



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
UNIVERSITY OF PIRAEUS

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

*ESG (Environmental, Social, Governance) αποδοτικότητα:
Επίδραση στην εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση*

ΞΑΝΘΑΚΟΥ ΑΣΠΑΣΙΑ ΜΑΡΙΑ

Α.Μ.: ΜΧΡΗ1820

Πίνακας Περιεχομένων

1.	Εισαγωγή.....	3
2.	Ορισμοί και Διευκρινίσεις για την Ορολογία.....	4
3.	Μέρος Πρώτο: Η σχέση Εταιρικής Κοινωνικής Απόδοσης και Εταιρικής Χρηματοοικονομικής Απόδοσης στη βιβλιογραφία	6
3.1.	Η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη ως μια απομείωση των πόρων της Εταιρείας .	6
3.2.	Εταιρική Κοινωνική Απόδοση και Εταιρική Χρηματοοικονομική Απόδοση: Μια θετική σχέση υπό προϋποθέσεις.....	8
3.3.	Εταιρική Κοινωνική Απόδοση και Εταιρική Χρηματοοικονομική Απόδοση: Ενδογενείς μεταβλητές και το πρόβλημα της αντίστροφης αιτιότητας	21
4.	Μέρος Δεύτερο: Η Εμπειρική Έρευνα	28
4.1.	Άντληση Δεδομένων	29
4.2.	Σχεδιασμός της Έρευνας.....	30
4.3.	Αποτελέσματα	32
5.	Μέρος Τρίτο: Συζήτηση και Κριτικός Σχολιασμός	41
6.	Επίλογος	43
	Παράρτημα 1: Ορισμός των μεταβλητών και πηγές	44
	Παράρτημα 2: Περιγραφή των κατηγοριών του γενικού ESG Score της ASSET4	46
7.	Βιβλιογραφία.....	47

1. Εισαγωγή

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται το ακόλουθο ερευνητικό ερώτημα: Πώς επιδρά η απόδοση μιας εταιρείας στον τομέα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης στην μελλοντική εταιρική χρηματοοικονομική της απόδοση; Το ερώτημα αυτό απασχολεί την έρευνα εδώ και δεκαετίες και σύγχρονες πτυχές του προβλήματος αναζωπυρώνουν το ενδιαφέρον της ακαδημαϊκής κοινότητας. Η παρούσα εργασία επιδιώκει να συνεισφέρει στην εξέταση του ζητήματος με διττό τρόπο: Αφενός, να αποτιμήσει κριτικά την μέχρι τώρα βιβλιογραφία πάνω στο συγκεκριμένο πρόβλημα και αφετέρου, να προβεί σε μια εμπειρική ανάλυση για την εξαγωγή καίριων συμπερασμάτων.

Για τις ανάγκες τις εργασίες μας, χρησιμοποιήσαμε ένα δείγμα 1980 ενεργών εταιρειών των ΗΠΑ για το διάστημα 2002 με 2018 αντλώντας τα δεδομένα μας από τις βάσεις δεδομένων Thomson Reuters Asset 4 και Worldscope-Datastream. Το κύριο πόρισμα που εξαγάγαμε από την εμπειρική μας ανάλυση έρχεται σε συμφωνία με την κυρίαρχη τάση που εντοπίσαμε στην έως τώρα βιβλιογραφία: Εντοπίζουμε μια θετική σχέση – έστω μικρή ή και ασθενή – μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και της χρηματοοικονομικής απόδοσης μιας εταιρείας. Η σχέση αυτή αποτυπώνεται κατ' αρχάς στη θετική συσχέτιση του γενικού ESG Score με τη μεταβολή της μελλοντικής απόδοσης των στοιχείων Ενεργητικού της εταιρείας.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει, επίσης, το εύρημα πως το Social Score που πετυχαίνει μια εταιρεία αποτελεί ικανή προβλεπτική μεταβλητή της μελλοντικής χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας. Στον αντίποδα, εξάγουμε το συμπέρασμα πως οι εταιρείες που εμφάνισαν ένα φιλικό προς το περιβάλλον πρόσωπο το έκαναν εις βάρος της μελλοντικής τους κερδοφορίας. Την ίδια στιγμή, εντοπίζουμε μια ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας – με κλίμακα μεγέθους τα στοιχεία Ενεργητικού της – και του γενικού ESG Score που πετυχαίνει, ενώ συμπεραίνουμε ακόμη πως οι εταιρείες που αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης είναι αυτές που στηρίζονται περισσότερο σε ίδια κεφάλαια και λιγότερο αυτές που στηρίζονται σε ξένα κεφάλαια.

Η παρούσα εργασία αποτελείται από τρία μέρη: Πρώτον, τη θεωρητική ανασκόπηση της έως τώρα βιβλιογραφίας για το εν λόγω ζήτημα. Δεύτερον, το μέρος

της εμπειρικής έρευνας. Και τρίτον, το μέρος της συζήτησης και του κριτικού σχολιασμού των ευρημάτων.

2. Ορισμοί και Διευκρινίσεις για την Ορολογία

Ευθύς εξαρχής, οφείλουμε να προβούμε σε μία σημαντική διευκρίνιση. Ο τίτλος της παρούσας εργασίας μας προϋποθέτει πως θα ακολουθήσει μια ενδελεχής μελέτη για την επίδραση της ESG (Environmental, Social, Governance) αποδοτικότητα στην εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση. Παρ' όλα αυτά, στην παρούσα εργασία θα γίνεται αναφορά τόσο στον όρο CSR όσο και στον όρο ESG. Το ακρωνύμιο ESG αντιστοιχεί στους περιβαλλοντικούς και κοινωνικούς παράγοντες, καθώς επίσης και στους παράγοντες διακυβέρνησης σύμφωνα με τους οποίους καταμετράται η βιώσιμη ανάπτυξη (sustainability) και το ηθικό «αποτύπωμα» μιας εταιρείας από επίδοξους επενδυτές που συνυπολογίζουν στις αποφάσεις τους τους παραπάνω παράγοντες.

Πρόκειται, λοιπόν, για τρεις κατηγορίες κριτηρίων που αξιολογούνται από το ευρύτερο περιβάλλον της εταιρείας και αυτά αναλύονται ως εξής:

- Τα περιβαλλοντικά κριτήρια συνίστανται στην μέριμνα που αναλαμβάνει η εταιρεία σχετικά με την σπατάλη πόρων και τη μόλυνση, την εκπομπή ρύπων, την αποψίλωση των δασών καθώς επίσης και το φαινόμενο της κλιματικής αλλαγής.
- Τα κοινωνικά κριτήρια αφορούν το πώς η εταιρεία διαχειρίζεται τις εργασιακές σχέσεις και την ποικιλομορφία του εργατικού δυναμικού, τις εργασιακές συνθήκες με ειδική μέριμνα στο πρόβλημα της παιδικής εργασίας και της δουλείας, την υποστήριξη των τοπικών/μικρής κλίμακας κοινοτήτων και οικονομιών και τα ζητήματα υγείας και ασφάλειας.
- Τέλος, τα κριτήρια διακυβέρνησης αφορούν την φορολογική στρατηγική που ακολουθεί η διοίκηση μιας εταιρείας, τις απολαβές των στελεχών, τις δωρεές και τις τακτικές lobbying, τις περιπτώσεις διαφθοράς και δωροδοκίας καθώς επίσης και την ποικιλομορφία και τη δομή του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας.

Από την άλλη πλευρά, το CSR που είναι το ακρωνύμιο για το Corporate Social Responsibility (Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη), αναφέρεται στις προσπάθειες των μεγάλων κυρίως εταιρειών να ασκούν μια θετική επίδραση στους εργαζομένους, στους καταναλωτές, το περιβάλλον και την ευρύτερη κοινότητα και να συντάσσουν ετήσιες αναφορές για τα αποτελέσματα και τις κατευθύνσεις των προσπαθειών τους αυτών (Sila & Cek, 2018). Ο (Gerard, 2018) σχολιάζει εύστοχα πως η διαφορά μεταξύ ESG και CSR έγκειται στο ότι το CSR ασχολείται με τα δύο πρώτα στοιχεία του ESG, τον περιβαλλοντικό και κοινωνικό πυλώνα, ενώ στο ESG προστίθενται τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Παρόλα αυτά, στην εργασία – και ιδιαίτερα στην παρούσα ενότητα της βιβλιογραφικής ανασκόπησης – θα γίνεται κυρίως αναφορά στις δαπάνες CSR εκ μέρους των εταιρειών και λιγότερο σε δείκτες και κριτήρια ESG. Ο κύριος λόγος για αυτό είναι ότι στη βιβλιογραφία το ζήτημα μελετάται εδώ και δεκαετίες και ο όρος CSR είχε επικρατήσει στις διάφορες μελέτες και δημοσιεύσεις. Η υπόθεση που κάνουμε στην παρούσα εργασία είναι πως εφόσον υπάρχει μια σχέση μεταξύ δαπανών CSR και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης, θα υφίσταται και μια αντίστοιχη σχέση μεταξύ ESG αποδοτικότητας και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης. Με λίγα λόγια, κάνουμε την υπόθεση ότι οι CSR δαπάνες αποτελούν πληρεξούσια μεταβλητή (proxy) της ESG αποδοτικότητας και οι όροι εταιρική κοινωνική αποδοτικότητα και ESG αποδοτικότητα θα χρησιμοποιούνται ισοδύναμα.

Η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη αποδίδεται συνήθως ως η θυσία μέρους των κερδών της εταιρείας για χάρη κοινωνικών σκοπών (Bénabou & Tirole, 2010). Δρώντας κοινωνικά υπεύθυνα, η εταιρεία υπερβαίνει τις συμβατικές υποχρεώσεις της, που καθορίζονται από το νομικό και το οικονομικό πλαίσιο, καθώς επίσης και από την αποστολή της για τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Οι εταιρικές κοινωνικές πρωτοβουλίες περιλαμβάνουν διάφορες πτυχές όπως η ευνοϊκή στάση απέναντι στο εργατικό δυναμικό, η μέριμνα για το περιβάλλον και τα ηθικά ζητήματα ή ο σεβασμός απέναντι στις τοπικές κοινότητες που βρίσκονται τα εργοστάσια μιας εταιρείας.

Το ενδιαφέρον για την ανάληψη τέτοιων πρωτοβουλιών από την πλευρά της εταιρείας κερδίζει συνεχώς έδαφος στον δημόσιο λόγο και την ακαδημαϊκή έρευνα, όμως οι απόψεις διαχρονικά δίστανται για τον ρόλο των δαπανών CSR στην οικονομική πορεία της εταιρείας.

Ιδιαίτερα απαιτητικά κρίνονται τα μεθοδολογικά ζητήματα που ανακύπτουν όταν εξετάζουμε την σχέση εταιρικής κοινωνικής αποδοτικότητας και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης και θα μας απασχολήσουν στην παρούσα εργασία. Ένα από τα καίρια προβλήματα, διαπιστώνουν οι (Aupperle et al, 1985), αφορά την οικονομική αποτύπωση με κατάλληλα μέτρα και κριτήρια των κοινωνικά υπεύθυνων ενεργειών των εταιρειών και πόσο μάλλον την συσχέτιση αυτών με τα οικονομικά μεγέθη που αποτυπώνουν την κερδοφορία της εταιρείας στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

3. Μέρος Πρώτο: Η σχέση Εταιρικής Κοινωνικής Απόδοσης και Εταιρικής Χρηματοοικονομικής Απόδοσης στη βιβλιογραφία

3.1. Η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη ως μια απομείωση των πόρων της Εταιρείας

Κρίνουμε σκόπιμο να ξεκινήσουμε διερευνώντας τις απόψεις που στέκονται επικριτικά απέναντι στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη. Οι απόψεις αυτές υποστηρίζουν συνοπτικά πως η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη δεν συνίσταται παρά στην απομείωση του πλούτου της εταιρείας δίχως την έλευση κάποιου ανταποδοτικού οφέλους. Ο (Friedman, 1970) απορρίπτει την έννοια της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και υποστηρίζει πως οι ενέργειες της εταιρείας που δεν συνάδουν με τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων αποτελούν κατασπατάληση πόρων.

Αυτό που, μεταξύ άλλων, υποστηρίζει ο Friedman είναι ότι η ιδέα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης έρχεται σε σύγκρουση με την θεωρία μετόχων (shareholder theory), σύμφωνα με την οποία καθήκον των διοικούντων της εταιρείας είναι να πράττουν με σκοπό το όφελος των μετόχων. Οι δαπάνες CSR, όμως, δε σχετίζονται ευθέως και άμεσα με το συμφέρον των μετόχων.

Ο αντίλογος σε αυτήν τη θέση είναι πως η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη μπορεί να φαίνεται να συγκρούεται με την θεωρία μετόχων, αλλά συμμορφώνεται με τη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholder theory) που λαμβάνει υπόψη της και άλλους ενδιαφερόμενους πέραν των μετόχων όπως εργαζόμενοι, προμηθευτές,

επενδυτές, κοινότητες κ.ά.. Μάλιστα, κάποιες απόψεις δε θέλουν απαραίτητα τη θεωρία μετόχων και τη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών σε σύγκρουση καθώς υποστηρίζουν ότι οι δαπάνες CSR ωφελούν τη φήμη της εταιρείας, το αίσθημα κύρους και εμπιστοσύνης απέναντί της και έτσι προσελκύονται καλής ποιότητας πελάτες και εργαζόμενοι με τελική συνέπεια την αύξηση των κερδών και της εταιρικής αξίας (Jones, 1995; Porter & Kramer 2006, 2011).

Η θέση ότι οι εταιρικές δαπάνες CSR δε συνεπάγονται τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας υιοθετείται και από μελετητές κατοπινότερους του Friedman. Ένα επιχείρημα που χαίρει υπεράσπισης στη βιβλιογραφία είναι ότι οι δαπάνες CSR αναλαμβάνονται μόνο από τις εταιρείες αυτές που διαθέτουν περίσσεια οικονομικών πόρων. Ο (Campbell, 2007) διερευνά τις συνθήκες υπό τις οποίες οι εταιρείες είναι πιθανότερο να δράσουν με γνώμονα την εταιρική κοινωνική ευθύνη. Η κύρια θέση του Campbell έγκειται στο ότι η κλίμακα στην οποία οι εταιρείες δρουν κοινωνικά υπεύθυνα σαφώς επηρεάζεται από τις οικονομικές συνθήκες, όμως ο τρόπος ποικίλλει σημαντικά ανάλογα με το θεσμικό πλαίσιο που επικρατεί.

