.χ. Κανονισμός (ΕΕ) 2020/852 και το EU Taxonomy Regulation.⁵²
- Γνωστοποιήσεις εκδότη των E S και G τόσο στον τομέα των εταιρικών όσο και στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.
- Αποκάλυψη προϊόντων κεφαλαίων ESG.
- Οι γνωστοποιήσεις ESG των οργανισμών αξιολόγησης και των σημείων αναφοράς.
- Η ανάπτυξη πολιτικής σε όλη την Ευρώπη, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία προσφέρει ορισμένα παραδείγματα διαφορετικών τρόπων με τους οποίους εξετάζονται βήματα για να γίνουν οι πρακτικές ESG πιο διαφανείς, συνεπείς και ανθεκτικές.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει προωθήσει το έργο της για την υποβολή εκθέσεων βιωσιμότητας απαιτώντας πιο λεπτομερή γνωστοποίηση σε ένα ευρύ φάσμα θεμάτων βιωσιμότητας από εταιρείες που επιθυμούν να δραστηριοποιηθούν εντός ή με την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, στις 25 Μαΐου 2022, η U.S. Securities and Exchange Commission πρότεινε νέους κανόνες για την ενίσχυση του ρυθμιστικού πλαισίου για γνωστοποιήσεις σχετικά με επενδυτικές στρατηγικές περιβαλλοντικών, κοινωνικών και σχετικών με τη διακυβέρνηση (ESG) κεφαλαίων.⁵³ Γενικότερα, όμως, οι ΗΠΑ ξεχωρίζουν για την απουσία προτάσεων που στοχεύουν χρηματοοικονομικά προϊόντα ή τουλάχιστον αυτό έκανε μέχρι πρόσφατα.

Επίσης, υπήρξαν νέες προτάσεις για συστήματα τιμολόγησης άνθρακα. Αυτό, ωστόσο, θα μπορούσε να επιδεινώσει τον αντίκτυπο άλλων δαπανών που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή που προκύπτουν ήδη από ζητήματα όπως η διαγραφή απαρχαιωμένων περιουσιακών στοιχείων, το αυξανόμενο κόστος ασφάλισης και οι αυξανόμενες ζημιές από πλημμύρες ή πυρκαγιές.⁵⁴

Οι ορισμοί της ουσιαστικότητας, αποτελούν ένα από τα πιο ξεκάθαρα ρήγματα, που μπορεί να αποδειχθεί ένα επίμονο εμπόδιο στην παγκόσμια σύγκλιση σχετικά με τους κανονισμούς που σχετίζονται με το ESG. Πρακτορεία σε ΗΠΑ, Σιγκαπούρη και Ιαπωνία έχουν επικεντρωθεί σε γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική ουσιαστικότητα, ενώ η ΕΕ, το Ηνωμένο Βασίλειο και το Χονγκ Κονγκ περιλαμβάνουν ρητά γνωστοποιήσεις

⁵² https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁵³ <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-92> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁵⁴ <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/topics/strategy/esg-disclosure-regulation.html> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

σχετικά με τον ευρύτερο κοινωνικό αντίκτυπο (μερικές φορές αναφέρεται ως «διπλή ουσιαστικότητα») (MSCI, 2021, σ. 19).

Νέα κατηγορία διαπραγματεύσιμων τίτλων

Στις 14 Σεπτεμβρίου 2021, το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) και ο όμιλος Intrinsic Exchange Group (IEG) ανακοίνωσαν από κοινού την ανάπτυξη εταιρειών φυσικών περιουσιακών στοιχείων (Natural Asset Companies) (NACs), μιας νέας κατηγορίας δημοσίως διαπραγματεύσιμων τίτλων που κατέχουν δικαιώματα και διαχειρίζονται την παραγωγικότητα και τα οικολογικά οφέλη φυσικών αγαθών όπως δάση, θαλάσσιες εκτάσεις και γεωργικές εκτάσεις.⁵⁵ Σε παγκόσμια βάση, τα φυσικά περιουσιακά στοιχεία παράγουν περίπου 125 τρις USD ετησίως σε υπηρεσίες οικοσυστήματος, όπως η δέσμευση άνθρακα, η παραγωγή γλυκού νερού, ο έλεγχος παρασίτων, η αποθήκευση υπόγειων υδάτων, η πρόληψη της διάβρωσης, ακόμα και ο τουρισμός, που παρέχονται εγγενώς από φυσικούς πόρους. Η υψηλή απόδοση υπογραμμίζει τις οικονομικές δυνατότητες μιας κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων που βασίζεται εξ ολοκλήρου σε περιβαλλοντικές επενδύσεις. Για να ληφθεί υπόψη η οικολογική αξία των NACs, η IEG έχει αναπτύξει μια λογιστική μεθοδολογία που θα συμπληρώνει τις οικονομικές καταστάσεις GAAP (Generally Accepted Accounting Principles).

Στον Πίνακα 4.1 παρουσιάζονται επιλεγμένες κανονιστικές πρωτοβουλίες που αναμένονται έως το 2025.

⁵⁵ <https://www.iadb.org/en/news/nyse-and-intrinsic-exchange-group-announce-new-asset-class-power-sustainable-future> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Πίνακας 4.1 Επιλεγμένες παγκόσμιες ρυθμιστικές πρωτοβουλίες για την αιεφορία που αναμένονται έως το 2025

		Reporting Entity	Objective	Materiality	Stringency	Uniformity in Reporting						
EMEA	E.U.	EC: Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
		EC: EU Taxonomy Article 8 Disclosures Delegated Act	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative	
		EC: Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
U.K.	FCA: Sustainability Disclosure Requirements (SDR) & Investment Labels*	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative	
	FCA: Diversity & Inclusion on Company Boards & Executive Committees*	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative	
	FCA: Climate-related Disclosure Requirements*	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative	
Americas	U.S.	SEC: Climate Disclosure for Public Companies**	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
		FI0: Climate-Related Financial Risks & Insurers**	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
	Canada	CSA: ESG-related Investment Disclosure for Funds**	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
		CSA: Climate-related Disclosure for Listed Issuers*	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
	Chile	CMF: Sustainability and Corporate Governance Requirements in Annual Reports	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
Brazil	BCB: Management and Disclosure of Social, Environmental and Climate risks	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative	
APAC	Australia	APRA: Prudential Practice Guidance on Climate Change Financial Risks	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
	China	CSRC: ESG-related Amendments to the Disclosure Rules Applicable to Listed Companies	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
	Japan	FSA: Revisions of Corporate Governance Code	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
	Hong Kong	SFC/HKMA: Green & Sustainable Finance Strategy (Climate-related Disclosures)*	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
	New Zealand	XR0: Mandatory TCFD Reporting*	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
	Singapore	MAS: Environmental Risk Management for Asset Managers, Banks, Insurers	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative
	South Korea	FSC: Mandatory ESG Report Disclosure*	Issuer	Product	Financial Entity	Transparency ¹	Labeling ²	Capital Allocation ³	Financial risk only (outward-in) or also corporate footprint (inward-out)	Financial materiality	Guidance	Only Qualitative

* Proposed or in Consultation

** Planned

1 Enable more disclosure of non-financial information

2 Prevent green-washing or mis-selling

3 Direct capital towards sustainable investments (explicit intent by the regulator)

Yes ■ ■ ■

No ■

□□□ Unclear /evolving

■□ Financial materiality

■□□ Guidance

■□□ Only Qualitative

■□□ Includes Quantitative

■□□ Comply or Explain

■□□ Highly prescriptive template)

■□□ Mandatory

Πηγή: MSCI (2021), σ. 20

4.7 Εξελίξεις στα Πρότυπα

Η αποκάλυψη και αναφορά σχετικά με το ESG ήταν που οδήγησε στην ανάπτυξη μια σειράς διαφορετικών προτύπων και πλαισίων. Ο Sætra (2021), υπογραμμίζει ότι το τοπίο που δημιουργήθηκε συχνά περιγράφεται ως «σουπά αλφαβήτου» και αμαυρώνεται από μια σειρά επιλογών που προκαλεί ζάλη και λίγες σαφείς οδηγίες από τις ρυθμιστικές αρχές. Η εμφάνιση της πανδημίας σε συνδυασμό με τις προσπάθειες για τον εξορθολογισμό και τη συγκρίσιμη, καθολική και προσβάσιμη αποκάλυψη πληροφοριών ESG, επιτάχυνε τις εξελίξεις στα πρότυπα.

Τον Ιούλιο του 2020, το GRI και η SASB ανακοίνωσαν ένα πρόγραμμα συνεργασίας και τον Απρίλιο του 2021, κυκλοφόρησε ένας πρακτικός οδηγός για την αναφορά βιωσιμότητας χρησιμοποιώντας τα πρότυπα GRI και SASB. Ο "A Practical Guide to Sustainability Reporting Using GRI and SASB Standards" δείχνει πώς οι εταιρείες χρησιμοποιούν τα δύο σύνολα προτύπων μαζί και διερευνούν τις εμπειρίες των εταιρειών χρησιμοποιώντας τα δύο σύνολα προτύπων για να καλύψουν τις ανάγκες αναφοράς τους.⁵⁶ Ο Οδηγός βασίστηκε σε εκτενείς συνεντεύξεις με τέσσερις παγκόσμιες εταιρείες που έκαναν απολογισμούς σύμφωνα με τα πρότυπα GRI και οι οποίες συμπεριλαμβάνουν και τα πρότυπα SASB.

Τον Σεπτέμβριο του 2020, οι πέντε κορυφαίοι οργανισμοί πλαισίων και καθορισμού προτύπων—CDP, CDSB, GRI, IIRC και SASB—ανακοίνωσαν ένα κοινό όραμα για ένα ολοκληρωμένο σύστημα εταιρικών αναφορών που περιλαμβάνει τόσο τη χρηματοοικονομική λογιστική όσο και τη γνωστοποίηση βιωσιμότητας, συνδεδεμένα μέσω ολοκληρωμένων αναφορών. Η κοινή δήλωση περιγράφει πώς τα υπάρχοντα πρότυπα και πλαίσια βιωσιμότητας μπορούν να συμπληρώσουν τις γενικά αποδεκτές αρχές χρηματοοικονομικής λογιστικής (Financial GAAP). Τον Δεκέμβριο του 2020, η «ομάδα των πέντε» δημοσίευσε ένα πρωτότυπο πρότυπο χρηματοοικονομικής γνωστοποίησης, ως έναν πρακτικό οδηγό, που σχετίζεται με το κλίμα.

Τον Νοέμβριο του 2020 το IIRC και το SASB ανακοίνωσαν την πρόθεσή τους να συγχωνευθούν στο Value Reporting Foundation, το οποίο ιδρύθηκε επίσημα τον Ιούνιο του 2021. Το Value Reporting Foundation είναι ένας παγκόσμιος μη κερδοσκοπικός οργανισμός που προσφέρει μια ολοκληρωμένη σειρά πόρων, όπως τα πρότυπα SASB και το πλαίσιο IIRC

⁵⁶ <https://www.globalreporting.org/media/mlkjpnl1/gri-sasb-joint-publication-april-2021.pdf> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

(συνεχίζουν να λειτουργούν ως ανεξάρτητες κατευθυντήριες γραμμές), που έχουν σχεδιαστεί για να βοηθούν τις επιχειρήσεις και τους επενδυτές να αναπτύξουν μια κοινή κατανόηση της εταιρικής αξίας.

Το CDSB έχει πλέον ενοποιηθεί στο Ίδρυμα International Financial Reporting Standards (IFRS). Στις 3 Νοεμβρίου 2021, οι διαχειριστές του Ιδρύματος IFRS ανακοίνωσαν τη δημιουργία ενός νέου συμβουλίου καθορισμού προτύπων, του International Sustainability Standards Board (ISSB), για να βοηθήσει στην κάλυψη της απαίτησης, για υψηλής ποιότητας, διαφανείς, αξιόπιστες και συγκρίσιμες εταιρικές αναφορές για το κλίμα και άλλα περιβαλλοντικά, κοινωνικά και διακυβέρνηση (ESG).⁵⁷

Μετά το Business Roundtable's new Statement, στην Ετήσια Συνάντηση του 2020 στο Νταβός, 120 από τις μεγαλύτερες εταιρείες του κόσμου υποστήριξαν τις προσπάθειες για την ανάπτυξη ενός βασικού συνόλου κοινών μετρήσεων και γνωστοποιήσεων για μη χρηματοοικονομικούς παράγοντες για τους επενδυτές τους και άλλους ενδιαφερόμενους. Το βασικό και διευρυμένο σύνολο μετρήσεων Stakeholder Capitalism μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τις εταιρείες για την ευθυγράμμιση των αναφορών τους σχετικά με την απόδοση τους, με περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς δείκτες και τους δείκτες διακυβέρνησης (ESG) και την παρακολούθηση της συνεισφοράς των ΣΒΑ, σε συνεπή βάση. Οι WEF-IBC Stakeholder Capitalism Metrics and Disclosures αποτελούνται από ένα σύνολο 21 βασικών και 34 διευρυμένων μετρήσεων και γνωστοποιήσεων, οργανωμένες σε 4 θέματα: Άνθρωποι, Πλανήτης, Ευημερία και Αρχές της διακυβέρνησης.⁵⁸ Οι προτεινόμενες μετρήσεις και οι γνωστοποιήσεις προέρχονται σε μεγάλο βαθμό από υπάρχοντα πρότυπα (όπως GRI, SASB, TCFD κ.α.) με πρόθεση να «υποστηρίξουν τη σύγκλιση» των προτύπων.

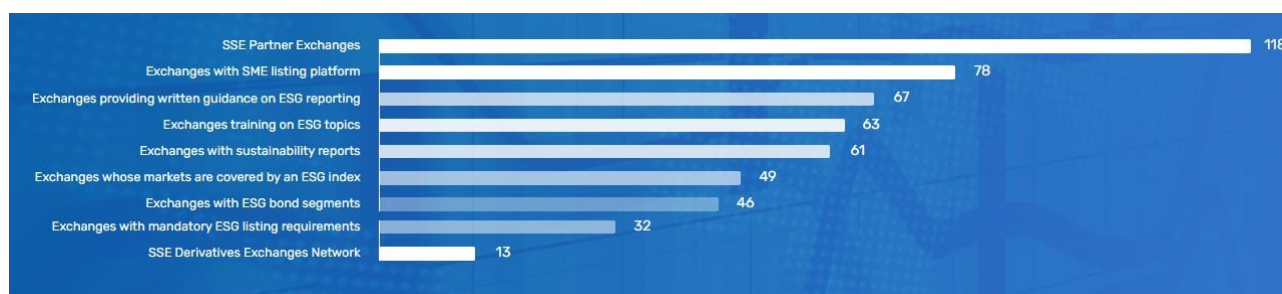
4.8 Χρηματιστήρια με Γραπτή Καθοδήγηση ESG

Η Sustainable Stock Exchanges (SSE) διατηρεί μια βάση δεδομένων (Διάγραμμα 4.4), με πληροφορίες που προορίζονται μεταξύ άλλων να ενημερώσουν τους επενδυτές και άλλους ενδιαφερόμενους, σχετικά με το έργο που αναλαμβάνουν τα χρηματιστήρια για την προώθηση της βιωσιμότητας στις αντίστοιχες αγορές τους. Σήμερα, τα χρηματιστήρια με γραπτή καθοδήγηση ESG είναι 67 από τα 118 χρηματιστήρια που παρακολουθούνται από το SSE, τα

⁵⁷ <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁵⁸ <https://www.weforum.org/stakeholdercapitalism/our-metrics> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

οποία έχουν δημοσιεύσει οδηγίες αναφοράς ESG για τις εισηγμένες εταιρείες τους, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 4.4.⁵⁹



Πηγή:<https://sseinitiative.org/> (τελευταία ενημέρωση 15/08/2022)

Διάγραμμα 4.4 Δραστηριότητες Δειφορίας Χρηματιστηρίων του Sustainable Stock Exchanges (SSE)

4.9 Προβληματισμοί & Ανησυχίες

Σύμφωνα με τη μελέτη του OECD (2020), τα αποτελέσματα της αξιολόγησης των πρακτικών ESG και της ποσοτικής ανάλυσης της απόδοσής τους, έδειχναν, ότι παρά την πρόοδο στη βελτίωση της διαθεσιμότητας και ανάλυσης δεδομένων, θα χρειαστούν επιπλέον προσπάθειες από τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής, τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και άλλους ενδιαφερόμενους για την ενίσχυση των πρακτικών ESG.

Το έργο που βρίσκεται σε εξέλιξη μεταξύ των ρυθμιστικών φορέων και των χρηματοπιστωτικών αγορών προχωρά με ποικίλες ταχύτητες και κατευθύνσεις, γεγονός που αναδεικνύει την ανάγκη για επίτευξη παγκόσμιας συνοχής τόσο εντός των αγορών όσο και μεταξύ τους. Με αυτόν τον τρόπο, οι χρηματοοικονομικές αγορές θα είναι πιο ικανές να υποστηρίξουν αποτελεσματικά τη μακροπρόθεσμη αξία και τη βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη.

Εκτός όμως από την αμφισβήτηση των δεδομένων και το υψηλό επίπεδο ενθουσιασμού για επενδύσεις με κλίση ESG, από τα μέσα ήδη του 2020 είχε προκύψει σκεπτικισμός σχετικά με το εάν το ESG ήταν πραγματικά μια αποτελεσματική ασπίδα απόδοσης κατά τη διάρκεια της κρίσης. Για παράδειγμα, η Wall Street Journal απέδωσε υψηλότερες επιδόσεις των εταιρειών ESG στην τύχη.⁶⁰ Επιπλέον, άρθρο των Financial Times ισχυρίζεται ότι η υπεραπόδοση των δεικτών ομολόγων με κλίση ESG κατά τη διάρκεια του Covid-19 δεν οφειλόταν στο ESG αυτό καθαυτό, αλλά μάλλον στο ότι οι σχετιζόμενες εταιρείες είχαν υψηλότερες αξιολογήσεις

⁵⁹ <https://sseinitiative.org/esg-guidance-database/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁶⁰ <https://www.wsj.com/articles/esg-investing-in-the-pandemic-shows-power-of-luck-11594810802> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

πιστοληπτικής ικανότητας και τα αμοιβαία κεφάλαια είχαν χαμηλή έκθεση στον ενεργειακό τομέα που επλήγη από το σύγχρονο κραχ ιστορικών διαστάσεων.⁶¹

Από τις αρχές του 2021 υπάρχουν τεκμηριωμένες αντιρρήσεις που στρέφουν τη μελέτη για τις επιδόσεις των οργανισμών όχι αποκλειστικά στην εξάρτηση από κριτήρια ESG αλλά σε άλλους παράγοντες όπως για παράδειγμα τη σύνθεση του εταιρικού χαρτοφυλακίου τους. Ο SEC τον Απρίλιο του 2021 εξέδωσε Risk Alert με σκοπό να επισημάνει κινδύνους και ζητήματα που σχετίζονται με ESG επενδύσεις.⁶² Η περιγραφή των κινδύνων αφορούσε θέματα εξέτασης και αξιολόγησης των συστημάτων εποπτείας, συμμόρφωσης ή/και άλλων συστημάτων διαχείρισης κινδύνου των εταιρειών.

Κάποιοι επικριτές υποστήριζαν ότι οι βαθμολογίες ESG είναι μια ξεπερασμένη έννοια (Demers *et al.*, 2021, σ. 434). Το 2022 υπάρχει η εκτίμηση ότι το ESG θα συνεχίσει να εξελίσσεται έως ότου με τον ένα ή τον άλλο τρόπο θα περικλείει τα πάντα και τότε δεν θα σημαίνει τίποτα.⁶³

Την 1 Μαρτίου 2022 ο πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC), Gary Gensler, εξέφρασε τις ανησυχίες του για το «greenwashing» και κατά πόσο είναι αξιόπιστες οι πληροφορίες ή αλλιώς τα συστατικά όπως χαρακτηριστικά ανέφερε, που υπάρχουν πίσω από τα «πράσινα» και «βιώσιμα» κεφάλαια». Το Μάιο του 2022 προτάθηκαν νέοι κανόνες, όπως συζητήσαμε νωρίτερα.

Ο καθηγητής του Πανεπιστημίου του Κολοράντο, Sanjai Bhagat, γράφοντας στο Harvard Business Review, τον Μάρτιο του 2022, υποστηρίζει ότι τα funds που επενδύουν σε εταιρείες που αγκαλιάζουν δημόσια το ESG θυσιάζουν οικονομικές αποδόσεις χωρίς να κερδίζουν πολλά, αν μη τι άλλο, όσον αφορά την ουσιαστική προώθηση των συμφερόντων ESG.⁶⁴ Υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι οι εταιρείες ενστερνίζονται δημοσίως το ESG ως κάλυμμα για την κακή επιχειρηματική απόδοση.

Υπό το πρίσμα της αμφισβήτησης, μια ακόμα αξιοσημείωτη παρατήρηση έγινε από τον καθηγητή οικονομικών του Wharton University of Pennsylvania, Itay Goldstein, ο οποίος υποστήριξε στις αρχές του 2022, ότι η απότομη άνοδος των τιμών των μετοχών το 2021, υποδείκνυε έλλειψη επενδυτικών ευκαιριών. Ο Goldstein, υποστηρίζει επίσης ότι ο ρόλος των παραγόντων ESG στην αύξηση των τιμών των μετοχών δεν είναι πάντα σαφής. «Οι άνθρωποι

⁶¹ <https://www.ft.com/content/330b3b61-ab53-43be-ad71-11afb0e5f45b> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁶² <https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁶³ <https://www.ft.com/content/9073a69f-bc90-4944-b9d9-d2a0a2ff1f15> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁶⁴ <https://hbr.org/2022/03/an-inconvenient-truth-about-esg-investing> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

δεν έχουν πολλά μέρη για να βάλουν τα χρήματά τους» και οι χρηματιστηριακές αγορές είναι απίθανο το 2022 να συνεχίσουν την ανοδική πορεία του περασμένου έτους, με τους επενδυτές να κοιτάζουν άλλες ευκαιρίες καθώς τα επιτόκια αυξάνονται. Επιπλέον, υποστηρίζει, ότι η αστάθεια στις χρηματιστηριακές αγορές τροφοδοτείται από τις ανησυχίες για τον πληθωρισμό και ως εκ τούτου θα βλέπουμε μια ανώμαλη διαδρομή με αρκετά υψηλό επίπεδο κινδύνου.⁶⁵

4.10 Εκτιμήσεις για τις Επιπτώσεις και τον Περιορισμό της Πανδημίας

Η άφιξη των πρώτων εμβολίων κατά του Covid-19 στις αρχές του 2021 έφερε μαζί της υποσχέσεις τόσο για επιστροφή στην κανονικότητα όσο και για σταθερότητα εντός της χρηματοπιστωτικής αγοράς.

Αναμφισβήτητα ο περιορισμός της πανδημίας αναμενόταν να οδηγήσει τον πλανήτη σε φάση ανάκαμψης. Ωστόσο, γεγονότα και διεθνείς συγκυρίες όπως η κρίση ενέργειας, ο πόλεμος στην Ουκρανία κ.λ.π. αποτέλεσαν τροχοπέδη στις προσπάθειες ανάκαμψης και κλιμάκωσαν περαιτέρω αφενός τον εγκλεισμό και τον φόβο των καταναλωτών και αφετέρου τον προβληματισμό και τις επιλογές των επενδυτών.

Σύμφωνα με τους Cárdenas *et al.*, (2020, σ. 1), η προσπάθεια για μια επιτυχημένη στρατηγική θα πρέπει να συνδυάζει την ανάγκη αποκατάστασης του εισοδήματος και της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ ταυτόχρονα πρέπει να αποτρέψει μια καταστροφή από τη συσσώρευση οικονομικών και χρηματοοικονομικών τρωτών σημείων και λαθών πολιτικής (συνήθως γνωστά ως λευκοί κύκνοι).⁶⁶

Αυτή η κρίση αποκάλυψε πόσο απροετοίμαστο και ευάλωτο είναι το κοινωνικοοικονομικό μας σύστημα σε σωματικά (physical) σοκ. Σε αντίθεση με τα οικονομικά σοκ, όπως αυτά που προκάλεσαν την παγκόσμια οικονομική κρίση πριν από μια δεκαετία, τα σωματικά σοκ προέρχονται από οικολογικούς και κοινωνικούς περιορισμούς που, όταν παραβιάζονται, προκαλούν οικονομική κατάρρευση.

Χάρη στις εξελίξεις στις φυσικές και κοινωνικές επιστήμες, είμαστε τώρα σε καλύτερη θέση να κατανοήσουμε τις υποκείμενες αιτίες και, σε ορισμένες περιπτώσεις, να αξιολογήσουμε την

⁶⁵ <https://www.weforum.org/agenda/2022/01/interest-rates-stock-values-2022-esg-finance-economy/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁶⁶ ένα γεγονός που είναι βέβαιο ότι θα συμβεί κάποια στιγμή. <https://www.cnbc.com/2020/02/24/dr-doom-nouriel-roubini-warns-of-multiple-white-swans.html>, (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

<https://www.lgt.com/en/magnet/investment-strategies/the-corona-pandemic-a-white-swan-not-a-black-swan/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

<https://www.theguardian.com/business/2020/feb/19/the-white-swan-harbingers-of-global-economic-crisis-are-already-here> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

πιθανότητά τους. Ο μετριασμός αυτής της κατηγορίας κινδύνων ουράς δεν είναι αδύνατος και ποτέ δεν ήταν πιο σχετικός και επείγον.⁶⁷ Ένας αποτελεσματικός τρόπος για να γίνει αυτό είναι η έξυπνη κατανομή κεφαλαίων.

Σε μια εποχή που οι αγορές διστάζουν να επιτρέψουν πολύ υψηλούς δείκτες δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, η πανδημία έδωσε μια μοναδική ευκαιρία να ενσωματωθούν παράγοντες βιωσιμότητας που αναπροσανατολίζουν την αναπτυξιακή χρηματοδότηση προς μονοπάτια χαμηλού κινδύνου.

4.11 Ανακεφαλαίωση

Στο Τέταρτο Κεφάλαιο έγινε αναφορά στις επιπτώσεις της πανδημίας Covid-19 στους παράγοντες ESG. Η επαναξιολόγηση των περιβαλλοντικών, κοινωνικών παραγόντων και παραγόντων διακυβέρνησης αποτέλεσε την προσαρμογή του υπάρχοντος ESG στα νέα δεδομένα, αποδεικνύοντας ότι οι λύσεις που επιδιώκει αφορούν τη σύγχρονη κοινωνία. Πολλοί διεθνείς οργανισμοί, άμεσα ενδιαφερόμενοι των παραγόντων, παρουσίασαν τις επενδύσεις ESG ως την ασπίδα των δυσμενών επιπτώσεων της πανδημίας. Οι ισχυρισμοί τους τεκμηριώνονται από στοιχεία που βγήκαν στο φως της δημοσιότητας τόσο από έγκυρες μελέτες οργανισμών όπως ο ΟΟΣΑ, όσο και από την αύξηση των κεφαλαίων σε βιώσιμες επενδύσεις.

Παράλληλα με αυτόν τον ενθουσιασμό, χώρες και κυβερνήσεις ανέλαβαν έντονη δράση για νομοθετική ρύθμιση προκειμένου να εξασφαλίσουν την ασφάλεια των επενδυτών και της χρηματοοικονομικής αγοράς. Τις εξελίξεις ακολούθησαν και οι πρωτοβουλίες των διεθνών προτύπων για διευκόλυνση της συνέπειας και της χρήσης τους. Προς την ίδια κατεύθυνση, αυξήθηκαν τα χρηματιστήρια που παρέχουν γραπτή καθοδήγηση ESG ακολουθώντας ουσιαστικά και την αύξηση του επενδυτικού ενδιαφέροντος.

Η αντίθεση στους ισχυρισμούς και τις πρωτοβουλίες προήλθε από επαγγελματίες και ακαδημαϊκούς του χώρου. Κάποιοι αμφισβήτησαν ακόμα και το ρόλο του ESG ως καλή

⁶⁷ Η ουρά αναφέρεται στα ακραία τμήματα των καμπυλών κατανομής στα διαγράμματα σε σχήμα καμπάνας που δείχνουν στατιστικές πιθανότητες για μια ποικιλία αποτελεσμάτων. Στην περίπτωση επένδυσης, η καμπύλη δείχνει την πιθανότητα επίτευξης διαφορετικών επενδυτικών αποδόσεων για μια συγκεκριμένη περίοδο. Σε μια κανονική καμπύλη, οι πιο πιθανές αποδόσεις συγκεντρώνονται σε μια διόγκωση κοντά στο κέντρο, που είναι η μέση αναμενόμενη απόδοση με λιγότερο πιθανές τις πιο ακραίες αποδόσεις που λεπταίνουν προς τα άκρα. Οι ουρές στα άκρα, αριστερά και δεξιά, αντιπροσωπεύουν τα λιγότερο πιθανά, πιο ακραία αποτελέσματα: τις χαμηλότερες αποδόσεις στα αριστερά, τις υψηλότερες αποδόσεις στα δεξιά. Για τους μακροπρόθεσμους επενδυτές, η ιδανική στρατηγική χαρτοφυλακίου θα επιδιώξει να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο της αριστερής ουράς χωρίς να περιορίσει το δυναμικό ανάπτυξης της δεξιάς ουράς.

<https://europe.pimco.com/en-eu/resources/education/understanding-tail-risk/?l=Europe&s=true&lang=en-eu> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022) & <https://www.nasdaq.com/articles/fat-tail-risk-what-it-means-and-why-you-should-be-aware-it-2015-11-02> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

επιχειρηματική πρακτική ή υποστήριξαν ότι τα θετικά ευρήματα ήταν τυχαία ή συγκυριακά. Παρά ταύτα, ο επίλογος σε όλον αυτό τον σκεπτικισμό είναι ότι η πανδημία Covid-19 έκανε ευρέως αντιληπτή τη σημασία της έννοιας «Βιωσιμότητα», μέσα από την προσπάθεια της να παράσχει λύσεις στην οικονομική και όχι μόνο, ανάπτυξη χωρών και ανθρώπων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Ο Ρόλος του ESG στις Επενδυτικές Αποφάσεις Μετά την Εμφάνιση της Πανδημίας Covid-19

5.1 Εισαγωγή

Μετά το ξέσπασμα του Covid-19, ο προσανατολισμός προς τη βιωσιμότητα αποδείχθηκε κρίσιμος παράγοντας για τη διασφάλιση της επιβίωσης και της ανάπτυξης. Η πανδημία, τόνισε τη σημασία της απόδοσης της εταιρικής βιωσιμότητας ως έναν από τους κύριους μοχλούς της ανθεκτικότητας των επιχειρήσεων σε απροσδόκητους κραδασμούς.