Από οικονομικής απόψεως, ο Campbell υποστηρίζει ότι οι εταιρείες που έχουν πενιχρή οικονομική απόδοση ή λειτουργούν σε ένα οικονομικό περιβάλλον που τους δίνει μικρά περιθώρια κερδοφορίας, είναι λιγότερο πιθανό να δράσουν κοινωνικά υπεύθυνα. Επίσης, διατυπώνει την πρόταση ότι οι εταιρείες που δρουν σε περιβάλλον πολύ έντονου ή πολύ χαμηλού ανταγωνισμού, είναι επίσης λιγότερο πιθανό να αναλάβουν ιδιαίτερες πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Στη συνέχεια, όμως, εστιάζει στην σημασία του θεσμικού πλαισίου τονίζοντας ότι οι εταιρείες είναι πιθανότερο να αναλάβουν ενέργειες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης οι οποίες έχουν προέλθει από την συμφωνία ανάμεσα στο κράτος, τις εταιρείες και τα διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη.

Πόσο μάλλον, όταν η τήρηση των ενεργειών αυτών ρυθμίζεται από την οικειοθελή συμμόρφωση των εταιρειών και υπό τον φόβο της κρατικής παρέμβασης. Την προθυμία των εταιρειών να δράσουν κοινωνικά υπεύθυνα εντείνει, μάλιστα, η ύπαρξη ανεξάρτητων οργανισμών, όπως λόγω χάρη Μη Κυβερνητικοί Οργανισμοί, οι οποίοι ασκούν πίεση στις εταιρείες να δρουν με κοινωνικά υπεύθυνο τρόπο, καθώς επίσης και το αίτημα για κοινωνικά υπεύθυνα εταιρική δράση που διατυπώνεται σε

έγκριτη επιστημονική βιβλιογραφία και εκπαιδευτικά ιδρύματα με τα οποία σχετίζονται συνήθως τα στελέχη μιας εταιρείας.

Τέλος, ο Campbell σημειώνει ότι οι εταιρείες είναι πολύ πιθανότερο να ενεργούν με κοινωνικά υπεύθυνο τρόπο όταν πρόσκεινται σε ενώσεις και οργανισμούς που υποστηρίζουν την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και είναι σε συστηματική συζήτηση με ενώσεις και ομάδες ενδιαφέροντος.

3.2. Εταιρική Κοινωνική Απόδοση και Εταιρική Χρηματοοικονομική Απόδοση: Μια θετική σχέση υπό προϋποθέσεις

Αν η περίφημη κριτική του Friedman απέναντι στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη καλλιέργησε μια μομφή απέναντι στα οφέλη της, η εκτίμηση ότι υφίσταται μια θετική – έστω και ασθενής – σχέση μεταξύ Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και Χρηματοοικονομικής Απόδοσης δεν άργησε να έρθει. Οι (Cochran & Wood, 1984), κατά την ενδελεχή τους έρευνα, εξάγουν ένα πολύ ενδιαφέρον πόρισμα: η ηλικία των στοιχείων Ενεργητικού (asset age) είναι η χρηματοοικονομική μεταβλητή με την πιο ισχυρή συσχέτιση με την επίδοση CSR μιας εταιρείας, ενώ η παράλειψη της εν λόγω μεταβλητής οδηγεί σε παραπλανητικά αποτελέσματα.

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με το συμπέρασμα της έρευνας, μια εταιρεία με μεγαλύτερα σε ηλικία στοιχεία Ενεργητικού λαμβάνει χαμηλότερες αξιολογήσεις σχετικά με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη. Είναι φυσικά ενδιαφέρον να κατανοήσουμε γιατί να προκύπτει μια τέτοια σχέση. Μία πιθανή εξήγηση που παραθέτουν οι συγγραφείς είναι ότι οι εταιρείες με παλιότερα στοιχεία Ενεργητικού κατασκεύασαν τα εργοστάσιά τους σε μια περίοδο όπου το κανονιστικό πλαίσιο σχετικά με την ανέγερση και δημιουργία εργοστασίων ήταν πιο χαλαρό.

Έτσι, μια εταιρεία που έτυχε να ανεγείρει το εργοστάσιό της πολύ παλιότερα, στην προσπάθειά της να εξισορροπήσει τα αρνητικά αποτελέσματα που προκαλεί στο περιβάλλον, δαπανά περισσότερους πόρους για να είναι πιο κοινωνικά υπεύθυνη, αλλά την ίδια στιγμή λαμβάνει χαμηλότερη αξιολόγηση ως προς την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη.

Μία ακόμη πιθανή εξήγηση που παραθέτουν οι συγγραφείς έχει να κάνει με το ότι οι παλαιότερες εταιρείες ενδεχομένως παρουσιάζουν έναν μεγαλύτερο

συντηρητισμό ως προς τη διάθεσή τους να προσαρμόσουν τη λειτουργία τους στις κοινωνικές αλλαγές. Παρόλα αυτά, και μετά την ενσωμάτωση της ηλικίας των στοιχείων Ενεργητικού, τη χρήση ενός μεγάλου δείγματος και τη χρήση των κατάλληλων ομάδων ελέγχου, η έρευνα των Cochran & Wood επιβεβαιώνει μια – έστω και ασθενή – θετική σχέση μεταξύ Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και χρηματοοικονομικής απόδοσης.

Όπως και στην περίπτωση των Cochran & Wood που η παράλειψη της ηλικίας των στοιχείων Ενεργητικού της εταιρείας θεωρούν ότι αλλοιώνει το ερευνητικό αποτέλεσμα, έτσι και μια μερίδα μελετητών που ερευνούν την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη τονίζουν την κρισιμότητα των ελλείψεων που παρουσιάζουν πολλές έρευνες που μελετούν το εν λόγω ζήτημα. Οι (McWilliams & Siegel, 2000) υποστηρίζουν ότι πολλές μελέτες που εξετάζουν την σχέση εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και χρηματοοικονομικής απόδοσης πάσχουν από σημαντικούς περιορισμούς τόσο ως προς το θεωρητικό όσο και ως προς το εμπειρικό τους υπόβαθρο.

Συγκεκριμένα, από το σχεδιασμό αυτών των μελετών παραλείπονται μεταβλητές οι οποίες λειτουργούν ως καθοριστικοί παράγοντες της κερδοφορίας της εταιρείας. Μια τέτοια μεταβλητή είναι η επένδυση που πραγματοποιεί η εταιρεία σε Έρευνα και Ανάπτυξη. Οι συγγραφείς εξετάζουν την συσχέτιση μεταξύ Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και του μεγέθους της επένδυσης σε Έρευνα και Ανάπτυξη, καθώς επίσης και πώς προκύπτει ο καταλληλότερος υπολογισμός της επίδρασης της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης στην χρηματοοικονομική απόδοση.

Το επιχείρημα που αναδεικνύουν οι συγγραφείς έγκειται στο ότι, δεδομένου ότι η επένδυση σε Έρευνα και Ανάπτυξη επηρεάζει θετικά την κερδοφορία της εταιρείας, τότε η επίδραση κάποιας άλλης μεταβλητής που συσχετίζεται με την επένδυση σε Έρευνα και Ανάπτυξη θα παρουσιάζεται υπερεκτιμημένη, αν από τον σχεδιασμό του μοντέλου έχει παραλειφθεί η επένδυση σε έρευνα και ανάπτυξη.

Η υπόθεση που κάνουν οι συγγραφείς είναι ότι υφίσταται θετική συσχέτιση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και επένδυσης σε Έρευνα και Ανάπτυξη, καθώς αρκετοί τομείς της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης δημιουργούν καινοτομίες που σχετίζονται με προϊόντα ή με διαδικασίες. Προκειμένου να ελέγξουν την υπόθεσή τους, οι συγγραφείς εξετάζουν δύο μοντέλα, ένα που συμπεριλαμβάνει τις επενδύσεις σε Έρευνα και Ανάπτυξη και ένα που δεν τις συμπεριλαμβάνει. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους επιβεβαιώνουν ότι η εταιρική κοινωνική απόδοση και οι επενδύσεις σε

έρευνα και ανάπτυξη έχουν υψηλή συσχέτιση μεταξύ τους και όταν το μέγεθος της επένδυσης σε Έρευνα και Ανάπτυξη συνυπολογίζεται στο υπόδειγμα, τότε η εταιρική κοινωνική απόδοση εμφανίζεται να έχει ουδέτερη επίδραση στην κερδοφορία της εταιρείας.

Όπως υπογραμμίζουν οι συγγραφείς, αυτό δεν θα έπρεπε να προκαλεί ιδιαίτερη έκπληξη καθώς πολύ συχνά οι εταιρείες που αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, ακολουθούν επίσης στρατηγικές διαφοροποίησης που εμπεριέχουν και την επένδυση σε Έρευνα και Ανάπτυξη. Αυτό καθιστά δύσκολο το να απομονώσει κανείς την επίδραση της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης στην χρηματοοικονομική απόδοση δίχως ταυτόχρονα να ελέγξει την επίδραση της επένδυσης σε Έρευνα και Ανάπτυξη. Κατά συνέπεια, οι συγγραφείς εμφανίζονται αρκετά επιφυλακτικοί απέναντι σε εγχειρήματα που εξηγούν την επίδραση στην χρηματοοικονομική απόδοση παραλείποντας, όμως, στρατηγικές μεταβλητές όπως είναι η επένδυση σε Έρευνα και Ανάπτυξη.

Το ενδιαφέρον των ερευνητών δεν εστιάζεται μόνο στις οικονομικές και θεσμικές μεταβλητές που ενδεχομένως να διέπουν την σχέση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής αποδοτικότητας και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης αλλά και στην σημασία της ανθρώπινης ψυχολογίας για την έκβαση της υπό εξέταση σχέσης. Συγκεκριμένα, ένα ζήτημα που εξετάζεται στη βιβλιογραφία έχει να κάνει με την επίδραση της δημιουργίας ρητών αξιολογήσεων της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης στην κρίση των επενδυτών για την θεμελιώδη αξία της εταιρείας.

Οι (Elliott et al, 2013) μελετούν το αν αφενός υπάρχει μια μη ηθελημένη, αιτιακή σχέση μεταξύ της επίδοσης της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και των εκτιμήσεων των επενδυτών για την θεμελιώδη αξία μιας εταιρείας και, αφετέρου, αν η σχέση αυτή εξασθενεί από την ρητή αξιολόγησή τους για την επίδοση της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης. Η θέση των Elliott et al είναι ότι οι αναφορές σχετικά με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη προκαλούν πιθανόν συναισθηματικές απαντήσεις στους επενδυτές εξαιτίας της ιδιότητας των εταιρικών κοινωνικών πρωτοβουλιών να συνδέονται με αξίες, ιδανικά αλλά και συγκεκριμένες εικόνες για τα αποτελέσματά της στο κοινωνικό σύνολο.

Προκειμένου να ελέγξουν την υπόθεσή τους, οι Elliott et al διεξάγουν ένα πείραμα στο οποίο φοιτητές του τμήματος Διοίκησης Επιχειρήσεων στο μάθημα της Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων αναλαμβάνουν τον ρόλο των

επενδυτών που εκτιμούν την θεμελιώδη αξία μιας εταιρείας. Στην συνέχεια, οι φοιτητές λαμβάνουν αναφορές με την επίδοση CSR της εταιρείας, οι οποίες είναι θετικές, αρνητικές ή ουδέτερες σε συνθήκη ελέγχου. Επιπλέον, οι φοιτητές προτρέπονται είτε να προβούν σε μια ρητή ανάλυση της επίδοσης CSR της εταιρείας πέραν της συνηθισμένης Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων είτε να περιοριστούν στην Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων δίχως κάποια ρητή ανάλυση της επίδοσης CSR της εταιρείας.

Τα αποτελέσματα του πειράματος των Elliott et al επιβεβαιώνουν τις προβλέψεις τους. Οι φοιτητές που δεν προέβαιναν σε μια γραπτή αναφορά της επίδοσης CSR της εταιρείας έτειναν να δίνουν μια υψηλότερη εκτίμηση της θεμελιώδους αξίας της εταιρείας σε σχέση με τους φοιτητές που συνέτασσαν γραπτή αναφορά για την επίδοση CSR της εταιρείας. Την ίδια στιγμή, οι φοιτητές που έδωσαν μια υψηλότερη εκτίμηση της θεμελιώδους αξίας της εταιρείας είχαν μικρή επίγνωση για την επίδραση της επίδοσης CSR της εταιρείας στις δικές τους εκτιμήσεις. Τα παραπάνω ευρήματα υποστηρίζουν την υπόθεσή τους ότι η ρητή αξιολόγηση της επίδοσης CSR μιας εταιρείας μεταβάλλει το μέγεθος της ακούσιας επίδρασης που ασκείται στους επενδυτές στις εκτιμήσεις τους για την θεμελιώδη αξία της εταιρείας.

Οι (Bénabou & Tirole, 2010), σε μια προσπάθεια να κατανοήσουν την κοινωνικά υπεύθυνη συμπεριφορά των εταιρειών, εξετάζουν τρεις προσεγγίσεις. Κατά την πρώτη προσέγγιση, η εταιρική κοινωνική ευθύνη αφορά πρωτοβουλίες στις οποίες υπάρχει αμοιβαίο όφελος. Η προσέγγιση αυτή, δηλαδή, υιοθετεί την παραδεδομένη αντίληψη πως οι κοινωνικά υπεύθυνες εταιρείες «τα πάνε καλά κάνοντας καλό». Η θέση αυτή κάθε άλλο παρά προφανής είναι, γι' αυτό και χρήζει αιτιολόγησης από τους υποστηρικτές της.

Προκειμένου να παρουσιάσουν ένα επιχειρήμα υπεράσπισης της παραπάνω θέσης, οι συγγραφείς εκθέτουν την άποψη πως οι διοικήσεις των εταιρειών συχνά δίνουν προτεραιότητα στη βραχυπρόθεσμη πορεία της εταιρείας εις βάρος της μακροπρόθεσμης προοπτικής της. Αυτό μπορεί να προκύπτει από αποφάσεις των διοικούντων που τονώνουν μεν τη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία, αλλά μπορεί να ζημιώνουν το όφελος ενδιαφερόμενων μερών όπως οι εργαζόμενοι, οι προμηθευτές ή μέρη που πλήττονται από την περιβαλλοντική μόλυνση, και κατά συνέπεια, να καθίσταται δυσκολότερο να προσληφθούν ταλαντούχοι εργαζόμενοι ή αξιόλογοι προμηθευτές και το μακροπρόθεσμο αποτέλεσμα να είναι επιζήμιο.

Σύμφωνα με το επιχείρημα αυτό, οι επενδυτές ενστερνίζονται την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη αποσκοπώντας στην μακροπρόθεσμη ευημερία της εταιρείας και όχι απλώς στη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία της.

Η δεύτερη προσέγγιση της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης που αναπτύσσουν οι συγγραφείς αφορά τη λεγόμενη εντεταλμένη φιλανθρωπία. Με τον όρο αυτό εννοείται η επιθυμία των ενδιαφερόμενων μερών (επενδυτών, εργαζομένων, πελατών κ.ά.) να θυσιάσουν δικούς τους πόρους για την υποστήριξη κοινωνικών σκοπών μέσω των δράσεων και της λειτουργίας της εταιρείας. Το ερώτημα που όμως ανακύπτει είναι γιατί τα ενδιαφερόμενα μέρη να επιθυμούν να εξουσιοδοτήσουν την εταιρεία για ανάληψη κοινωνικά υπεύθυνων δράσεων αντί να την αναλάβουν οι ίδιοι προσωπικά ή να μεταφέρουν τους πόρους τους σε συγκεκριμένους οργανισμούς της επιλογής τους (π.χ. ΜΚΟ). Η απάντηση που δίνουν οι συγγραφείς είναι ότι το κόστος της πληροφόρησης και των συναλλαγών διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην απόφαση των ενδιαφερόμενων μερών να δώσουν την εντολή στην εταιρεία να δράσει κοινωνικά υπεύθυνα για λογαριασμό τους.

Συγκεκριμένα, τα ενδιαφερόμενα μέρη θα είχαν πολύ μεγαλύτερο κόστος πληροφόρησης και συναλλαγών προκειμένου να μεταφέρουν τους πόρους τους κατάλληλα και να πληροφορηθούν επαρκώς για την αποδοτικότητα της επένδυσής τους. Αντιθέτως, η εταιρεία έχει τη δυνατότητα ελαχιστοποίησης του κόστους συναλλαγών και πληροφόρησης λόγω του μαζικού όγκου των δραστηριοτήτων της. Επίσης, τα ενδιαφερόμενα μέρη μπορεί να επιθυμούν η εταιρεία να δράσει κοινωνικά υπεύθυνα για λογαριασμό τους όχι μόνον για τον προαναφερθέντα λόγο, αλλά και για να αποτραπεί η κοινωνικά μη υπεύθυνη δράση τους.

Στην τρίτη προσέγγιση, τέλος, που αναπτύσσουν οι Bénabou & Tirole, οι πρωτοβουλίες CSR δεν υλοποιούνται κατ' απαίτηση των μετόχων και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών αλλά εκ των ένδον, κατόπιν πρωτοβουλίας της διοίκησης της εταιρείας. Η εν λόγω έκφανση της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης έχει δεχθεί ιδιαίτερη κριτική για το αν η διοίκηση νομιμοποιείται να μεταφέρει πόρους που δεν της ανήκουν και παρεκκλίνει από το σκοπό της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων.

Στην πράξη, σημειώνουν οι συγγραφείς, η διαχωριστική γραμμή ανάμεσα σε καθεμία από τις προαναφερθείσες περιπτώσεις Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης είναι συχνά δυσδιάκριτη και τα κίνητρα των εταιρειών που προβαίνουν σε κοινωνικά υπεύθυνη δράση όχι ξεκάθαρα να προσδιοριστούν. Στην συνέχεια, οι συγγραφείς

θέτουν το ζήτημα αν τα αποτελέσματα των εμπειρικών αναλύσεων μπορούν να προκρίνουν κάποια από τις παραπάνω προσεγγίσεις πάνω στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη.

Οι εμπειρικές αναλύσεις υποδεικνύουν μια οριακά θετική σχέση μεταξύ των δράσεων Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και κερδοφορίας της εταιρείας. Εγείρονται, όμως, τρία ζητήματα κατά τους συγγραφείς. Το πρώτο έχει να κάνει με το ποια από τις παραπάνω προσεγγίσεις ελέγχουν οι εμπειρικές αναλύσεις. Οι δύο πρώτες προσεγγίσεις υποθέτουν μια θετική συσχέτιση ανάμεσα στις δαπάνες CSR και την κερδοφορία της εταιρείας, ενώ η τρίτη προσέγγιση το αντίθετο.

Ένα δεύτερο πρόβλημα που εκθέτουν οι συγγραφείς αφορά την στρατηγική που ακολουθεί κανείς κατά την εμπειρική του ανάλυση. Αφενός, τόσο οι δαπάνες CSR όσο και η κερδοφορία της εταιρείας είναι ενδογενείς μεταβλητές και οι εξωγενείς μεταβλητές μπορεί να διαφέρουν ανά περίπτωση.

Επίσης, υφίσταται και το ζήτημα της αντίστροφης αιτιότητας μεταξύ δαπανών CSR και κερδοφορίας της εταιρείας, ζήτημα που θα εξεταστεί σε ξεχωριστό κεφάλαιο στην παρούσα εργασία. Επίσης, κατά τους Βénéabou & Tirole, περαιτέρω προβλήματα ως προς την εμπειρική ανάλυση που πραγματοποιείται θέτουν η επιλογή μεταξύ της λειτουργικής απόδοσης και της απόδοσης της μετοχής της εταιρείας για τον προσδιορισμό της κερδοφορίας, καθώς επίσης και το αν οι χρηματοοικονομικές αγορές αξιολογούν επαρκώς την κοινωνικά υπεύθυνα δράση της εταιρείας.

Τέλος, ένα τρίτο πρόβλημα αφορά την εξέλιξη της σχέσης μεταξύ κερδοφορίας και δαπανών CSR, δεδομένου ότι η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη είναι μόλις πρόσφατα διαδεδομένη και δεν αποκλείεται η σχέση κερδοφορίας και δαπανών CSR να εξελιχθεί στο μέλλον με άγνωστο έως τώρα τρόπο.

Ένα σημαντικό κομμάτι της βιβλιογραφίας που εξετάζει την σχέση ανάμεσα στην εταιρική κοινωνική αποδοτικότητα και την εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση εστιάζει στην ύπαρξη ενός έμμεσου οφέλους για την εταιρεία με σταδιακό και μακροπρόθεσμο χαρακτήρα. Οι (Dhaliwal et al, 2011) εξετάζουν το ενδεχόμενο όφελος που αποκομίζουν οι εταιρείες που συντάσσουν αναφορές εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και, συγκεκριμένα, τη μείωση του κόστους κεφαλαίου της εταιρείας.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, οι εταιρείες με υψηλότερα επίπεδα εταιρικής κοινωνικής απόδοσης επωφελούνται μείωσης του κόστους

κεφαλαίου αφότου προβούν στη δημοσίευση γραπτών αναφορών της εταιρικής κοινωνικής συμπεριφοράς τους.

Ακόμη, εταιρείες που δημοσιεύουν αναφορές σχετικές με την εταιρική κοινωνική τους απόδοση προσελκύουν αφοσιωμένους θεσμικούς επενδυτές και οικονομικούς αναλυτές, οι οποίοι κατορθώνουν να έχουν μικρότερες αποκλίσεις και διασπορά στις εκτιμήσεις τους μετά τη δημοσίευση των αναφορών αυτών. Ακόμη, η έρευνα των Dhaliwal et al καταδεικνύει ότι οι εταιρείες αυτές που δημοσιεύουν αναφορές εταιρικής κοινωνικής απόδοσης τείνουν να εκμεταλλεύονται τα οφέλη που απορρέουν.

Συγκεκριμένα, προκύπτει ότι οι εταιρείες αυτές είναι πιο πιθανό να προβούν σε αύξηση κεφαλαίου μέσα στα επόμενα δύο χρόνια από τη δημοσίευση των αναφορών σε σχέση με εταιρείες που δεν δημοσιεύουν. Ακόμη, σύμφωνα με τα αποτελέσματα, προκύπτει ότι ανάμεσα στις εταιρείες που προβαίνουν σε αύξηση κεφαλαίου, αυτές που δημοσιεύουν αναφορές για την εταιρική κοινωνική τους απόδοση τείνουν να προβαίνουν σε μεγαλύτερες αυξήσεις κεφαλαίων σε σχέση με εταιρείες που δεν δημοσιεύουν αναφορές.

Ένα ακόμη έμμεσο όφελος της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης που αναδεικνύει ο (Pelozo, 2006) έγκειται στην αναγνώρισή της ως ενός είδους ασφάλισης έναντι ενδεχόμενων αρνητικών γεγονότων. Ο συγγραφέας επισημαίνει ότι υπάρχει ένα αυξημένο ερευνητικό ενδιαφέρον για την σχέση μεταξύ δαπανών CSR και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης, καθώς οι διοικήσεις των εταιρειών δέχονται πιέσεις από μετόχους και ενδιαφερόμενα μέρη οι επενδύσεις σε Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη να αποδίδουν θετικά και για την ίδια την εταιρεία.

Ο συγγραφέας επισημαίνει ότι οι μελέτες που διερευνούν την σχέση αποδοτικότητας CSR και χρηματοοικονομικής απόδοσης εμπίπτουν σε δύο κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορία, οι ερευνητές εξετάζουν την συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της επένδυσης σε Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και κάποιας ή κάποιων μετρήσεων χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας. Η κριτική που ασκεί ο συγγραφέας στην εν λόγω μέθοδο έγκειται στο ότι καμία εκ των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται για να προσδιορίσουν τη χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας δεν μπορεί να αποτυπώσει το οικονομικό όφελος που προκύπτει από τον μετριασμό ενός αρνητικού γεγονότος.

Όσον αφορά στη δεύτερη μέθοδο, αυτή συνίσταται στο να εξετασθεί ένας χρηματοοικονομικός δείκτης τόσο πριν όσο και μετά από ένα αρνητικό γεγονός που σχετίζεται με κάποια κοινωνικά υπεύθυνα συμπεριφορά. Στην περίπτωση, όμως, που δεν προκύπτει ένα τέτοιο αρνητικό γεγονός όπου οι πρωτοβουλίες CSR είναι ικανές να το μετριάσουν, η εταιρεία δεν λαμβάνει το όφελος από την επένδυση – η οποία λειτουργεί ως ασφάλιση – που πραγματοποίησε. Ο συγγραφέας παρατηρεί εύστοχα πως, όπως και σε ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο, αν δεν προκύψει κάποιο αίτημα για αποζημίωση, το έξοδο της ασφάλισης καταλογίζεται και η εταιρεία έχει χάσει πόρους σε σχέση με το να μην είχε προβεί στη σύναψη αυτού του συμβολαίου.

Επομένως, αν δε λάβουμε υπόψη τους κινδύνους από το ενδεχόμενο ενός αρνητικού γεγονότος, οι εταιρείες που αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες CSR ενδεχομένως να εμφανιστούν λιγότερο κερδοφόρες σε σχέση με εταιρείες που δεν επενδύουν στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη.

Η αντίληψη που αναπτύσσεται, λοιπόν, για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη είναι ότι η αξία της συνίσταται τόσο στα σταδιακά οφέλη που μπορεί να προσκομίσει στην εταιρεία όσο και στον μετριασμό της ζημίας από κάποιο αρνητικό γεγονός που σχετίζεται με κοινωνικά υπεύθυνα συμπεριφορά. Το δε ζήτημα της κάλυψης σε περίπτωση κάποιου αρνητικού γεγονότος κρίνεται ακόμη πιο επιτακτικό αν αναλογιστεί κανείς την ταχύτητα με την οποία διαδίδονται οι πληροφορίες από τα μέσα ενημέρωσης και δικτύωσης καθώς επίσης και τη σχολαστικότητα με την οποία διερευνώνται.

Ακόμη, στο μέτρο που ο ανταγωνισμός μεταξύ των εταιρειών είναι εντεινόμενος, οι πρωτοβουλίες CSR λειτουργούν ως μέσο στρατηγικής διαφοροποίησης από τους ανταγωνιστές. Επίσης, είναι σημαντικό να εξεταστεί και το όφελος που προσκομίζουν οι πρωτοβουλίες CSR με το να αποτρέπουν γεγονότα από το να συμβούν. Παραδείγματος χάριν, με το να δρουν κοινωνικά υπεύθυνα, οι εταιρείες αποτρέπουν το ενδεχόμενο οι κυβερνήσεις να νομοθετούν επιζήμιους περιορισμούς για την κερδοφορία της εταιρείας ή να μεταβάλλουν άρδην το επιχειρηματικό περιβάλλον στο οποίο δρα η εταιρεία.

Στη συνέχεια, ο συγγραφέας διαπιστώνει ότι ο βαθμός στον οποίο οι εταιρείες χρειάζεται να βασίζονται στην «ασφαλιστική κάλυψη» της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης εξαρτάται από τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται μια εταιρεία, καθώς επίσης και από την παλαιότητά της. Όσον αφορά στο πρώτο, ο κλάδος στον οποίο

δραστηριοποιείται μια εταιρεία ενέχει και διαφορετική έκθεση σε κίνδυνο και άρα απαιτούνται και οι ανάλογες πρωτοβουλίες για την κάλυψη αυτού του κινδύνου. Όσον αφορά στην ηλικία της εταιρείας, ο συγγραφέας τονίζει ότι οι εταιρείες που βρίσκονται σε πρώιμη φάση ανάπτυξης αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες CSR για να αξιοποιήσουν τα σταδιακά οφέλη της επένδυσής τους, ενώ οι εταιρείες που βρίσκονται σε ανεπτυγμένη φάση αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες CSR για να προστατεύσουν τη φήμη τους απέναντι στο ενδεχόμενο δυσμενών γεγονότων.

Μια εξίσου σημαντική προσέγγιση στην εξέταση της σχέσης μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης αφορά την αναγνώριση των πρωτοβουλιών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης ως επένδυση στην φήμη της εταιρείας και το πώς αυτή κεφαλαιοποιείται μέσω της ανταπόκρισης των πελατών στις πρωτοβουλίες της εταιρείας. Οι (Fombrun et al, 2000) διερευνούν τους λόγους για τους οποίους οι διοικούντες μιας εταιρείας προβαίνουν στη διάθεση πόρων της εταιρείας για κοινωνικά υπεύθυνα δράση, δεδομένου ότι οι πόροι μιας εταιρείας είναι περιορισμένοι και η διάθεσή τους εξετάζεται σχολαστικά από ομάδες επενδυτών και αναλυτών. Οι συγγραφείς δεν επιδιώκουν να αναδείξουν μια ευθεία σχέση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης.