Η αξιολόγηση της εταιρικής απόδοσης όχι μόνο με οικονομικούς όρους, αλλά και στον αντίκτυπό της στον πλανήτη και τους κατοίκους του άρχισε να αποκτά αυξανόμενη ταχύτητα και μεγαλύτερη συμμετοχή. Οι παράγοντες ESG έγιναν δημοφιλείς, από θερμούς και μη υποστηρικτές και παίρνουν μέρος στη συζήτηση ανάκαμψης από τις επιπτώσεις της πανδημίας, παρά την εμφάνιση νέων προκλήσεων.

Στο Πέμπτο Κεφάλαιο, αρχικά παρουσιάζονται περιληπτικά τα δημοσιευμένα ευρήματα μελετών, ακαδημαϊκών και συναφών κλάδων, για την περίοδο μετά την πανδημία έως και τον Ιούλιο 2022. Ειδικότερα, γίνεται αναφορά σε αποτελέσματα συστηματικών ανασκοπήσεων και ανεξάρτητων ερευνών. Το Κεφάλαιο αυτό ολοκληρώνεται με 3 πρωτογενείς έρευνες σε μεμονωμένους, θεσμικούς και επαγγελματίες επενδυτές.

5.2 Σχέση ESG και Οικονομικής Απόδοσης

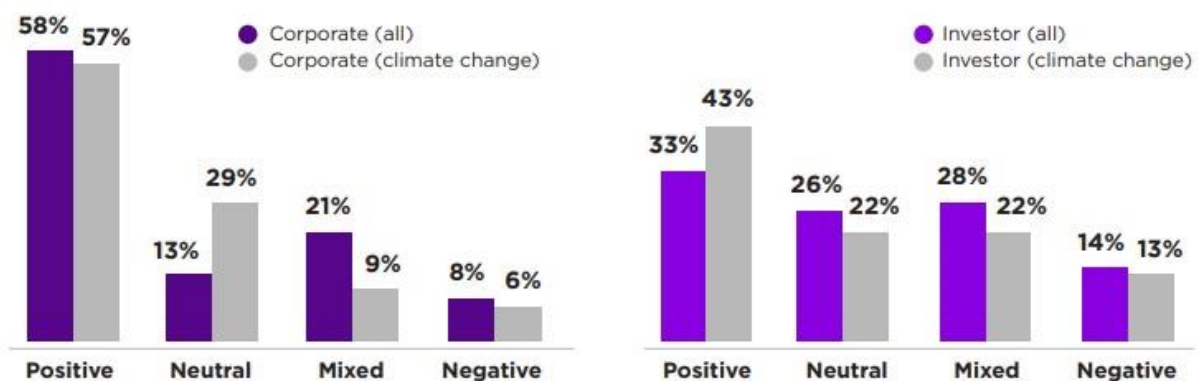
Η έρευνα του NYU STERN, Center for Sustainable Business and Rockefeller Asset Management: ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE, (NYU STERN, 2021), που σχετίζεται με την έρευνα των Atz *et al.*, (2020), εξετάζει τη σχέση μεταξύ ESG και οικονομικής απόδοσης σε περισσότερες από 1.000 ερευνητικές εργασίες από το 2015 έως το 2020.

Η μεθοδολογία της έρευνας διαφέρει από προηγούμενες μετα-αναλύσεις. Οι εργασίες χωρίστηκαν σε αυτές που επικεντρώνονται στην:

- εταιρική οικονομική απόδοση (π.χ. λειτουργικές μετρήσεις όπως ROE ή ROA ή αποδόσεις μετοχών για μια εταιρεία ή όμιλο εταιρειών) και

- εκείνες που επικεντρώνονται στην απόδοση των επενδύσεων (από την προοπτική ενός επενδυτή όπως του συντελεστή alpha ή Sharpe ratio σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών) για να διαπιστωθεί εάν υπήρχε διαφορά στα ευρήματα.⁶⁸
- Εξέτασαν επίσης χωριστά papers και άρθρα και επικεντρώθηκαν σε στρατηγικές χαμηλών εκπομπών άνθρακα που συνδέονται με τις οικονομικές επιδόσεις, προκειμένου να γίνει κατανόηση αυτών των επιδόσεων μέσα από το πρίσμα ενός και μόνο θεματικού ζητήματος.

Τα ευρήματα συγκεντρώνονται στο Διάγραμμα 5.1.



Πηγή: NYU STERN (2021), σ. 4

Διάγραμμα 5.1 Σχέση ESG- εταιρικής απόδοσης και ESG-απόδοσης επενδυτών στη μελέτη ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE

Κυριαρχούν τα θετικά ή/και τα ουδέτερα αποτελέσματα για επενδύσεις στη βιωσιμότητα. Πολύ λίγες μελέτες βρήκαν αρνητική συσχέτιση μεταξύ ESG και οικονομικής απόδοσης (με βάση 245 μελέτες που δημοσιεύθηκαν μεταξύ 2016 και 2020). Τα ευρήματα υποστηρίχθηκαν από μια επιπλέον μετα-μετα-ανάλυση (μελέτη υπάρχουσών μετα-μελετών). Βρέθηκαν 13 εταιρικές μετα-αναλύσεις που (καλύπτουν 1.272 μοναδικές μελέτες) με μια ποσοτική προσέγγιση και 2 επενδυτικές μετα-αναλύσεις (που καλύπτουν 107 μοναδικές μελέτες) που δημοσιεύθηκαν από το 2015. Η πρώτη βρήκε σταθερές θετικές συσχετίσεις μεταξύ ESG και εταιρικής οικονομικής απόδοσης και η δεύτερη διαπίστωσε ότι οι αποδόσεις επένδυσης ESG

⁶⁸ Το Sharpe ratio περιγράφει τον βαθμό στον οποίο μια επένδυση αντισταθμίζει τον επιπλέον κίνδυνο. Αυτός ο λόγος ονομάζεται επίσης λόγος κινδύνου-απόδοσης. Όσο υψηλότερη είναι η αναλογία, τόσο μεγαλύτερη είναι η αποζημίωση κινδύνου που προσφέρει μια επένδυση.

<https://www.robeco.com/en/key-strengths/quant-investing/glossary/sharpe-ratio.html> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

<http://news.morningstar.com/classroom2/course.asp?docId=2932&page=4> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

ήταν ίδιες με τις αποδόσεις συμβατικών επενδύσεων. Η σύγκριση δείχνει ότι τα ευρήματα είναι ισχυρά στο χρόνο και στο χώρο.

Αξιοσημείωτα είναι τα ευρήματα όταν μελετάται ή δεν μελετάται η διαχείριση κινδύνου, όπου οι επενδυτικές μελέτες έχουν περισσότερα θετικά αποτελέσματα, όταν οι μελέτες εξετάζουν τον κίνδυνο (Πίνακας 5.1).

Πίνακας 5.1 Διαφοροποίηση της σχέσης ESG- εταιρικής απόδοσης από την παρουσία ή όχι παραγόντων κινδύνου στη μελέτη ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE

Indicator variables	Count	Positive	Neutral/mixed	Negative
Mediating factor risk in corporate studies	16	57%	34%	8%
No mediating factor risk in corporate studies	143	69%	31%	0%
Mediating factor risk in investor studies	23	48%	39%	13%
No mediating factor risk in investor studies	63	27%	59%	14%
Mediating factor risk in thematic studies	13	69%	23%	8%
No mediating factor risk in thematic studies	46	54%	35%	11%

Πηγή: NYU STERN (2021), σ. 12

Στην έρευνα κυριαρχούν αρκετές κοινωνικές επιστημονικές θεωρίες:

- I.Θεωρία ενδιαφερόμενων μερών. Οι επιτυχημένες εταιρείες χρειάζονται διαχείριση για μια μεγάλη ποικιλία ενδιαφερομένων όπως οι εργαζόμενοι, η κοινωνία των πολιτών, οι προμηθευτές και οι επενδυτές.
- II.Διαμοιραζόμενη αξία (Porter’s hypothesis). Οι εταιρείες που δημιουργούν κοινή αξία για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη τα πάνε καλύτερα οικονομικά.
- III.Θεωρία νομιμότητας. Ένα κοινωνικό συμβόλαιο μεταξύ της εταιρείας και της κοινωνίας, η οποία, αν σπάσει, οδηγεί τους καταναλωτές σε μείωση της ζήτησης ή τις κυβερνήσεις στην επιβολή ρυθμιστικών περιορισμών.
- IV.Προβολή βασισμένη στους πόρους. Με έμφαση στους εσωτερικούς πόρους όπως οι εργαζόμενοι και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία για την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Στον Πίνακα 5.2 φαίνονται τα θετικά, ουδέτερα και αρνητικά ευρήματα για τη σχέση ESG-οικονομικής απόδοσης, για κάθε θεωρία.

Πίνακας 5.2 Σχέση ESG- εταιρικής απόδοσης στις Κοινωνικές Επιστημονικές Θεωρίες στη μελέτη ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE

Indicator variables	Count	Positive	Neutral/mixed	Negative
Social science theories				
Stakeholder theory	80	57%	34%	9%
Legitimacy theory	40	45%	40%	15%
Porter's hypothesis	40	57%	28%	15%
Resource-based view	64	55%	36%	9%
None	74	32%	57%	11%

Πηγή: NYU STERN (2021), σ. 13

Τα αποτελέσματα της μελέτης δίνουν συνολικά έξι συμπεράσματα «κλειδιά»:

- Η βελτιωμένη οικονομική απόδοση λόγω ESG γίνεται πιο έντονη σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα.
- Η επενδυτική στρατηγική ενσωμάτωσης ESG φαίνεται να αποδίδει καλύτερα από τις προσεγγίσεις αρνητικού ελέγχου και η τάση ESG μπορεί να φέρει καλύτερα αποτελέσματα στους ηγέτες.
- Η επένδυση ESG φαίνεται να παρέχει προστασία, ιδιαίτερα κατά την κοινωνική ή οικονομική κρίση.
- Οι πρωτοβουλίες βιωσιμότητας στο πως δείχνει μια εταιρεία (corporations appear), μπορούν να οδηγήσουν την οικονομική απόδοση λόγω παραγόντων όπως η βελτιωμένη διαχείριση κινδύνων και περισσότερη καινοτομία.
- Οι μελέτες δείχνουν ότι η διαχείριση για μελλοντικές χαμηλές εκπομπές άνθρακα βελτιώνει τις οικονομικές επιδόσεις.
- Η αποκάλυψη ESG από μόνη της δεν καθοδηγεί την οικονομική απόδοση όπως φαίνεται στον Πίνακα 5.3.

Πίνακας 5.3 Ευρήματα σχέσης ESG-οικονομικής απόδοσης με μόνο μία μεταβλητή στη μελέτη ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE

Indicator variables	Count	Positive	Neutral/mixed	Negative
Study design				
Disclosure only	50	26%	60%	14%
Performance only	159	53%	39%	8%
Accounting-based measure	67	46%	42%	12%
Market-based measure	186	46%	44%	11%
Aggregate ESG score	48	52%	40%	8%
Casualty proxies				
Implied long-term relationship	94	50%	40%	10%
Lagged dependent variable	51	51%	35%	14%
Fixed effects / matching methods / instrumental variables	66	41%	53%	6%
Mediating factors				
Risk	40	52%	40%	8%
Operational efficiency	22	59%	27%	14%
Innovation	17	76%	24%	0%

Πηγή: NYU STERN (2021), σ. 12

Τέλος οι αντιδράσεις των επενδυτών που σχετίζονται με την κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, την ενεργητική ή παθητική διαχείριση και τη στρατηγική διαχείρισης χαρτοφυλακίου παρουσιάζονται στον Πίνακα 5.4.

Πίνακας 5.4 Επιλεγμένες μεταβλητές για την μελέτη των αντιδράσεων των επενδυτών για τη σχέση ESG-οικονομικής απόδοσης στη μελέτη ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE

Indicator variables	Count	Positive	Neutral/mixed	Negative
Asset class				
Equities	54	33%	54%	13%
Fixed income	11	19%	56%	25%
Management style				
Active	41	29%	56%	15%
Passive	6	50%	50%	0%
Portfolio management strategy				
Negative screening & divesting	16	19%	69%	12%
Pooled strategies created by researchers	30	10%	73%	17%
ESG integration created by researchers	17	33%	53%	14%

Προσοχή στην ερμηνεία σειρών με μικρό πλήθος.

Πηγή: NYU STERN (2021), σ. 13

Σύμφωνα με την έρευνα, οι μελέτες πρέπει να κάνουν καλύτερη διάκριση μεταξύ διαφορετικών τύπων επενδυτικών στρατηγικών και κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να αναλυθεί η οικονομική απόδοση.

Ενημέρωση μελέτης Atz *et al.*, (2020)

Οι Atz *et al.*, (2020) ενημέρωσαν, το 2022, τη μελέτη τους και σε αντίθεση με την έρευνα από τη διοίκηση και συναφείς κλάδους καθώς και με τα ευρήματα που υποστηρίζονται από εκθέσεις του κλάδου, δεν βρήκαν μεγάλη οικονομική απόδοση για τις στρατηγικές ESG. Το μεγαλύτερο μέρος των μελετών κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι είτε δεν υπήρχε στατιστική διαφορά σε σύγκριση με ένα συμβατικό σημείο αναφοράς ή ότι τα αποτελέσματα ήταν θετικά και αρνητικά (δηλαδή μικτά) σε μια μελέτη.

Επισημαίνουν ότι η σχετική ακαδημαϊκή βιβλιογραφία αμφισβητείται σε σύγκριση με την πιο ώριμη εταιρική/διοικητική βιβλιογραφία εξαιτίας των πολλών διαστάσεων της βιωσιμότητας, ελλείψεων των δεδομένων ESG και της συγκέντρωσης διαφορετικών επενδυτικών στρατηγικών.

Σε ένα σύνολο τριών προτάσεων, τα αποτελέσματα ερμηνεύτηκαν ως εξής:

1. Η ενσωμάτωση ESG ως επενδυτική στρατηγική φαίνεται να αποδίδει καλύτερα από τον έλεγχο (screening) και την εκποίηση (divesting).⁶⁹
2. Η επένδυση ESG παρέχει ασύμμετρα οφέλη, ειδικά κατά τη διάρκεια μιας περιόδου κοινωνικής ή οικονομικής περιόδου κρίσης.
3. Οι στρατηγικές απαλλαγής από τις εκπομπές άνθρακα μπορούν δυνητικά να αποσπάσουν ένα ασφάλιστρο για τον κλιματικό κίνδυνο

Οι μελετητές τονίζουν ότι οι λεπτομέρειες και οι μηχανισμοί της σχέσης μεταξύ βιώσιμων επενδύσεων και χρηματοοικονομικών επιδόσεων είναι οι παράγοντες που έχουν μεγαλύτερη σημασία. Υπογραμμίζουν, ότι ένα πρόβλημα στην διερεύνηση της σχέσης είναι ότι η ταξινόμηση των στρατηγικών βιώσιμων επενδύσεων είναι διφορούμενη (Atz *et al.*, 2020-2022 *revision*, σ. 26-27) .

5.3 Σχέση Αξιολογήσεων ESG και Εταιρικής Απόδοσης

Η μελέτη του Khan (2022) διεξάγει μια ενδελεχή ανάλυση της βιβλιογραφίας και μετα-ανάλυση για τα εταιρικά οικονομικά μέσω των αξιολογήσεων ESG από το 2012 έως το 2022, όπου παρουσιάζει τρία ερευνητικά ρεύματα:

⁶⁹ Ο αρνητικός έλεγχος και η εκποίηση είναι μια επενδυτική στρατηγική όπου οι εταιρείες που δεν συμμορφώνονται με τις προκαθορισμένες αρχές ESG, εξαιρούνται από το χαρτοφυλάκιο. Ο έλεγχος των επιχειρήσεων για το αν είναι «αμαρτωλές» π.χ. καπνοβιομηχανία η μένοντας μακριά από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο, κωδικοποιείται ως negative screening (Atz *et al.*, 2020, σ. 12)

(1) Χαρακτηριστικά (όπως μέγεθος, δομή, μόχλευση, προφίλ κινδύνου, cross-listing και στρατηγικός προσανατολισμός) της εταιρείας και επίδοση ESG.⁷⁰

(2) Εταιρική διακυβέρνηση και επίδοση ESG και

(3) Οικονομική σημασία της αποκάλυψης ESG.

Ο ερευνητής ανέλυσε 199 άρθρα που ανακτήθηκαν από βάση δεδομένων που χρησιμοποιεί βαθμολογίες περιβαλλοντικής, κοινωνικής και διακυβέρνησης ως υποκατάστατο της βιωσιμότητας.

Τα συμπεράσματα της μελέτης συνοψίζονται ως εξής:

(1) Όσον αφορά τα χαρακτηριστικά της εταιρείας, η οικονομική απόδοση, το μέγεθος και η μόχλευση έχουν θετική σχέση με την επίδοση ESG. Η βιβλιογραφία δείχνει ότι αυτές οι μεταβλητές είναι χαρακτηριστικά μεγαλύτερων εταιρειών. Ο Khan υποστηρίζει ότι η βιβλιογραφία σχετικά με την απόδοση του ESG είναι κατά κύριο λόγο προκατειλημμένη υπέρ των μεγαλύτερων επιχειρήσεων και υποδηλώνει ένα κενό για τις ΜΜΕ. Επίσης ότι ο κίνδυνος ESG επηρεάζεται από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Οι μεγαλύτερες εταιρείες συνήθως διατηρούν υψηλότερη επίδοση ESG λόγω υψηλότερης κοινωνικής πίεσης, υψηλότερου βαθμού ορατότητας και ισχυρότερης αντίδρασης της αγοράς σε περίπτωση μη βιώσιμης συμπεριφοράς.

(2) Ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι το δεύτερο κυρίαρχο ερευνητικό ρεύμα. Τα διοικητικά συμβούλια διαδραματίζουν ηγετικό ρόλο και κινούν καλές εταιρικές στρατηγικές στους οργανισμούς τους. Οι μεμονωμένες πρωτογενείς μελέτες έδειξαν σημαντικά μικτά αποτελέσματα, καθώς το μέγεθος του δείγματος αυτών των μελετών ήταν μικρό και οι αναλυτές δεν μπορούν να αναφέρουν ένα συνολικό σημαντικό αποτέλεσμα.

(3) Η οικονομική απόδοση και ο κίνδυνος ανέφεραν μια αμφίδρομη σχέση με την επίδοση ESG. Οι εταιρείες με υψηλότερα κέρδη δεν έχουν βραχυπρόθεσμα προβλήματα επιβίωσης. Αυτές οι εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να επενδύσουν σε έργα ΕΚΕ που κατά συνέπεια δημιουργούν μακροπρόθεσμη ολοκληρωμένη αξία. Ο έλεγχος του συστηματικού κινδύνου δείχνει ότι οι ευαίσθητες βιομηχανίες παρουσιάζουν καλύτερες επιδόσεις ESG. Αυτές οι βιομηχανίες τείνουν να αποκαλύπτουν περισσότερες πληροφορίες για την προστασία της φήμης τους. Πρόσθετα, ο θετικός αντίκτυπος του χρέους δείχνει ότι η αγορά μόχλευσης και οι

⁷⁰ κατάσταση κατά την οποία οι μετοχές μιας εταιρείας διαπραγματεύονται σε περισσότερα από ένα χρηματιστήρια <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/cross-listing> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

αγοραστές ομολόγων υψηλής απόδοσης αναγκάζουν τις εταιρείες να ακολουθήσουν ένα πρότυπο αποκάλυψης πληροφοριών ESG.⁷¹

Ένας αριθμός μελετών έχει δείξει ότι η γνωστοποίηση ESG επηρεάζει τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις και την απόδοση της αγοράς, υπό κανονικές συνθήκες και σε περιόδους κρίσης. Ωστόσο αυτά τα στοιχεία βασίζονται σε μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ μικρότερες και οι ιδιωτικές εταιρείες ενδέχεται να επηρεάζονται διαφορετικά.

5.4 Ανεξάρτητες Ακαδημαϊκές Μελέτες

Σύμφωνα με τους Rajesh και Rajendran (2020) πολλές εταιρείες πιστεύουν ότι η στρατηγική αναφοράς ESG είναι ένας δείκτης για την πραγματική εταιρική επίδοση ESG.

Η έρευνα του ΟΟΣΑ (OECD, 2020), παρατηρεί ότι οι ακαδημαϊκές μελέτες που εστιάζουν στις επενδυτικές στρατηγικές ESG, όπως ο αρνητικός (exclusionary screening) και ο θετικός (“best in class” screening) έλεγχος, βρίσκουν διαφορετικό αποτέλεσμα σχετικά με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου των επενδυτών που εφαρμόζουν αυτές τις στρατηγικές. Σε ορισμένες περιπτώσεις, χαρτοφυλάκια που δεν επενδύουν στο ESG αποδίδουν καλύτερα από χαρτοφυλάκια που ενσωματώνουν βαθμολογίες ESG.

Αντίθετα, οι Broadstock *et al.*, (2021) και Ferriani και Natoli, (2020), αναφέρουν ότι κεφάλαια με χαμηλότερους περιβαλλοντικούς κινδύνους και κινδύνους διακυβέρνησης προσέλκυσαν τις περισσότερες επενδύσεις και πέτυχαν μεγαλύτερες αποδόσεις μετοχών κατά την κρίση της πανδημίας Covid-19.

Οι Alareeni και Hamdan (2020) ερευνούν τις γνωστοποιήσεις παραγόντων ESG των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο S&P 500 που αντιπροσωπεύονται από βαθμολογίες και τον αντίκτυπό τους στο ROA, ROE και το Tobin’s Q.⁷² Οι συγγραφείς βρίσκουν ότι οι γνωστοποιήσεις E και S σχετίζονται αρνητικά με ROA και ROE αλλά σχετίζεται θετικά με το Tobin’s Q, και το στοιχείο G σχετίζεται θετικά με το ROA και το Tobin’s Q αλλά σχετίζεται αρνητικά με το ROE.

Οι Cek και Eyuroglu (2020) εξετάζουν τις συνολικές και μεμονωμένες επιρροές της εταιρικής συμπεριφοράς E, S και G στην οικονομική απόδοση σε εταιρείες του S&P500. Η

⁷¹ <https://www.reuters.com/article/leveraged-debt-investors-push-borrowers-idUSL8N2AD6OG> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁷² Η αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων διαιρεμένη με την αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων. Ένας λόγος Tobin’s Q μεγαλύτερος από 1 υποδηλώνει ότι η επιχείρηση τα πήγε καλά με τις επενδυτικές της αποφάσεις. Πήρε το όνομά του από τον James Tobin, οικονομολόγο του Πανεπιστημίου Yale. <https://www.nasdaq.com/glossary/t/tobin-s-q> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

οικονομική απόδοση μετρήθηκε ως η πίστη πελατών, η πίστη των μετόχων και η συνολική απόδοση, που υποδηλώνουν τις ικανότητες των επιχειρήσεων για τη γενική μακροπρόθεσμη αξία των μετόχων και τον διαρκή χρηματοοικονομικό πλούτο, ο οποίος μετρήθηκε με βάση το ROA, την αγοραία αξία και την τιμή της μετοχής. Οι συγγραφείς αποκαλύπτουν ανάμεικτα στοιχεία: Η εταιρική συμπεριφορά E δεν έχει καμία σημαντική επίδραση στην οικονομική απόδοση της εταιρείας, ενώ η συμπεριφορά S και G επηρεάζει σημαντικά την οικονομική απόδοση της εταιρείας.

Στην μελέτη των Kim και Li (2021) εξετάζεται η σχέση των παραγόντων ESG και της εταιρικής οικονομικής απόδοσης. Βρήκαν μια θετική επίδραση των παραγόντων ESG στην εταιρική κερδοφορία και το αποτέλεσμα είναι πιο έντονο για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Μεταξύ των διαφορετικών κατηγοριών ESG, η εταιρική διακυβέρνηση έχει τον πιο σημαντικό αντίκτυπο, ιδιαίτερα για τις εταιρείες με αδύναμη διακυβέρνηση. Διαπιστώσαν επίσης ότι οι μεταβλητές ESG έχουν γενικά θετική επίδραση στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Ειδικότερα, ο κοινωνικός παράγοντας έχει τη σημαντικότερη επίδραση στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, ενώ η περιβαλλοντική βαθμολογία παραδόξως έχει αρνητικό αποτέλεσμα.

Η μελέτη των Pham *et al.* (2021) δείχνει ότι για τις εταιρείες με έντονη κατανάλωση άνθρακα, το κόστος προστασίας από τον κίνδυνο ουράς μεγεθύνεται σε περιόδους που η προσοχή του κοινού για την κλιματική αλλαγή αυξάνεται.

Οι Park και Jang (2021) αναφέρονται στα στοιχεία που υποστηρίζουν την άποψη ότι οι εταιρείες υψηλής βιωσιμότητας έχουν χαμηλότερο καθοδικό κίνδυνο και είναι ανθεκτικές σε περιόδους ταραχών.⁷³ Οι Hoerner *et al.* (2022) βρίσκουν εμπειρικά στοιχεία ότι η ενασχόληση και μόνο, με ζητήματα ESG μειώνει τον καθοδικό κίνδυνο. Η δέσμευση φαίνεται πιο αποτελεσματική στη μείωση του κινδύνου κατά την αντιμετώπιση περιβαλλοντικών θεμάτων, κυρίως της κλιματικής αλλαγής.

Οι Mohammad και Wasiuzzaman (2021) αναφέρουν, ότι οι μελέτες έχουν δείξει ότι η ενσωμάτωση ESG στο μοντέλο αποτίμησης μιας επιχείρησης βελτιώνει τους μη χρηματοοικονομικούς δείκτες της, όπως η ικανοποίηση των καταναλωτών, η αποδοχή της αγοράς, το χαμηλότερο κόστος του χρέους και οι κοινωνικές αξίες που προσφέρει στους

⁷³ Ο καθοδικός κίνδυνος σε χρηματοοικονομικούς όρους είναι η πιθανότητα να συμβεί ένα απροσδόκητο και ανεπιθύμητο γεγονός που θα επηρεάσει αρνητικά την αξία μιας επένδυσης. <https://www.robeco.com/en/key-strengths/quant-investing/glossary/downside-risk.html> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

μετόχους της. Η έρευνα αποδεικνύει ότι οι επενδυτές ανταμείβουν τις καλές εταιρείες ESG, ενώ η κακή γνωστοποίηση του ESG είναι δείκτης ιδιοσυγκρασιακών κινδύνων.

Η μελέτη των Wong *et al.*, (2021), σχετικά με τον αντίκτυπο μιας αξιολόγησης ESG στην αξία της εταιρείας, ερευνά ένα δείγμα εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας εταιρειών που έλαβαν αξιολόγηση Bloomberg ESG, κατά την περίοδο 2005 έως 2018. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι κατά μέσο όρο το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρείας μειώνεται κατά 1,2%, ενώ το Tobin's Q αυξάνεται κατά 31,9%, όταν λαμβάνει βαθμολογία ESG. Τα ευρήματα υποδηλώνουν επίσης ότι σε σύγκριση με την αγορά χρέους, η αγορά μετοχών είναι πιο δεκτική στην υιοθέτηση αξιολογήσεων ESG. Αυτό σημαίνει ότι η γνωστοποίηση ESG μπορεί να μην αποτελεί προτεραιότητα πρώτης τάξης στις αποφάσεις εταιρικού δανεισμού. Τα ευρήματα της μελέτης, ενώ συνάδουν με τις υπάρχουσες μελέτες σε ανεπτυγμένες οικονομίες, καταδεικνύουν την ενίσχυση της αξίας από την αποκάλυψη EKE από εταιρείες σε αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες. Συνολικά, η μελέτη επιβεβαιώνει τα οφέλη για τα ενδιαφερόμενα μέρη από εταιρείες που επιδιώκουν μια ατζέντα KYE ή ESG.

Οι Ζοπουνίδης και Εσκαντάρ (2022, σ. 123-128) , χρησιμοποιούν πολλαπλά κριτήρια για την αξιολόγηση επενδύσεων ESG, από ένα δείγμα 59 ελληνικών επιχειρήσεων από τις οποίες οι 29 χρησιμοποιούν πολιτικές ESG, από όλους τους κλάδους εκτός του τραπεζικού και του ασφαλιστικού για το έτος 2019. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης φαίνεται να δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με αποτελεσματικότερη διαχείριση των πόρων και υψηλότερες ESG επιδόσεις οδηγούν σε καλύτερες χρηματοοικονομικές επιδόσεις αν και σημειώνεται ότι απαιτείται μεγαλύτερο δείγμα και περισσότερα έτη αναφοράς.

Η έρευνα των Srafeim and Yoon (2022) δείχνει ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν μόνο στις ειδήσεις για ζητήματα ESG που ταξινομούνται ως οικονομικά σημαντικά για έναν συγκεκριμένο κλάδο από το SASB, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές ανταποκρίνονται επιλεκτικά στις ειδήσεις. Η τιμή της αντίδρασης είναι μεγαλύτερη για θετικές ειδήσεις ESG, λαμβάνει περισσότερη προσοχή και σχετίζεται με θέματα κοινωνικού κεφαλαίου σε σχέση με θέματα του φυσικού ή ανθρώπινου κεφαλαίου. Αυτό το τελευταίο σημείο έχει ιδιαίτερη σημασία δεδομένης της σχετικής έλλειψης δεδομένων ESG που σχετίζονται με ζητήματα κοινωνικού κεφαλαίου.