Αντιθέτως, υποστηρίζουν ότι οι εταιρικές κοινωνικές πρωτοβουλίες δεν επηρεάζουν άμεσα την χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας αλλά επιδρούν στην συνολική θέση της εταιρείας ενισχύοντας το κεφάλαιο φήμης της και, εν τέλει, την χρηματοοικονομική αξία των άυλων στοιχείων του Ενεργητικού της. Ταυτοχρόνως, υψηλόβαθμα στελέχη εταιρειών αναδεικνύουν ποικίλα κίνητρα για την ανάληψη πρωτοβουλιών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης: την ενίσχυση των δεσμών της κοινότητας και την ανανέωση της «άδειας λειτουργίας» της εταιρείας, την ενίσχυση του ηθικού και της αφοσίωσης των εργαζομένων, την προετοιμασία και προσέλκυση μελλοντικών εργαζομένων υψηλού επιπέδου, την ανάπτυξη μελλοντικών πελατών, καθώς επίσης και τη θέσπιση ενός περιβάλλοντος εντός του οποίου η εταιρεία ευημερεί.

Το εγχείρημα των Fombrun et al στηρίζεται στην ανάπτυξη της έννοιας του ρίσκου της φήμης της εταιρείας και το πώς το διαχειρίζεται η εταιρεία προκειμένου τόσο να επωφεληθεί από τις ευκαιρίες που γεννά η φήμη της όσο και να μετριάσει τους κινδύνους που απορρέουν από την απειλή της φήμης της. Ως ρίσκο της φήμης της εταιρείας ορίζεται από τους συγγραφείς το εύρος του πιθανού οφέλους και ζημίας που

μπορεί να προκληθεί στο κεφάλαιο φήμης μιας εταιρείας. Το δε κεφάλαιο φήμης είναι το κομμάτι αυτό της αξίας της εταιρείας που διακυβεύεται με την καθημερινή συναλλαγή με τα ενδιαφερόμενα μέρη. Συνεπώς, το κεφάλαιο φήμης της εταιρείας εξαρτάται από την υποστήριξη που λαμβάνει η εταιρεία από τα διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη.

Οι συγγραφείς εξετάζουν τα ενδεχόμενα οφέλη και τους ενδεχόμενους κινδύνους για τις ακόλουθες ομάδες ενδιαφερόμενων μερών: επενδυτές, πελάτες, εταίροι, εργαζόμενοι, μέσα μαζικής ενημέρωσης, κοινότητα και νομοθέτες. Για κάθε ένα μέρος εξ αυτών, υπάρχει ένα ενδεχόμενο όφελος και ένας ενδεχόμενος κίνδυνος, συνεπώς η εταιρεία θα πρέπει να σχεδιάσει τις κατάλληλες πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Η εταιρεία αναζητά τη βέλτιστη δέσμευση των εργαζομένων, την αφοσίωση των πελατών, τις θετικές εισηγήσεις των επενδυτών, την καλή συνεργασία των εταίρων, το ευνοϊκό κανονιστικό πλαίσιο από τους θεσμικούς φορείς, την υπεράσπιση των ακτιβιστών, την υποστήριξη των τοπικών κοινοτήτων, και την δίκαιη και ευνοϊκή κάλυψη των μέσων ενημέρωσης.

Στον αντίποδα, οι εταιρείες θα πρέπει να κατασκευάσουν ένα δίκτυ ασφαλείας απέναντι στην ενδεχόμενη δόλια συμπεριφορά των εργαζομένων, τις τυχόν παρεξηγήσεις, τις αρνητικές εισηγήσεις των επενδυτών, την απόσχιση με τους εταίρους, τις κυρώσεις από τους θεσμικούς φορείς, το μπούκοτάζ από την πλευρά των ακτιβιστών, την σύγκρουση με την τοπική κοινωνία, καθώς επίσης και τον κίνδυνο έκθεσης από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης.

Προκειμένου οι εταιρείες να μεγιστοποιήσουν τα παραπάνω οφέλη και να μετριάσουν τους ανάλογους κινδύνους, θα πρέπει, κατά τους συγγραφείς, να υιοθετήσουν τις κατάλληλες στρατηγικές πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Η δε κατάλληλη διαχείριση του ρίσκου φήμης της εταιρείας απαιτεί το κεφάλαιο φήμης της εταιρείας να ενισχυθεί μεθοδικά και συστηματικά προτού η εταιρεία πληγεί από κάποια κρίση, καθώς οι ευκαιριακές πρωτοβουλίες για να αναδειχθεί γρήγορα μια εικόνα κοινωνικά υπεύθυνης εταιρείας δεν φαίνεται να αποδίδουν.

Οι (Bhattacharya & Sen, 2004) διερευνούν τις συνθήκες υπό τις οποίες οι καταναλωτές ανταποκρίνονται θετικά στις εταιρικές κοινωνικές πρωτοβουλίες. Οι συγγραφείς σημειώνουν πως η ύπαρξη μιας καταγεγραμμένης θετικής προτίμησης των καταναλωτών σε προϊόντα κοινωνικά υπεύθυνων εταιρειών – εφόσον η σχέση ποιότητας και τιμής είναι παρόμοια – έχει ωθήσει τις εταιρείες να ενδυναμώσουν τις

πρωτοβουλίες τους για την εταιρική κοινωνική απόδοση. Η έρευνά τους αποκαλύπτει κάποια σημαντικά ευρήματα: Ένα σημαντικό εξ αυτών είναι ότι οι αντιδράσεις των καταναλωτών απέναντι στις εταιρικές κοινωνικές πρωτοβουλίες είναι κάθε άλλο παρά ομοιογενείς, καθώς μια πρωτοβουλία μπορεί να είναι ελκυστική για μια μερίδα καταναλωτών αλλά όχι για μια άλλη.

Ακόμη, η επίδραση στους καταναλωτές ως προς την ευαισθητοποίησή τους είναι σημαντικά μεγαλύτερη σε σχέση με τα χειροπιαστά αποτελέσματα όπως η αύξηση των πωλήσεων. Τέλος, η έρευνα των Bhattacharya & Sen εστιάζει στο συνολικό όφελος για την εταιρεία, τον καταναλωτή και το κοινωνικό σύνολο, σε αντίθεση με πολλές μελέτες που εστιάζουν μόνο στο ανταποδοτικό όφελος για την εταιρεία.

Τη σημασία της επίγνωσης που αποκτούν οι πελάτες της εταιρείας μέσω των εταιρικών κοινωνικών πρωτοβουλιών αναδεικνύουν, από την άλλη, οι (Servaes & Tamayo, 2013). Οι συγγραφείς τονίζουν ότι είναι κυρίως μεθοδολογικοί οι λόγοι για τους οποίους υπάρχει ιδιαίτερη διχογνωμία για την επίδραση της εταιρικής κοινωνικής απόδοσης στην χρηματοοικονομική απόδοση και, ιδιαίτερα, ο ελλιπής προσδιορισμός των υποδειγμάτων που χρησιμοποιούνται.

Ακόμη, η πλειονότητα των ερευνών υποθέτει μια ευθεία σχέση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας, αγνοώντας τους πολυσχιδείς τρόπους με τους οποίους η εταιρική κοινωνική ευθύνη ενδεχομένως επηρεάζει θετικά την αξία της εταιρείας. Οι συγγραφείς εισηγούνται μια έμμεση σχέση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και αξίας της εταιρείας στην έρευνά τους. Συγκεκριμένα, κρίσιμη για την αύξηση της αξίας της εταιρείας θεωρείται η επίγνωση των πελατών της εταιρείας για τις ποικίλες εταιρικές κοινωνικές πρωτοβουλίες της εταιρείας.

Οι Servaes & Tamayo συμπεραίνουν ότι οι εταιρείες έχουν την ευκαιρία να αυξήσουν την αξία τους προβαίνοντας σε εταιρικές κοινωνικές πρωτοβουλίες αλλά με την προϋπόθεση ότι υφίστανται υψηλά επίπεδα επίγνωσης των κοινωνικών δράσεων της εταιρείας. Στον αντίποδα, όμως, όταν υπάρχει επίγνωση από την πλευρά των καταναλωτών, υφίσταται και μεγαλύτερος κίνδυνος απώλειας αξίας όταν προκύπτουν κρίσεις σχετικά με την κοινωνικά υπεύθυνη δράση της εταιρείας. Προκειμένου να υπάρχουν υψηλότερα επίπεδα επίγνωσης από την πλευρά των καταναλωτών, απαιτούνται πιο συστηματικές στρατηγικές προώθησης και διαφήμισης εκ μέρους της

εταιρείας. Η διαφήμιση, όμως, μπορεί να αποδειχτεί επιζήμια αν οι πρωτοβουλίες της εταιρείας δεν έρχονται σε συμφωνία με την γενικότερη φήμη της εταιρείας.

Τέλος, μια πιο ριζική προσέγγιση προτείνει μια «αλλαγή παραδείγματος» στον τρόπο που οι εταιρείες επιδιώκουν και αναγνωρίζουν το όφελος από την ανάληψη πρωτοβουλιών CSR. Οι (Porter & Kramer, 2006) επισημαίνουν ότι οι κυρίαρχες προσεγγίσεις ως προς την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη έχουν αποτύχει στο να είναι διασυνδεδεμένες με τον πυρήνα της κύριας επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρείας. Αυτό οφείλεται, κατά τους συγγραφείς, στο ότι η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη αντιμετωπίζεται ως μια παράπλευρη δραστηριότητα της εταιρείας ενώ θα έπρεπε οι πρωτοβουλίες CSR και οι κύριες επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας να αντιμετωπίζονται ως αλληλένδετες.

Υιοθετώντας την προσέγγιση ότι η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη βρίσκεται στον πυρήνα της δραστηριότητας της εταιρείας, δεν αντιμετωπίζεται πλέον ως ένα αναγκαίο κόστος ή ένας επιπλέον περιορισμός στην εξίσωση της κατανομής των περιορισμένων εταιρικών πόρων αλλά ως μια πηγή ευκαιριών, καινοτόμου δράσης και ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Το εγχείρημα των Porter & Kramer έγκειται στο να αναδείξουν ότι η συνύπαρξη της επιχειρηματικής επιτυχίας και της κοινωνικής ευημερίας δεν αποτελεί ένα παιχνίδι μηδενικού αθροίσματος. Αντιθέτως, αναγνωρίζοντας τα θετικά και αρνητικά αποτελέσματα που εξάγουν στο κοινωνικό σύνολο, οι εταιρείες μπορούν να αναλάβουν τις πρωτοβουλίες εκείνες με τέτοιο τρόπο ώστε η συνολική λειτουργία τους να συνεισφέρει σε μια ευρεία κοινωνική πρόοδο. Η ανάδυση του ενδιαφέροντος για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, όπως σχολιάζουν οι συγγραφείς, δεν προήλθε μόνο από την καλή βούληση των εταιρειών, αλλά και από την ανάγκη να ανταποκριθούν σε δημόσιες εκκλήσεις για τις συνέπειες της παραγωγικής τους δραστηριότητας.

Έτσι, σταδιακά, η μέριμνα για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη πέρασε από την σφαίρα του δημοσίου διαλόγου στην ατζέντα των συνεδριάσεων των διοικητικών συμβουλίων των εταιρειών.

Οι υποστηρικτές των δράσεων Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης δικαιολογούν την σημασία τους συνήθως στηριζόμενοι σε τέσσερις άξονες: Πρώτον, η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη ως ηθική υποχρέωση. Δεύτερον, η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη ως φορέας έκφρασης του αιτήματος για βιωσιμότητα. Τρίτον, η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη ως η αναγκαία σύμβαση για την «άδεια λειτουργίας» μιας εταιρείας και,

τέταρτον, η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη ως επένδυση στην φήμη της εταιρείας. Το αίτημα για ηθική δράση των εταιρειών εκφράζει την ανάγκη η εμπορική επιτυχία που απολαμβάνει κάθε εταιρεία να είναι συμβατή με τις επικρατούσες ηθικές αξίες, ενώ την ίδια στιγμή να επιδεικνύει τον πρέποντα σεβασμό στα άτομα, τις κοινότητες, καθώς επίσης και στο φυσικό περιβάλλον. Η ιδέα της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης ως «άδειας λειτουργίας» της επιχείρησης εδράζεται στο γεγονός ότι, προκειμένου μια εταιρεία να δραστηριοποιηθεί επιτυχώς, χρειάζεται την έμμεση ή άμεση συγκατάθεση από κυβερνήσεις, κοινότητες ανθρώπων και ενδιαφερόμενα μέρη που εμπλέκονται ή επηρεάζονται με έμμεσο ή άμεσο τρόπο από την λειτουργία της εταιρείας.

Όσον αφορά στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη ως επένδυση για την απόκτηση φήμης, αυτή συνίσταται στο να ενδυναμωθεί η εικόνα της επιχείρησης προς το περιβάλλον της και στο τί αξίες αποπνέει στο καταναλωτικό κοινό. Τέλος, η επιδίωξη της βιωσιμότητας μέσω των δράσεων Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης αποσκοπεί σε μια μακροπρόθεσμα ωφέλιμη οικονομική δραστηριότητα, σε αντίθεση με την επιδίωξη μιας ευκαιριακής, βραχυχρόνιας κερδοφορίας που μπορεί να είναι κοινωνικά και περιβαλλοντικά επιζήμια.

Η μεγάλη πρόκληση που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες, κατά τους συγγραφείς, είναι η γεφύρωση του χάσματος μεταξύ των υφιστάμενων εταιρικών και κοινωνικών στόχων. Το πρώτο βήμα για την γεφύρωση του χάσματος αυτού έγκειται στον εντοπισμό των σημείων τομής της επιχειρηματικής δραστηριότητας και του κοινωνικού βίου. Κάθε επιχειρηματική δραστηριότητα άπτεται ενός τομέα του κοινωνικού βίου και διαμορφώνει ένα αντίκτυπο, είτε θετικό είτε αρνητικό. Ομοίως, το δυναμικό κοινωνικό περιβάλλον συνδιαμορφώνει το εταιρικό περιβάλλον και τις εταιρικές στρατηγικές.

Ένα δεύτερο βήμα αποτελεί η επιλογή των κατάλληλων κοινωνικών ζητημάτων τα οποία θα απασχολήσουν την εκάστοτε εταιρεία. Καμία επιχείρηση δεν μπορεί να αντιμετωπίσει το σύνολο των κοινωνικών ζητημάτων, αλλά αναμένεται να είναι πιο αποτελεσματική και εξειδικευμένη στα ζητήματα που αφορούν την δραστηριότητά της. Έχοντας εντοπίσει τα κοινωνικά ζητήματα που άπτονται των δραστηριοτήτων της, η εταιρεία θα πρέπει να σχεδιάσει τις κατάλληλες πρωτοβουλίες που ταυτοχρόνως να εξυπηρετούν τους επιθυμητούς κοινωνικούς σκοπούς και ενδυναμώνουν τις εταιρικές στρατηγικές της.

Αυτή η από κοινού δημιουργία αξίας είναι το «κλειδί» που διαβλέπουν οι συγγραφείς ώστε οι εύρωστες, καινοτόμες εταιρείες με τους πόρους και την τεχνογνωσία τους να επιφέρουν μεγαλύτερη κοινωνική ευημερία από οποιονδήποτε άλλο οργανισμό ή φιλανθρωπική οργάνωση.

3.3. Εταιρική Κοινωνική Απόδοση και Εταιρική Χρηματοοικονομική Απόδοση: Ενδογενείς μεταβλητές και το πρόβλημα της αντίστροφης αιτιότητας

Η μέχρι τώρα βιβλιογραφική μας έρευνα έχει αναδείξει την άποψη ότι είτε η εταιρική κοινωνική ευθύνη συνεπάγεται την απομείωση του πλούτου της εταιρείας και υιοθετείται κατά κανόνα από εταιρείες με περισσευόμενους πόρους είτε η εταιρική κοινωνική ευθύνη συνεπάγεται ένα όφελος στην αξία της εταιρείας, το οποίο όμως μπορεί να αναγνωριστεί με ποικίλους τρόπους. Για τον προσδιορισμό της σχέσης μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης έχουν προταθεί διάφοροι οικονομικοί και θεσμικοί παράγοντες, όμως υφίσταται ένα μεθοδολογικό πρόβλημα που χρήζει ιδιαίτερης αντιμετώπισης και έχει απασχολήσει την έρευνα.

Το πρόβλημα αυτό έγκειται στο ότι η εταιρική κοινωνική απόδοση και η εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση είναι αμοότερες ενδογενείς μεταβλητές, δηλαδή η μεταβολή τους εξαρτάται από τη μεταβολή άλλων μεγεθών. Πολλές έρευνες ερμηνεύουν την θετική συσχέτιση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης ως το θετικό χρηματοοικονομικό όφελος που αποκομίζει η εταιρεία εξαιτίας της ανάληψης πρωτοβουλιών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Μία μερίδα μελετητών, όμως, αμφισβητεί το παραπάνω συμπέρασμα και ερευνά την περίπτωση της αντίστροφης αιτιότητας.

Οι (McGuire et al, 1988) αξιοποιούν δεδομένα του περιοδικού *Fortune* προκειμένου να αναλύσουν την σχέση μεταξύ Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και της χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας. Η καινοτομία που εισηγούνται οι McGuire et al στην έρευνά τους είναι να εξετάσουν όχι μόνο τη συσχέτιση των μεγεθών των ίδιων περιόδων, αλλά και πώς η μέτρηση της προηγούμενης και επόμενης περιόδου

της χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας επηρεάζουν αντιστοίχως τη μέτρηση της επόμενης και προηγούμενης περιόδου της επίδοσης CSR της εταιρείας.

Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς εξετάζουν την περίπτωση τα οφέλη από τις πρωτοβουλίες CSR να εντοπίζονται στην ακόλουθη περίοδο ή, αντιστρόφως, οι πρωτοβουλίες που αναλαμβάνει μια εταιρεία την τρέχουσα περίοδο να σχετίζονται με την χρηματοοικονομική απόδοση της προηγούμενης περιόδου της εταιρείας. Οι συγγραφείς, στην προκείμενη περίπτωση, εκθέτουν το ζήτημα της αντίστροφης αιτιότητας, σχολιάζοντας πως η ανάληψη πρωτοβουλιών CSR πιθανόν να εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από την ύπαρξη περισσευούμενων εταιρικών πόρων.

Τα πορίσματα που προκύπτουν από τα αποτελέσματα της έρευνας των McGuire et al είναι ποικίλα. Κατ' αρχάς, παρότι οι μετρήσεις της χρηματοοικονομικής απόδοσης προέβλεπαν την επίδοση CSR της εταιρείας καλύτερα από τις μετρήσεις του χρηματοοικονομικού κινδύνου, η μεταβλητή του κινδύνου προέβλεπε σε ικανοποιητικό βαθμό τη διακύμανση των πρωτοβουλιών CSR από εταιρεία σε εταιρεία.

Ένα ενδιαφέρον στοιχείο που προέκυψε από τα αποτελέσματα της έρευνας αφορούσε την σχέση πρωτοβουλιών CSR και χρηματοοικονομικού κινδύνου και επίσης την σχέση χρηματοοικονομικού κινδύνου με την χρηματοοικονομική απόδοση. Αυτό που παρατηρήθηκε είναι ότι οι εταιρείες με υψηλό κίνδυνο και χαμηλή επίδοση CSR - σχέση που αναλύθηκε παραπάνω – είχαν χαμηλές αποδόσεις στον δείκτη ROA (απόδοση στοιχείων Ενεργητικού) και στον δείκτη απόδοσης της μετοχής, αντίθετα με το αναμενόμενο: ο υψηλός χρηματοοικονομικός κίνδυνος να ανταμείβεται με υψηλές αποδόσεις.

Ακόμη, μετρήσεις λογιστικών μεγεθών, όπως η μέτρηση του ROA, αποδείχτηκαν καλύτερες – ως προς την προβλεπτικότητα – μεταβλητές σε σχέση με χρηματιστηριακές μετρήσεις, όπως η μεταβολή στην τιμή της μετοχής. Διάφοροι λόγοι εξετάζονται για την ερμηνεία του παραπάνω. Μια ερμηνεία είναι ότι η επίδοση CSR είναι μια μεταβλητή που αφορά την κάθε εταιρεία ξεχωριστά – είναι δηλαδή μια μη συστηματική μεταβλητή (κατ' αναλογία του συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου).

Συνεπώς, οι μετρήσεις των λογιστικών μεγεθών αναμένεται να αποτυπώνουν με μεγαλύτερη ακρίβεια τις αλλαγές σε μια μη συστηματική μεταβλητή όπως η επίδοση CSR της εταιρείας, σε αντίθεση με χρηματιστηριακές μετρήσεις οι οποίες απεικονίζουν

τις συστηματικές τάσεις της αγοράς. Το πλέον σημαντικό συμπέρασμα, όμως, που εξαγουν οι McGuire et al από την έρευνά τους είναι πως η χρηματοοικονομική απόδοση της προηγούμενης περιόδου της εταιρείας είναι καλύτερη προβλεπτική μεταβλητή της επίδοσης CSR σε σχέση με την χρηματοοικονομική απόδοση της επόμενης περιόδου. Επομένως, η σχέση μεταξύ τρέχουσας επίδοσης CSR της εταιρείας και χρηματοοικονομικής απόδοσής της ενδεχομένως να είναι αποτέλεσμα, κατά τους συγγραφείς, της προηγούμενης υψηλής χρηματοοικονομικής απόδοσης.

Ως εκ τούτου, εταιρείες με περισσευόμενους χρηματοοικονομικούς πόρους και χαμηλό χρηματοοικονομικό ρίσκο είναι πιο πιθανό να είναι σε θέση να αναλάβουν πιο γενναίες πρωτοβουλίες CSR. Ομοίως, και η σχέση τρέχουσας επίδοσης CSR και μελλοντικής χρηματοοικονομικής απόδοσης ενδεχομένως να αποτελεί επίσης κατασκευάσμα της προηγούμενης καλής χρηματοοικονομικής απόδοσης.

Σε μια παρόμοια κατεύθυνση, οι (Hong et al, 2012) εναντιώνονται στην αντίληψη πως οι εταιρείες «αποδίδουν καλά με το να κάνουν καλό». Υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες δρουν κοινωνικά υπεύθυνα μόνο όταν διαθέτουν περίσσεια οικονομικών πόρων. Διαπιστώνουν, κατ' αρχάς, ότι μόνον οι μεγάλες, εύπορες εταιρείες είναι πιθανό να δαπανήσουν πόρους για κοινωνικά υπεύθυνες δράσεις. Στην κατεύθυνση αυτή, επιχειρούν να εγκαταστήσουν μια αιτιακή σχέση ανάμεσα στους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς που αντιμετωπίζει μια εταιρεία και τις δαπάνες της σε Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη.

Στην εμπειρική μελέτη που διεξάγουν, διαπιστώνουν πως, πράγματι, οι εταιρείες με λιγότερους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς φέρονται να έχουν μεγαλύτερες δαπάνες σε ενέργειες που αφορούν την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη. Για να ισχυροποιήσουν όμως την θέση ότι αυτή η ισχυρή συσχέτιση έχει αιτιακό χαρακτήρα, αξιοποιούν μια περίπτωση φυσικού πειράματος (natural experiment), δηλαδή μια περίπτωση όπου η ερευνητική υπόθεση ελέγχεται στο ίδιο το οικονομικό περιβάλλον λόγω της επίδρασης ενός εξωγενούς παράγοντα.

Στην προκείμενη περίπτωση, το φυσικό πείραμα προσφέρεται από τη «φούσκα του διαδικτύου» από το 1996 έως το 2000 που υποστηρίζεται ότι υπήρχε μεγάλη χαλάρωση των εταιρειών ως προς τη δυνατότητά τους για χρηματοδότηση. Η ανάλυση που πραγματοποιούν οι Hong et al επιβεβαιώνει την υπόθεσή τους πως οι εταιρείες δεν «αποδίδουν καλά επειδή κάνουν καλό» αλλά «κάνουν καλό επειδή αποδίδουν καλά» και διαπιστώνουν ότι η επένδυση σε Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη απομειώνει τον

πλούτο της εταιρείας, δεν τονώνει την κερδοφορία της και είναι πιο έντονα κυμαινόμενη ανάλογα με την οικονομική ευρωστία της εταιρείας σε σύγκριση με άλλες δαπάνες όπως η Έρευνα και Ανάπτυξη.

Ιδιαίτερη μνεία οφείλουμε να κάνουμε στο εγχείρημα των (Margolis et al, 2009) που επιχειρούν μια μετα-ανάλυση 251 μελετών που ερευνούν την σχέση μεταξύ απόδοσης CSR και χρηματοοικονομικής απόδοσης. Οι συγγραφείς επισημαίνουν πως ίσως να μην υπάρχει μια ξεκάθαρη απάντηση για το αν αποδίδει πλούτο στην εταιρεία η κοινωνικά υπεύθυνη δράση σε κάθε περίπτωση, καθώς ορισμένες δράσεις εταιρικής κοινωνικής ευθύνης να αποδίδουν συγκριτικά με άλλες και οι εταιρείες σταδιακά να στρέφονται στις δράσεις που είναι συνολικά περισσότερο ωφέλιμες. Τα αποτελέσματα της μετα-ανάλυσής τους συγκλίνουν στο ότι υπάρχει μια θετική μεν αλλά μικρή σχέση δε μεταξύ των υπό εξέταση μεγεθών. Η σχέση εμφανίζεται ακόμα μικρότερη για μελέτες που αφορούν την τελευταία δεκαετία της μετα-ανάλυσης. Η (Flammer, 2015), όμως, επισημαίνει ότι οι μελέτες στις οποίες στηρίζεται η μετα-ανάλυση των Margolis et al παραβλέπουν το ζήτημα της ενδογενούς σχέσης μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και χρηματοοικονομικής απόδοσης. Προκειμένου να αναζητήσει μια αιτιακή σχέση ανάμεσα στα δύο μεγέθη, η Flammer αξιοποιεί ένα εν μέρει φυσικό πείραμα.

Συγκεκριμένα, η συγγραφέας συγκρίνει την επίδραση των προτάσεων των μετόχων για πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης που υπερψηφίζονται ή καταψηφίζονται για έναν οριακό αριθμό ψήφων στις ετήσιες συνεδριάσεις. Η υπερψήφιση ή καταψήφιση για τόσες λίγες ψήφους είναι, κατά τη διαίσθηση, ασυσχέτιστη με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εταιρείας αλλά εν πολλοίς οφείλεται στην συγκυρία. Η συνθήκη αυτή δημιουργεί μια τυχαία παραλλαγή (random variation) ανάμεσα στις εταιρείες που υιοθετούν ορισμένες πρωτοβουλίες CSR και σε άλλες που δεν τις υιοθετούν, και έτσι δημιουργείται ένα εν μέρει φυσικό πείραμα για να εξεταστεί η αιτιακή επίδραση της εταιρικής κοινωνικής απόδοσης στην χρηματοοικονομική απόδοση.

Η εν λόγω προσέγγιση, που έγκειται στο να συγκρίνει κανείς αποτελέσματα εκατέρωθεν μιας κρίσιμης τιμής που λειτουργεί ως κατώφλι είναι γνωστή στη βιβλιογραφία ως σχεδιασμός ασυνέχειας παλινδρόμησης (regression discontinuity design). Στην προκείμενη περίπτωση, το κατώφλι είναι ο αριθμός των επαρκών ψήφων που κρίνουν αν θα υπερψηφιστεί ή αν θα καταψηφιστεί μια πρωτοβουλία εταιρικής

κοινωνικής ευθύνης στην ετήσια συνεδρίαση του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας.

Το κεντρικό πόρισμα που εξάγει η Flammer από την έρευνά της είναι ότι η οριακή υπερψήφιση των εισηγήσεων CSR αυξάνει με στατιστικά σημαντικό τρόπο την αξία του πλούτου των μετόχων. Το πολύ ενδιαφέρον αυτό εύρημα καταδεικνύει ότι οι πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης είναι πολύτιμοι πόροι για την εταιρεία και έρχονται σε συμφωνία με άλλες προσεγγίσεις όπως η άποψη για τον προσανατολισμό προς τους πόρους της εταιρείας (Hart, 1995), η εργαλειακή θεωρία των μετόχων (Jones, 1995) και το επιχείρημα της από κοινού αξίας (Porter & Kramer, 2006, 2011). Στην συνέχεια της μελέτης της, η Flammer συγκρίνει την αύξηση του πλούτου των μετόχων ανάλογα με τα επίπεδα εταιρικής κοινωνικής απόδοσης πριν την ψήφιση των εισηγήσεων.