Η μελέτη Cardillo *et al.*, (2022), διερευνά τις βιώσιμες επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της πανδημίας όσον αφορά την αντιστάθμιση κινδύνου-απόδοσης και τη χρηματιστηριακή

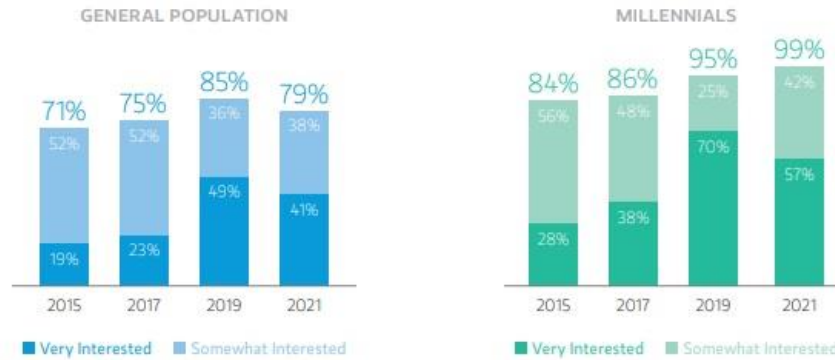
ρευστότητα (stock market liquidity).⁷⁴ Τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι οι εταιρείες με υψηλή βαθμολογία ESG αποδίδουν καλύτερα από τις εταιρείες με χαμηλή βαθμολογία ESG. Επίσης οι μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες με υψηλότερα σκορ ESG επωφελούνται από καλύτερες αποδόσεις και χαμηλότερο κίνδυνο από άλλες εταιρείες. Η διαπίστωση της μελέτης είναι ότι οι επενδυτές δεν επικροτούν τα αυστηρά και οικονομικά μέτρα και προσελκύουν αρνητικές επιδόσεις στο χρηματιστήριο (Baig *et al.*, 2021, Bannigidadmath *et al.*, 2022). Αντίθετα, τα μέτρα περιορισμού και μέτρα που αφορούν την υγεία, προσελκύουν θετικές αποδόσεις επειδή οι επενδυτές αξιολογούν θετικά τις επενδύσεις σε εμβόλια και συστήματα υγειονομικής περίθαλψης (Rouatbi *et al.*, 2021). Η απόδοση των μετοχών των πιο βιώσιμων επιχειρήσεων είναι καλύτερη σε σύγκριση με τις άλλες επιχειρήσεις, όταν τα κρούσματα Covid-19 και οι θάνατοι αυξάνονται στις εθνικές οικονομίες. Όταν ο αριθμός των κρουσμάτων Covid-19 και των θανάτων αυξάνεται στην οικονομία, οι εταιρείες με υψηλότερες βαθμολογίες ESG έχουν χαμηλότερη διαφορά προσφοράς-ζήτησης, γεγονός που υποδηλώνει ότι αυτές οι μετοχές έχουν υψηλότερη ρευστότητα στην αγορά. Οι εταιρείες με υψηλότερα σκορ ESG και υψηλότερες εκ των προτέρων συνθήκες ρευστότητας έχουν καλύτερες αποδόσεις από άλλες εταιρείες. Αυτή η διαπίστωση συνάδει με την ιδέα ότι η υψηλότερη διακράτηση μετρητών επιτρέπει την απορρόφηση του κραχ της πανδημίας. Τέλος, τα αποτελέσματά αποκλείουν ότι οι εταιρείες με καλύτερες επιδόσεις με υψηλότερα σκορ ESG στην προ-Covid-19 είναι πιο πιθανό να έχουν καλύτερες επιδόσεις κατά τη διάρκεια του 2020.

5.5 Έρευνα Morgan Stanley σε Μεμονωμένους Επενδυτές των ΗΠΑ, 2021

Η έκθεση Sustainable Signals Individual Investors and the COVID-19 Pandemic, παρουσιάζει αποτελέσματα από διαδικτυακή έρευνα που διεξήχθη από τον όμιλο Brunswick από τις 6 έως τις 27 Μαΐου, για λογαριασμό του Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing (2021). Το μέγεθος του δείγματος ήταν 800 μεμονωμένοι επενδυτές των ΗΠΑ ηλικίας 18 ετών και άνω με ελάχιστα επενδυτικά περιουσιακά στοιχεία 100.000 USD. Η έρευνα επίσης περιελάμβανε δείγμα 203 millennials. Συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα της έρευνας είναι:

⁷⁴ Χρηματιστηριακή ρευστότητα: η ικανότητα της αγοράς να απορροφήσει τεράστιο όγκο τίτλων σε χαμηλότερη τιμή, κόστος εκτέλεσης σε σύντομο χρονικό διάστημα χωρίς να έχει σημαντική επίδραση στις τιμές των τίτλων. (Brennan *et al.*, 2012)

- Εν μέσω οικονομικών ανησυχιών, στο συνολικό πληθυσμό, το ενδιαφέρον για βιώσιμες επενδύσεις μειώθηκε σε 79% και στους millennials αυξήθηκε σε 99%, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 5.2.



Πηγή: Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing (2021), σελ. 1

Διάγραμμα 5.2 Το ενδιαφέρον για Βιώσιμες Επενδύσεις 2021 στην έρευνα Sustainable Signals Individual Investors and the COVID-19 Pandemic

- Το 61% να εκφράζει περισσότερο ενδιαφέρον για θέματα δημόσιας υγείας και υποστήριξη μικρών επιχειρήσεων, λόγω του Covid-19.
- Το 50% των επενδυτών και το 73% των millennials έκαναν αλλαγές στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια ή σχεδιάζουν να το κάνουν εντός των επόμενων 12 μηνών, ως απάντηση σε ζητήματα κοινωνικής δικαιοσύνης.
- Το 88% των millennials και το 93% των μεμονωμένων επενδυτών που πιστεύουν ότι η οικονομία είναι ισχυρή, εκδηλώνει ενδιαφέρον για επενδύσεις με θέμα το κλίμα, σε σύγκριση με το 74% του συνόλου των επενδυτών.
- Το 60% των επενδυτών ενδιαφέρονται εξίσου για λύσεις που μετριάζουν τις εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου και την υποστήριξη της κλιματικής προσαρμογής.
- Το 70% (αύξηση 6% από το 2019) όλων των επενδυτών, πιστεύουν ότι η βιώσιμη επένδυση απαιτεί χρηματοοικονομικό συμβιβασμό.
- Το 83% των millennials πιστεύουν στον συμβιβασμό, περισσότερο από οποιαδήποτε άλλη ηλικιακή ομάδα, ωστόσο παραμένουν οι πιο ενδιαφερόμενοι για βιώσιμες επενδύσεις.
- Το 76% εκφράζει ανησυχίες για τις επιδόσεις, ως το μεγαλύτερο εμπόδιο που αναφέρουν για να επενδύσουν βιώσιμα
- Το 56% των επενδυτών λένε ότι οι σύμβουλοί τους έχουν ρωτήσει σχετικά με τους επενδυτικούς τους στόχους εκτός της οικονομικής απόδοσης.

Η έρευνά δείχνει ότι το ενδιαφέρον για βιώσιμες επενδύσεις επηρεάστηκε από την πανδημία του Covid-19, με την αύξηση της ανησυχίας για τις αποδόσεις. Η βιώσιμη επένδυση παραμένει σημαντικός τομέας εστίασης για τους επενδυτές, ειδικά για τους millennials και ειδικά για τη δημόσια υγεία, τις μικρές επιχειρήσεις και τα θέματα φυλετικής και κοινωνική δικαιοσύνης. Σημαντική πλειοψηφία των επενδυτών θέλει καλύτερη ενημέρωση για τη βιωσιμότητα των χαρτοφυλακίων τους.

5.7 Έρευνα της EY σε Θεσμικούς Επενδυτές, 2021

Η έρευνα Sixth global institutional investor survey (EY, 2021) έγινε τον Ιούνιο και Ιούλιο, σε ένα δείγμα 320 ερωτηθέντων θεσμικών επενδυτών από 19 χώρες για την εξέτασή των απόψεών τους σχετικά με τη χρήση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.⁷⁵

Τα ευρήματα της έρευνας είναι:

- το 90% δήλωσαν ότι τα κριτήρια ESG έχουν μεγαλύτερη σημασία κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, από ότι πριν από την πανδημία του Covid-19.
- Το 49% έχουν ενημερώσει τις επενδυτικές τους προσεγγίσεις ESG.
- Το 74% θεωρούσαν πολύ πιθανό να αποεπενδύσουν από επιχειρήσεις με μη ικανοποιητικές ESG επιδόσεις
- Το 44% δήλωσαν ότι τα γεγονότα του τελευταίου 18μηνου είχαν ως αποτέλεσμα να ενημερώσουν τις επενδυτικές τους στρατηγικές και διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου.
- Το 77% είπαν ότι τα επόμενα δύο χρόνια θα αφιερώσουν σημαντικό χρόνο και προσοχή για την αξιολόγηση των επιπτώσεων του φυσικού κινδύνου και το 79% του κινδύνου μετάβασης, στις αποφάσεις κατανομής και επιλογής περιουσιακών στοιχείων.
- Το 44% έχουν μια πολύ ώριμη προσέγγιση όταν πρόκειται για την αξιολόγηση της απόδοσης από την άποψη του κλιματικού κινδύνου.
- Το 86% λένε ότι η επένδυση σε εταιρείες που έχουν επιθετικές πρωτοβουλίες για τη μείωση του άνθρακα είναι σημαντικό μέρος της στρατηγικής τους.
- Το 92% είπαν ότι έκαναν μια επένδυση επειδή είδαν να επωφελείται από την πράσινη ανάκαμψη, τον τελευταίο χρόνο.

⁷⁵ https://www.ey.com/en_gl/news/2021/11/three-quarters-of-institutional-investors-say-they-may-divest-from-companies-with-poor-environmental-track-records (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

- Το 76% είπαν ότι η «έλλειψη προσφοράς σε κατάλληλες πράσινες επενδύσεις (και με υψηλή βαθμολογία από τους παρόχους αξιολόγησης) θα οδηγήσουν ορισμένους επενδυτές να πληρώνουν υπερβολικά για πράσινα περιουσιακά στοιχεία, δημιουργώντας έναν κίνδυνο φούσκας στην αγορά.
- Το 78% διενεργούν μια δομημένη και μεθοδική αξιολόγηση των γνωστοποιήσεων ESG, όταν μόλις πριν από τρία χρόνια, μόνο το 32% χρησιμοποιούσε τέτοια αυστηρή προσέγγιση.
- Το 50% είπαν ότι ανησυχούν για την έλλειψη εστίασης σε ουσιαστικά θέματα, από 37% το 2020.
- Το 89% δήλωσαν ότι θα ήθελαν να δουν αναφορές για μέτρα απόδοσης ESG έναντι ενός συνόλου παγκόσμιων συνεπών προτύπων, ως υποχρεωτική απαίτηση.
- Το 45% έχουν υψηλή ωριμότητα προσέγγισης χρήσης προηγμένων και έξυπνων εργαλείων ανάλυσης επενδύσεων για την αξιολόγηση των δεδομένων και αποκαλύψεων ESG
- Το 75% είπαν ότι επιδιώκουν να κάνουν σημαντικές επενδύσεις σε διαχείριση δεδομένων και εξελιγμένων εργαλείων ανάλυσης.

Η έρευνα δείχνει ότι ο Covid-19 λειτούργησε καταλυτικά για τις επενδύσεις ESG και έφερε την κλιματική αλλαγή στο επίκεντρο. Παράλληλα, αποδεικνύει ότι η διαφάνεια των αποδόσεων και η τεχνολογικά υποστηριζόμενη ικανότητα ανάλυσης είναι σημαντικοί παράγοντες για τις επενδύσεις ESG.

5.6 Έρευνα CAPITAL GROUP σε Επαγγελματίες Επενδυτές, 2022

Το δείγμα της έρευνας ESG Global Study 2022 (CAPITAL GROUP, 2022) περιλαμβάνει 565 παγκόσμιους θεσμικούς επενδυτές (συνταξιοδοτικά ταμεία, οικογενειακά γραφεία, ασφαλιστικές εταιρείες, κρατικά επενδυτικά ταμεία, κληροδοτήματα, ιδρύματα, ταμεία καθορισμένης συνεισφοράς) και 565 παγκόσμιους επενδυτές χονδρικής (funds of funds, διακριτικοί (discretionary) διαχειριστές κεφαλαίων, ιδιωτικές τράπεζες, χρηματιστές-διαπραγματευτές τραπεζών, εγγεγραμμένοι επενδυτικοί σύμβουλοι, ανεξάρτητη συμβουλευτική, επενδυτικό τμήμα εταιριών ασφάλισης). Η έρευνα διεξήχθη μεταξύ Φεβρουάριο και Μάρτιο.

Το δείγμα προέρχεται από 19 χώρες και περιοχές από την Ευρώπη (50%), την Ασία-Ειρηνικό (32%) και τη Βόρεια Αμερική (18%). Το δείγμα περιλαμβάνει επίσης χρήστες/adopters ESG (89%) και μη χρήστες ESG/ non-adopters (11%).

Η έρευνά καλύπτει πολλές λεπτομέρειες και έτσι τα αποτελέσματα παρατίθενται σε 2 κεφάλαια. Το 1^ο Κεφάλαιο, εστιάζει κυρίως για τους βασικούς μοχλούς και τις προκλήσεις που επηρεάζουν την υιοθέτηση ESG. Το 2^ο Κεφάλαιο θα κυκλοφορήσει αργότερα μέσα στο 2022 και θα επικεντρωθεί περισσότερο στη γνώση σχετικά με το προϊόν ESG.

Το επίπεδο παγκόσμιας υιοθέτησης ESG για το 2022, συγκριτικά με το 2021, παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 5.3



Which of the following statements best describes your organisation's overall stance on ESG investing? (Select one answer.)
Data may not equal 100% due to rounding.

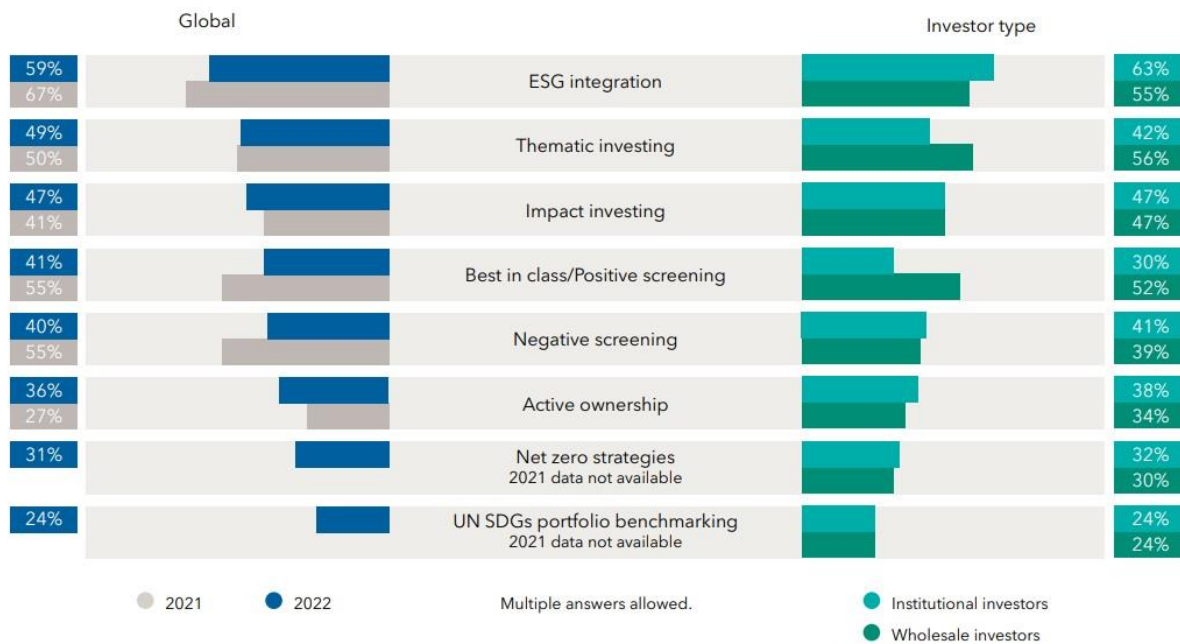
Πηγή: CAPITAL GROUP (2022) σ. 9 και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 5.3 Επίπεδο παγκόσμιας υιοθέτησης ESG στην έρευνα ESG Global Study 2022

Τα αποτελέσματα της έρευνας είναι πολυάριθμα. Για το λόγο αυτό, παρουσιάζονται κάποια από τα ευρήματα, τα πιο σχετικά με την παρούσα μελέτη:

- Το 61% υποστηρίζει ότι το ESG δεν είναι μια περαστική μόδα ενώ το 13% έχει αντίθετη άποψη.
- Το 42% προσεγγίζει το ESG καθοδηγούμενοι από τις προσδοκίες των πελατών τους παρά από βαθύτερες πεποιθήσεις και το 23% δεν συμφωνεί με αυτή την προσέγγιση.
- Το 48% (έναντι 57% το 2021) πιστεύουν ότι το «greenwashing» επικρατεί στη βιομηχανία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων. Την μεγαλύτερη ανησυχία την έχει η Βόρεια Αμερική με 57% (έναντι 63% το 2021).
- Το 55% πιστεύουν ότι οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων χρησιμοποιούν κυρίως το ESG ως εργαλείο μάρκετινγκ και δημοσίων σχέσεων για τη δημιουργία πωλήσεων (έναντι 59% το 2021). Η πτωτική τάση είναι πιο εμφανής στην περιοχή Ασίας-Ειρηνικού (48% έναντι 59% το 2021).

- Η μεγαλύτερη εστίαση των επενδυτών είναι στο στοιχείο E του ESG, το οποίο έχει ελαφρώς αυξηθεί, 47% έναντι 44% το 2021. Το S παραμένει αμετάβλητο 25%, ενώ η εστίαση στο G έχει οριακά μειωθεί, 27% έναντι 31% το 2021.
- Το 41% πιστεύουν ότι τα κοινωνικά ζητήματα παραβλέπονται εξαιτίας της συζήτησης για την κλιματική αλλαγή. Το 21% θεωρούν ότι δεν υφίσταται τέτοιο θέμα.
- Το 17% πιστεύει ότι η βιοποικιλότητα είναι πιο σημαντικό ζήτημα από ότι η κλιματική αλλαγή και το 56% διαφωνεί.
- Αύξηση σημειώνεται στις εναλλακτικές επενδύσεις (47% έναντι 41% το 2021), ακίνητα (27% έναντι 24%) και ιδιαίτερα στα εμπορεύματα (25% έναντι 8%). Αυτό δείχνει ισχυρότερη όρεξη για περιουσιακά στοιχεία που συνδέονται με τον πληθωρισμό. Τα γεγονότα στην Ουκρανία έχουν επηρεάσει την κατάσταση με αποτέλεσμα ζήτηση προϊόντων που επιτρέπουν στους πελάτες των επαγγελματιών επενδυτών να προστατεύουν την αγοραστική τους δύναμη.
- Οι αναδυόμενες αγορές παρουσιάζονται πιο ελκυστικές, 36% έναντι 28% το 2021. Αυτό μπορεί να υποδηλώνει ότι ορισμένοι επενδυτές αναζητούν ανεκμετάλλευτες, ευκαιρίες πιο μακριά.
- Το σημαντικό στοιχείο αυτής της έρευνας είναι ότι γίνεται διαχωρισμός στις στρατηγικές της υλοποίησης ESG. Στο Διάγραμμα 5.4 φαίνονται τα ποσοστά της χρήσης των διαφορετικών στρατηγικών.



What ESG implementation strategies do you use?

Πηγή: CAPITAL GROUP (2022) σ. 14

Διάγραμμα 5.4 Ποσοστά χρήσης στρατηγικών υλοποίησης ESG στην έρευνα ESG Global Study 2022

- Συγκεντρωτικά οι λόγοι υιοθέτησης ESG παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 5.5.



What is the primary reason your organisation has adopted, or would adopt, ESG? (One answer only.)

Πηγή: CAPITAL GROUP (2022), σ. 16

Διάγραμμα 5.5 Λόγοι υιοθέτησης ESG στην έρευνα ESG Global Study 2022

- Το 40% θεωρεί ως εμπόδιο για την υιοθέτηση ESG, την έλλειψη ισχυρών δεδομένων, έναντι 49% το 2021. Οι ανησυχίες για θυσίες αποδόσεων είναι το δεύτερο μεγαλύτερο εμπόδιο με 35% έναντι 49% το 2021. Το τρίτο μεγαλύτερο εμπόδιο υιοθέτησης είναι η ανησυχία για το «greenwashing», που αυξήθηκε από 22% το 2021 σε 30%.
- Το 50% αναφέρει έλλειψη συνέπειας στις βαθμολογίες ESG, ως τη μεγαλύτερη πρόκληση για την ενσωμάτωση δεδομένων ESG. Ακολουθεί η ερμηνεία και ανάλυση δεδομένων third-party ESG με 48% και τρίτη πρόκληση είναι οι διαφορές στις πληροφορίες που γνωστοποιούνται ανά κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, περιοχή ή πάροχο με 40%.
- Τα υψηλότερα εμπόδια υλοποίησης είναι 25% η έλλειψη συνοχής μεταξύ των διαφορετικών βαθμολογιών παρόχων αξιολόγησης ESG, από 20% το 2021. Ακολουθούν οι δυσκολίες πρόσβασης σε πληροφορίες και δεδομένα ESG με 24% από 27% το 2021, και 21% οι δυσκολίες παρακολούθησης και μέτρησης απόδοσης των επενδύσεων ESG.
- Όταν οι επενδυτές ερωτώνται τι θα βοηθούσε με την ανάλυση και υλοποίηση ESG, οι τρεις πρώτες απαντήσεις σχετίζονται όλες με δεδομένα. Σχεδόν έξι στους 10 (58%) λένε ότι η τυποποίηση εργαλείων και δεδομένων από διαφορετικούς παρόχους θα βοηθούσε τον οργανισμό τους να αναλύσει και να εφαρμόσει καλύτερα τους παράγοντες ESG. Αυτό ακολουθείται από σταθερά δεδομένα από διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων (50%) και περισσότερο αυτοματοποιημένα εργαλεία ανάλυσης για δεδομένα ESG (39%). Είναι ενδιαφέρον ότι το ένα τρίτο (33%) των επενδυτών δηλώνουν ότι η συνεχή εκπαίδευση και κατάρτιση ESG από τον εργοδότη τους, θα βοηθούσε στην ανάλυση και την εφαρμογή του ESG.
- Το 52% (48% το 2021) διακατέχεται από το φόβο για ένα σκάνδαλο «greenwashing» και μόνο το 14% (από 10% το 2021) δεν ανησυχεί. Οι Ευρωπαίοι επενδυτές φαίνεται να ανησυχούν περισσότερο με 56 %.
- Το 45% θεωρεί προτεραιότητα της νομοθεσίας την εναρμόνιση παγκόσμιων προτύπων, ταξινομήσεων και μετρήσεων. Το 44% (από 38% το 2021) την ανάπτυξη οδηγιών για ουσιαστική και συγκρίσιμη αναφορά ESG για επενδυτές και το 42% (από 43% το 2021) την παροχή κατευθυντήριων γραμμών για συνεπή, αντικειμενική, ποσοτικοποιημένη γνωστοποίηση παραγόντων κινδύνου που σχετίζονται με το ESG.
- Οι παγκόσμιοι επενδυτές, θεωρούν ως το πιο σημαντικό στοιχείο της αναφοράς ESG τη σαφή εξήγηση του ρόλου που διαδραματίζει το ESG στην επενδυτική διαδικασία (56%

έναντι 50% το 2021). Ακολουθεί η αναφορά για συγκεκριμένους παράγοντες E, S και G (55% έναντι 43% το 2021) και επικύρωση/επισκόπηση από τρίτο μέρος (44% έναντι 30% το 2021).

Η έρευνα παρουσιάζει ότι η υιοθέτηση ESG βρίσκεται σε άνοδο και τροφοδοτείται από την απαίτηση των πελατών για επενδύσεις με αντίκτυπο. Ως momentum ESG συνεχίζει να κερδίζει έδαφος με τους επενδυτές να εξελίσσουν τις στρατηγικές καθώς απομακρύνονται από μεθόδους προσυμπωματικού ελέγχου (screening) προς περισσότερο στοχευμένες και εξελιγμένες στρατηγικές.

5.7 Ανακεφαλαίωση

Στο Πέμπτο Κεφάλαιο παρουσιάστηκαν αποτελέσματα δευτερογενών και πρωτογενών ερευνών που σχετίζονται με το ρόλο των παραγόντων ESG και την διαχείρισή τους για την οικονομική απόδοση, την αντιμετώπιση κινδύνων και τη γνώμη των επενδυτών.

Οι δευτερογενείς έρευνες, συστηματικές ανασκοπήσεις και ανεξάρτητες ακαδημαϊκές έρευνες, περιλαμβάνουν τόσο την περίοδο οριακά πριν την πανδημία που εκδόθηκαν μετά από τις αρχές του 2020, όσο και την περίοδο μετά την εμφάνιση του Covid-19. Συνοπτικά τα εξαγόμενα ευρήματα δείχνουν αμφίδρομη, θετική και ουδέτερη σχέση ESG και χρηματοοικονομικής απόδοσης που σχετίζεται με το μέγεθος των επιχειρήσεων και την επενδυτική στρατηγική. Ωστόσο, υπάρχει πρόσφατη μελέτη συστηματικής ανασκόπησης που δεν αναγνωρίζει κάποια ιδιαίτερη σχέση ESG-απόδοσης σε σύγκριση με τις παραδοσιακές επενδύσεις και παρουσιάζει ασύμμετρα οφέλη κατά την περίοδο κρίσεων. Μια ανεξάρτητη μελέτη δείχνει ότι η χρηματιστηριακή απόδοση και ρευστότητα των βιώσιμων επιχειρήσεων σχετίζονται θετικά με την αύξηση των κρουσμάτων της πανδημίας

Στις πρωτογενείς έρευνες φαίνεται ότι η θετική γνώμη των millennials για τις βιώσιμες επενδύσεις ενισχύεται περαιτέρω κατά τη διάρκεια της πανδημίας και ενισχύεται το ενδιαφέρον για θέματα δημόσιας υγείας, τις μικρές επιχειρήσεις, τους κοινωνικούς παράγοντες και την κλιματική κρίση. Πρόσθετα το ενδιαφέρον των επαγγελματιών επενδυτών εμφανίζει διαχρονική σταθερότητα, παρά τη συνεχιζόμενη παρουσία φόβου «greenwashing», με κεντρικό πόλο έλξης του ενδιαφέροντος το περιβάλλον και τις αναδυόμενες αγορές. Ωστόσο σταθερότητα παρουσιάζουν και τα εμπόδια της εξάπλωσης των επενδύσεων ESG που είναι τα δεδομένα, η ασυνέπεια βαθμολογιών και πρόσθετα, η ανάγκη για ανάπτυξη τεχνολογικών εργαλείων ανάλυσης. Πλέον, η ποικιλία των επενδυτικών στρατηγικών είναι αναγνωρίσιμη

ώστε οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές να επιλέγουν ανάλογα με τις προσδοκίες τους, τις αξίες τους και τις προτιμήσεις τους.

Όλα τα στοιχεία συντελούν στο ότι η γενικότερη στροφή για την αξιολόγηση της εταιρικής απόδοσης όχι μόνο με οικονομικούς όρους, αλλά και του αντικτύπου της στον πλανήτη και τους κατοίκους του, δημιούργησε το momentum ESG.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Εμπειρική Μελέτη

6.1 Εισαγωγή

Στα πέντε προηγούμενα κεφάλαια της παρούσας μελέτης παρουσιάστηκε η διαδρομή της υιοθέτησης των παραγόντων ESG στις επενδυτικές αποφάσεις και ο καταλυτικός ρόλος της εμφάνισης της πανδημίας Covid-19. Οι εξελίξεις έθεσαν τους παράγοντες ESG ως κεντρικό ζήτημα του παγκόσμιου επενδυτικού ενδιαφέροντος.

Οι συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές χρησιμοποιούν ένα ευρύ φάσμα πληροφοριών προτού αποφασίσουν ποια στρατηγική θα ακολουθήσουν. Σημαντική πληροφόρηση παρέχουν οι τιμές και η διακύμανση των μετοχών και διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες σχετικά με τον κίνδυνο, την απόδοση κεφαλαίων κ.α.

Για το λόγο αυτό, στο Έκτο Κεφάλαιο γίνεται εμπειρική μελέτη σχετικά με τη συγκριτική απόδοση των εισηγμένων εταιρειών στο Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α. και στον Athex ESG. Απώτερος σκοπός είναι να ελεγχθεί ο βαθμός που οι εταιρείες, που δημοσιοποιούν πληροφορίες ESG, καλύπτουν εκτός των ηθικών αξιών και κοινωνικών ευαισθησιών και την επενδυτική προσδοκία της αύξησης της επένδυσης στο μέλλον και της μείωσης των κινδύνων, σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες. Αρχικά γίνεται αναφορά στον τρόπο που οι ακαδημαϊκοί ερευνητές μετρούν την απόδοση. Στη συνέχεια υπολογίζονται βασικοί δείκτες απόδοσης, με βάση μελέτη αναφοράς και σχολιάζονται τα αποτελέσματα.

6.2 Μέτρηση Οικονομικής Απόδοσης

Ο Lee και Suh (2022), διαπίστωσαν ότι η πλειοψηφία των μελετών μετράει την οικονομική απόδοση χρησιμοποιώντας έναν συνδυασμό τριών προσεγγίσεων μέτρησης:

1. Απόδοση αγοράς

Οι προσεγγίσεις μέτρησης της αγοράς, οι οποίες βασίζονται σε πληροφορίες χρηματοοικονομικής απόδοσης από τις χρηματοοικονομικές αγορές, είναι οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενες σε όλες τις μελέτες όπως υποστηρίζει ο Pelozo (2009). Η τιμή της μετοχής και οι διακυμάνσεις της, οι ετήσιες αποδόσεις μετοχών και η προσαρμοσμένη στην αγορά απόδοση κυριαρχούν στις μεταβλητές της οικονομικής απόδοσης. Αυτό αιτιολογείται από την ευκολία πρόσβασης και διαθεσιμότητας στο κοινό, γεγονός που επιτρέπει στους επενδυτές να αξιολογούν, να παρακολουθούν και να συγκρίνουν τις επιδόσεις της εταιρείας, να τις συνδέουν με την επίδοση ESG, εντός του κλάδου, σε διαφορετικούς τομείς ή/και γεωγραφικές

τοποθεσίες. Πιο πρόσφατα, το Tobin's Q, γνωστό και ως αναλογία Q, έχει γίνει ένα ολοένα και πιο δημοφιλές μέτρο για τους επενδυτές και τους ακαδημαϊκούς προκειμένου να αξιολογήσουν εάν η επίδοση ESG επηρεάζει την αγοραία αξία μιας επιχείρησης κάτω ή πάνω από το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών της στοιχείων.

2. Αναφερόμενη Απόδοση της εταιρείας

Οι αναφερόμενες μεταβλητές απόδοσης της εταιρείας χρησιμοποιούνται ευρέως και συχνά συνοδεύουν μεταβλητές της αγοράς. Οι μεταβλητές υπολογίζονται από τις οικονομικές εκθέσεις των επιχειρήσεων, όπως κέρδη ανά μετοχή (EPS), απόδοση περιουσιακών στοιχείων (ROA), απόδοση πωλήσεων (ROS), απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), απόδοση κεφαλαίου (ROC) και απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE). Αυτές οι μεταβλητές δείχνουν πόσο αποτελεσματικά οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα περιουσιακά τους στοιχεία για να δημιουργήσουν περιθώρια κέρδους και εταιρική αξία από τα περιουσιακά τους στοιχεία. Ωστόσο μειονεκτούν επειδή βασίζονται στο χρονοδιάγραμμα τέλους περιόδου και στις αποφάσεις των εταιρειών να αναφέρουν συγκεκριμένα στοιχεία αυτών των μέτρων.