Το συμπέρασμά της από την έρευνα είναι πως η αύξηση του πλούτου των μετόχων είναι μεγαλύτερη για τις εταιρείες που έχουν χαμηλότερη εταιρική κοινωνική απόδοση πριν την ψήφιση των εισηγήσεων. Αυτό που προκύπτει από το εν λόγω εύρημα είναι ότι η επένδυση σε πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης έχει φθίνουσες οριακές αποδόσεις.

Συγκεκριμένα, στην αρχή της σταδιοδρομίας της κοινωνικά υπεύθυνης δράσης της εταιρείας, τα οφέλη που απολαμβάνει η εταιρεία είναι σημαντικά. Όσο όμως συνεχίζει και επεκτείνει την κοινωνικά υπεύθυνη δράση της, τα οφέλη από κάθε επιπρόσθετη πρωτοβουλία CSR μειώνονται. Το εύρημα αυτό έρχεται σε συμφωνία με το επιχείρημα του Pelozo που εξετάσαμε παραπάνω πως η απόδοση από τις πρωτοβουλίες CSR εξαρτάται και από την παλαιότητα της εταιρείας.

Στη συνέχεια, η Flammer διαπιστώνει ότι οι πρωτοβουλίες CSR έχουν συγκεκριμένα θετική επίδραση όχι σε όλες τις μετρήσεις της αλλά κυρίως στην μέτρηση της λειτουργικής της απόδοσης. Η δε αύξηση της λειτουργικής απόδοσης της εταιρείας οφείλεται στην αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας και στην τόνωση των πωλήσεων. Ως εκ τούτου, προκύπτει ότι οι υπερψηφισθείσες πρωτοβουλίες CSR έχουν ως συνέπεια την αύξηση της ικανοποίησης των εργαζομένων καθώς επίσης και μεταφέρουν το μήνυμα στους καταναλωτές ότι η εταιρεία ανταποκρίνεται στις κοινωνικές προκλήσεις και ιδιαίτερα στο αίτημα για βιωσιμότητα.

Οι (Zhao & Murrell, 2016) κάνουν μια ξεχωριστή συνεισφορά στο ερευνητικό πρόβλημα που εξετάζει η παρούσα εργασία. Στην μελέτη τους, επαναλαμβάνουν τα

αποτελέσματα της έρευνας των (Waddock & Graves, 1997). Τα δύο βασικά συμπεράσματα που εξάγουν οι (Zhao & Murrell, 2016) είναι τα ακόλουθα: Πρώτον, η εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση της προηγούμενης περιόδου συνδέεται θετικά με την εταιρική κοινωνική απόδοση της επόμενης περιόδου. Αντίθετα, όμως, η εταιρική κοινωνική απόδοση της προηγούμενης περιόδου δεν συνδέεται με την εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση της επόμενης περιόδου.

Δεύτερον, το μέγεθος της σχέσης μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης εμφανίζεται μικρότερο σύμφωνα με τα αποτελέσματα των (Zhao & Murrell, 2016) σε σχέση με τα αποτελέσματα των (Waddock & Graves, 1997). Το πλέον ενδιαφέρον όμως πόρισμα που εξάγουν οι (Zhao & Murrell, 2016) έγκειται στο ότι τα διαφορετικά αποτελέσματα στα οποία καταλήγουν οι συγγραφείς αποδίδονται στο διαφορετικό και αρκετά πιο διευρυμένο δείγμα της έρευνας, κάτι που προσθέτει ένα σημαντικό μεθοδολογικό ζήτημα για την εξέταση του ερευνητικού προβλήματος.

Τέλος, Οι (Lys et al, 2015) υποστηρίζουν στην μελέτη τους ότι οι δαπάνες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης δεν αποτελούν μια μορφή εταιρικής φιλανθρωπίας ούτε βελτιώνουν την μελλοντική χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας. Η υπόθεσή τους είναι ότι οι εταιρείες προβαίνουν σε δαπάνες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης την τρέχουσα περίοδο όταν αναμένουν βελτίωση της χρηματοοικονομικής τους απόδοσης στο μέλλον.

Προκειμένου να διερευνήσουν την υπόθεσή τους, οι (Lys et al, 2015) εξετάζουν ενδελεχώς την σχέση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής απόδοσης. Ενώ η αντίληψη ότι οι δαπάνες CSR βελτιώνουν την χρηματοοικονομική απόδοση μιας εταιρείας είναι διαδεδομένη, οι συγγραφείς κάνουν την εισήγηση ότι η αιτιότητα δεν κατευθύνεται απαραίτητα από τις δαπάνες CSR προς την εταιρική απόδοση, αλλά αντιστρόφως, η εταιρεία επενδύει σε εταιρικές κοινωνικές πρωτοβουλίες καθώς αναμένει ισχυρή χρηματοοικονομική απόδοση στο μέλλον.

Διαισθητικά, η θέση των Lys et al είναι εύλογη. Μπορούμε να φανταστούμε μια εταιρεία που κατορθώνει εξαιρετικές λειτουργικές αποδόσεις και έχει βάσιμες προσδοκίες ότι η καλή της απόδοση θα οδηγήσει σε αυξημένη κερδοφορία στο μέλλον. Επιπρόσθετα, μπορούμε να φανταστούμε ότι η εν λόγω εταιρεία υιοθετεί στην τρέχουσα περίοδο μια νέα πρωτοβουλία εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Ένας ερευνητής που θα μελετούσε την εταιρεία αυτή θα μπορούσε κάλλιστα να υποθέσει ότι

η επένδυση στις δαπάνες CSR ήταν αυτή που ώθησε την εταιρική απόδοση σε υψηλότερα αποτελέσματα.

Παρόλα αυτά, θα μπορούσε κανείς να αντιτάξει ότι η εταιρεία επένδυσε στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη εξαιτίας του ότι προσδοκούσε υψηλή εταιρική απόδοση στο μέλλον. Κατά τους συγγραφείς, στο σημείο αυτό παραλείπεται από τις έρευνες η πληροφόρηση που κατέχει η διοίκηση σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις της εταιρείας. Η μεταβλητή αυτή της ιδιωτικής πληροφόρησης που κατέχουν οι διοικούντες, κατά την άποψη των συγγραφέων, όχι μόνο είναι καθοριστική για το αν υφίσταται μια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής απόδοσης αλλά είναι καθοριστική και για την φορά της αιτιότητας μεταξύ των δύο αυτών μεγεθών.

Προχωρώντας στην έρευνά τους, οι Lys et al εξετάζουν τρεις εξηγητικές υποθέσεις για την επίδραση των δαπανών CSR. Η πρώτη, η υπόθεση της φιλανθρωπίας, είναι ότι οι εταιρείες αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης όχι επειδή αυτές αυξάνουν την αξία της εταιρείας αλλά επειδή οι πρωτοβουλίες αυτές είναι ωφέλιμες για την κοινωνία. Η δεύτερη, η υπόθεση της επένδυσης, θέλει τις εταιρείες να αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης επειδή οι πρωτοβουλίες αυτές αποτελούν επενδύσεις που επιφέρουν θετικές οικονομικές επιδόσεις για την εταιρεία.

Η τρίτη, η υπόθεση του σήματος, υποστηρίζει ότι οι πρωτοβουλίες CSR αναλαμβάνονται από εταιρείες που προσδοκούν ισχυρές οικονομικές επιδόσεις στο μέλλον. Στην περίπτωση αυτή, οι πρωτοβουλίες αυτές δεν προκαλούν τις θετικές οικονομικές επιδόσεις αλλά είναι ένα σήμα που εκπέμπει η διοίκηση για την έλευσή τους. Σε αντίθεση, λοιπόν, με την υπόθεση της επένδυσης, στην υπόθεση του σήματος, η ανάληψη πρωτοβουλιών CSR αποτελεί το αποτέλεσμα και όχι το αίτιο της μελλοντικής θετικής απόδοσης της εταιρείας.

Το πρώτο βήμα της ανάλυσης των Lys et al είναι να διερευνήσουν αν υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ τρεχόντων δαπανών CSR και μελλοντικής εταιρικής απόδοσης. Όπως και σε προγενέστερες μελέτες, έτσι και οι Lys et al διαπιστώνουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεγεθών, όπως αυτό αναδεικνύεται από μετρήσεις στις μεταβολές της απόδοσης των στοιχείων Ενεργητικού (Return on Assets) και των λειτουργικών ταμειακών ροών (Operating Cash Flows). Στον αντίποδα, η συσχέτιση

μεταξύ προσαρμοσμένης μετοχικής απόδοσης (size-adjusted stock return) και μελλοντικής απόδοσης δεν εμφανίζεται στατιστικά σημαντική.

Τα αποτελέσματα αυτά εναντιώνονται στην υπόθεση της φιλανθρωπίας, η οποία δεν προβλέπει μια θετική σχέση μεταξύ των δύο μεγεθών, αλλά είναι σύμφωνη τόσο με την υπόθεση της επένδυσης όσο και με την υπόθεση του σήματος. Προκειμένου να ελέγξουν ποια εκ των δύο υποθέσεων επιβεβαιώνεται και ποια απορρίπτεται, οι συγγραφείς ακολουθούν μια μεθοδολογική καινοτομία προκειμένου να διερευνήσουν την κατεύθυνση της αιτιακής σχέσης μεταξύ των δύο μεγεθών.

Οι Lys et al ακολουθούν μια μεθοδολογία δύο σταδίων. Στο πρώτο στάδιο, διαχωρίζουν τις δαπάνες CSR αφενός στο μέρος των δαπανών που εξηγούνται από οικονομικούς παράγοντες – το βέλτιστο μέρος των δαπανών CSR – και αφετέρου στο μέρος των δαπανών που δεν σχετίζονται με οικονομικούς παράγοντες – η απόκλιση από το βέλτιστο. Στο δεύτερο βήμα, οι συγγραφείς διερευνούν αν οι μεταβλητές που προσδιορίζουν την μελλοντική χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας συσχετίζονται με κάθε ένα εκ των δύο συνιστωσών των δαπανών CSR.

Η στρατηγική είναι η ακόλουθη: να διαπιστωθεί το αν η μελλοντική επίδοση της εταιρείας συνδέεται με το βέλτιστο μέρος των δαπανών CSR ή με την απόκλιση από το βέλτιστο και, κατά συνέπεια, αν επιβεβαιώνεται αντιστοίχως η υπόθεση της επένδυσης ή η υπόθεση του σήματος. Αν οι δαπάνες CSR αποτελούν αποδοτικές οικονομικές επενδύσεις, τότε αναμένεται μια θετική σχέση μεταξύ του βέλτιστου μέρους των δαπανών CSR και μελλοντικής εταιρικής απόδοσης.

Στον αντίποδα, αν οι δαπάνες CSR παρέχουν απλώς πληροφόρηση για τις οικονομικές προοπτικές της εταιρείας, αναμένεται να υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ της απόκλισης από το βέλτιστο και τη μελλοντική εταιρική απόδοση. Τα ευρήματα της έρευνας καταδεικνύουν ότι η βελτίωση της μελλοντικής χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας συνδέεται με την απόκλιση από το βέλτιστο και όχι με το βέλτιστο μέρος των δαπανών CSR. Βάσει αυτών των ευρημάτων, οι συγγραφείς απορρίπτουν την θεωρία της επένδυσης και αποδέχονται την θεωρία του σήματος.

4. Μέρος Δεύτερο: Η Εμπειρική Έρευνα

Η παρούσα εργασία αποσκοπεί να εξετάσει τη σχέση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης κατά τρόπο ενδεδειγμένο. Την κριτική εξέταση της βιβλιογραφίας πάνω στο υπό εξέταση ζήτημα οφείλει να συμπληρώσει μια εμπειρική μελέτη η οποία θα εξετάζει κατά πόσον τεκμηριώνεται μια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των υπό εξέταση μεγεθών. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε βασίστηκε στην έρευνα των (Lys et al, 2015) που περιγράψαμε παραπάνω και, συγκεκριμένα, στο πρώτο από τα δύο στάδια της έρευνάς τους.

4.1. Αντληση Δεδομένων

Η συλλογή των δεδομένων για την απόδοση των δραστηριοτήτων εταιρικής κοινωνικής ευθύνης αντλείται από την βάση δεδομένων Thomson Reuters ASSET 4 και το δείγμα των εταιρειών αποτελείται από ενεργές εταιρείες των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής για το διάστημα των ετών μεταξύ 2002 και 2018.

Για την μέτρηση της εταιρικής κοινωνικής απόδοσης χρησιμοποιούμε ένα γενικό ESG score που αποτυπώνει την συνολική επίδοση της εταιρείας σε ζητήματα περιβαλλοντικά, κοινωνικά, καθώς επίσης και σε ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Χρησιμοποιούμε, ακόμη, και τρία επιμέρους scores για τους πυλώνες εταιρικής διακυβέρνησης, περιβαλλοντικής και κοινωνικής δράσης της εταιρείας.

Εδώ οφείλουμε να κάνουμε μια σημαντική διευκρίνιση. Το γενικό ESG score που χρησιμοποιούμε προκύπτει από προσθήκες ESG scores στη βάση δεδομένων Datastream που πραγματοποίησε η Thomson Reuters το 2017 και δεν συνυπολογίζει τυχόν αρνητικά γεγονότα που μπορεί να έχουν πλήξει την φήμη της εταιρείας Στο [Παράρτημα 2](#) αναλύονται λεπτομερώς οι επιμέρους κατηγορίες που συνθέτουν το γενικό ESG score.

Η εύλογη υπόθεση που γίνεται χάριν της έρευνας είναι ότι τα scores μέτρησης της εταιρικής κοινωνικής απόδοσης σχετίζονται ευθέως με το μέγεθος των δαπανών CSR που αναλαμβάνει μια εταιρεία. Τα δεδομένα για την χρηματοοικονομική απόδοση της κάθε εταιρείας την αντίστοιχη χρονιά από το 2002 έως το 2018 συλλέγονται από τη βάση δεδομένων Datastream-Worldscope.

Συλλέξαμε δεδομένα από την βάση δεδομένων ASSET4 σχετικά με το κατά πόσον η εταιρεία συντάσσει ειδικές αναφορές για τις δραστηριότητές της στο CSR.