3. Αντιληπτική Απόδοση

Οι αντιληπτικές μεταβλητές περιλαμβάνουν ταξινομήσεις φήμης τρίτων ή/και απαντήσεις σε έρευνες από τη διοίκηση επιχειρήσεων, στους υπαλλήλους ή στους καταναλωτές για την αξιολόγηση της οικονομικής απόδοσης.

Παράδειγμα αντιληπτικής έρευνας είναι η μελέτη των Starks *et al.* (2017) που εξετάζουν τον επενδυτικό ορίζοντα των διαχειριστών κεφαλαίων και των θεσμικών επενδυτών σε σχέση με τη διάθεσή τους για ενσωμάτωση ESG. Οι επενδυτές με μακροπρόθεσμους ορίζοντες τείνουν να προτιμούν εταιρείες υψηλότερου ESG σε σύγκριση με τους βραχυπρόθεσμους επενδυτές. Οι επενδυτές έχουν περισσότερη υπομονή για τις εταιρείες υψηλού ESG στα χαρτοφυλάκιά τους σε σύγκριση με τις άλλες συμμετοχές τους, πουλώντας σχετικά λιγότερα μετά από αρνητικές μεταβολές κερδών ή κακές αποδόσεις μετοχών.

6.3 Μελέτη Αναφοράς & Μεθοδολογία

Στο έγγραφο "The Impact of ESG Performance on the Financial Performance of European Area Companies: An Empirical Examination" των Koundouri *et al.*, (2022), που παρουσιάστηκε στο 9ο Διεθνές Συνέδριο για την Αειφόρο Ανάπτυξη (International Conference on Sustainable Development-ICSD), εξετάζεται η σχέση μεταξύ της απόδοσης ESG και της Αποτίμησης Επιχειρήσεων, του Επιχειρηματικού Κινδύνου και της Κεφαλαιακής Δομής.

Χρησιμοποιήθηκαν οικονομικά στοιχεία των εταιρειών του δείκτη STOXX Europe ESG Leaders 50, και έγινε εμπειρική μελέτη για το εάν η υιοθέτηση των κριτηρίων ESG ενισχύει την αποτίμηση των εταιρειών, μειώνει τον κίνδυνο μετοχών τους και τις καθιστά πιο αποτελεσματικές στον τρόπο διαχείρισης των κεφαλαίων τους. Υπολογίστηκε ο μέσος όρος ανά κλάδο, πέντε μεταβλητών: Beta, Total Debt/Equity, Profit Margin, Return On Assets (ROA) και Return On Equity (ROE). Στη συνέχεια έγινε σύγκριση του μέσου όρου των μεταβλητών των Δεικτών, ανά κλάδο.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι επιχειρηματικές δραστηριότητες που συμμορφώνονται με τις καθιερωμένες αρχές ESG είναι επωφελείς όχι μόνο για την κοινωνία και το περιβάλλον αλλά και για την ίδια την επιχείρηση με διάφορους τρόπους.

Η παρούσα εργασία μελετά τόσο την απόδοση της αγοράς, με την 52-εβδομάδων μεταβολή της τιμής της μετοχής, όσο και στην απόδοση της εταιρειών, με βάση τη μεθοδολογία της μελέτης των Koundouri *et al.*, (2022), για τις εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών στον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α. και στον Athex ESG. Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από το <https://finance.yahoo.com/> στις 20 Αυγούστου 2022.

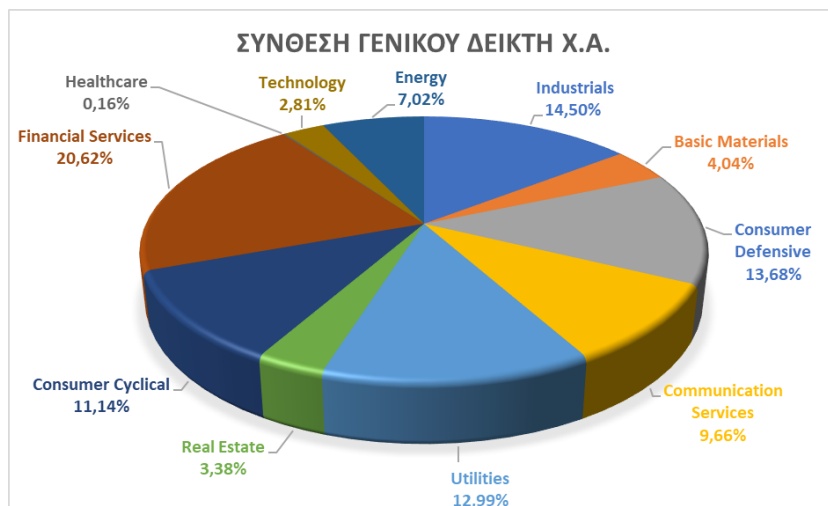
Γενικός Δείκτης Τιμών Χρηματιστηρίου Αθηνών

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α. ξεκίνησε να υπολογίζεται στις 31 Δεκεμβρίου 1980 με τιμή εκκίνησης τις 100 μονάδες και αποτελεί ένα αξιόπιστο μέτρο καταγραφής, σε πραγματικό χρόνο, των τάσεων των μετοχών των εταιρειών που διαπραγματεύονται στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ο Δείκτης περιλαμβάνει 60 εταιρείες εκ των οποίων οι 17, με ποσοστό συμμετοχής 3,98% στον Δείκτη, δεν ανήκουν στον Athex ESG. Το υπόλοιπο 96,02% των συμμετεχόντων είναι κοινό για τους δύο Δείκτες.

Η χρηματιστηριακή αξία όλων των εταιρειών του Δείκτη είναι 18.854.650.734,80 €.

Η κλαδική σύνθεση του Δείκτη για την ημερομηνία μελέτης, παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 6.1.

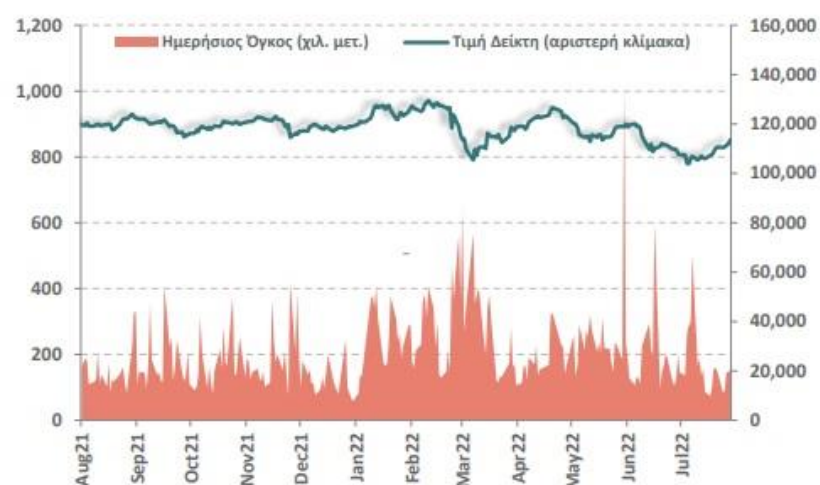


Πηγή: Δεδομένα από ιστοσελίδα Χ.Α. 20 Αυγούστου 2022 και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 6.1 Σύνθεση Γενικού Δείκτη Χ.Α., 20 Αυγούστου 2022

Οι τιμές, τα επίπεδα ρευστότητας και οι αποδόσεις του Δείκτη για το διάστημα 1 Αυγούστου 2021- 29 Ιουλίου 2022 παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 6.2.

Τιμές Δείκτη & Επίπεδα Ρευστότητας



Τιμές & Αποδόσεις Δείκτη

	29/07/2022	29/04/2022	31/01/2022	30/07/2021
Τιμές Δείκτη	851.05	922.43	936.77	888.26
	1M	3M	6M	12M
Απόδοση (%)	5.01%	-7.74%	-9.15%	-4.19%

Πηγή: Δείκτες Αγοράς Μετοχών Χ.Α. Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο – Ιούλιος 2022 σελ. 2

Διάγραμμα 6.2 Τιμές, Επίπεδα Ρευστότητας και Αποδόσεις Γενικού Δείκτη Τιμών Χ.Α. Ιούλιος 2022

Athex ESG

Το Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2018 συμμετέχει στην πρωτοβουλία Sustainable Stock Exchanges (SSE) των Ηνωμένων Εθνών. Στις 20 Ιουλίου 2021, ανακοίνωσε τη δημιουργία ενός νέου δείκτη, του Athex ESG, ο οποίος θα παρακολουθεί την χρηματιστηριακή απόδοση των εισηγμένων εταιρειών του Χ.Α. που υιοθετούν και προβάλλουν τις πρακτικές τους σε θέματα ESG.

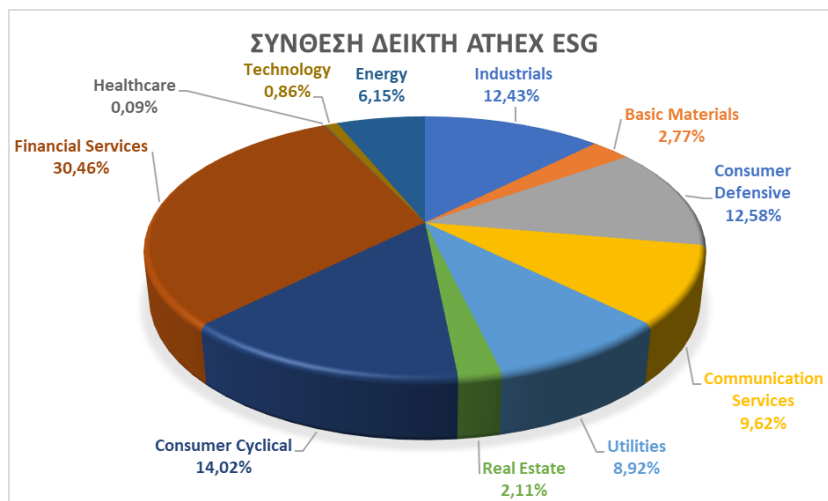
Ο «Δείκτης ATHEX ESG (ATHEX ESG Index)» σχεδιάστηκε ώστε να συμμετέχουν κατά μέγιστο αριθμό 60 εταιρείες της Οργανωμένης Αγοράς του Χ.Α. Ο υπολογισμός του ξεκίνησε τη Δευτέρα 2 Αυγούστου 2021, με τιμή εκκίνησης τις 1.000 μονάδες.

Από μελέτη του Εργαστήριου Επενδυτικών Εφαρμογών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών προέκυψε η δυνατότητα εφαρμογής μίας συγκεκριμένης μεθοδολογίας βαθμολόγησης (ESG scoring) των εισηγμένων εταιρειών με βάση τα στοιχεία που προσδιορίζονται στον Οδηγό Δημοσιοποίησης μη Χρηματοοικονομικών Πληροφοριών, που εξέδωσε το 2019 το Χρηματιστήριο Αθηνών και αναθεώρησε το 2022.

Ο Δείκτης, στις 20 Αυγούστου 2022, περιελάμβανε 47 εταιρείες εκ των οποίων οι 4, με ποσοστό συμμετοχής 0,10% στον Δείκτη, ανήκουν μόνο στον Athex ESG. Το υπόλοιπο 99,90% των συμμετεχόντων στον Athex ESG είναι κοινό για τους δύο Δείκτες.

Η χρηματιστηριακή αξία όλων των εταιρειών του Δείκτη είναι 21.949.526.862,12 €.

Η κλαδική σύνθεση του Δείκτη για την ημερομηνία μελέτης παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 6.3.



Πηγή: Δεδομένα από ιστοσελίδα Χ.Α. 20 Αυγούστου 2022 και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 6.3 Σύνθεση Athex ESG 20 Αυγούστου 2022

Οι τιμές, τα επίπεδα ρευστότητας και οι αποδόσεις του Δείκτη για το διάστημα 2 Αυγούστου 2021-29 Ιουλίου 2022 παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 6.4.



Πηγή: Δείκτες Αγοράς Μετοχών Χ.Α. Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο – Ιούλιος 2022 σελ. 14

Διάγραμμα 6.4 Τιμές, Επίπεδα Ρευστότητας και Αποδόσεις Δείκτη Athex ESG, Ιούλιος 2022

Βήματα Συλλογής και Ταξινόμησης Δεδομένων:

Το δείγμα μελέτης περιλαμβάνει 64 εταιρείες, ταξινομημένες σε 11 κλάδους (sector) - σύμφωνα με το *Finance.Yahoo*. Πολλές εταιρείες περιλαμβάνονται στη σύνθεση και των δύο δεικτών, ωστόσο μελετώνται μια φορά.

Αρχικά, δημιουργήθηκε πίνακας (Παράρτημα, Πίνακας Π1), όπου αναφέρεται το σύμβολο και η ονομασία των εταιρειών, ο κλάδος και ο Δείκτης που ανήκουν οι συμμετέχοντες. Οι 43 εταιρείες είναι κοινές στους δύο Δείκτες και ως εκ τούτου μελετώνται ως συμμετέχοντες μόνο στον Athex ESG.

Παρατηρούμε ότι:

- Στον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α. περιλαμβάνονται 17 εταιρείες (συνολικά είναι 60 - 43 κοινές εταιρείες), για 7 κλάδους.
- Στον Δείκτη Athex ESG περιλαμβάνονται 47 εταιρείες (43 κοινές εταιρείες + 4 εταιρείες που περιλαμβάνονται μόνο στον Athex ESG), για 11 κλάδους.

Η μη εκπροσώπηση 4 κλάδων στον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α δεν επιτρέπει σύγκριση των μεταβλητών. Ως εκ τούτου, αυτοί οι 4 κλάδοι-Communication Service, Energy, Financial Service, Healthcare αποκλείονται από το δείγμα μας. Αφαιρέθηκαν 11 εταιρείες του Athex ESG (10 από τις κοινές και 1 που περιλαμβάνεται μόνο στον Athex ESG).

Τελικά προέκυψε νέος πίνακας (Παράρτημα, Πίνακας Π2) με ταξινόμηση ανά κλάδο, για τους εξής 7 κλάδους:

1. Basic Materials,
2. Consumer Cyclical,
3. Consumer Defensive,
4. Industrials,
5. Real Estate,
6. Technology και
7. Utilities

Οι συμμετέχοντες στους δύο Δείκτες είναι συνολικά 53 εταιρείες εκ των οποίων:

- 17 ανήκουν στον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α., με ποσοστό συμμετοχής στον Δείκτη 63,54%

- 36 ανήκουν στον Athex ESG (33 κοινές+ 3 μόνο στον Athex ESG), με ποσοστό συμμετοχής 53,69% στον Δείκτη.

Πρόσθετα, στον Πίνακα Π2, περιλαμβάνεται το σύνολο των δεδομένων που θα μελετηθούν και αφορούν:

- α. το ποσοστό συμμετοχής των μετοχών του δείγματος στον Δείκτη και την 52 εβδομάδων μεταβολή τους, και
- β. μεταβλητές, όπως τη μελέτη αναφοράς, το Beta, Total Debt/Equity, Profit Margin, ROE και ROA.

Για τους υπολογισμούς και την οπτικοποίηση των συγκρίσεων/αποτελεσμάτων χρησιμοποιήθηκε το πρόγραμμα λογιστικών φύλλων Microsoft Excel.

6.4 52 εβδομάδων Μεταβολή Τιμής Μετοχών ανά Κλάδο και Δείκτη

Για τη μελέτη της διακύμανσης των μετοχών χρησιμοποιείται η 52-εβδομάδων μεταβολή τους (52 weeks change). Πρόκειται για πληροφορία, που περιλαμβάνεται τόσο σε έντυπα οικονομικά μέσα ενημέρωσης όσο και σε πηγές χρηματοοικονομικών πληροφοριών στο διαδίκτυο, που αφορά την ποσοστιαία μεταβολή στην τιμή της μετοχής μιας εταιρείας τις τελευταίες πενήντα δύο εβδομάδες. Στο Finance. Yahoo στις Πληροφορίες Συναλλαγών περιλαμβάνεται και η 52-εβδομάδων μεταβολή του Δείκτη S&P 500, που χρησιμεύει για τη σύγκριση της κίνησης μιας μετοχής με την τάση της αγοράς. Το S&P 52-weeks change για την ημερομηνία μελέτης είναι 5,60%.

Από τον Πίνακα Π2 προκύπτει η μέση (τιμή) μεταβολής των τιμών των μετοχών, ανά κλάδο και Δείκτη, όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 6.1.

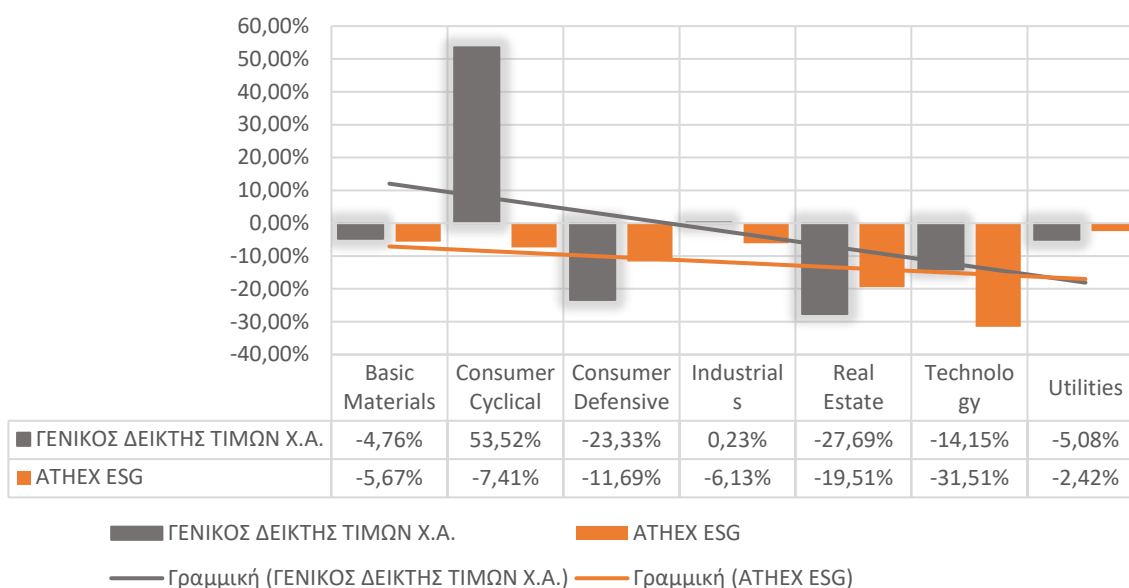
Πίνακας 6.1 Μέση τιμή μεταβολής μετοχών ανά κλάδο και Δείκτη, 52-εβδομάδων

	ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ 52-ΕΒΔΟΜΑΔΩΝ
Basic Materials		
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	1	-4,76%
ATHEX ESG	4	-5,67%
Consumer Cyclical		
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	1	53,52%
ATHEX ESG	5	-7,41%
Consumer Defensive		
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	2	-23,33%
ATHEX ESG	4	-11,69%
Industrials		
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	4	0,23%
ATHEX ESG	12	-6,13%
Real Estate		
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	3	-27,69%
ATHEX ESG	3	-19,51%
Technology		
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	5	-14,15%
ATHEX ESG	4	-31,51%
Utilities		
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	1	-5,08%
ATHEX ESG	4	-2,42%

Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Η διαγραμματική απεικόνιση των μεταβολών, εμφανίζεται στο Διάγραμμα 6.5.

Μέση τιμή μεταβολής, 52-εβδομάδων, των τιμών μετοχών ανά κλάδο για κάθε Δείκτη



Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 6.5 Μέση τιμή μεταβολής μετοχών ανά κλάδο και Δείκτη, 52-εβδομάδων

Παρατηρούμε ότι υπάρχει πτωτική τάση για τους δύο Δείκτες. Η μόνη μεταβολή με θετικό πρόσημο είναι στον κλάδο Industrials στον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α. Τις μικρότερες μεταβολές παρατηρούμε στους κλάδους Industrials, Utilities και Basic Materials.

Οι μετοχές με τη μεγαλύτερη άνοδο και με την μεγαλύτερη πτώση ανά Δείκτη είναι:

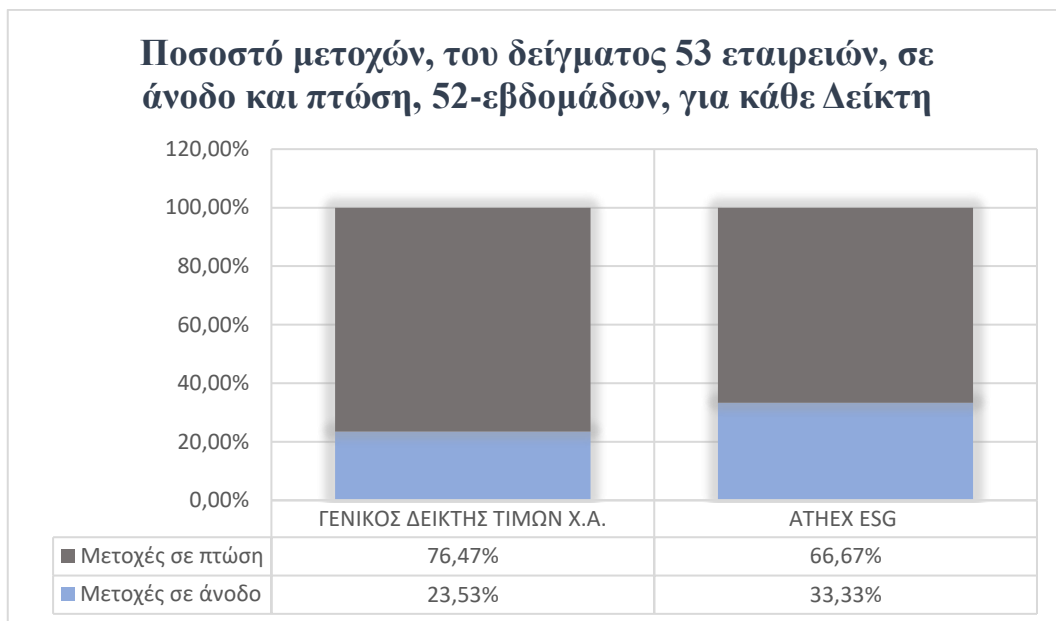
Πίνακας 6.2 Μεγαλύτερη άνοδο και πτώση μετοχών ανά Δείκτη, 52-εβδομάδων

		ΜΕΤΑΒΟΛΗ 52-ΕΒΔΟΜΑΔΩΝ	SECTOR (INDUSTRY)
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	max	53,52%	Consumer Cyclical (Auto & Truck Dealerships)
	min	-53,26%	Real Estate (Real Estate—Development)
ATHEX ESG	max	52,83%	Utilities (Utilities—Renewable)
	min	-69,66%	Technology (Information Technology Services)

Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Συνολικά (Διάγραμμα 6.6):

- Από τις 17 εταιρείες που περιλαμβάνονται μόνο στο Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α., 4 παρουσίασαν άνοδο (23,53%) και 13 είχαν πτωτική πορεία (76,47%)
- Από τις 36 εταιρείες του Δείκτη Athex ESG, 12 μετοχές (33,33%) παρουσίασαν άνοδο και 24 παρουσίασαν πτώση (66,67%).



Πηγή: Δεδομένα από ιστοσελίδα Χ.Α. 20 Αυγούστου 2022, <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία
Διάγραμμα 6.6 Ποσοστό μετοχών, 53 εταιρειών, σε άνοδο και πτώση, 52-εβδομάδων, για κάθε Δείκτη

Παρατηρούμε ότι το ποσοστό μετοχών, του δείγματος, σε άνοδο είναι υψηλότερο στον Athex ESG.

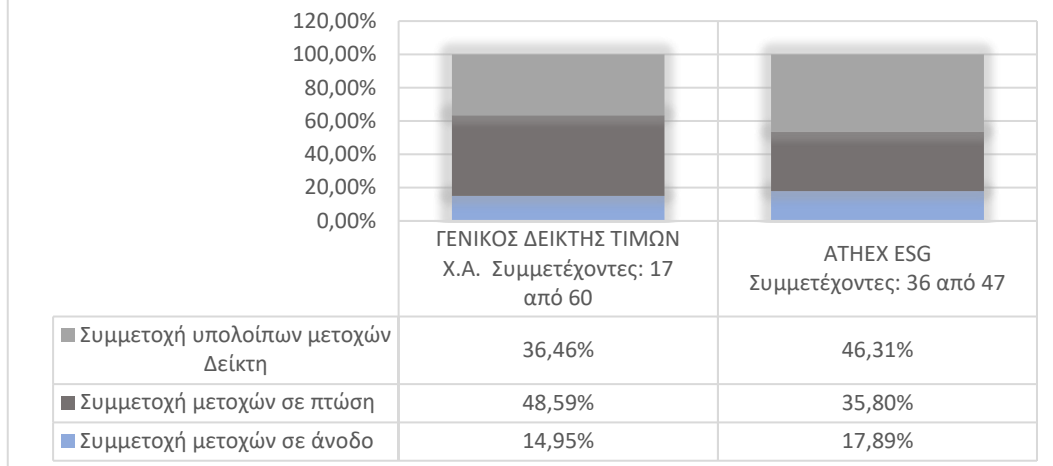
Προκειμένου να γίνουν πιο ασφαλείς εκτιμήσεις, εξετάστηκε και το ποσοστό συμμετοχής των μετοχών, σε άνοδο και πτώση, στο σύνολο του κάθε Δείκτη (Διάγραμμα 6.7 (α))

Επιπλέον και σύμφωνα με τα δεδομένα στον Πίνακα Π3 του Παραρτήματος, εξετάζεται η συμμετοχή στους Δείκτες, των 64 μετοχών (60 Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α., 47 Athex ESG, εκ των οποίων 43 κοινές), για 11 κλάδους, που βρίσκονται σε άνοδο και πτώση όλων των εταιρειών που περιλαμβάνει ο κάθε δείκτης.

Συνολικά, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 6.7 (β):

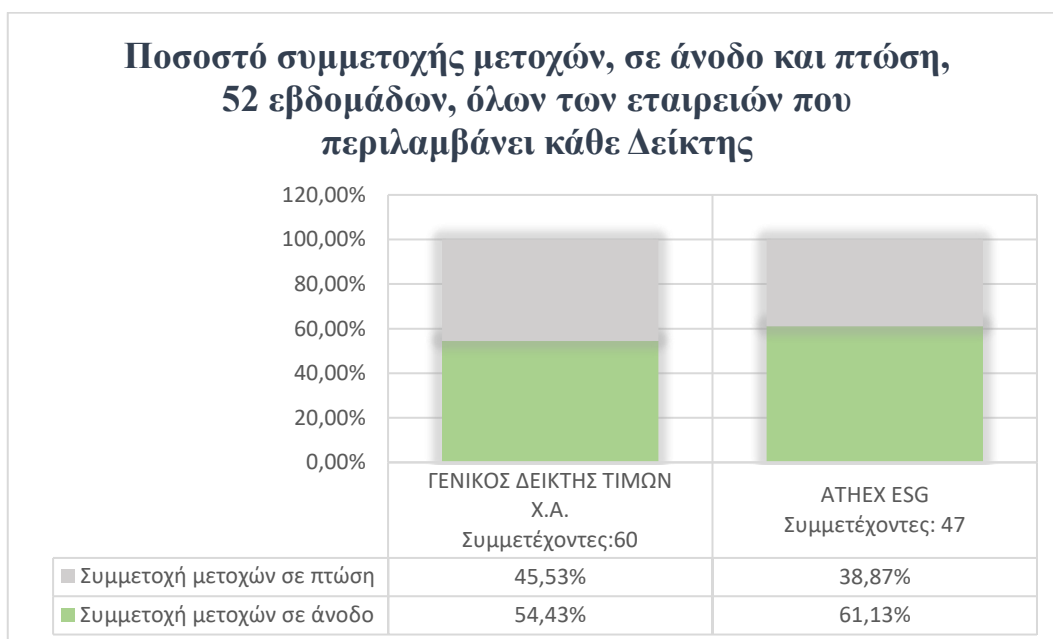
- Από τις 60 εταιρείες του Γενικού Δείκτη Τιμών Χ.Α. για τους 11 κλάδους, 19 μετοχές παρουσιάζουν άνοδο, με ποσοστό συμμετοχής στον Δείκτη 54,43% και 41 παρουσιάζουν πτώση με ποσοστό συμμετοχή 45,57%.
- Από τις 47 εταιρείες του Δείκτη Athex ESG για 11 κλάδους, 17 μετοχές παρουσιάζουν άνοδο με ποσοστό συμμετοχής στον Δείκτη 61,13% και 30 παρουσιάζουν πτώση με ποσοστό συμμετοχής 38,87%.

Ποσοστό συμμετοχής μετοχών, του δείγματος 53 εταιρειών, σε άνοδο και πτώση, 52-εβδομάδων, στο σύνολο κάθε Δείκτη



(α)

Ποσοστό συμμετοχής μετοχών, των 53 εταιρειών, σε άνοδο και πτώση, στο σύνολο του κάθε Δείκτη



(β)

Ποσοστό συμμετοχής μετοχών σε άνοδο και πτώση, 52-εβδομάδων, όλων των εταιρειών που περιλαμβάνει κάθε Δείκτης

Πηγή: Δεδομένα από ιστοσελίδα Χ.Α. 20 Αυγούστου 2022, <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 6.7 Ποσοστό συμμετοχής μετοχών, σε άνοδο και πτώση, 52 εβδομάδων, για το σύνολο κάθε Δείκτη.

Παρατηρούμε ότι σημαντικά μεγαλύτερο ποσοστό συμμετεχόντων του Athex ESG παρουσιάζει ανοδική πορεία σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α. και μικρότερο ποσοστό συμμετεχόντων παρουσιάζει πτώση αντίστοιχα.

6.5 Μεταβλητές

Ο Πίνακας 6.3 παρουσιάζει, συγκεντρωτικά, τις μέσες τιμές των μεταβλητών Beta, Total Debt/Equity, Profit Margin, Return on Assets (ROA) και Return on Equity (ROE).