Συγκεκριμένα, ερευνούμε το αν μια εταιρεία συντάσσει μια ξεχωριστή αναφορά για την εταιρική κοινωνική ευθύνη ή αφιερώνει ένα σχετικό κομμάτι στην ετήσια αναφορά της, αν η αναφορά που συντάσσεται ακολουθεί τις κατευθυντήριες γραμμές του Global Reporting Initiative (GRI) και, τέλος, αν η εταιρεία διαθέτει έναν εξωτερικό ελεγκτή για τις αναφορές που συντάσσει σχετικά με την εταιρική κοινωνική ευθύνη.

Το [Παράρτημα 1](#) περιέχει όλους τους ορισμούς των μεταβλητών της ανάλυσής μας, ενώ ο [Πίνακας 1](#) περιέχει τα δεδομένα περιγραφικής στατιστικής για τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στις αναλύσεις παλινδρόμησης.

4.2. Σχεδιασμός της Έρευνας

Προκειμένου να εξετάσουμε αν οι δαπάνες CSR συνδέονται με την μελλοντική χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας, χρησιμοποιούμε το παρακάτω υπόδειγμα τριών εξισώσεων:

$$(1) \Delta ROA_{t+1} = \alpha_{0a} + \alpha_{1a} CSR_t + \alpha_{2a} \Delta ROA_t + \alpha_{3a} \Delta ROA_{t-1} + \text{Controls} + \varepsilon_{1a}$$

$$(2) \Delta CFO_{t+1} = \alpha_{0b} + \alpha_{1b} CSR_t + \alpha_{2b} \Delta CFO_t + \alpha_{3b} \Delta CFO_{t-1} + \text{Controls} + \varepsilon_{1b}$$

$$(3) (P/CF)_{t+1} = \alpha_{0c} + \alpha_{1c} CSR_t + \text{Controls} + \varepsilon_{1c}$$

Για τη μέτρηση της χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας, χρησιμοποιούμε τις μελλοντικές αλλαγές στην απόδοση των στοιχείων Ενεργητικού της εταιρείας (ΔROA_{t+1}), τις μελλοντικές αλλαγές στις λειτουργικές ταμειακές ροές προσαρμοσμένες στα στοιχεία Ενεργητικού της εταιρείας (ΔCFO_{t+1}), καθώς επίσης και τον λόγο της τιμής της μετοχής προς τις ταμειακές ροές για την ακόλουθη χρονιά [$(P/CF)_{t+1}$].

Ακόμη, στο υπόδειγμα συμπεριλαμβάνουμε τις μεταβλητές ελέγχου ROA Lagged Value, CFO Lagged Value, Changes in ROA και Changes in CFO προκειμένου να ελέγξουμε κατά πόσον οι τιμές των εξαρτημένων μεταβλητών τείνουν με την πάροδο του χρόνου να επανέρχονται στη μέση τιμή. Επίσης, συμπεριλαμβάνονται στο υπόδειγμα οι μεταβλητές ελέγχου για το κατά πόσον η εταιρεία συντάσσει ειδικές

αναφορές σχετικές με την εταιρική κοινωνική ευθύνη. Οι δύο πρώτες εξισώσεις του υποδείγματος μετρούν την χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας χρησιμοποιώντας λογιστικά μεγέθη.

Συγκεκριμένα, την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας – που αποτελεί ίσως την πλέον διαδεδομένη μέτρηση χρηματοοικονομικής απόδοσης – καθώς επίσης και τις λειτουργικές ταμειακές ροές – μέγεθος το οποίο δυσκολότερα χειραγωγείται από τη διοίκηση. Η τρίτη εξίσωση χρησιμοποιεί τον λόγο της τιμής της μετοχής προς τις ταμειακές ροές για να μετρήσει την χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας, συμπεριλαμβάνοντας έτσι την αποτίμηση της αγοράς για την αξία της εταιρείας.

Τέλος, στο υπόδειγμά μας συμπεριλαμβάνουμε μεταβλητές ελέγχου σχετικές με τα χρηματοοικονομικά μεγέθη της εταιρείας προκειμένου να διερευνήσουμε τον βαθμό στον οποίο αυτές οι μεταβλητές συσχετίζονται με το γενικό ESG Score που πετυχαίνει η εταιρεία. Οι μεταβλητές αυτές είναι οι εξής: Leverage, Market to Book, Profit Margin και Size. Οι ορισμοί των μεταβλητών αυτών – όπως και όλων των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται – δίδονται στο [Παράρτημα 1](#).

Πίνακας 1

Δεδομένα Περιγραφικής Στατιστικής για τις μεταβλητές του υποδείγματος που χρησιμοποιούνται στις αναλύσεις παλινδρόμησης

	Mean	Std. Deviation	N
ΔROA	-0,0007	0,0552	7373
ΔCFO	-0,0007	0,0552	7373
Price to Cash Flow Ratio	10,1497	87,6675	7373
Environmental Pillar Score	37,3626	25,9495	7373
Governance Pillar Score	54,0279	22,5869	7373
Social Pillar Score	46,4488	21,5797	7373
ESG Score	45,9525	19,5828	7373
CSR Sustainability Reporting	0,41	0,492	7373

GRI Report Guidelines	0,27	0,444	7373
CSR Sustainability External Audit	0,11	0,309	7373
ROA Lagged Value	0,0519	0,1205	7373
CFO Lagged Value	0,1101	0,0801	7373
Changes in ROA	0,0007	0,1258	7373
Changes in CFO	-0,0007	0,0552	7373

	Mean	Std. Deviation	N
Leverage	0,2842	0,2035	7373
MTB	3,6985	41,8784	7373
PM	-0,0166	4,2372	7373
Size	15,7491	1,6179	7373

4.3. Αποτελέσματα

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων. Θα θέλαμε κατ' αρχάς να προβούμε σε κάποιες γενικές επισημάνσεις για τα αποτελέσματα. Οι παλινδρομήσεις που αφορούν την συσχέτιση των ανεξάρτητων μεταβλητών με τις εξαρτημένες μεταβλητές ΔROA και ΔCFO παρουσιάζουν ικανοποιητικές τιμές στο R και R Square. Το R για αυτές τις παλινδρομήσεις κυμαίνεται μεταξύ των τιμών 0,401 και 0,580, ενώ οι αντίστοιχες τιμές R Square κυμαίνονται μεταξύ των τιμών 0,161 και 0,336. Το προσαρμοσμένο R Square δεν παρουσιάζει ουσιαστική απόκλιση από το R Square. Τα αποτελέσματα αυτά υποδεικνύουν ότι για τις συγκεκριμένες παλινδρομήσεις, οι ανεξάρτητες μεταβλητές ερμηνεύουν ικανοποιητικά τη μεταβολή των αντίστοιχων εξαρτημένων μεταβλητών. Η δε τιμή του συντελεστή Durbin-Watson διαμορφώνεται κοντά στο 2, κάτι που

υποδεικνύει ότι δεν αντιμετωπίζουμε πρόβλημα με την αυτοσυσχέτιση των ανεξάρτητων μεταβλητών των συγκεκριμένων παλινδρομήσεων.

Δεν έχουμε, όμως, την ίδια εικόνα στις παλινδρομήσεις που αφορούν την συσχέτιση των ανεξάρτητων μεταβλητών με την εξαρτημένη μεταβλητή Price to Cash Flow. Το R για τις παλινδρομήσεις αυτές κυμαίνεται μεταξύ 0,039 και 0,041 ενώ το R Square διαμορφώνεται στο 0,02. Θα χαρακτηρίζαμε την προβλεπτική ικανότητα των συγκεκριμένων παλινδρομήσεων ως μάλλον αρκετά περιορισμένη. Τούτο, όμως, είναι συνεπές με τα πορίσματα της πρότερης βιβλιογραφίας, όπου οι ESG ανεξάρτητες μεταβλητές δεν φέρονται να ερμηνεύουν ικανοποιητικά τις μεταβολές των χρηματιστηριακών μεγεθών.

Τέλος, σχετικά με την παλινδρόμηση που αφορά την σχέση μεταξύ των μεταβλητών ελέγχου Leverage, Market to Book, Profit Margin και Size και του γενικού ESG Score, προκύπτει ένα R ίσο με 0,481 ενώ το R Square καθώς επίσης και το Adjusted R Square διαμορφώνονται στο 0,231. Η τιμή των R και R Square εμφανίζεται αρκετά ικανοποιητική. Παρόλα αυτά, ο δείκτης Durbin-Watson διαμορφώνεται στο 0,514, κατά πολύ μικρότερος του 2. Οι σχέσεις των Market to Book και Profit Margin με το γενικό ESG Score εμφανίζονται μη στατιστικά σημαντικές. Η σχέση της ανεξάρτητης μεταβλητής Leverage με το γενικό ESG Score εμφανίζεται αρνητική και στατιστικά σημαντική (beta= -0,062 και p-value τείνει στο 0). Ακόμη, η σχέση της ανεξάρτητης μεταβλητής Size με το γενικό ESG Score εμφανίζεται θετική και στατιστικά σημαντική (beta= 0,486 και p-value τείνει στο 0).

Έχοντας αποκτήσει μια γενική εικόνα για τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, μπορούμε να περάσουμε στα πιο συγκεκριμένα ανά παλινδρόμηση αποτελέσματα. Εντοπίζουμε, κατ' αρχάς, μια στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ του γενικού ESG Score και του ΔROA (beta=0,041 και p-value=0,02). Τα Environmental Score και Corporate Governance Score εμφανίζουν μη στατιστικά σημαντικές σχέσεις με το ΔROA. Αντίθετα, το Social Score εμφανίζει μια θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με το ΔROA (beta=0,052 και p-value τείνει στο μηδέν).

Σχετικά με τις παλινδρομήσεις ανάμεσα στις ανεξάρτητες μεταβλητές και την εξαρτημένη μεταβλητή ΔCFO, παρουσιάζεται μια μη στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στην ανεξάρτητη μεταβλητή ESG Score και την εξαρτημένη μεταβλητή ΔCFO. Μεταξύ του Environmental Score και της εξαρτημένης μεταβλητής ΔCFO παρουσιάζεται μια αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση (beta=-0,046 και

$p=0,007$). Μεταξύ του Corporate Governance Score και της εξαρτημένης μεταβλητής ΔCFO εμφανίζεται μια μη στατιστικά σημαντική σχέση. Αντίθετα, εντοπίζουμε μια θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του Social Score και της εξαρτημένης μεταβλητής ΔCFO ($\beta=0,05$ και $p\text{-value}=0,002$).

Ακόμη, αναφορικά με τις παλινδρομήσεις ανάμεσα στις ανεξάρτητες μεταβλητές και την εξαρτημένη μεταβλητή Price to Cash Flow, παρουσιάζεται μια θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του γενικού ESG Score και της εξαρτημένης μεταβλητής Price to Cash Flow ($\beta=0,041$ και $p\text{-value}=0,010$). Μη στατιστικά σημαντικές εμφανίζονται οι σχέσεις ανάμεσα στις ανεξάρτητες μεταβλητές Environmental Score, Corporate Governance Score και Social Pillar Score και την εξαρτημένη μεταβλητή Price to Cash Flow.

Όσον αφορά στις μεταβλητές ελέγχου που έχουμε λάβει υπόψη στις παλινδρομήσεις του υποδείγματός μας, οι μεταβλητές CSR Sustainability Reporting, GRI Report Guidelines και CSR Sustainability External Audit εμφανίζουν μη στατιστικά σημαντικές σχέσεις με τις αντίστοιχες εξαρτημένες μεταβλητές. Εξαίρεση αποτελεί μία παλινδρόμηση όπου εξαρτημένη μεταβλητή είναι το Price to Cash Flow και το GRI Report Guidelines εμφανίζει β ίσο με $-0,036$ και $p\text{-value}$ ίσο με $0,049$ για διάστημα εμπιστοσύνης 95%. Τέλος, οι συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών ελέγχου ROA Lagged Value, CFO Lagged Value, Changes in ROA, Changes in CFO και των αντίστοιχων εξαρτημένων μεταβλητών εμφανίζονται αρνητικές και στατιστικά σημαντικές.

Πίνακας 2

Εξαρτημένη Μεταβλητή: ΔROA, Ανεξάρτητη Μεταβλητή: ESG Score
Γραμμική Παλινδρόμηση με διάστημα εμπιστοσύνης 95% (Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων, two-tailed test)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients		N = 7373
-------	-----------------------------	---------------------------	--	-------------

R = 0,579 ^a R Square = 0,335 Adjusted R Square = 0,335 Std. Error (Estimate) = 0,097 Durbin-Watson = 2,099					
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	0,019	0,003		6,033	0,000
ESG_Score	0,000	0,000	0,041	3,143	0,002
CSR_Sustainability_Reporting	0,005	0,004	0,020	1,393	0,164
GRI_Report_Guidelines	-0,004	0,004	-0,016	-1,081	0,280
CSR_Sustainability_External_Audit	0,002	0,004	0,004	0,378	0,705
ROA_Lagged_Value	-0,581	0,012	-0,592	-48,074	0,000
Changes_in_ROA	-0,682	0,011	-0,726	-59,383	0,000

a. Independent Variables: (Constant), ESG Score, Changes in ROA, CSR_Sustainability_External_Audit, CSR_Sustainability_Reporting, ROA_Lagged_Value, GRI_Report_Guidelines

b. Dependent Variable: Δ ROA

Πίνακας 3

Εξαρτημένη Μεταβλητή: Δ ROA, Ανεξάρτητες Μεταβλητές: Environmental Score, Corporate Governance Score, Social Score

Γραμμική Παλινδρόμηση με διάστημα εμπιστοσύνης 95% (Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων, two-tailed test)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	N = 7373
--------------	------------------------------------	----------------------------------	---------------------------