Πίνακας 6.3 Μέση τιμή μεταβλητών ανά κλάδο και Δείκτη, 52 εβδομάδων

	ΣΥΜ- ΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ	BETA (5Y monthl y)	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ			
			TOTAL DEBT/EQUITY (mrg)	PROFIT MARGI N	ROA (ttm)	ROE (ttm)
Basic Materials						
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	1	0,60	32,72	5,55%	7,65%	14,90%
ATHEX ESG	4	1,19	88,60	8,15%	6,74%	18,19%
Consumer Cyclical						
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	1	1,18	130,18	7,03%	8,87%	42,11%
ATHEX ESG	5	1,25	116,87	16,24%	7,44%	18,89%
Consumer Defensive						
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	2	1,30	453,02	0,79%	3,13%	-2,55%
ATHEX ESG	4	0,65	67,90	6,02%	4,26%	12,64%
Industrials						
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	4	1,05	47,67	-6,43%	4,65%	10,52%
ATHEX ESG	12 (10 για ROA και ROE)	1,33	220,27	2,91%	2,24%	1,89%
Real Estate						
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	3	1,19	89,66	21,06%	0,07%	-6,79%
ATHEX ESG	3 (1 για ROA)	0,91	77,41	159,18%	-0,09%	15,27%
Technology						
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	5 (4 για ROA και ROE)	0,93	41,89	12,46%	8,32%	22,12%
ATHEX ESG	4	1,23	96,86	16,64%	2,77%	11,36%
Utilities						
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	1	0,51	0,79	15,40%	4,53%	6,04%
ATHEX ESG	4 (3 για Total Debt/equity)	0,92	110,96	24,68%	2,23%	4,93%

Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

6.5.1 Beta

Ο συντελεστής Beta είναι μια ευρέως χρησιμοποιούμενη μεταβλητή στην ανάλυση επενδύσεων και μετράται σε κλίμακα αναλογίας (ratio scale).

Όπως αναφέρει ο Lahtinen *et al.*, (2018), ο Beta θεωρείται ο σχετικός κίνδυνος ενός περιουσιακού στοιχείου τόσο από τους ακαδημαϊκούς, όσο και τους επαγγελματίες. Αναφορά και μέτρηση του Beta, γίνεται στις πιο σημαντικές πηγές οικονομικών δεδομένων όπως το Yahoo Finance, Google Finance, Morningstar, Wall Street Journal και δεκάδες άλλες αξιόπιστες πηγές.

Οι Gautam και Singh (2014, σ. 111-112) αναφέρουν ότι αρχικά ο Markowitz (1952, σ. 77-91 και 1959) με τη θεωρία χαρτοφυλακίου (Portfolio Analysis) και τον τρόπο δημιουργίας του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή και αργότερα ο Sharpe (1963, σ. 277-293) με το υπόδειγμα τους ενός δείκτη (Single-Index Model) πρότειναν την εκτίμηση του συντελεστή Beta. Το μοντέλο απόδοσης κινδύνου (risk return) που προτείνει ο Sharpe είναι:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \times R_m + e_i \quad (6.1)$$

Όπου:

R_i = αναμενόμενη απόδοση του αξιογράφου i

R_m = αναμενόμενη απόδοση του χρηματιστηριακού δείκτη της αγοράς (market index)

α_i = alpha συντελεστής, ένα τμήμα της απόδοσης του i αξιογράφου το οποίο είναι ανεξάρτητο από την απόδοση του δείκτη

β_i = συντελεστής Beta, ένας συντελεστής που μετρά την ευαισθησία της απόδοσης του αξιογράφου σε μεταβολές του χρηματιστηριακού δείκτη και

e_i = ένα τυχαίο σφάλμα ή η διαφορά της πραγματικής απόδοσης του αξιογράφου από την αναμενόμενη απόδοση, δεδομένης της απόδοσης του δείκτη.

Το υπόδειγμα μπορεί να εκτιμηθεί με μια απλή γραμμική παλινδρόμηση (simple linear regression) της απόδοσης του i αξιογράφου στην απόδοση του χρηματιστηριακού δείκτη. Η κλίση της ευθείας γραμμής παλινδρόμησης είναι ο συντελεστής Beta, ή συντελεστής παλινδρόμησης και υπολογίζεται (όπως και ο σταθερός όρος δηλ. το alpha) με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων.

Ο συντελεστής Beta μπορεί να μετρήσει τη μεταβλητότητα μιας μεμονωμένης μετοχής σε σύγκριση με τον συστηματικό κίνδυνο ολόκληρης της αγοράς. Μπορεί επίσης να υπολογιστεί ως εξής:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}[r_i, r_m]}{\text{Var}[r_m]} \quad (6.2)$$

Όπου:

$\text{Cov}[r_i, r_m]$: Συνδιακύμανση μεταξύ του χαρτοφυλακίου της αγοράς και ενός μεμονωμένου αξιόγραφου και

$Var [r_m]$: Διακύμανση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Το αποτέλεσμα και στις δύο περιπτώσεις πρέπει να είναι το ίδιο.

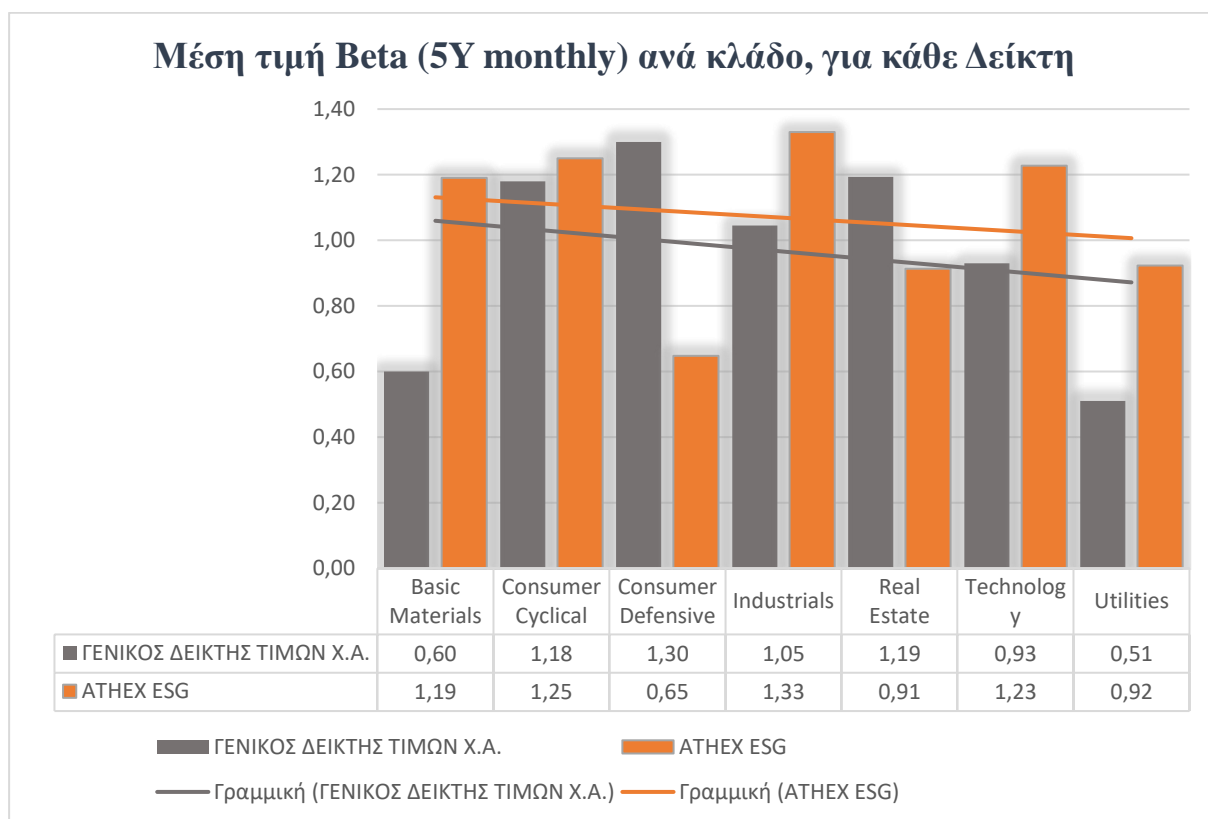
Εξ ορισμού, το χαρτοφυλάκιο της αγοράς έχει $Beta = 1$.

Εάν μια μετοχή έχει συντελεστή Beta μικρότερο του 1, θεωρείται «αμυντική» καθώς η απόδοσή της έχει μικρότερη ευαισθησία στις μεταβολές των αποδόσεων του δείκτη της αγοράς.

Εάν το Beta της μετοχής είναι μεγαλύτερο από 1, τείνει να αντιδρά πολύ ισχυρότερα από την αγορά. Ονομάζουμε μια τέτοια μετοχή «επιθετική», καθώς μεταβολές στην απόδοση του δείκτη της αγοράς κατά 1% θα επιφέρουν μεγαλύτερη μεταβολή στην απόδοση της μετοχής.

Οι μετοχές με υψηλές τιμές Beta τείνουν να έχουν μεγαλύτερη πιθανή απόδοση, αλλά θεωρούνται πιο ριψοκίνδυνες. Οι μετοχές με χαμηλό Beta είναι λιγότερο επικίνδυνες αλλά έχουν χαμηλότερες αποδόσεις.

Για τις εταιρείες του δείγματος της παρούσας μελέτης, οι μέσες τιμές των Beta ανά κλάδο για κάθε Δείκτη, απεικονίζονται στο Διάγραμμα 6.8.



Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 6.8 Μέση τιμή Beta (5Y Monthly) ανά κλάδο και Δείκτη

Παρατηρούμε ότι ο Athex ESG έχει υψηλότερη μέση τιμή Beta για 5 κλάδους, που σημαίνει ότι έχουν υψηλότερο κίνδυνο, εκτός από τον κλάδο Consumer Defensive και Real Estate. Το

αποτέλεσμα δεν συμφωνεί με το αντίστοιχο αποτέλεσμα της μελέτης των Koundouri *et al.*, (2022), όπου για την πλειονότητα των κλάδων της μελέτης το Beta είναι χαμηλότερο για τις εταιρείες του Δείκτη Athex ESG.

Η μεγαλύτερη και η μικρότερη τιμή Beta ανά Δείκτη είναι:

Πίνακας 6.4 Η μεγαλύτερη και η μικρότερη μέση τιμή Beta (5Y Monthly) ανά Δείκτη

	BETA (5Y monthly)		SECTOR (INDUSTRY)
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α	max	1,78	Consumer Defensive (Packaged Foods)
	min	0,51	Utilities (Utilities—Regulated Water)
ATHEX ESG	max	1,94	Industrials (Airlines)
	min	0,35	Consumer Defensive (Household & Personal Products)

Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Συνολικά, η μέση τιμή Beta:

- των 17 εταιρειών του Γενικού Δείκτη Τιμών Χ.Α. είναι 1,02
- των 36 εταιρειών του Athex ESG είναι 1,14

6.4.2 Total Debt/Equity

Η αναλογία χρέους προς ίδια κεφάλαια, Total Debt/Equity (D/E), έχει σχεδιαστεί για να εξηγήσει εάν μια εταιρεία έχει ή όχι τη δυνατότητα να αποπληρώσει τα χρέη της και δείχνει το βαθμό στον οποίο η επιχείρηση χρηματοδοτείται από το χρέος (Αποστόλου, 2015, σ. 96). Όπως υποδηλώνει το όνομα, μετρά το ύψος του χρέους σε σχέση με το ποσό των ιδίων κεφαλαίων και είναι ένας από τους πιο ξεκάθαρους τρόπους προσδιορισμού της οικονομικής υγείας μιας επιχείρησης.

Υπολογισμός Αριθμοδείκτη:

$$\frac{(\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις} + \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις})}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} \quad (6.3)$$

Το Finance Yahoo αναφέρει ότι σύμφωνα με τον Tracy (2012) *"Ο λόγος χρέους προς ίδια κεφάλαια χρησιμοποιείται καλύτερα ως μέτρο στρατηγικής, καθώς μετρά το επίπεδο μόχλευσης σε μια επιχείρηση"*.⁷⁶ Ως μόχλευση, αναφέρεται στο πόσο επιθετικά μια εταιρεία χρησιμοποιεί το χρέος για να επιταχύνει την ανάπτυξή της.

⁷⁶ <https://finance.yahoo.com/news/risk-analysis-debt-equity-ratio-164502761.html> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Ένας χαμηλός λόγος D/E είναι ένα σημάδι ότι η επιχείρηση είναι οικονομικά σταθερή και έχει εσωτερικούς πόρους σε περίπτωση που τα κέρδη ή η οικονομία ξαφνικά υποχωρήσει.⁷⁷

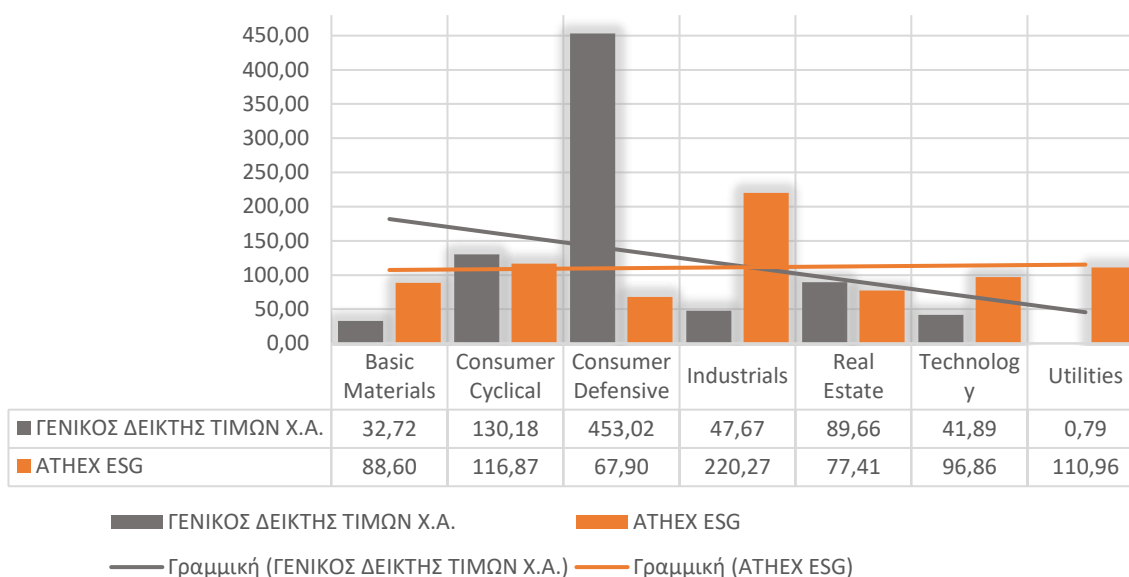
Από την άλλη πλευρά, ένας υψηλός λόγος D/E, ή ένας δείκτης που αυξάνεται σταθερά, θα μπορούσε να δείξει στους επενδυτές ότι το χρέος υπερτερεί της ικανότητας της εταιρείας να δημιουργήσει δικό της κεφάλαιο ή να πραγματοποιήσει κέρδος. Με άλλα λόγια, η επιχείρησή βασίζεται στο χρέος για τη χρηματοδότηση λειτουργιών.

Γενικότερα, το αν η τιμή του Δείκτη είναι ικανοποιητική ή όχι εξαρτάται από τον μέσο όρο του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Στις επιχειρήσεις «εντάσεως» εργασίας, όπου δεν απαιτούνται υψηλές πάγιες εγκαταστάσεις, ο αριθμοδείκτης μπορεί να είναι εξαιρετικά χαμηλός εφόσον δεν απαιτείται υψηλή συμμετοχή των συνεταιίρων. Το αντίστροφο ισχύει στις επιχειρήσεις «εντάσεως» παγίων. Άρα στην εξέτασή του θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η φύση της επιχείρησης (Αποστόλου, 2015, σ. 96-97).

Για τις εταιρείες του δείγματος της παρούσας μελέτης, οι μέσες τιμές του λόγου Total Debt/Equity ανά κλάδο για κάθε Δείκτη, απεικονίζονται στο Διάγραμμα 6.9. Στο δείγμα μας, δεν υπάρχουν δεδομένα για το D/E για μια εταιρεία του κλάδου Utilities (Utilities—Independent Power Producers) του Athex ESG, η οποία εξαιρείται από το δείγμα.

⁷⁷ <https://finance.yahoo.com/news/good-debt-equity-ratio-110000078.html> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Μέση τιμή Total Debt/Equity (mrg), ανά κλάδο, για κάθε Δείκτη



Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 6.9 Μέση τιμή Total Debt/Equity (mrg) ανά κλάδο και Δείκτη

Παρατηρούμε ότι ο Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α. έχει υψηλότερα D/E για 3 κλάδους και ο Athex ESG έχει υψηλότερη τιμή Δείκτη για 4 κλάδους. Αυτό το αποτέλεσμα δεν συνάδει με τη μελέτη αναφοράς, όπου βρίσκει ότι η αναλογία D/E των Δεικτών μελέτης είναι σε παρόμοια επίπεδα. Επίσης, δεν εξετάζεται η γενική κατάσταση του κάθε κλάδου, ώστε να εξάγουμε συνεπή συμπεράσματα.

Η μεγαλύτερη και η μικρότερη τιμή D/E ανά Δείκτη είναι:

Πίνακας 6.5 Η μεγαλύτερη και η μικρότερη μέση τιμή D/E (mrg) ανά Δείκτη

		D/E (mrg)	SECTOR (INDUSTRY)
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	max	894,89	Consumer Defensive (Packaged Foods)
	min	0,79	Utilities (Utilities—Regulated Water)
ATHEX ESG	max	448,77	Industrials (Engineering & Construction)
	min	0,17	Utilities (Utilities—Regulated Water)

Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Συνολικά, η μέση τιμή του Total Debt/Equity.

- των 17 εταιρειών του Γενικού Δείκτη Τιμών Χ.Α. είναι 102,28 και
- των 35 εταιρειών του Athex ESG είναι 137,32.

6.5.3 Profit Margin

Το Profit Margin μετράει την κερδοφορία, ως ποσοστό, στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων μιας εταιρείας. Η κερδοφορία μιας εταιρείας συνήθως μετριέται με τέσσερις τρόπους: profit, operating profit, pretax profit και net profit. Ο απλούστερος δείκτης κερδοφορίας είναι ο gross profit, ο οποίος υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ των εσόδων από πωλήσεις και του κόστους πωληθέντων. Το Profit Margin προκύπτει διαιρώντας αυτή τη διαφορά με τα έσοδα.

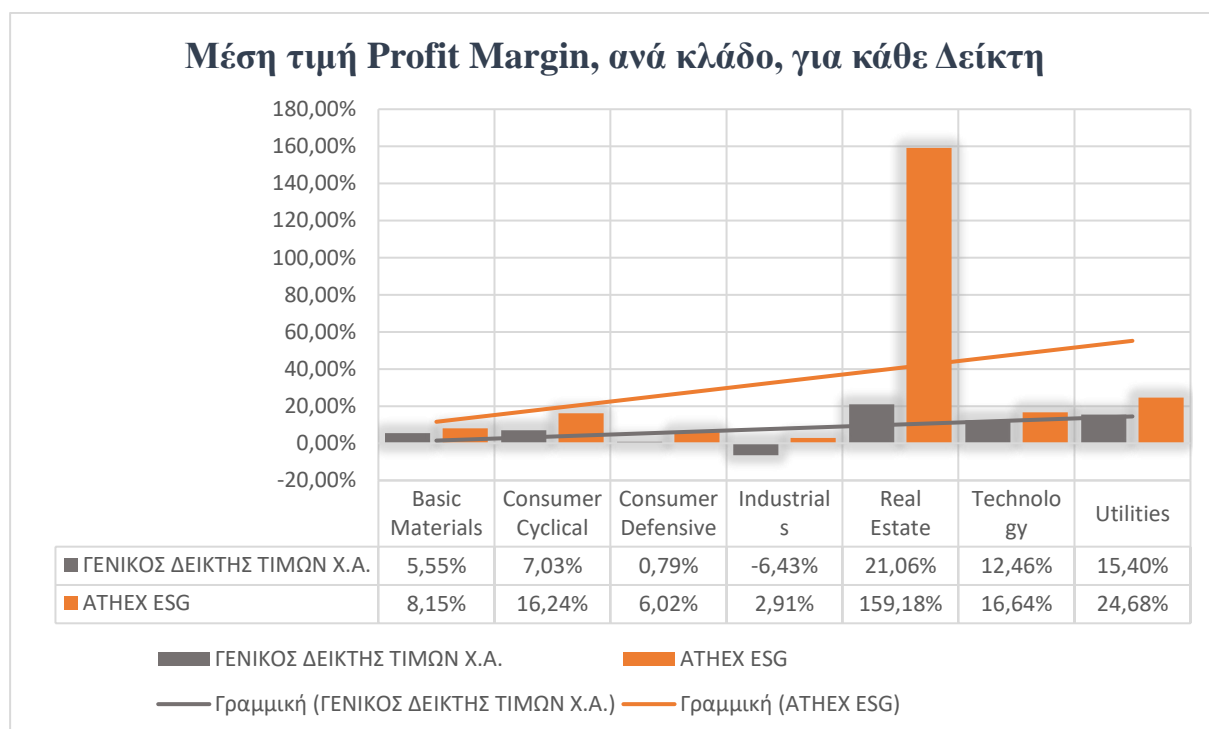
Ο τύπος υπολογισμού είναι:

$$\left(1 - \frac{\text{κόστος πωληθέντων}}{\text{έσοδα από πωλήσεις}}\right) \times 100 \quad (6.4)$$

Ένας υψηλός δείκτης Profit Margin δείχνει την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές. Δηλαδή, δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και την πολιτική τιμών της.

Η αύξηση του αριθμοδείκτη μπορεί να οφείλεται είτε σε αύξηση της τιμής πώλησης των αγαθών ή/και σε μείωση του κόστους των πωληθέντων.

Για τις 53 εταιρείες του δείγματος μας, οι μέσες τιμές του Profit Margin ανά κλάδο για κάθε Δείκτη, απεικονίζονται στο Διάγραμμα 6.10.



Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 6.10 Μέση τιμή Profit Margin ανά κλάδο και Δείκτη

Στην εκτίμηση του Profit Margin ο Athex ESG υπερτερεί σε όλους τους κλάδους, με μεγαλύτερη μέση τιμή στον κλάδο Real Estate. Το αποτέλεσμα διαφέρει από το αντίστοιχο της μελέτης των Koundouri *et al.* (2022), η οποία δεν δείχνει μια σαφή σχέση μεταξύ του περιθωρίου κέρδους και της συμπεριφοράς ESG.

Η μεγαλύτερη και η μικρότερη τιμή Profit Margin ανά Δείκτη είναι:

Πίνακας 6.6 Η μεγαλύτερη και η μικρότερη μέση τιμή Profit Margin ανά Δείκτη

	PROFIT MARGIN		SECTOR (INDUSTRY)
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	max	49,29%	Real Estate
ΤΙΜΩΝ Χ.Α	min	-62,89%	Industrials (Engineering & Construction)
ATHEX ESG	max	211,66%	Real Estate (Real Estate—Development)
	min	-10,01%	Industrials (Engineering & Construction)

Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Συνολικά, η μέση τιμή του Profit Margin:

- των 17 εταιρειών του Γενικού Δείκτη Τιμών Χ.Α. είναι 7,61% και
- των 36 εταιρειών του Athex ESG είναι 22,65%

6.5.4 Return On Assets (ROA)

Ο όρος «απόδοση περιουσιακών στοιχείων» (Return On Assets-ROA) αναφέρεται σε έναν οικονομικό δείκτη που δείχνει πόσο κερδοφόρα είναι μια εταιρεία σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού της. Οι διευθυντές, οι αναλυτές και οι επενδυτές χρησιμοποιούν το ROA για να αξιολογήσουν την οικονομική υγεία μιας εταιρείας, ως ένα μέτρο του πόσο αποτελεσματικά μια εταιρεία χρησιμοποιεί τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχει για να δημιουργήσει κέρδη.⁷⁸

Η μέτρηση συνήθως εκφράζεται ως ποσοστό, χρησιμοποιώντας τα καθαρά έσοδα μιας εταιρείας και το μέσο ενεργητικό της.

Σύμφωνα με το Finance Yahoo, από όπου αντλήθηκαν τα δεδομένα, ο τύπος υπολογισμού του αριθμοδείκτη ROA είναι:⁷⁹

$$\frac{\text{Καθαρά Έσοδα}}{\text{Μέσος όρος ενεργητικού}} \times 100 \quad (6.5)$$

Το καθαρό εισόδημα είναι το σύνολο των εσόδων μιας εταιρείας μείον όλα τα πραγματικά της έξοδα, αλλά δεν περιλαμβάνει τις απλήρωτες υποχρεώσεις, που θεωρείται μειονέκτημα του αριθμοδείκτη. Το μέσο ενεργητικό είναι το οικονομικό άθροισμα όλων των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας. Ο μέσος όρος του ενεργητικού μιας εταιρείας για τους σκοπούς του

⁷⁸ <https://www.forbes.com/advisor/investing/roa-return-on-assets/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

⁷⁹ <https://finance.yahoo.com/news/calculate-return-assets-195201442.html> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

υπολογισμού του ROA προσδιορίζεται ως το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων στην αρχή μιας λογιστικής περιόδου, προσθέτοντάς το στο σύνολο του ενεργητικού για το τέλος της σχετικής περιόδου και διαιρώντας δια δύο. Οι περισσότερες εταιρείες παρέχουν αυτές τις πληροφορίες σε ετήσια βάση.

Μια απόδοση επένδυσης 5% ή μεγαλύτερη θεωρείται συνήθως καλή, ενώ 20% ή μεγαλύτερη θεωρείται εξαιρετική. Γενικά, όσο υψηλότερο είναι το ROA, τόσο πιο αποτελεσματική είναι η εταιρεία στη δημιουργία κερδών.⁸⁰

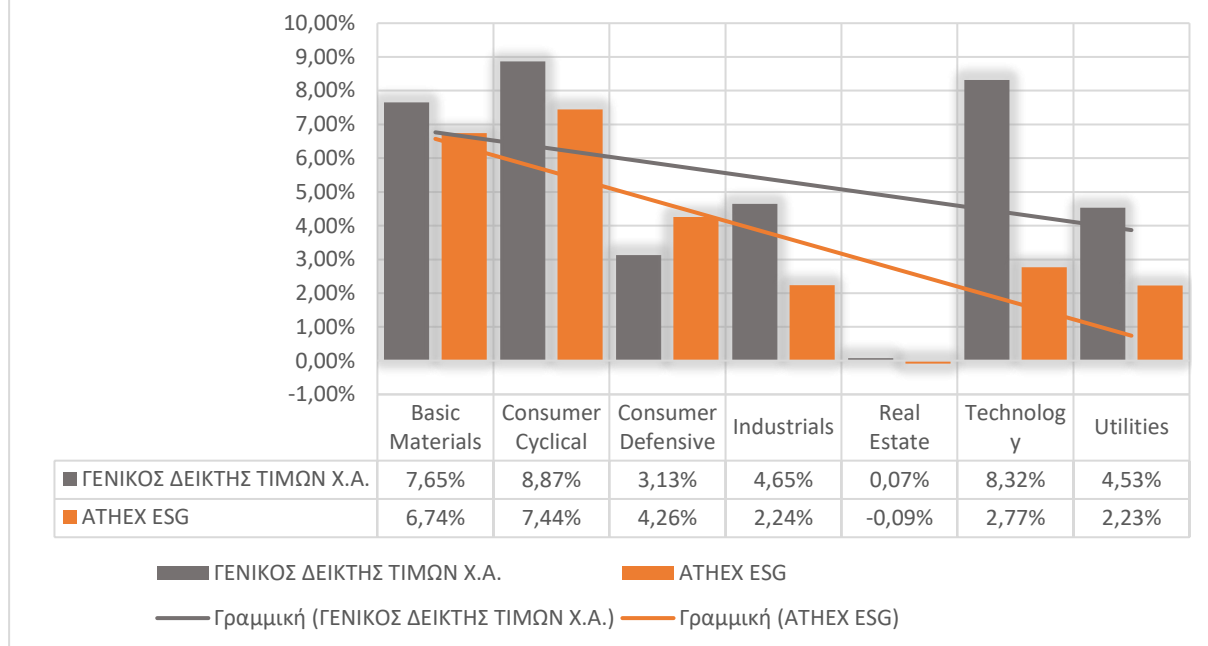
Σημαντική παρατήρηση είναι ότι το ROA μπορεί να είναι χρήσιμο εργαλείο ανάλυσης όταν συγκρίνονται εταιρείες ίδιου μεγέθους, κλάδου και τομέα. Σε κάθε άλλη περίπτωση, μπορεί να δώσει λάθος εκτιμήσεις. Οι αναμενόμενες ROA ενδέχεται να διαφέρουν ακόμη και μεταξύ εταιρειών του ίδιου μεγέθους στον ίδιο κλάδο, όταν αυτές βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια του εταιρικού κύκλου ζωής τους. Γενικά, καλό είναι το ROA να μη λαμβάνεται ως καθοριστικός παράγοντας επενδυτικής απόφασης αλλά σε συνδυασμό με άλλους αριθμοδείκτες.

Όταν το ROA μιας επιχείρησης αυξάνεται με τον χρόνο, σημαίνει ότι η εταιρεία κερδίζει περισσότερα από κάθε χρηματική μονάδα που κατέχει σε περιουσιακά στοιχεία. Αντίθετα, μια φθίνουσα απόδοση επένδυσης (ROA) υποδηλώνει ότι μια εταιρεία έχει κάνει κακές επενδύσεις, ξοδεύει πάρα πολλά χρήματα και μπορεί να έχει προβλήματα.

Στο δείγμα μας, δεν υπάρχουν δεδομένα για 1 εταιρεία του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α., του κλάδου Technology (Electronics & Computer Distribution). Επίσης δεν υπάρχουν δεδομένα για 4 εταιρείες του Athex ESG, 2 για τον κλάδο Real Estate (Real Estate—Development) και 2 για τον κλάδο Industrials (Electrical Equipment & Parts και Metal Fabrication). Ως εκ τούτου οι 5 εταιρείες εξαιρούνται από το δείγμα. Για τις 48, πλέον, εταιρείες του δείγματος μας, οι μέσες τιμές ROA ανά κλάδο για κάθε Δείκτη, απεικονίζονται στο Διάγραμμα 6.11.

⁸⁰ <https://www.forbes.com/advisor/investing/roa-return-on-assets/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Μέση τιμή ROA (ttm), ανά κλάδο, για κάθε Δείκτη



Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 6.11 Μέση τιμή ROA (ttm) ανά κλάδο και Δείκτη

Από το Διάγραμμα προκύπτει ότι ο Athex ESG έχει μικρότερη μέση τιμή ROA σε όλους τους κλάδους εκτός του Consumer Defensive. Το αποτέλεσμα είναι διαφορετικό από τη μελέτη αναφορά όπου ότι οι εταιρείες με καλή επίδοση ESG έχουν καλύτερη μέση τιμή ROA από τις υπόλοιπες.

Η μεγαλύτερη και η μικρότερη τιμή ROA ανά Δείκτη είναι:

Πίνακας 6.7 Η μεγαλύτερη και η μικρότερη μέση τιμή ROA (ttm) ανά Δείκτη

		ROA (ttm)	SECTOR (INDUSTRY)
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	max	11,79%	Technology (Software—Application)
	min	-4,28%	Real Estate (Real Estate—Development)
ATHEX ESG	max	13,11%	Consumer Cyclical (Gambling)
	min	-1,69%	Technology (Communication Equipment)

Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Συνολικά, η μέση τιμή του ROA:

- των 16 εταιρειών του Γενικού Δείκτη Τιμών Χ.Α. είναι 4,96% και
- των 32 εταιρειών του Athex ESG είναι 3,86%

6.5.5 Return On Equity (ROE)

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (Return On Equity-ROE) είναι ένας παρόμοιος χρηματοοικονομικός δείκτης με τον δείκτη ROA, καθώς οι δύο μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη μέτρηση της απόδοσης μιας εταιρείας. Ενώ το ROA εξετάζει πόσο καλά μια εταιρεία διαχειρίζεται τα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει για να δημιουργήσει κέρδη, η ROE εξετάζει πόσο καλά διαχειρίζεται η εταιρεία τα χρήματα που επενδύουν οι μέτοχοί της για τη δημιουργία κερδών.

Σύμφωνα με το Finance. Yahoo, ο τύπος υπολογισμού του αριθμοδείκτη ROE είναι:⁸¹

$$\frac{\text{Καθαρά Έσοδα}}{\text{Μετοχικό Κεφάλαιο}} \times 100 \quad (6.6)$$

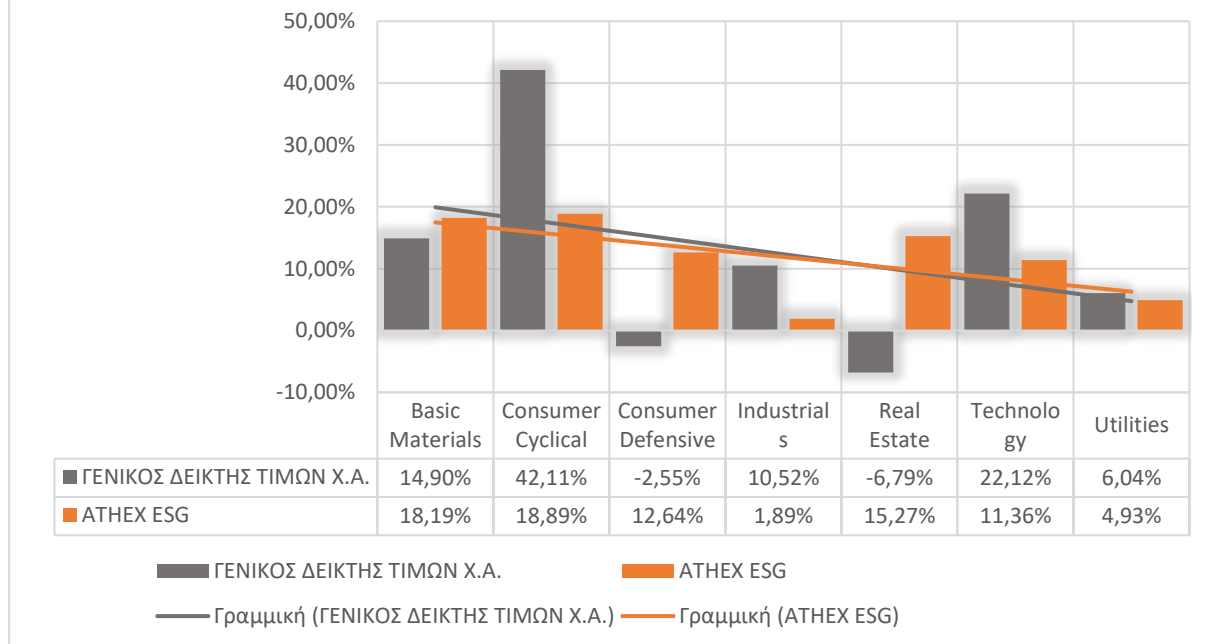
Οι επενδυτές χρησιμοποιούν το ROE για να κατανοήσουν την αποτελεσματικότητα των επενδύσεών τους σε μια εταιρεία. Οι σχετικά υψηλοί ή χαμηλοί δείκτες ROE διαφέρουν σημαντικά από τον ένα κλάδο στον άλλον κλάδο και εξαρτάται από το τι είναι φυσιολογικό. Ωστόσο, ένα εξαιρετικά υψηλό ROE μπορεί να οφείλεται συχνά σε μικρό λογαριασμό ιδίων κεφαλαίων σε σύγκριση με το καθαρό εισόδημα, γεγονός που υποδηλώνει κίνδυνο.

Μια από τις βασικές διαφορές μεταξύ των ROE και ROA είναι ο τρόπος με τον οποίο αντιμετωπίζουν το χρέος μιας εταιρείας. Το ROA επηρεάζεται από το πόσο χρέος φέρει μια εταιρεία, εφόσον, λόγω της λογιστικής ισότητας, το ενεργητικό περιλαμβάνει και τα κεφάλαια που η εταιρεία δανείζεται. Το ROE μετρά μόνο την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας, η οποία αφήνει έξω τις υποχρεώσεις της. Κατά συνέπεια όσο περισσότερο χρέος αναλαμβάνει μια εταιρεία, τόσο υψηλότερο θα είναι το ROE σε σχέση με το ROA, υποθέτοντας ότι οι αποδόσεις παραμένουν σταθερές. Αυτό σημαίνει ότι το ROA μιας εταιρείας πέφτει ενώ το ROE της παραμένει στο προηγούμενο επίπεδο.

Για τη συνέχεια της μελέτης του δείγματος μας, δεν υπάρχουν δεδομένα για το δείκτη ROE για 1 εταιρεία του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α., του κλάδου Technology (Electronics & Computer Distribution) και για 2 εταιρείες του Athex ESG για τον κλάδο Industrials (Electrical Equipment & Parts και Metal Fabrication). Ως εκ τούτου οι 3 εταιρείες εξαιρούνται από το δείγμα. Οι μέσες τιμές ROE ανά κλάδο για κάθε Δείκτη, για τις 50 εταιρείες του δείγματος μας, παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 6.12.

⁸¹ <https://finance.yahoo.com/news/return-equity-roe-definition-examples-162053266.html> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Μέση τιμή ROE (ttm), ανά κλάδο, για κάθε Δείκτη



Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Διάγραμμα 6.12 Μέση τιμή ROE (ttm) ανά κλάδο και Δείκτη

Παρατηρούμε ότι ο Athex ESG έχει μεγαλύτερη μέση τιμή ROE σε 3 κλάδους Basic Materials, Consumer Defensive και Real Estate, ενώ στους άλλους 4 κλάδους υπερτερεί ο Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α. Η τάση των Δεικτών είναι παρόμοια, χωρίς ουσιαστικές διαφοροποιήσεις. Το αποτέλεσμα δεν συνάδει με τα ευρήματα των Koundouri *et al.*, (2022) καθώς υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες με καλύτερη επίδοση ESG έχουν υψηλότερες μέσες τιμές ROE.

Η μεγαλύτερη και η μικρότερη τιμή ROE ανά Δείκτη είναι:

Πίνακας 6.8 Η μεγαλύτερη και η μικρότερη μέση τιμή ROE (ttm) ανά Δείκτη

		ROE (ttm)	SECTOR (INDUSTRY)
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.	max	42,11%	Consumer Cyclical (Auto & Truck Dealerships)
	min	-26,27%	Real Estate (Real Estate—Development)
ATHEX ESG	max	37,81%	Consumer Cyclical (Gambling)
	min	-47,79%	Industrials (Engineering & Construction)

Πηγή: <https://finance.yahoo.com> και Ιδία Επεξεργασία

Συνολικά, η μέση τιμή του ROE:

- των 16 εταιρειών του Γενικού Δείκτη Τιμών Χ.Α. είναι 10,51% και
- των 34 εταιρειών του Athex ESG είναι 10,22%

6.6 Συγκεντρωτικά Αποτελέσματα & Σχολιασμός

Συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα της εξέτασης της διακύμανσης των τιμών των εμποχών και των προαναφερόμενων μεταβλητών είναι:

1. πτωτική τάση για τους δύο Δείκτες στην εξέταση της, 52 εβδομάδων, μεταβολής τιμής.
 - Η μόνη μεταβολή με θετικό πρόσημο είναι στον κλάδο Industrials στον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α. σε εταιρεία Consumer Cyclical (Auto & Truck Dealerships).
 - Τις μικρότερες μεταβολές παρατηρούμε στους κλάδους Industrials, Utilities και Basic Materials.
 - Σημαντικά μεγαλύτερο ποσοστό συμμετεχόντων του Athex ESG παρουσιάζει ανοδική πορεία σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α. και μικρότερο ποσοστό συμμετεχόντων παρουσιάζει πτώση αντίστοιχα.
 - Ο Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α έχει μικρότερη πτώση από τον S&P500 στους κλάδους Basic Materials και Utilities και θετικό πρόσημο στους κλάδους Consumer Cyclical και Industrials.
 - Ο Athex ESG έχει μικρότερη πτώση από τον S&P500 μόνο στον κλάδο Utilities.
2. Ο Athex ESG έχει υψηλότερη μέση τιμή Beta για 5 από τους 7 κλάδους, εκτός από τον κλάδο Consumer Defensive και Real Estate.
3. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α. έχει υψηλότερα D/E για 3 κλάδους και ο Athex ESG έχει υψηλότερη τιμή Δείκτη για 4 κλάδους.
4. Στην εκτίμηση του Profit Margin, ο Athex ESG υπερτερεί σε όλους τους κλάδους, με μεγαλύτερη μέση τιμή στον κλάδο Real Estate.
5. Ο Athex ESG έχει μικρότερη μέση τιμή ROA σε όλους τους κλάδους εκτός του Consumer Defensive.
6. Ο Athex ESG έχει μεγαλύτερη μέση τιμή ROE σε 3 κλάδους Basic Materials, Consumer Defensive και Real Estate, ενώ στους άλλους 4 κλάδους υπερτερεί ο Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α.

Λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες που έχουν δημιουργηθεί λόγω των παγκόσμιων προκλήσεων όπως η πανδημία, ο πόλεμος στην Ουκρανία και οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι, η κρίση της ενέργειας και της εφοδιαστικής αλυσίδας, ο πληθωρισμός, η αύξηση των επιτοκίων κ.λ.π. φαίνεται ότι για το τους 2 υπό εξέταση Δείκτες, ισχύει:

- Οι χρηματιστηριακές αξίες έχουν επηρεαστεί από τον επενδυτικό φόβο των εξελίξεων. Κλάδοι όπως Utilities, Industrials και Basic materials παρουσιάζουν σταθερότητα στους κραδασμούς, ωστόσο, δεν ισχύει το ίδιο για το σύνολο των εταιρειών που δημοσιοποιούν πληροφορίες ESG.
- Οι εταιρείες με δημοσιοποιημένα στοιχεία ESG έχουν ελαφρά υψηλότερο Beta από τις υπόλοιπες. Αυτό σημαίνει μεγαλύτερη ευαισθησία στις μεταβολές της αγοράς που μπορεί να δικαιολογείται και από την προσδοκία για υψηλότερες μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Γενικά οι μέσες τιμές Beta των 7 κλάδων για τους δύο Δείκτες έχουν πολύ μικρή διαφορά.
- Η εξέταση της μέσης τιμής Total Debt/Equity ευνοεί τον Γενικό Δείκτη Τιμών X.A., ωστόσο δεν εξάγει ασφαλή αποτελέσματα καθώς παραλείπεται εξέταση της τιμής και της κατάστασης κάθε κλάδου.
- Τα ευρήματα για υψηλές μέσες τιμές Profit Margins των εταιρειών του Athex ESG είναι σημαντικό εύρημα, που όμως μπορεί να αιτιολογείται από την αύξηση των τιμών.
- Οι μέσες τιμές του αριθμοδείκτη ROA δείχνουν σημαντική διαφορά τάσης μεταξύ των δύο Δεικτών, υπέρ του Γενικού Δείκτη Τιμών X.A. Ωστόσο δεν εξετάζεται η διαχρονική μεταβολή του και το μέγεθος των εισηγμένων εταιρειών. Ο κλάδος Consumer Defensive φαίνεται να κερδίζει περισσότερα από τα περυσιακά του στοιχεία για τις εταιρείες του Athex ESG
- Τέλος οι μέσες τιμές του αριθμοδείκτη ROE παρουσιάζουν παρόμοια τάση και στους δύο Δείκτες, με τον Δείκτη Athex ESG να βρίσκεται σε ελαφρώς καλύτερη κατάσταση.

Μια επιπλέον παρατήρηση για τα ευρήματα είναι ότι τα δεδομένα δεν περιλαμβάνουν διαχρονικές μεταβολές των μεταβλητών, οπότε χρειάζονται περισσότερα έτη αναφοράς και πιθανώς το δείγμα είναι μικρό πληθυσμιακά.

Συγκεντρωτικά, χρήσιμα επιπλέον στοιχεία για εξέταση και σύγκριση της εταιρικής απόδοσης θα μπορούσαν να είναι: οι αναφορές βιωσιμότητας και οι αξιολογήσεις των εταιρειών, η εξέταση της εφαρμογής καινοτομιών, η ένταση χρήσης πρακτικών marketing, ο φόβος του «greenwashing» στους επενδυτές του Χρηματιστηρίου Αθηνών, το μέγεθος των

εταιρειών και η ανάλυση των κλάδων, προσαρμοσμένη στη σύγχρονη εθνική και παγκόσμια οικονομική πραγματικότητα.

6.7 Ανακεφαλαίωση

Στο Πέμπτο Κεφάλαιο έγινε εμπειρική μελέτη για τη σύγκριση των συμμετεχόντων εταιρειών στο Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α και Athex ESG. Εξετάστηκαν διαθέσιμες πληροφορίες για την ετήσια μεταβολή της τιμής των μετοχών και τις μέσες τιμές 5 μεταβλητών εταιρικής απόδοσης: Beta, Total Debt/Equity, Profit Margin, ROA και ROE. Το Δείγμα μελέτης αποτελείται από 53 εταιρείες, 17 για τον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α. και 36 για τον Δείκτη ESG, οι οποίες ταξινομούνται ανά κλάδο, για συνολικά 7 κλάδους.

Τα αποτελέσματα της σύγκρισης των μεταβλητών, αντιπαρατίθενται με τα αποτελέσματα της μελέτης αναφοράς των Koundouri *et al.*, (2022). Η σύγκριση χαρακτηρίζεται από ασυμφωνία ευρημάτων. Οι εταιρείες που δημοσιοποιούν πληροφορίες ESG δεν προσφέρουν πρόσθετα οφέλη από τις υπόλοιπες εταιρείες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Συμπεράσματα

Στην μελέτη αυτή, έγινε εκτεταμένη αναφορά σε έννοιες που προηγούνται χρονολογικά των παραγόντων ESG. Σκοπός της αναφοράς δεν ήταν η άσκοπη συσσώρευση πληροφοριών αλλά η κατανόηση από τον αναγνώστη ότι το μονοπάτι που οδήγησε στην εδραίωση των Βιώσιμων Επενδύσεων, είναι στιβαρά θεμελιωμένο. Οι Βιώσιμες Επενδύσεις δεν είναι μια νέα μόδα που προσπαθούν οι ενδιαφερόμενοι να αναδείξουν προκειμένου να επωφεληθούν, ούτε πανάκεια χειραγώγησης, όπως ίσως κάποιοι υποστηρίζουν. Αντίθετα, η καθυστέρησή της ευρείας αναγνώρισής και εφαρμογής τους οδήγησε όλα τα οικονομικά συστήματα σε παθογένειες σε βάθος χρόνου, εφόσον έτσι επιτυγχανόταν οικονομική ανάπτυξη σε βάρος του πλανήτη και τον ανθρώπων. Ο τρόπος που η βιωσιμότητα μεταφράζεται εντός των εταιρειών και των κρατών αποτελεί εύλογα, θέμα συγκρούσεων υποστηρικτών και σκεπτικιστών. Ένα παράδειγμα αποτελεί η πυρηνική ενέργεια και το φυσικό αέριο, που μετά την απόφαση των Ευρωβουλευτών, κατατάσσονται στις «πράσινες μορφές ενέργειας».

Το ξέσπασμα της πανδημίας φανέρωσε στον ευρύ πληθυσμό, αυτό που ήταν ήδη γνωστό στον επιστημονικό κόσμο. Ο πλανήτης έχει όρια και δεν μπορεί να συνεχιστεί η παραβίασή τους. Οι αλλαγές στις οικονομικές δραστηριότητες θα έπρεπε να είχαν ήδη γίνει ως ανάγκη και όχι απλά ως ηθική ανησυχία και επιλογή. Στο τοπίο του φόβου και της ανασφάλειας που δημιουργήθηκε οι κοινωνικοί, περιβαλλοντικοί παράγοντες και παράγοντες διακυβέρνησης (ESG) επιχείρησαν να διαδραματίσουν ηγετικό ρόλο, για την προστασία επιχειρήσεων και επενδυτών.

Ωστόσο το ερώτημα αν τα κατάφεραν είναι δύσκολο ακόμα να απαντηθεί, περίπου 2,5 χρόνια μετά το ξέσπασμα της πανδημίας. Ανάλογα με τον τρόπο εξέτασης της κάθε ομάδας ενδιαφερομένων τα επιμέρους αποτελέσματα διαφέρουν και τα συνολικά αποτελέσματα είναι ασαφή.

Οι δευτερογενείς έρευνες ακαδημαϊκών αποδίδουν τη σημασία των παραγόντων ESG στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις τους και στην παρεχόμενη προστασία ενάντια στους κινδύνους. Η ελκυστικότητά τους δείχνει υψηλή στις αναδύμενες οικονομίες και οι παράγοντες, ανάλογα την επικαιρότητα, αλλάζουν βαρύτητα. «Αμαρτωλές» εταιρείες εμφανίζονται σε Δείκτες ESG χρηματιστηρίων και η απόδοση των επενδύσεων ESG εξαρτάται από την αύξηση των κρουσμάτων. Η τεχνητή νοημοσύνη επιχειρεί να δώσει λύσεις για ασυσχέτιστες αξιολογήσεις και δεδομένα και ένα ολόκληρο σύστημα θεσμοθετείται, ακόμα, γύρω από το αποκαλούμενο

momentum ESG. Γενικότερα η απάντηση στο ερώτημα για την επίτευξη των στόχων είναι σύνθεση πολλών παραγόντων ανάλογα με το εξεταζόμενο θέμα και τη βάση αφετηρίας. Ειδικότερα, μείζον θέμα αποτελεί η γνωστοποίηση των πολιτικών ESG των εταιρειών και η ουσιαστικότητα των κριτηρίων για τη χρηματοδότηση τους. Η ακαδημαϊκή έρευνα έχει παρουσιάσει μικτά αποτελέσματα για τις επιδόσεις ESG, τη στιγμή που οι επενδυτικές στρατηγικές Βιώσιμων Επενδύσεων ακόμα συγχέονται αλλά και εξελίσσονται.

Σε αντίθεση οι πρωτογενείς έρευνες δίνουν ξεκάθαρα αποτελέσματα και συνάδουν με την αύξηση κεφαλαίων σε Βιώσιμες Επενδύσεις. Οι millennials έχουν ηθικές ανησυχίες και προτιμούν τις Βιώσιμες Επενδύσεις, αν και διακατέχονται από το φόβο του «greenwashing». Οι Θεσμικοί Επενδυτές διατηρούν μια αμφίδρομη σχέση με τους μεμονωμένους επενδυτές και γενικά ενισχύουν την ώθηση προς υπεύθυνες επενδύσεις. Μεγάλη σημαντικότητα παρουσιάζει το ενδιαφέρον των επενδυτών για τις υποδομές των αναδυόμενων αγορών και ο βαθμός στον οποίο οι παράγοντες ESG παίζουν ρόλο στη διαδικασία επενδυτικής απόφασης

Στην εμπειρική έρευνα αυτής της μελέτης, τα αποτελέσματα δεν δείχνουν ότι οι εταιρείες που υιοθετούν τους παράγοντες ESG προσφέρουν περισσότερα στους επενδυτές. Ωστόσο επισημαίνονται οι περιορισμοί για εξαγωγή συνεπών αποτελεσμάτων, όπως η παράλειψη ανάλυσης του κάθε κλάδου και η εξέταση δεδομένων μιας χρονικής στιγμής.

Ολοκληρώντας την ενασχόληση με το επενδυτικό ενδιαφέρον που προσελκύουν οι επενδύσεις ESG και με βάση την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας που πραγματοποιήθηκε, προτείνεται η συμπερίληψη δύο βασικών στοιχείων σε μελλοντικές έρευνες:

- Η αποσαφήνιση των διαφορετικών επενδυτικών στρατηγικών όταν μελετώνται οι επενδυτικές αποδόσεις και
- Η συμπερίληψη κρίσιμων στρατηγικών των εταιρειών όπως η εφαρμογή καινοτομιών και η ένταση marketing όταν μελετώνται οι εταιρικές αποδόσεις.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας Π1: Πίνακας στοιχείων 64 εταιριών των δύο Δεικτών, για 11 κλάδους

A/A	ΣΥΜΒΟΛΟ	ΟΝΟΜΑΣΙΑ	SECTOR	INDUSTRY	ΔΕΙΚΤΗΣ
1	BIO	Viohalco S.A. (VIO.AT)	Industrials	Metal Fabrication	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
2	CENER	Energy Holdings SA (CENER.AT)	Industrials	Electrical Equipment & Parts	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
3	TITC	Titan Cement International S.A. (TITC.AT)	Basic Materials	Building Materials	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
4	ABAZ	Avax S.A. (AVAX.AT)	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
5	AAMHE	Admie Holding S.A. (ADMIE.AT)	Utilities	Utilities—Independent Power Producers	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
6	AAMY	Alumil Aluminium Industry S.A. (ALMY.AT)	Basic Materials	Aluminum	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
7	AΑΦΑ	Alpha Services and Holdings S.A. (ALPHA.AT)	Financial Services	Banks—Regional	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
8	ΑΡΑΠ	Aegean Airlines S.A. (AEGN.AT)	Industrials	Airlines	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
9	BIOKA	Biokarpet S.A. (BIOKA.AT)	Consumer Cyclical	Textile Manufacturing	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG
10	BYTE	Byte Computer S.A. (BYTE.AT)	Technology	Information Technology Services	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
11	ΓΕΚΤΕΡΝΑ	GEK TERNA Holdings, Real Estate, Construction S.A. (GEKTERNA.AT)	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
12	ΔΠΗ	Public Power Corporation S.A. (PPC.AT)	Utilities	Utilities—Renewable	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
13	ΕΕΕ	Coca-Cola HBC AG (ΕΕΕ.AT)	Consumer Defensive	Beverages—Non-Alcoholic	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
14	ΕΑΙΝ	Elinoil Hellenic Petroleum Company S.A. (ELIN.AT)	Energy	Oil & Gas Refining & Marketing	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG
15	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	Ellaktor S.A. (ΕΛΛΑΚΤΩΡ.AT)	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
16	ΕΛΠΕ	Hellenic Petroleum Holdings Societe Anonyme (ELPE.AT)	Energy	Oil & Gas Integrated	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
17	ΕΛΣΤΡ	Elastron S.A. - Steel Service Centers (ELSTR.AT)	Basic Materials	Steel	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
18	ΕΛΤΟΝ	Elton International Trading Company S.A. (ELTON.AT)	Basic Materials	Chemicals	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
19	ΕΛΧΑ	Elvalhacor Hellenic Copper and Aluminium Industry S.A. (ELHA.AT)	Industrials	Metal Fabrication	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
20	ΕΝΤΕΡ	Entersoft S.A. (ENTER.AT)	Technology	Software—Application	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
21	ΕΠΣΙΛ	Epsilon Net S.A. (EPSIL.AT)	Technology	Software—Application	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
22	ΕΤΕ	National Bank of Greece S.A. (ETE.AT)	Financial Services	Banks—Regional	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
23	ΕΥΑΠΣ	Thessaloniki Water Supply & Sewerage Co S.A. (EYAPS.AT)	Utilities	Utilities—Regulated Water	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
24	ΕΥΔΑΠ	Athens Water Supply and Sewerage Company S.A. (EYDAP.AT)	Utilities	Utilities—Regulated Water	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
25	ΕΥΡΩΒ	Eurobank Ergasias Services and Holdings S.A. (EUROB.AT)	Financial Services	Banks—Regional	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
26	ΕΧΑΕ	Hellenic Exchanges - Athens Stock Exchange S.A. (ΕΧΑΕ.AT)	Financial Services	Financial Data & Stock Exchanges	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
27	ΙΑΤΡ	Athens Medical C.S.A. (ΙΑΤΡ.AT)	Healthcare	Medical Care Facilities	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
28	ΙΚΤΙΝ	Iktinos Hellas S.A. Greek Marble Industry Technical and Touristic Company (IKTIN.AT)	Industrials	Building Products & Equipment	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
29	ΙΝΚΑΤ	Intracom Constructions Societe Anonyme Technical and Steel Constructions (INKAT.AT)	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
30	ΙΝΑΙΦ	Interlife General Insurance Company S.A. (INLIF.AT)	Financial Services	Insurance—Diversified	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
31	ΙΝΤΕΚ	Ideal Group S.A. (INTEK.AT)	Technology	Electronics & Computer Distribution	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
32	ΙΝΤΕΡΚΟ	Intercontinental International Real Estate Investment Company (INTERCO.AT)	(Real Estate)		ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
33	ΙΝΤΚΑ	Intracom Holdings S.A. (INTRK.AT)	Technology	Communication Equipment	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
34	ΚΑΜΠ	Reds S.A. (KAMP.AT)	Real Estate	Real Estate—Diversified	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
35	ΚΕΚΡ	Kekrops S.A. (KEKR.AT)	Real Estate	Real Estate—Development	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
36	ΚΟΥΕΣ	Quest Holdings S.A. (QUEST.AT)	Technology	Information Technology Services	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
37	ΚΡΙ	Kri-Kri Milk Industry S.A. (KRI.AT)	Consumer Defensive	Packaged Foods	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
38	ΛΑΜΔΑ	Lamda Development S.A. (LAMDA.AT)	Real Estate	Real Estate—Development	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
39	ΛΟΥΙΣ	Louis Food Ingredients S.A. (KYLO.AT)	Consumer Defensive	Packaged Foods	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG
40	ΛΥΚ	Inform P. Lykos Holdings S.A. (LYK.AT)	Industrials	Specialty Business Services	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG
41	ΜΙΓ	Marfin Investment Group Holdings S.A. (MIG.AT)	Consumer Defensive	Packaged Foods	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
42	ΜΟΗ	Motor Oil (Hellas) Corinth Refineries S.A. (MOH.AT)	Energy	Oil & Gas Refining & Marketing	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
43	ΜΟΤΟ	Emporiki Eisagogiki Afotikiniton Ditrohon kai Mihanon Thalassiss Societe Anonyme (MOTO.AT)	Consumer Cyclical	Auto & Truck Dealerships	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
44	ΜΠΕΛΑ	Jumbo S.A. (BELA.AT)	Consumer Cyclical	Specialty Retail	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
45	ΜΠΡΙΚ	BriQ Properties Real Estate Investment Company (BRIQ.AT)	Real Estate		ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
46	ΜΥΤΙΛ	Mytilineos S.A. (MYTIL.AT)	Industrials	Conglomerates	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
47	ΟΛΘ	Thessaloniki Port Authority Societe Anonyme (OLTH.AT)	Industrials	Marine Shipping	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
48	ΟΠΠ	Piraeus Port Authority S.A. (PPA.AT)	Industrials	Marine Shipping	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
49	ΟΛΥΜΠ	Technical Olympic S.A. (OLYMP.AT)	Industrials	Engineering & Construction	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
50	ΟΠΑΠ	Organization of Football Prognostics S.A. (OPAP.AT)	Consumer Cyclical	Gambling	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
51	ΟΤΕ	Hellenic Telecommunications Organization S.A. (HTO.AT)	Communication Services	Telecom Services	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
52	ΟΤΟΕΛ	Autohellas S.A. (OTOEL.AT)	Industrials	Rental & Leasing Services	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
53	ΠΑΠ	Papoutsanis S.A. (PAP.AT)	Consumer Defensive	Household & Personal Products	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
54	ΠΕΙΡ	Piraeus Financial Holdings S.A. (TPEIR.AT)	Financial Services	Banks—Regional	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
55	ΠΕΤΡΟ	Petros Petropoulos AEBE (PETRO.AT)	Industrials	Farm & Heavy Construction Machinery	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
56	ΠΛΑΤ	Thrace Plastics Holding Company S.A. (PLAT.AT)	Consumer Cyclical	Textile Manufacturing	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
57	ΠΛΑΙΣ	Plaisio Computers S.A. (PLAIS.AT)	Technology	Computer Hardware	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
58	ΠΛΑΚΡ	Plastika Krits S.A. (PLAKR.AT)	Basic Materials	Specialty Chemicals	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
59	ΠΡΕΜΙΑ	Premia Real Estate Investment Company Societe Anonyme (PREMIA.AT)	Real Estate	Real Estate—Development	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
60	ΠΡΟΦ	Profile Systems & Software SA (PROF.AT)	Technology	Software—Infrastructure	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ
61	ΣΑΡ	Gr. Sarantis S.A. (SAR.AT)	Consumer Defensive	Household & Personal Products	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
62	ΣΠΕΣ	Space Hellas S.A. (SPACE.AT)	Technology	Software—Application	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
63	ΤΕΝΕΡΓ	Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technical Company (TENERGY.AT)	Utilities	Utilities—Renewable	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG
64	ΦΟΥΡΚ	Fourlis Holdings S.A. (FOYRK.AT)	Consumer Cyclical	Specialty Retail	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG

Πηγή: Στοιχεία από ιστοσελίδα Χ.Α. 20 Αυγούστου 2022 και Ίδια Επεξεργασία

Πίνακας Π2: Πίνακας δεδομένων 53 εταιρειών, ταξινομημένες κατά κλάδο, των δύο Δεικτών, για 7 κλάδους

A/A	ΣΥΜΒΟΛΟ	SECTOR	INDUSTRY	ΔΕΙΚΤΗΣ	% Συμμετοχή στον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α.	% Συμμετοχή στον Δείκτη Athex ESG	52-Week Change	BETA (5Y monthly)	TOTAL DEBT/ΕQUIV (mrg)	PROFIT MARGIN	ROA (ttm)	ROE (ttm)
1	ΠΤΤ	Basic Materials	Building Materials	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	2,7698	2,0699	-21,38%	1,2	60,7	4,10%	2,77%	5,74%
2	ΕΑΣΤΡ	Basic Materials	Steel	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1544	0,0995	9,91%	1,07	63,31	9,36%	7,57%	20,79%
3	ΠΛΑΑΚΡ	Basic Materials	Specialty Chemicals	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,9928	0,5799	-10,72%	0,61	2,90	14,11%	10,42%	16,41%
4	ΕΛΤΟΝ	Basic Materials	Chemicals	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,0561	-	-4,76%	0,60	32,72	5,55%	7,65%	14,90%
5	ΑΑΜΥ	Basic Materials	Aluminum	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,0697	0,0233	-0,52%	1,88	227,47	5,02%	6,21%	29,82%
6	ΜΟΤΟ	Consumer Cyclical	Auto & Truck Dealerships	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,1522	-	53,52%	1,18	130,18	7,03%	8,87%	42,11%
7	ΦΙΟΚΑ	Consumer Cyclical	Textile Manufacturing	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG	-	0,025	9,72%	1,05	289,63	2,24%	3,00%	13,30%
8	ΜΠΕΑΑ	Consumer Cyclical	Specialty Retail	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	5,0718	3,826	16,60%	1,03	21,81	26,03%	9,69%	17,00%
9	ΠΛΑΘ	Consumer Cyclical	Textile Manufacturing	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,3655	0,314	-49,12%	1,41	22,81	13,30%	9,92%	21,30%
10	ΟΠΑΠ	Consumer Cyclical	Gambling	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	4,8489	9,4993	11,35%	1,4	85,46	37,78%	13,11%	37,81%
11	ΦΡΑΚ	Consumer Cyclical	Specialty Retail	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,6968	0,3531	-25,62%	1,36	164,66	1,85%	1,47%	5,04%
12	ΕΕΕ	Consumer Defensive	Beverages—Non-Alcoholic	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	11,8814	11,8291	-20,00%	1,03	101,9	5,74%	5,99%	15,52%
13	ΚΡΠ	Consumer Defensive	Packaged Foods	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,2763	-	-26,99%	0,82	11,15	7,93%	6,86%	13,61%
14	ΣΑΡ	Consumer Defensive	Household & Personal Products	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	1,2403	0,5966	-21,58%	0,76	22,77	9,87%	4,87%	14,16%
15	ΔΟΥΑΗ	Consumer Defensive	Packaged Foods	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG	-	0,0222	-18,89%	0,45	66,92	0,88%	-0,17%	1,29%
16	ΠΑΠ	Consumer Defensive	Household & Personal Products	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1736	0,1297	13,72%	0,35	79,99	7,57%	6,33%	19,60%
17	ΜΠ	Consumer Defensive	Packaged Foods	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,104	-	-19,67%	1,78	894,89	-6,36%	-0,60%	-18,71%
18	ΓΕΚΤΕΡΝΑ	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	3,3763	2,2332	3,83%	1,13	301,09	4,66%	2,46%	15,34%
19	ΟΔΥΜΗ	Industrials	Engineering & Construction	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,1402	-	-0,82%	1,12	12,75	-62,89%	-0,42%	-2,34%
20	ΜΥΠΑ	Industrials	Conglomerates	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	4,8448	7,6009	1,58%	1,1	84,15	6,57%	5,10%	16,40%
21	ΠΕΠΟ	Industrials	Farm & Heavy Construction Machinery	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,0897	-	-23,63%	1,09	21,57	3,77%	6,22%	14,36%
22	ΟΑΠ	Industrials	Marine Shipping	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,5406	0,2693	-20,33%	0,64	39,81	23,84%	6,61%	13,99%
23	ΟΛΘ	Industrials	Marine Shipping	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,2807	-	-4,94%	0,54	27,66	25,41%	7,03%	11,58%
24	ΑΡΑΙΓ	Industrials	Airlines	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	1,0392	0,4999	-1,30%	1,94	359,14	1,43%	1,25%	7,97%
25	ΙΝΚΑΤ	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1949	0,087	-1,98%	1,58	378,27	-10,01%	-1,62%	-47,79%
26	ΙΚΙΠΝ	Industrials	Building Products & Equipment	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1132	0,0787	-32,72%	1,51	89,03	6,95%	2,21%	4,92%
27	ΕΛΑΑΚΤΩΡ	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,7854	0,6004	17,12%	1,50	405,05	-6,72%	1,36%	-12,16%
28	ΟΤΟΕΑ	Industrials	Rental & Leasing Services	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,98	-	30,32%	1,43	128,70	7,99%	5,77%	18,46%
29	ΛΥΚ	Industrials	Specialty Business Services	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG	-	0,0182	9,62%	1,38	66,2	-0,05%	0,72%	1,26%
30	ΑΒΑΞ	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,2041	0,1473	-30,82%	1,35	448,77	-2,37%	-0,77%	1,98%
31	ΕΑΧΑ	Industrials	Metal Fabrication	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,4681	0,3016	-23,04%	1,32	120,24	4,50%	5,08%	16,95%
32	CENER	Industrials	Electrical Equipment & Parts	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,5567	0,2295	18,81%	0,86	219,3	2,41%	N/A	N/A
33	ΒΙΟ	Industrials	Metal Fabrication	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,8904	0,3671	-14,38%	1,65	132,15	3,99%	N/A	N/A
34	ΠΡΕΜΙΑ	Real Estate	Real Estate—Development	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1261	0,1061	-20,51%	1,09	127,65	143,25%	N/A	19,30%
35	ΑΑΜΑΑ	Real Estate	Real Estate—Development	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	2,8031	1,8781	-23,46%	0,98	69,71	211,66%	-0,09%	16,87%
36	ΜΠΡΙΚ	Real Estate	Real Estate—Development	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1715	0,1296	-14,57%	0,67	34,87	122,62%	N/A	9,63%
37	ΚΕΚΡ	Real Estate	Real Estate—Development	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,0269	-	-53,26%	1,77	182,12	0,00%	-4,28%	-26,27%
38	ΚΑΜΠ	Real Estate	Real Estate—Diversified	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,1723	-	-23,48%	1,16	35,56	13,88%	1,19%	1,12%
39	ΙΝΤΕΡΚΟ	(Real Estate)	Real Estate—Diversified	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,0815	-	-6,34%	0,65	51,29	49,29%	3,31%	4,78%
40	ΒΥΤΕ	Technology	Information Technology Services	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,0850	-	11,44%	1,19	29,52	7,82%	7,80%	18,02%
41	ΠΛΑΙΣ	Technology	Computer Hardware	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,0759	0,0385	-12,20%	1,03	53,32	1,94%	3,24%	8,52%
42	ΙΝΤΕΚ	Technology	Electronics & Computer Distribution	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,2379	-	10,95%	1,01	34,44	4,10%	N/A	N/A
43	ΣΠΗΣ	Technology	Software—Application	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,0936	0,0378	-18,42%	1,00	244,01	3,72%	3,02%	21,51%
44	ΚΟΥΕΣ	Technology	Information Technology Services	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,655	0,5627	-69,66%	0,98	38,95	13,09%	6,51%	20,97%
45	ΕΠΣΙΑ	Technology	Software—Application	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,6057	-	-48,10%	0,94	43,13	18,56%	11,79%	33,15%
46	ΠΡΟΦ	Technology	Software—Infrastructure	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,2305	-	-31,35%	0,76	30,11	10,96%	4,18%	9,33%
47	ΕΝΤΕΡ	Technology	Software—Application	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,2913	-	-13,67%	0,75	72,26	20,87%	9,51%	27,98%
48	ΙΝΤΚΑ	Technology	Communication Equipment	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,5349	0,2205	-25,77%	1,9	51,16	47,79%	-1,69%	-5,55%
49	ΑΑΜΗΕ	Utilities	Utilities—Independent Power Producers	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	1,1612	0,7681	-25,64%	0,91	N/A	98,06%	2,69%	4,32%
50	ΕΥΔΑΠ	Utilities	Utilities—Regulated Water	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	1,7403	0,9567	1,94%	0,58	0,17	8,50%	1,69%	3,73%
51	ΓΕΝΕΡΤ	Utilities	Utilities—Renewable	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	4,8145	2,3403	52,83%	0,53	232,46	-5,48%	4,04%	15,72%
52	ΕΥΑΠΣ	Utilities	Utilities—Regulated Water	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,1739	-	-5,08%	0,51	0,79	15,40%	4,53%	6,04%
53	ΔΕΠ	Utilities	Utilities—Renewable	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	5,1048	4,8524	-38,79%	1,67	100,26	-2,38%	0,50%	-4,06%
					62,5438	53,6915						

Πηγή: Στοιχεία από ιστοσελίδα Χ.Α. 20 Αυγούστου 2022 και Ιδία Επεξεργασία

Πίνακας Π3: Πίνακας συμμετοχής και μεταβολής τιμών μετοχών 64 εταιρειών των δύο

Δεικτών, για 11 κλάδους

A/A	ΣΥΜΒΟΛΟ	SECTOR	INDUSTRY	ΔΕΙΚΤΗΣ	% Συμμετοχή στον Γενικό Δείκτη Τιμών Χ.Α.	% Συμμετοχή στον Δείκτη Athex ESG	52-Week Change
1	BIO	Industrials	Metal Fabrication	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,8904	0,3671	-14,38%
2	CENER	Industrials	Electrical Equipment & Parts	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,5567	0,2295	18,81%
3	ITC	Basic Materials	Building Materials	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	2,7698	2,0699	-21,38%
4	ΑΒΑΞ	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,2041	0,1473	-30,82%
5	AAMHE	Utilities	Utilities—Independent Power Producers	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	1,1612	0,7681	-25,64%
6	AAMY	Basic Materials	Aluminum	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,0697	0,0233	-0,52%
7	ΑΑΦΑ	Financial Services	Banks—Regional	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	5,3384	8,6832	-11,62%
8	ΑΡΑΗ	Industrials	Airlines	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	1,0392	0,4999	-1,30%
9	BIOKA	Consumer Cyclical	Textile Manufacturing	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG	-	0,025	9,72%
10	BYTE	Technology	Information Technology Services	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,0850	-	11,44%
11	ΓΕΚΤΕΡΝΑ	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	3,3763	2,2332	3,83%
12	ΔΕΗ	Utilities	Utilities—Renewable	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	5,1048	4,8524	-38,79%
13	ΕΒΕ	Consumer Defensive	Beverages—Non-Alcoholic	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	11,8814	11,8291	-20,00%
14	ΕΑΙΝ	Energy	Oil & Gas Refining & Marketing	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG	-	0,0333	-15,36%
15	ΕΛΛΑΚΗΠ	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,7854	0,6004	17,12%
16	ΕΑΠΕ	Energy	Oil & Gas Integrated	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	2,13	1,7565	16,08%
17	ΕΑΣΤΡ	Basic Materials	Steel	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1544	0,0995	9,91%
18	ΕΑΤΟΝ	Basic Materials	Chemicals	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,0561	-	-4,76%
19	ΕΑΧΑ	Industrials	Metal Fabrication	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,4681	0,3016	-23,04%
20	ΕΥΠΕ	Technology	Software—Application	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,2913	-	-13,67%
21	ΕΠΣΙΑ	Technology	Software—Application	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,6057	-	-48,10%
22	ΕΤΕ	Financial Services	Banks—Regional	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	4,91	8,5402	46,19%
23	ΕΥΑΠΣ	Utilities	Utilities—Regulated Water	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,1739	-	-5,08%
24	ΕΥΑΑΠ	Utilities	Utilities—Regulated Water	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	1,7403	0,9567	1,94%
25	ΕΥΡΣΒ	Financial Services	Banks—Regional	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	5,0162	9,3033	26,76%
26	ΕΧΑΕ	Financial Services	Financial Data & Stock Exchanges	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	1,1026	0,5494	-9,82%
27	ΙΑΤΡ	Healthcare	Medical Care Facilities	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1566	0,0915	-16,15%
28	ΙΚΙΤΝ	Industrials	Building Products & Equipment	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1132	0,0787	-32,72%
29	ΙΝΚΑΤ	Industrials	Engineering & Construction	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1949	0,087	-1,98%
30	ΙΝΑΙΦ	Financial Services	Insurance—Diversified	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,112	0,0375	-4,69%
31	ΙΝΤΕΚ	Technology	Electronics & Computer Distribution	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,2379	-	10,95%
32	ΙΝΤΕΡΚΟ	(Real Estate)		ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,0815	-	-6,34%
33	ΙΝΤΚΑ	Technology	Communication Equipment	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,5349	0,2205	-25,77%
34	ΚΑΜΠ	Real Estate	Real Estate—Diversified	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,1723	-	-23,48%
35	ΚΕΚΡ	Real Estate	Real Estate—Development	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,0269	-	-53,26%
36	ΚΟΥΣΣ	Technology	Information Technology Services	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,655	0,5627	-69,66%
37	ΚΡΠ	Consumer Defensive	Packaged Foods	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,2763	-	-26,99%
38	ΛΑΜΑΑ	Real Estate	Real Estate—Development	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	2,8031	1,8781	-23,46%
39	ΛΟΥΑΗ	Consumer Defensive	Packaged Foods	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG	-	0,0222	-18,89%
40	ΛΥΚ	Industrials	Specialty Business Services	Μόνο στον ΔΕΙΚΤΗ ATHEX ESG	-	0,0182	9,62%
41	ΜΗ	Consumer Defensive	Packaged Foods	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,104	-	-19,67%
42	ΜΟΗ	Energy	Oil & Gas Refining & Marketing	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	4,8932	4,3553	33,14%
43	ΜΟΤΟ	Consumer Cyclical	Auto & Truck Dealerships	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,1522	-	53,52%
44	ΜΠΕΑΑ	Consumer Cyclical	Specialty Retail	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	5,0718	3,826	16,60%
45	ΜΠΡΚ	Real Estate		ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1715	0,1296	-14,57%
46	ΜΥΤΑ	Industrials	Conglomerates	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	4,8448	7,6009	1,58%
47	ΟΛΘ	Industrials	Marine Shipping	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,2807	-	-4,94%
48	ΟΛΠ	Industrials	Marine Shipping	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,5406	0,2693	-20,33%
49	ΟΛΥΜΠ	Industrials	Engineering & Construction	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,1402	-	-0,82%
50	ΟΠΑΗ	Consumer Cyclical	Gambling	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	4,8489	9,4993	11,35%
51	ΟΤΕ	Communication Services	Telecom Services	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	9,658	9,6155	4,53%
52	ΟΤΟΕΑ	Industrials	Rental & Leasing Services	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,98	-	30,32%
53	ΠΑΠ	Consumer Defensive	Household & Personal Products	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1736	0,1297	13,72%
54	ΠΕΡ	Financial Services	Banks—Regional	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	4,1398	3,3427	-18,23%
55	ΠΕΠΟ	Industrials	farm & heavy construction Machinery	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,0897	-	-23,63%
56	ΠΑΑΘ	Consumer Cyclical	Textile Manufacturing	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,3655	0,314	-49,12%
57	ΠΑΑΙΣ	Technology	Computer Hardware	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,0759	0,0385	-12,20%
58	ΠΑΑΚΡ	Basic Materials	Specialty Chemicals	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,9928	0,5799	-10,67%
59	ΠΡΕΜΙΑ	Real Estate	Real Estate—Development	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,1261	0,1061	-20,51%
60	ΠΡΟΦ	Technology	Software—Infrastructure	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΧΑ	0,2305	-	-31,35%
61	ΣΑΡ	Consumer Defensive	Household & Personal Products	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	1,2403	0,5966	-21,58%
62	ΣΗΕΣ	Technology	Software—Application	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,0936	0,0378	-18,42%
63	ΤΕΝΕΡΤ	Utilities	Utilities—Renewable	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	4,8145	2,3403	52,83%
64	ΦΡΑΚ	Consumer Cyclical	Specialty Retail	ΔΕΙΚΤΗΣ ATHEX ESG	0,6968	0,3531	-25,62%
					100,0006	99,9999	

Πηγή: Στοιχεία από ιστοσελίδα Χ.Α. 20 Αυγούστου 2022 και Ιδία Επεξεργασία

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Αποστόλου, Α. (2015). Ανάλυση Λογιστικών-Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων [Προπτυχιακό εγχειρίδιο]. Κάλλιπος, Ανοιχτές Ακαδημαϊκές Εκδόσεις, <http://hdl.handle.net/11419/3760>
- Δείκτες Αγοράς Μετοχών Χ.Α. Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο – Ιούλιος 2022, Διαθέσιμο στο: <https://www.athexgroup.gr/documents/10180/6780582/2022-07+-+Factsheet+%28%CE%99%CE%BF%CF%8D%CE%BB%CE%B9%CE%BF%CF%82%202022%29.pdf/fa26170b-1116-47bc-a808-1e177a1a4ed5?version=1.0> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).
- Ζοπουνίδης Κ., Εσκαντάρ Μ., (2022), *Κοινωνικά υπεύθυνα επένδυση. Μέθοδοι και κριτήρια ESG*. Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα.
- Χρηματιστήριο Αθηνών, (2022), Οδηγός Δημοσιοποίησης Πληροφοριών ESG 2022, Διαθέσιμο στο: <https://www.athexgroup.gr/documents/> (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).
- Υπουργείο Εξωτερικών της Ελλάδος, (2019), Hellenic Aid, Η Ατζέντα 2030 Των Ηνωμένων Εθνών για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη και οι 17 Στόχοι Βιώσιμης Ανάπτυξης. Διαθέσιμο στο: https://hellenicaid.mfa.gr/media/images/docs/Agenda_2030.pdf (τελευταία πρόσβαση 25/09/2022).

Ξένη

- Abhayawansa, S., Guthrie, J. and Bernardi, C. (2019), "Intellectual capital accounting in the age of integrated reporting: a commentary", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 20 No. 1, pp. 2-10. <https://doi.org/10.1108/JIC-01-2019-223>
- Adams, C. A., & Abhayawansa, S. (2022). Connecting the COVID-19 pandemic, environmental, social and governance (ESG) investing and calls for 'harmonisation' of sustainability reporting. *Critical Perspectives on Accounting*, 82, 102309. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2021.102309>
- Akobeng AK., (2005), Understanding systematic reviews and meta-analysis. *Arch Dis Child*. Aug, 90(8):845-8. doi: 10.1136/adc.2004.058230

- Alareeni, B.A. and Hamdan, A. (2020), "ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms", *Corporate Governance*, Vol. 20 No. 7, pp. 1409-1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Albuquerque, R. A., Koskinen, Y., and Zhang, C. (2019): Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence, *Management Science* 65, 4451-4469.
- Amel-Zadeh, A. and G. Serafeim (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal* 74 (3), 87–103.
- Andriof, J., Waddock, S., Husted, B. and Rahman, S.R. (Eds) (2003), *Unfolding Stakeholder Thinking*, Greenleaf Publishing, Sheffield
- Arjaliès, D.-L. (2010). A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered. *Journal of Business Ethics*, 92, 57–78. Available at: <http://www.jstor.org/stable/40929267> (last access 25/09/2022).
- Arvidsson, S. (2014). Corporate social responsibility and stock market actors: A comprehensive study. *Social Responsibility Journal*, 10(2), 210–225. <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2012-0099>
- Arvidsson, S., & Dumay, J. (2022). Corporate ESG reporting quantity, quality and performance: Where to now for environmental policy and practice? *Business Strategy and the Environment*, 31(3), 1091– 1110. <https://doi.org/10.1002/bse.2937>
- Atz., U., van Holt T., Liu Z., Z., & Bruno C., C., (2020), Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, DOI: 10.1080/20430795.2022.2106934, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3708495>
- Auer, B. and F. Schuhmacher (2016), “Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 59, pp. 51-62, <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2015.07.002>.
- Baig, A. S., Butt, H. A., Haroon, O., & Rizvi, S. A. R. (2021). Deaths, panic, lockdowns and US equity markets: The case of COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 38, 101701. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101701>
- Bala, G., Bartel, H., Hawley, J.P., Lee, Y.J. (2015), Tracking Companies’ Real Time Sustainability Trends: Cognitive Computing’s Identification of Short-Term Materiality Indicators. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2570616>

- Bank of America Corporation (2016) 'Environmental, Social & Governance Report'. Available at: https://s3-us-west-2.amazonaws.com/ungc-production/attachments/cop_2017/429191/original/Bank-of-America-2016-ESG-Summary-Report.pdf?1508761063 (last access 25/09/2022).
- Bannigidadmth, D., Narayan, P. K., Phan, D. H. B., & Gong, Q. (2022). How stock markets reacted to COVID-19? Evidence from 25 countries. *Finance Research Letters*, 45, 102161.
- Barker, R., & Eccles, R. G. (2019). Should FASB and IASB be responsible for setting standards for nonfinancial information? Saïd Business School, University of Oxford. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3272250>
- Baruch, L. (2018), The deteriorating usefulness of financial report information and how to reverse it, *Accounting and Business Research*, 48:5, 465-493, [DOI: 10.1080/00014788.2018.1470138](https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1470138)
- Bashir, D. T., et al. (2013), An Assessment Study on the “Factors Influencing the Individual Investor Decision Making Behavior”, *IOSR Journal of Business and Management*, vol. 9, issue 5, pp. 37–44, <https://doi.org/10.9790/487X-0953744>
- Becker, E., & McVeigh, P. (2001). Social funds in the United States: their history, financial performance and social impacts. *Working Capital. The Power of Labor’s Pensions*, 44-66.
- Berg, F., Kölbel, J., and Rigobon, R., (2019), Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings (August 15, 2019). Forthcoming *Review of Finance*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>
- Berg, F., Fabisik, K., and Sautner, Z., (2021), Is History Repeating Itself? The (Un)Predictable Past of ESG Ratings (August 24, 2021). *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper 708/2020*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3722087>
- Bos, K., & Gupta, J. (2019). Stranded assets and stranded resources: Implications for climate change mitigation and global sustainable development. *Energy Research & Social Science*, 56, [101215]. <https://doi.org/10.1016/j.erss.2019.05.025>
- Bowen R. H., (1953), *Social Responsibilities of the Businessman*, UNIVERSITY OF IOWA PRESS, IOWA CITY.
- Brennan, M. J., Chordia, T., Subrahmanyam, A., & Tong, Q., (2012). Sell-order liquidity and the cross-section of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 523–541. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.006>

- Broadstock, D., Chan, K., Cheng, L., & Wang, X., (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*. 38. 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- 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*, Volume 50, Issue 1, 2018, Pages 1-15, ISSN 0890-8389, <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>.
- BNB Paribas, (2019), THE ESG GLOBAL SURVEY 2019, Available at: <https://securities.cib.bnpparibas/the-esg-global-survey-2019/> (last access 25/09/2022).
- Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2012). Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A European Review*, 21, 239–250
- CAPITAL GROUP, (2022), ESG Global Study 2022, Available at: [https://www.capitalgroup.com/content/dam/cgc/tenants/eacg/esg/global-study/esg-global-study-2022-full-report\(en\).pdf](https://www.capitalgroup.com/content/dam/cgc/tenants/eacg/esg/global-study/esg-global-study-2022-full-report(en).pdf) (last access 25/09/2022).
- Cappucci, M. (2018), The ESG Integration Paradox. *Journal of Applied Corporate Finance*, 30: 22-28. <https://doi.org/10.1111/jacf.12296>
- Cárdenas, J., Ayala G., J., and Hernandez-aguilera N., J., (2020), BOOSTING ESG FINANCE FOR THE POST-COVID-19 WORLD, SIPA Center on Global Energy Policy: Columbia. Available at: https://energypolicy.columbia.edu/sites/default/files/file-uploads/BoostingESGFinancePost-COVID_CGEP_Commentary_042220-3.pdf (last access 25/09/2022).
- Cardillo, G., Bendinelli, E., & Torluccio, G. (2022). COVID-19, ESG investing, and the resilience of more sustainable stocks: Evidence from European firms. *Business Strategy and the Environment*, 1– 22. <https://doi.org/10.1002/bse.3163>
- Carnegie Andrew, (2017), *The Gospel of Wealth*. New York, Carnegie Corporation of New York, (first published in 1889).
- Carroll, A. B., (1991), "The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders," *Business Horizons*, Elsevier, vol. 34(4), pages 39-48. Available at: <https://asset-pdf.scinapse.io/prod/2035880114/2035880114.pdf> (last access 25/09/2022).

- Carroll, A.B. (2008) A History of Corporate Social Responsibility. In: Crane, A., Matten, D., McWilliams, A., Moon, J. and Siegel, D.S., Eds., the Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility, Oxford University Press, Oxford. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199211593.003.0002>
- Carrots & Sticks, (2016), Global trends in sustainability reporting regulation, Available at: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/carrots-and-sticks-may-2016.pdf> (last access 25/09/2022).
- Cek, K., & Eyupoglu, S. (2020). Does environmental, social and governance performance influence economic performance? *Journal of Business Economics and Management*, 21(4), 1165-1184. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.12725>
- CFA Institute, (2020), Future of sustainability in investment management: From ideas to reality CFA Institute, Charlottesville. Available at: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/future-of-sustainability.ashx> (last access 25/09/2022).
- CFI, (2019), ESG DISCLOSURES IN ASIA PACIFIC A Review of ESG Disclosure Regimes for Listed Companies in Selected Markets, Available at: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/esg-disclosures-apac.pdf> (last access 25/09/2022).
- Chaffee, E. C., (2017), The Origins of Corporate Social Responsibility (April 24, 2017). *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 85, Available at: <https://ssrn.com/abstract=2957820> (last access 25/09/2022).
- Chatterji, A.K., Durand, R., Levine, D.I. and Touboul, S. (2016), Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strat. Mgmt. J.*, 37: 1597-1614. <https://doi.org/10.1002/smj.2407>
- Chelli, M., & Gendron, Y. (2013). Sustainability Ratings and the Disciplinary Power of the Ideology of Numbers. *Journal of Business Ethics*, 112, 187-203.
- Cho, C.H., Michelon, G., Patten, D.M. and Roberts, R.W. (2015), "CSR disclosure: the more things change...?", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 28 No. 1, pp. 14-35. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-12-2013-1549>
- Clark, G. L., Feiner, A. and Viehs, M., (2015) From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance (March 5, 2015). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2508281>
- Clarke M., (2007), The cochrane collaboration and systematic reviews. *Br J Surg.* 94:391–2, DOI: 10.1002/bjs.5812

- Clementino, E., Perkins, R. (2021), How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy, *J Bus Ethics* 171, 379–397, <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>
- Committee for Economic Development, CED, (1971), “Social responsibilities of business corporations”, A statement on national policy by the Research and Policy Committee for Economic Development, June 1971, Committee for Economic Development, New York, NY. Available at: https://www.ced.org/pdf/Social_Responsibilities_of_Business_Corporations.pdf (last access 25/09/2022).
- Cook DJ, Mulrow CD, Haynes RB. (1997), Systematic reviews: Synthesis of best evidence for clinical decisions. *Ann Intern Med*, 126:376–80, DOI: 10.7326/0003-4819-126-5-199703010-00006
- Cornett M.M., Erhemjamts O., Tehranian H., (2016), Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis. *J. Bank. Finance*. 2016;70(C):137–159.
- COSO and WBCSD, (2018), Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks. Available at: <https://www.coso.org/Shared%20Documents/COSO-WBCSD-ESGERM-Executive-Summary.pdf> (last access 25/09/2022).
- Costa, A. J., Denise Curi, Ana Maria Bandeira, Augusta Ferreira, Brízida Tomé, Carla Joaquim, Carlos Santos, Cristina Góis, Deolinda Meira, Graça Azevedo, Helena Inácio, Mafalda Jesus, Maria Goreti Teixeira, Patrícia Monteiro, Ruben Duarte, and Rui Pedro Marques (2022), "Literature Review and Theoretical Framework of the Evolution and Interconnectedness of Corporate Sustainability Constructs", *Sustainability* 14, no. 8: 4413. <https://doi.org/10.3390/su14084413>
- Demers, E, Hendrikse, J, Joos, P, & Lev, B., (2021), ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. *J Bus Fin Acc*. 48: 433– 462. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12523>
- Dichev, I. D., & Tang W. V., (2008). Matching and the Changing Properties of Accounting Earnings over the Last 40 Years. *The Accounting Review*, 83(6), 1425–1460. Available at: <http://www.jstor.org/stable/30243802> (last access 25/09/2022).

- Doyle T., (2018), RATINGS THAT DON'T RATE, THE SUBJECTIVE WORLD OF ESG RATINGS AGENCIES, American Council for Capital Formation (ACCF). Available at: https://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/07/ACCF_RatingsESGReport.pdf (last access 25/09/2022).
- Eccles, R. G. and Strohle, J., (2018), Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3212685>
- Edelman. (2020). Washington, DC: Depicting trans spatialities. In *Trans vitalities* (pp. 30–56). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781351128025-3>
- Egger M, Smith GD, Phillips AN., (1997), Meta-analysis: principles and procedures. *BMJ*, 315(7121):1533-7. Doi: 10.1136/bmj.315.7121.1533.
- Elkington, J., (199), *Cannibals with Forks: Triple Bottom Line of 21st Century Business*, John Wiley & Sons: London, UK.
- El-Hage J, (2021), Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading Ratings? 26 *FORDHAM J. CORP. & FIN. L.* 359 (2021). Available at: <https://ir.lawnet.fordham.edu/> (last access 25/09/2022).
- Ellerup Nielsen, A. and Thomsen, C. (2007), "Reporting CSR – what and how to say it?", *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 12 No. 1, pp. 25-40. <https://doi.org/10.1108/13563280710723732>
- Erkens, M., Paugam, L. & Stolowy, H. (2015). Non-financial information: State of the art and research perspectives based on a bibliometric study. *Accounting Auditing Control*, 21, 15-92. Available at: <https://www.cairn-int.info/journal--2015-3-page-15.htm> (last access 25/09/2022).
- Epstein M., Flamholtz E., McDonough J. J., (1976), Corporate social accounting in the United States of America: State of the art and future prospects, *Accounting, Organizations and Society*, Volume 1, Issue 1, Pages 23-42, ISSN 0361-3682, [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(76\)90005-2](https://doi.org/10.1016/0361-3682(76)90005-2).
- Escrig-Olmedo E, Fernández-Izquierdo MÁ, Ferrero-Ferrero I, Rivera-Lirio JM, Muñoz-Torres MJ. (2019), Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. *Sustainability*. 11(3):915. <https://doi.org/10.3390/su11030915>
- EU Commission (2001), *Greenpaper on Corporate Social Responsibility*, EU Commission, Brussel, Available at:

<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2001:0366:FIN:en:PDF>

(last access 25/09/2022).

Eurosif, (2021), EUROSIF REPORT 2021, Available at: <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/11/2021-Eurosif-Report-Fostering-investor-impact.pdf> (last access 25/09/2022).

EY, (2021), Is your ESG data unlocking long-term value? Sixth global institutional investor survey November 2021. Available at: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/assurance/assurance-pdfs/ey-institutional-investor-survey.pdf (last access 25/09/2022).

FERMA, (2021), PEOPLE, PLANET & PERFORMANCE FERMA, The Contribution of Enterprise Risk Management to Sustainability. Available at: https://www.ferma.eu/app/uploads/2021/03/Ferma-sustainability_2021_final.pdf (last access 25/09/2022).

Ferreira, M.C., de Carvalho, R., Amorim, S.V., Kimura, H., de Moraes Barboza, (2016) F.L. A systematic review of literature about finance and sustainability. J. Sustain. Financ. Invest. 6, 112–147. <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1177438>

Ferriani F. & F. Natoli F., (2021), ESG risks in times of Covid-19, Applied Economics Letters, 28:18, 1537-1541, DOI: 10.1080/13504851.2020.1830932

Freeman, R.E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston, MA. Freshfields Bruckhaus Deringer, (October 2005), A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues in institutional investment, Available at: https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf (last access 25/09/2022).

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”, The New York Times Magazine, September, p. 13.

Gautam, J. and Singh, S., (2014), The Single Index Model & the Construction of Optimal Portfolio: A Case of Banks Listed on NSE India. Risk governance & control: financial markets & institutions / Volume 4, Issue 2, 2014, Continued - 1, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2441450>

- Giamporcaro, S., Gond, J.-P. (2016) “Calculability as politics in the construction of markets: The case of socially responsible investment in France.” *Organization Studies*, 37: 465–495.
- Gibb R, Redding DW, Chin KQ, Donnelly CA, Blackburn TM, Newbold T, Jones KE. (2020), Zoonotic host diversity increases in human-dominated ecosystems. *Nature*. 584(7821):398-402. Doi: 10.1038/s41586-020-2562-8.
- Gibson, R., Krueger, P., and Schmidt, P., S., (2019), ESG Rating Disagreement and Stock Returns (December 22, 2019). Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-67, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 651/2020, *Financial Analyst Journal*, Forthcoming, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3433728>
- GI Hub, 2019, 2019 GLOBAL INFRASTRUCTURE INVESTOR SURVEY, Available at: https://cdn.gihub.org/umbraco/media/2476/factsheet_global-infrastructure-investor-survey-2019_web.pdf (last access 25/09/2022) and <https://cdn.gihub.org/umbraco/media/2564/global-infrastructure-investor-survey-report-2019.pdf> (last access 25/09/2022).
- Glass G.Primary, secondary and meta-analysis of research. *Duc Res* 1976;5: 3–8. Available at: <https://journals.sagepub.com/doi/10.3102/0013189X005010003> (last access 25/09/2022).
- GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE-GSIA, (2020), GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW. Available at: <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf> (last access 25/09/2022).
- Goldstein I., & Yang L., (2019), Good disclosure, bad disclosure, *Journal of Financial Economics*, Volume 131, Issue 1, Pages 118-138, ISSN 0304-405X, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.004>.
- Hahn, Rüdiger and Kühnen, Michael, Determinants of Sustainability Reporting (2013), A Review of Results, Trends, Theory, and Opportunities in an Expanding Field of Research, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 59, pp. 5-21 (doi: 10.1016/j.jclepro.2013.07.005), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2290524> (last access 25/09/2022).
- Hartzmark, S.M. and Sussman, A.B. (2019), Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows. *The Journal of Finance*, 74: 2789-2837. <https://doi.org/10.1111/jofi.12841>
- Heald Morrell, (1988), *The Social Responsibilities of Business, Company and Community 1900-1960*, Transaction Publishers, New Brunswick (U.S.A.), (first published in 1970).

- Henisz W., Koller T., and Nuttall R., (2019), Five ways that ESG creates value. Available at: <https://www.mckinsey.com/> (last access 25/09/2022).
- Helms, B., (2006), Access for All Building Inclusive Financial Systems; The World Bank: Washington, DC, USA. Available at: <https://www.gfdrr.org/> (last access 25/09/2022).
- Herringer A, Firer C & Viviers S (2009) Key challenges facing the socially responsible investment (SRI) sector in South Africa, *Investment Analysts Journal*, 38:70, 11-26, DOI: 10.1080/10293523.2009.11082511
- Hoepner, A.G. F., Oikonomou, I., Sautner, Z., Starks, L. T. and Zhou, X., (2022), ESG Shareholder Engagement and Downside Risk (December 27, 2021). AFA 2018 paper, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 671/2020, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2874252>
- Hughes A, Urban MA, Wójcik D. (2021), Alternative ESG Ratings: How Technological Innovation Is Reshaping Sustainable Investment. *Sustainability*, 13(6):3551. <https://doi.org/10.3390/su13063551>
- Hunt, M. (1997). *How Science Takes Stock: The Story of Meta-Analysis*. New York: Russell Sage Foundation.
- IFC, (2021), IFC ESG Guidebook, International Finance Corporation: Washington. Available at: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/3435180b-6506-4960-86ed-a0beabdcb02e/IFC-ESG-Guidebook.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nToj-Og> (last access 25/09/2022).
- IIRC, (2013), THE INTERNATIONAL <IR> FRAMEWORK. Available at: <https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf> (last access 25/09/2022).
- Ilhan E., Sautner Z., Vilkov G., Carbon (2021), Tail Risk, *The Review of Financial Studies*, Volume 34, Issue 3, Pages 1540–1571, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa071>
- Ioannou, I., and Serafeim, G., (2017), The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting (May 1, 2017). Harvard Business School Research Working Paper No. 11-100, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1799589>(last access 25/09/2022).
- Jackson, G., Bartosch, J., Avetisyan, E., Kinderman, D., Knudsen, S., J., (2019), Mandatory non-financial disclosure and its influence on CSR: An international comparison, *Journal of Business Ethics*, <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04200-0>.

- Jamali, D., Karam, C., & Yin, J., Soundararajan, V., (2017), "CSR logics in developing countries: Translation, adaptation and stalled development," *Journal of World Business*, Elsevier, vol. 52(3), pages 343-359.
- Jarrell SB, Stanley TD., (1990), A Meta-Analysis of the Union-Nonunion Wage Gap. *ILR Review*, 44(1):54-67. <https://doi.org/10.1177/001979399004400104>
- Jones, T.M., (1980), CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY REVISITED, REDEFINED *California Management Review* (pre-1986); Berkeley Vol. 22, Iss. 000003, (Spring 1980): 59
- Jonsson, S. (2009). Refraining from Imitation: Professional Resistance and Limited Diffusion in a Financial Market. *Organization Science*, 20(1), 172–186. Available at: <http://www.jstor.org/stable/25614647> (last access 25/09/2022).
- Jouvenot, V., and Krueger, P., (2019), Mandatory Corporate Carbon Disclosure: Evidence from a Natural Experiment (August 8). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3434490>
- Keefe, J., (2011), From Socially Responsible Investing to Sustainable Investing. *Green Money J.*
- Khan A., M., (2022), ESG disclosure and Firm performance: A bibliometric and meta-analysis, *Research in International Business and Finance*, Volume 61, 2022, 101668, ISSN 0275-5319, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668>.
- Khan, M., G. Serafeim and A. Yoon (2015), “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality”, *SSRN Electronic Journal*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2575912>.
- Kim, S., and Li, S., (2021), "Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance" *Sustainability* 13, no. 7: 3746. <https://doi.org/10.3390/su13073746>
- Klapper, L., El-Zoghbi, M., Hess, J., (2016), Achieving the Sustainable Development Goals, The Role of Financial Inclusion, Queen Máxima of the Netherlands/UNSGSA: Washington, DC, USA. Available at: <https://www.unsgsa.org/> (last access 25/09/2022) (last access 25/09/2022).
- Koundouri, P., Pittis N., and Plataniotis A., (2022). "The Impact of ESG Performance on the Financial Performance of European Area Companies: An Empirical Examination" *Environmental Sciences Proceedings* 15, no. 1: 13. <https://doi.org/10.3390/environsciproc2022015013> and Available at: <http://wpa.deos.aueb.gr/docs/Koundouri.Pittis.Plataniotis.ICSD.2021.pdf> (last access 25/09/2022).

- KPMG, (2020), The time has come Survey of Sustainability Reporting 2020. Available at: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pl/pdf/2020/12/pl-the-time-has-come-the-kpmg-%20survey-of-sustainability-reporting-2020.pdf> (last access 25/09/2022).
- Krueger, P., Sautner, Z., Tang, D., Y., and Zhong, R., (2021), The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World (November 30). European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 754/2021, Swiss Finance Institute Research Paper No. 21-44, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3832745>
- Lansing P., (1981), The Divestment of United States Companies in South Africa and Apartheid, 60 Neb. L. Rev. Available at: <https://digitalcommons.unl.edu/> (last access 25/09/2022).
- Lahtinen, K.D., Lawrey, C.M. & Hunsader, K.J., (2018), Beta dispersion and portfolio returns. J Asset Manag 19, 156–161. <https://doi.org/10.1057/s41260-017-0071-6>
- Latapí Agudelo, M.A., Jóhannsdóttir, L. & Davídsdóttir, B. (2019), A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. Int J Corporate Soc Responsibility 4, 1. <https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y>
- Lee, T.,M., & Suh, I., (2022), Understanding the effects of Environment, Social, and Governance conduct on financial performance: Arguments for a process and integrated modelling approach, Sustainable Technology and Entrepreneurship, Volume 1, Issue 1, 100004, ISSN 2773-0328, <https://doi.org/10.1016/j.stae.2022.100004>.
- Leong, S., & Hazelton, J. (2019). Under what conditions is mandatory disclosure most likely to cause organisational change? Accounting, Auditing & Accountability Journal, 32(3), 811–835. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-12-2015-2361>
- Lewis, A., Juravle, C. (2009), “Morals, markets and sustainable investments: A qualitative study of ‘champions.’” Journal of Business Ethics, 93: 483–494.
- Liang, H. and Renneboog, L. (2017), On the Foundations of Corporate Social Responsibility. The Journal of Finance, 72: 853-910. <https://doi.org/10.1111/jofi.12487>
- Lim, S. & McKinnon, J., (1993), "Voluntary disclosure by NSW statutory authorities: The influence of political visibility", Journal of Accounting and Public Policy, Elsevier, vol. 12(3), pages 189-216. [https://doi.org/10.1016/0278-4254\(93\)90027-9](https://doi.org/10.1016/0278-4254(93)90027-9)
- Lins K.V., Servaes H., Tamayo A., (2017), Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. The Journal of Finance, 72: 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Logue, A. A. C., (2009), *Socially Responsible Investing for Dummies*. Hoboken, NJ: Wiley.

- van Marrewijk, M., (2003), Concepts and Definitions of CSR and Corporate Sustainability: Between Agency and Communion. *Journal of Business Ethics* 44, 95–105
<https://doi.org/10.1023/A:1023331212247>
- Markowitz, H. (1952), Portfolio Selection, *Journal of Finance*, 7(1), 77- 91.
- Markowitz, H. (1959), *Portfolio Selection*, John T. Wiley & Sons, Inc., New York.
- McKinsey Global Institute, (2020), Climate risk and response, Physical hazards and socioeconomic impacts. Available at: <https://www.mckinsey.com/> (last access 25/09/2022).
- Mohammad W., M., & W., Wasiuzzaman S., (2021), Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia, *Cleaner Environmental Systems*, Volume 2, 100015, ISSN 2666-7894,
<https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
- Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, (2019), Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice, Morgan Stanley & Co. LLC and Morgan Stanley Smith Barney LLC. Members SIPC. Available at: https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/infographics/sustainable-investing/Sustainable_Signals_Individual_Investor_White_Paper_Final.pdf (last access 25/09/2022).
- Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, (2021), Sustainable Signals Individual Investors and the COVID-19 Pandemic, Morgan Stanley & Co. LLC and Morgan Stanley Smith Barney LLC. Members SIPC. Available at: https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/2021-Sustainable_Signals_Individual_Investor.pdf (last access 25/09/2022).
- MSCI, (2021), 2022 ESG Trends to Watch, Available at: <https://www.msci.com/documents/10199/9d2eece-c2db-3d86-873f-faac8cd62ef> (last access 25/09/2022).
- Nasdaq, (2019), ESG Reporting Guide 2.0: A Support Resource for Companies. Available at: <https://www.nasdaq.com/docs/2019/11/26/2019-ESG-Reporting-Guide.pdf> (last access 25/09/2022).
- Nelson, J.P., Kennedy, P.E., (200), The Use (and Abuse) of Meta-Analysis in Environmental and Natural Resource Economics: An Assessment. *Environ Resource Econ* 42, 345–377),
<https://doi.org/10.1007/s10640-008-9253-5>

- NYU STERN, (2021), ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020. Available at: https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf (last access 25/09/2022).
- OECD, (2020), ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. Available at: <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf> (last access 25/09/2022) or (Boffo, R., and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD Paris)
- Oprean-Stan, C., Stan S., and Brătian V., (2020), "Corporate Sustainability and Intangible Resources Binomial: New Proposal on Intangible Resources Recognition and Evaluation" Sustainability 12, no. 10: 4150. <https://doi.org/10.3390/su12104150>
- Owen L. David, Swift Tracey & Hunt Karen (2001), Questioning the Role of Stakeholder Engagement in Social and Ethical Accounting, Auditing and Reporting, Accounting Forum, 25:3, 264-282, DOI: 10.1111/1467-6303.00066
- Park SR, Jang JY., (2021), The Impact of ESG Management on Investment Decision: Institutional Investors’ Perceptions of Country-Specific ESG Criteria. International Journal of Financial Studies. 9(3):48. <https://doi.org/10.3390/ijfs9030048>
- Pastor, L., and Vorsatz, B., (2020), Mutual Fund Performance and Flows During the COVID-19 Crisis. Chicago Booth Research Paper No. 20-18, Fama-Miller Working Paper, Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3648302>
- Pelozo, J., (2009), The Challenge of Measuring Financial Impacts from Investments in Corporate Social Performance. Journal of Management, 35, 1518-1541. <https://doi.org/10.1177/0149206309335188>
- Porter E.M. and Kramer R.M., (January-February 2011), Creating Shared Value How to reinvent capitalism—and unleash a wave of innovation and growth. Harvard Business Review. Available at: <https://www.communitylivingbc.ca/> (last access 25/09/2022).
- Power, M. (1997). The audit society: Rituals of verification. Oxford: Oxford University Press.
- Rajesh, R, and Rajendran, C., (2020), Relating Environmental, Social, and Governance scores and sustainability performances of firms: An empirical analysis. Bus Strat Env. 29: 1247–1267. <https://doi.org/10.1002/bse.2429>

- Ramos, R. (2014). Meta-analysis. In: Michalos, A.C. (eds) Encyclopedia of Quality of Life and Well-Being Research. Springer, Dordrecht. https://doi.org/10.1007/978-94-007-0753-5_1794
- Rendtorff, J.D. (2003), "Værdibaseret ledelse og socialt ansvar. Aspekter af virksomhedernes gode statsborgerskab", Økonomi og Politik, No. 3, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, Copenhagen.
- Revelli, C., & Viviani, J., L., (2013), The Link Between SRI and Financial Performance: Effects and Moderators. *Management international*. 17. 105. 10.7202/1015403ar.
- RIA, (2019), 2019 RIA INVESTOR OPINION SURVEY, CANADIAN INVESTOR PERSPECTIVES ON PLASTIC. Available at: <https://www.riacanada.ca/research/2019-ria-investor-opinion-survey/> (last access 25/09/2022).
- Rivoli, P. (2003) "Labor standards in the global economy: Issues for investors." *Journal of Business Ethics*, 43: 223–232., DOI:10.1023/A:1022950301552.
- Robb, S. W. G., & Zarzeski, L. E. S. T., (2001), Nonfinancial disclosures across Anglo-American countries. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(1), 71–83. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(01\)00036-2](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(01)00036-2)
- Roberts, C.J. (2005) Issues in meta-regression analysis. *Journal of Economic Surveys: Special Issue* 19: 295–298.
- Rouatbi, W., Demir, E., Kizys, R., & Zaremba, A. (2021). Immunizing markets against the pandemic: COVID-19 vaccinations and stock volatility around the world. *International Review of Financial Analysis*, 77, 101819. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101819>
- Sackett D, Rosenberg WM, Gray JA, Haynes RB, Richardson WS., (1996), Evidence based medicine: What it is and what it isn't. *BMJ*.312:71–2, doi: <https://doi.org/10.1136/bmj.312.7023.71>
- Sætra, H. S., (2021). "A Framework for Evaluating and Disclosing the ESG Related Impacts of AI with the SDGs" *Sustainability* 13, no. 15: 8503. <https://doi.org/10.3390/su13158503>
- Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T.M. et al. (2009), The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. *J Bus Ethics* 87, 519–533 (2009). <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9956-0>
- Sanyal, R. N., & Neves, J. S. (1991). The Valdez Principles: Implications for Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 10(12), 883–890. Available at: <http://www.jstor.org/stable/25072231> (last access 25/09/2022).

- SASB, (2017), THE STATE OF DISCLOSURE 2017. Available at: <https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2017/12/2017State-of-Disclosure-Report-web.pdf> (last access 25/09/2022).
- Schaltegger Stefan, Burritt L. Roger (2010) Sustainability accounting for companies: Catchphrase or decision support for business leaders? *Journal of World Business*, Volume 45, Issue 4, Pages 375-384, ISSN 1090-9516, <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2009.08.002>.
- Scholtens, B., (2006), Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility. *J. Bus. Ethics* 2006, 68, 19–33.
- Semenova, N., Hassel, L.G. (2015), On the Validity of Environmental Performance Metrics. *J Bus Ethics* 132, 249–258, <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2323-4>
- Serafeim G., Yoon A., (2022) Which Corporate ESG News Does the Market React To? *Financial Analysts Journal*, 78:1, 59-78, DOI: 10.1080/0015198X.2021.1973879
- Sharpe, W. F. (1963), A Simplified Model for Portfolio Analysis, *Management Science*, 9(2), 277-293.
- Shore, C., & Wright, S. (2015). Audit culture revisited: Rankings, ratings, and the reassembling of society. *Current Anthropology*, 56(3), 421–444.
- Srivastava A., (2014), Why have measures of earnings quality changed over time? *Journal of Accounting and Economics*, 57(2-3), 196-217. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.04.001>
- Slaper T., (2013), The Triple Bottom Line: What Is It and How Does It Work? *Indiana Business Review*. Available at: <http://www.ibrc.indiana.edu/ibr/2011/spring/article2.html> (last access 25/09/2022).
- Smith, V. K. and Y. Kaoru (1990a), ‘What Have We Learned since Hotelling's Letter? A Meta-Analysis’, *Economics Letters* 32 (March), 267–272.
- Smith, V. K. and Y. Kaoru (1990b), ‘Signals or Noise? Explaining the Variation in Recreation Benefit Estimates’, *American Journal of Agricultural Economics* (May), 419–433.
- Sparkes, R. (1995), *The Ethical Investor: How to Make Money Work for Society and the Environment as Well as for Yourself*. Glasgow, UK: Harper Collins.
- Sparkes, R., (2003), *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, Hoboken, NJ: Wiley
- Sparkes, R. (2006) “A historical perspective on the growth of socially responsible investment.” In Sullivan, R., Mackenzie, C. (eds.), *Responsible Investment*: 39–54. Sheffield, UK: Greenleaf.

- SSGA, (2019), The ESG Data Challenge. Available at: <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2019/03/esg-data-challenge.pdf> (last access 25/09/2022).
- SSE, (2015), MODEL GUIDANCE ON REPORTING ESG INFORMATION TO INVESTORS. Available at: <https://sseinitiative.org/wp-content/uploads/2019/12/SSE-Model-Guidance-on-Reporting-ESG.pdf> (last access 25/09/2022).
- Stanley, T. D. (2001). Wheat from Chaff: Meta-Analysis as Quantitative Literature Review. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(3), 131–150. Available at: <http://www.jstor.org/stable/2696560> (last access 25/09/2022).
- Stanley, T., Doucouliagos, H., Giles, M., Heckemeyer, J.H., Johnston, R.J., Laroche, P., Nelson, J.P., Paldam, M., Poot, J., Pugh, G., Rosenberger, R.S. and Rost, K. (2013), META-ANALYSIS OF ECONOMICS RESEARCH REPORTING GUIDELINES. *JOURNAL OF ECONOMIC SURVEYS*, 27: 390-394. <https://doi.org/10.1111/joes.12008>
- Stanley, T.D. and Jarrell, S.B., (1989), META-REGRESSION ANALYSIS: A QUANTITATIVE METHOD OF LITERATURE SURVEYS. *Journal of Economic Surveys*, 3: 161-170. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.1989.tb00064.x>
- Stanley, T. & Doucouliagos, Hristos. (2012). Meta-Regression Analysis in Economics and Business. *Meta-Regression Analysis in Economics and Business*. 5. 1-190. 10.4324/9780203111710.
- Starke, L., (1990), *Signs of Hope: Working Towards Our Common Future*, Oxford University Press: Oxford, UK.
- Starks, L. T., Venkat, P., & Zhu, Q. (2017). Corporate ESG profiles and investor horizons. Available at SSRN 3049943.
- Stolowy H., & Paugam L., (2018), The expansion of non-financial reporting: an exploratory study, *Accounting and Business Research*, 48:5, 525-548, <https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1470141>
- SustainAbility (2018): Rate the Raters 2018, Ratings Revisited. Available at: https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sa-ratetheraters_ratings-revisited_march18.pdf (last access 25/09/2022).
- Syed Murad Ali | Collins G. Ntim (Reviewing Editor) (2017) Environment, social, and governance (ESG) criteria and preference of managers, *Cogent Business & Management*, 4:1, [DOI: 10.1080/23311975.2017.1340820](https://doi.org/10.1080/23311975.2017.1340820)

- Tang, D. Y., J. Yan, and C. Y. Yao (2020). The determinants of ESG ratings: Rater ownership matters. Working Paper.
- Tarquinio, L. and Posadas, S.C. (2020), "Exploring the term “non-financial information”: an academics’ view", *Meditari Accountancy Research*, Vol. 28 No. 5, pp. 727-749. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2019-0602>
- Tomar, S., (2022), Greenhouse Gas Disclosure and Emissions Benchmarking (August 3). SMU Cox School of Business Research Paper No. 19-17, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 818/2022, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3448904>
- Townsend B., (Fall 2020), From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing, *The journal of impact & esg investing*, Volume 1, Issue 1. Available at: <https://www.bailard.com/> (last access 25/09/2022).
- Tracy A., (2012) *Ratio Analysis Fundamentals: How 17 Financial Ratios Can Allow You to Analyse Any Business on the Planet*, Bidi Capital Pty Ltd
- Turban, D. B., & Greening, D. W., (1997), Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees. *The Academy of Management Journal*, 40(3), 658–672. <https://doi.org/10.2307/257057>
- UN PRI, (2006), An introduction to the Principles for Responsible Investment. Available at: <https://www.swedfund.se/media/1038/un-pri-principles-for-responsible-investment.pdf> (last access 25/09/2022).
- UN PRI, (2019), TAKING STOCK: SUSTAINABLE FINANCE POLICY ENGAGEMENT AND POLICY INFUENCE. Available at: https://www.unpri.org/Uploads/c/j/u/pripolicywhitepapertakingstockfinal_335442.pdf (last access 25/09/2022).
- UNEP-KPMG, (2006), CARROTS AND STICKS FOR STARTERS, Current trends and approaches in Voluntary and Mandatory Standards for Sustainability Reporting, South Africa. Available at: <https://www.carrotsandsticks.net/media/ey3jsm5o/carrots-sticks-2006.pdf> (last access 25/09/2022).
- UNIDO, United Nations Industrial Development Organization, What is CSR? Available at: <https://www.unido.org/> (last access 25/09/2022).
- United Nations, (1998), KYOTO PROTOCOL TO THE UNITED NATIONS FRAMEWORK CONVENTION ON CLIMATE CHANGE. Available at: <https://unfccc.int/resource/docs/convkp/kpeng.pdf> (last access 25/09/2022).

- United Nations, The Global Compact, (2004), Who Cares Wins Connecting Financial Markets to a Changing World. Available at: https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2FFinancial_markets%2Fwho_cares_who_wins.pdf (last access 25/09/2022).
- United Nations, (2015), Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development. Available at: <https://sdgs.un.org/2030agenda> (last access 25/09/2022).
- UNPRI, (2017), THE SDG INVESTMENT CASE. Available at: <https://www.unpri.org/download?ac=5909> (last access 25/09/2022).
- UNPRI, (2021). Annual Report 2021. Available at: https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/s/u/b/pri_annualreport_2021_15698.pdf (last access 25/09/2022).
- US SIF, (2018), Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2018. Available at: <https://www.ussif.org/> (last access 25/09/2022).
- US SIF, (2020), Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2018. Available at: <https://www.ussif.org/> (last access 25/09/2022).
- Vasudeva G., (2013), "Weaving Together the Normative and Regulative Roles of Government: How the Norwegian Sovereign Wealth Fund's Responsible Conduct Is Shaping Firms' Cross-Border Investments," *Organization Science*, INFORMS, vol. 24(6), pages 1662-1682, December. DOI: 10.1287/orsc.2013.0822
- Viederman, S., (2009), *The Semantics of Responsible Investing*. FA Green, September 2009 Issue.
- Vitols, S. 2011 "European pension funds and socially responsible investment." *Transfer: European Review of Labour and Research*, 17: 29–41.
- Waddock, S. (2004), "Parallel universes: companies, academics, and the progress of corporate citizenship", *Business and Society Review*, Vol. 109 No. 1, pp. 5-42. <https://doi.org/10.1111/j.0045-3609.2004.00002.x>
- Walsh RG, Johnson DM, McKean JR (1989) Issues in nonmarket valuation and policy applications: a retrospective glance. *Western Journal Agric Econ* 14: 178-88
- Walsh RG, Johnson DM, McKean JR (1990) Nonmarket values from two decades of research on recreation demand. In: Link A, Smith VK (eds) *Advances in applied microeconomics*, Vol. 5, pp. 167-93. JAI Press, Greenwich

- WBCSD, (2000), Corporate social responsibility: making good business sense, World Business Council for Sustainable Development, Geneva. Available at: <http://www.ceads.org.ar/> (last access 25/09/2022).
- WBCSD, (2016), Sustainability and enterprise risk management: The first step towards integration, World Business Council for Sustainable Development, Geneva. Available at: <https://www.wbcsd.org/Archive/Assess-and-Manage-Performance/Resources/Sustainability-and-enterprise-risk-management-The-first-step-towards-integration> (last access 25/09/2022).
- WEF, (2019), The Global Risks Report 2019, 14th Edition, Cologny/Geneva Switzerland. Available at: https://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risks_Report_2019.pdf (last access 25/09/2022).
- WEF, (2020), The Global Risks Report 2020, 15th Edition, Cologny/Geneva Switzerland. Available at: https://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risk_Report_2020.pdf (last access 25/09/2022).
- Weitzman ML, Kruse DL (1990) Profit sharing and productivity. In: Blinder A (ed) Paying for productivity: a look at the evidence, pp. 95-140. Brookings Institution, Washington, DC.
- Wellalage, N. H., Kumar, V. (2020), "Does it pay to be green? Environmental performance and firm financing during COVID-19 outbreaks", available at: 10.21203/rs.3.rs-83297/v1
- Wong C. W., Batten A. J., Ahmad H. A., Mohamed-Arshad B. S., Nordin S., Adzis A. A., (2021), Does ESG certification add firm value?, Finance Research Letters, Volume 39, 101593, ISSN 1544-6123, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593> .
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? Business Strategy and the Environment, 28(2), 286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Yan, Shipeng & Ferraro, Fabrizio & Almandoz, Juan. (2019). The Rise of Socially Responsible Investment Funds: The Paradoxical Role of the Financial Logic. Administrative Science Quarterly. 64. 466-501. DOI:10.1177/0001839218773324.
- Yang, D., Wang Z., and Lu F., (2019), "The Influence of Corporate Governance and Operating Characteristics on Corporate Environmental Investment: Evidence from China" Sustainability 11, no. 10: 2737. <https://doi.org/10.3390/su11102737>

Ziolo M, Filipiak BZ, Bağ I, Cheba K., (2019), How to Design More Sustainable Financial Systems: The Roles of Environmental, Social, and Governance Factors in the Decision-Making Process. Sustainability. 11(20):5604. <https://doi.org/10.3390/su11205604>

Διαδικτυακοί Τόποι

<https://www.grandviewresearch.com/>

<http://sustainfinance.org/>

<http://www.clevelandfoundation100.org/>

<http://www.ibrc.indiana.edu/ibr/>

<https://assets.kpmg/>

<https://corporatefinanceinstitute.com/>

<https://dictionary.cambridge.org/>

<https://eur-lex.europa.eu/>

<https://finance.ec.europa.eu/>

<https://finance.yahoo.com/>

<https://hbr.org/>

<https://impaxam.com/>

<https://iri.hks.harvard.edu/>

<https://sseinitiative.org/>

<https://sustainabledevelopment.un.org/>

<https://unfccc.int/>

<https://unric.org/>

<https://www.athexgroup.gr/>

<https://www.blackrock.com/>

<https://www.businessroundtable.org/>

<https://www.cdp.net/>

<https://www.ceres.org/>

<https://www.climateaction100.org/><https://unfccc.int/>

<https://www.cnbc.com/>

<https://www.dw.com/>

<https://www.eurosif.org/>

<https://www.ey.com/>

<https://www.forbes.com/>
<https://www.frc.org.uk/>
<https://www.fsb-tcfd.org/>
<https://www.ft.com/>
<https://www.globalreporting.org/>
<https://www.iadb.org/>
<https://www.ifrs.org/>
<https://www.imf.org/>
<https://www.integratedreporting.org/>
<https://www.ipe.com/>
<https://www.law.cornell.edu/>
<https://www.morningstar.ca/>
<https://www.msci.com/>
<https://www.nyse.com/>
<https://www.nytimes.com/>
<https://www.oceantomo.com/>
<https://www.reuters.com/>
<https://www.sasb.org/>
<https://www.sd-commission.org.uk/>
<https://www.sec.gov/>
<https://www.spglobal.com/>
<https://www.sustainablegreece2020.com/>
<https://www.undp.org/>
<https://www.unglobalcompact.org/>
<https://www.unpri.org/>
<https://www.weforum.org/>
<https://www.worldbank.org/>
<https://www.wsj.com/>
<https://www2.deloitte.com/>