R =0,580 ^a R Square =0 ,336 Adjusted R Square = 0,335 Std. Error (Estimate) = 0,096 Durbin-Watson = 2,100		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
	(Constant)	0,018	0,003		5,281	0,000
	Environmental_Pillar_Score	-7,794E-005	0,000	-0,017	-1,122	0,262
	Governance_Pillar_Score	2,498E-005	0,000	0,005	0,435	0,663
	Social_Pillar_Score	0,000	0,000	0,052	3,619	0,000
1	CSR_Sustainability_Reporting	0,006	0,004	0,025	1,698	0,090
	GRI_Report_Guidelines	-0,004	0,004	-0,015	-1,006	0,315
	CSR_Sustainability_External_Audit	0,002	0,004	0,005	0,422	0,673
	ROA_Lagged_Value	-0,583	0,012	-0,593	-48,141	0,000
	Changes_in_ROA	-0,683	0,011	-0,726	-59,436	0,000

a. Independent Variables: (Constant), Changes_in_ROA, CSR_Sustainability_External_Audit, Governance_Pillar_Score, CSR_Sustainability_Reporting, Social_Pillar_Score, ROA_Lagged_Value, GRI_Report_Guidelines, Environmental_Pillar_Score

b. Dependent Variable: Δ ROA

Πίνακας 4

Εξαρτημένη Μεταβλητή: Δ CFO, Ανεξάρτητη Μεταβλητή: ESG Score
Γραμμική Παλινδρόμηση με διάστημα εμπιστοσύνης 95% (Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων, two-tailed test)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	N = 7373	
	B	Std. Error	Beta		Sig.	
R = 0,401 ^a						
R Square = 0,161						
Adjusted R Square = 0,160						
Std. Error (Estimate) = 0,049						
Durbin-Watson = 2,057						
1	(Constant)	0,022	0,002		12,356	0,000
	ESG_Score	6,177E-005	0,000	0,023	1,548	0,122
	CSR_Sustainability_Reporting	0,002	0,002	0,021	1,293	0,196
	GRI_Report_Guidelines	-0,001	0,002	-0,010	-0,608	0,544
	CSR_Sustainability_External_Audit	0,001	0,002	0,006	0,471	0,638
	CFO_Lagged_Value	-0,239	0,008	-0,361	-29,779	0,000
	Changes_in_CFO	-0,395	0,012	-0,411	-34,085	0,000

a. Independent Variables: (Constant), ESG_Score, Changes_in_CFO, CSR_Sustainability_Reporting, CSR_Sustainability_External_Audit, CFO_Lagged_Value, GRI_Report_Guidelines

b. Dependent Variable: ΔCFO

Πίνακας 5

Εξαρτημένη Μεταβλητή: ΔCFO, Ανεξάρτητες Μεταβλητές: Environmental Score, Corporate Governance Score, Social Score

Γραμμική Παλινδρόμηση με διάστημα εμπιστοσύνης 95% (Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων, two-tailed test)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	N = 7373	
	B	Std. Error	Beta		Sig.	
R = 0,403 ^a						
R Square = 0,162						
Adjusted R Square = 0,161						
Std. Error (Estimate) = 0,049						
Durbin-Watson = 2,056						
1	(Constant)	0,020	0,002		10,755	0,000
	Environmental_Pillar_Score	-9,399E-005	0,000	-0,046	-2,684	0,007
	Governance_Pillar_Score	3,350E-005	0,000	0,014	1,159	0,246
	Social_Pillar_Score	0,000	0,000	0,050	3,091	0,002
	CSR_Sustainability_Reporting	0,003	0,002	0,028	1,705	0,088
	GRI_Report_Guidelines	-0,001	0,002	-0,007	-0,426	0,670
	CSR_Sustainability_External_Audit	0,001	0,002	0,007	0,527	0,598
	CFO_Lagged_Value	-0,240	0,008	-0,363	-29,950	0,000
	Changes_in_CFO	-0,396	0,012	-0,412	-34,184	0,000

a. Independent Variables: (Constant), Changes_in_CFO, Social_Pillar_Score, CSR_Sustainability_External_Audit, Governance_Pillar_Score, CFO_Lagged_Value, CSR_Sustainability_Reporting, GRI_Report_Guidelines, Environmental_Pillar_Score

b. Dependent Variable: ΔCFO

Πίνακας 6

Εξαρτημένη Μεταβλητή: Price to Cash Flow, Ανεξάρτητη Μεταβλητή: ESG Score
 Γραμμική Παλινδρόμηση με διάστημα εμπιστοσύνης 95% (Μέθοδος Ελαχίστων
 Τετραγώνων, two-tailed test)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	N = 7373	
	B	Std. Error	Beta		Sig.	
R = 0,039 ^a						
R Square = 0,002						
Adjusted R Square = 0,001						
Std. Error (Estimate) = 87,624						
Durbin-Watson = 1,998						
1	(Constant)	2,421	2,870		0,844	0,399
	ESG_Score	0,185	0,072	0,041	2,575	0,010
	CSR_Sustainability_Reporting	1,947	3,191	0,011	0,610	0,542
	GRI_Report_Guidelines	-7,016	3,567	-0,036	-1,967	0,049
	CSR_Sustainability_External_Audit	3,182	3,830	0,011	0,831	0,406

a. Independent Variables: (Constant), ESG_Score, CSR_Sustainability_External_Audit, CSR_Sustainability_Reporting, ESG_Score, GRI_Report_Guidelines

b. Dependent Variable: Price_to_Cash_Flow_Ratio

Πίνακας 7

Εξαρτημένη Μεταβλητή: Price to Cash Flow, Ανεξάρτητες Μεταβλητές: Environmental Score, Corporate Governance Score, Social Score
 Γραμμική Παλινδρόμηση με διάστημα εμπιστοσύνης 95% (Μέθοδος Ελαχίστων
 Τετραγώνων, two-tailed test)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	N = 7373
	B	Std. Error	Beta		Sig.
R = ,041 ^a					
R Square = ,002					
Adjusted R Square = ,001					
Std. Error (Estimate) = 87,63113					
Durbin-Watson = 1,998					
1 (Constant)	1,579	3,156		0,500	0,617
Environmental_Pillar_Score	0,000	0,063	0,000	-0,005	0,996
Governance_Pillar_Score	0,053	0,052	0,014	1,023	0,306
Social_Pillar_Score	0,136	0,071	0,034	1,911	0,056
CSR_Sustainability_Reporting	2,192	3,227	0,012	0,679	0,497
GRI_Report_Guidelines	-6,929	3,583	-0,035	-1,934	0,053
CSR_Sustainability_External_Audit	3,190	3,833	0,011	0,832	0,405

a. Independent Variables: (Constant), CSR_Sustainability_External_Audit, Governance_Pillar_Score, CSR_Sustainability_Reporting, Social_Pillar_Score, GRI_Report_Guidelines, Environmental_Pillar_Score

b. Dependent Variable: Price_to_Cash_Flow_Ratio

Πίνακας 8

Εξαρτημένη Μεταβλητή: ESG Score, Ανεξάρτητες Μεταβλητές: Leverage, Market to Book, Profit Margin, Size

Γραμμική Παλινδρόμηση με διάστημα εμπιστοσύνης 95% (Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων, two-tailed test)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
R = 0,481 ^a R Square = 0,231 Adjusted R Square = 0,231 Std. Error (Estimate) = 17,173 Durbin-Watson = 0,514					
1	(Constant)	-44,947	1,960		
	Leverage	-5,925	0,992	-0,062	-5,975
	MTB	0,002	0,005	0,004	0,373
	PM	-0,037	0,047	-0,008	-0,776
	Size	5,878	0,125	0,486	47,051

a. Dependent Variable: ESG_Score

b. Independent Variables: (Constant), Size, MTB, PM, Leverage

5. Μέρος Τρίτο: Συζήτηση και Κριτικός Σχολιασμός

Το τρίτο μέρος της παρούσας εργασίας σκοπεύει να αποτιμήσει τα εμπειρικά ευρήματα της ανάλυσης που προηγήθηκε και να τα σχολιάσει σύμφωνα και με τα πορίσματα της έως τώρα βιβλιογραφίας πάνω στο ζήτημα που μας απασχολεί.

Η τάση που παρατηρούμε στα αποτελέσματα της εμπειρικής μας ανάλυσης συμφωνεί με την κυρίαρχη τάση που επικρατεί στην μέχρι τώρα βιβλιογραφία.

Εντοπίζουμε, σε γενικές γραμμές, μια θετική – έστω και μικρή – σχέση μεταξύ της απόδοσης μιας εταιρείας στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και της χρηματοοικονομικής της απόδοσης. Το παραπάνω πόρισμα αποτυπώνεται στην θετική σχέση μεταξύ του γενικού ESG Score και της μελλοντικής μεταβολής των στοιχείων Ενεργητικού της εταιρείας (Δ ROA), καθώς ο δείκτης ESG Score αποτελεί έναν σύγχρονο, σταθμισμένο δείκτη που περιλαμβάνει ένα σημαντικό εύρος της δραστηριότητας CSR και ο δείκτης ROA την πλέον αντιπροσωπευτική μέτρηση για την κερδοφορία μιας εταιρείας.

Τα πορίσματα για τα επιμέρους ESG Scores παρουσιάζουν ξεχωριστό ενδιαφέρον. Η ανεξάρτητη μεταβλητή Social Score εμφανίζεται ως μια ικανή προβλεπτική μεταβλητή της μελλοντικής μεταβολής των ROA και CFO. Το εύρημα αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα πως οι εταιρείες του δείγματός μας που παρουσίαζαν βελτίωση στην εικόνα της κερδοφορίας τους για το διάστημα μεταξύ του 2002 και του 2018 παρουσίαζαν την ίδια στιγμή μια μέριμνα για τα κοινωνικά ζητήματα που άπτονταν των δραστηριοτήτων τους. Στον αντίποδα, η στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση μεταξύ του Environmental Score και του Δ CFO υποδεικνύει ότι για το διάστημα που εξετάζουμε και για το συγκεκριμένο δείγμα εταιρειών, οι εταιρείες που επένδυναν σε μια φιλική προς το περιβάλλον στάση το έκαναν εις βάρος της μελλοντικής τους κερδοφορίας.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν και τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων ανάμεσα στις μεταβλητές ελέγχου τις σχετικές με τα χρηματοοικονομικά μεγέθη της εταιρείας και το γενικό ESG Score της εταιρείας. Οι μεταβλητές Market to Book και Profit Margin εμφανίζονται να έχουν μη στατιστικά σημαντικές σχέσεις με το γενικό ESG Score. Αντιθέτως, εντοπίζουμε μια συντριπτικά θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της μεταβλητής Size και του γενικού ESG Score. Το εύρημα αυτό υποδεικνύει ότι το μέγεθος της εταιρείας – αν θεωρήσουμε κλίμακα μεγέθους τα στοιχεία Ενεργητικού μιας εταιρείας – έχει καθοριστικό ρόλο στο πόσο μεγάλο γενικό ESG Score πετυχαίνει η εταιρεία.

Στον αντίποδα, εντοπίζουμε μια αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του Leverage και του γενικού ESG Score, κάτι που υποδεικνύει πως εταιρείες με υψηλή μόχλευση – δηλαδή απόκτηση ξένων κεφαλαίων μέσω της έκδοσης χρέους – δεν έτειναν στο διάστημα που εξετάζουμε να αναλαμβάνουν συστηματικά πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης.

Σχετικά με τις μεταβλητές ελέγχου που αφορούν το αν η εταιρεία συντάσσει ειδικές αναφορές για την κοινωνικά υπεύθυνη δράση της, τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που διεξαγάγαμε δεν μας οδηγούν σε σημαντικές σχέσεις ανάμεσα στις συγκεκριμένες μεταβλητές ελέγχου και τις εξαρτημένες μεταβλητές του υποδείματός μας. Μια ερμηνεία για αυτό είναι πως η συστηματική σύνταξη εκθέσεων βιωσιμότητας σύμφωνα με τα πρότυπα του GRI που συχνά ανατίθεται σε εξωτερικούς φορείς όπως συμβουλευτικές εταιρείες είναι περισσότερο διαδεδομένη τα τελευταία χρόνια και λιγότερο κατά το παρελθόν.

Τέλος, οι μεταβλητές ελέγχου ROA Lagged Value, CFO Lagged Value, Changes in ROA, Changes in CFO εμφανίζονται να έχουν αρνητικές και στατιστικά σημαντικές σχέσεις με τις αντίστοιχες εξαρτημένες μεταβλητές, κάτι που υποδεικνύει την τάση των εξαρτημένων μεταβλητών του υποδείματός μας να επανέρχονται με την πάροδο του χρόνου στην μέση τιμή.

6. Επίλογος

Η παρούσα εργασία θέλησε να φωτίσει, έστω και με μια ελάχιστη συνεισφορά, ένα πολύ κρίσιμο ερευνητικό ερώτημα που σχετίζεται με αποφάσεις που καλούνται σε τακτική βάση να πάρουν τα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών. Η απάντηση που είμαστε σε θέση να δώσουμε έρχεται σε συμφωνία με την κυρίαρχη τάση των πορισμάτων που εξετάσαμε στην έως τώρα βιβλιογραφία. Η απόδοση μιας εταιρείας στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη φαίνεται πράγματι να έχει μια μικρή θετική σχέση με την μελλοντική χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας. Το γενικό ESG score έχει μια θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την μελλοντική μεταβολή των στοιχείων Ενεργητικού της εταιρείας. Την ίδια στιγμή, όμως, υφίσταται μια συντριπτικά θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας – ως προς τα στοιχεία Ενεργητικού της – και του γενικού ESG score που αυτή πετυχαίνει.

Οι δε εταιρείες που αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης φαίνεται να είναι οι εταιρείες αυτές που στηρίζονται περισσότερο στα ίδια κεφάλαιά τους παρά σε ξένα κεφάλαια. Ταυτοχρόνως, φαίνεται πως οι εταιρείες που θέλησαν εμπράκτως στο διάστημα που εξετάζουμε να παρουσιάσουν μια περιβαλλοντικά φιλική στάση, το έκαναν σε βάρος της μελλοντικής κερδοφορίας τους.

Εύλογα προκύπτει το συμπέρασμα πως η σχέση μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και της εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης φαίνεται να είναι πολυσχιδής. Η μελλοντική έρευνα χρήζει να στηριχθεί σε διεισδυτικές και καινοτόμες μελέτες όπως αυτές των (Flammer, 2015) και (Lys et al, 2015) προκειμένου να αναδείξει καλύτερα το πολύπλοκο αιτιακό πλέγμα μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης και να προσδιορίσει κατά τρόπο βέλτιστο τις συνθήκες υπό τις οποίες υφίσταται μια θετική σχέση μεταξύ των δύο υπό εξέταση μεγεθών.

Παράρτημα 1: Ορισμός των μεταβλητών και πηγές

Όνομα Μεταβλητής	Περιγραφή	Πηγή
ΔROA	Η μελλοντική μεταβολή της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.	Datastream – Worldscope (constructed)
ΔCFO	Η μελλοντική μεταβολή των λειτουργικών χρηματικών ροών της εταιρείας.	Datastream – Worldscope (constructed)

Price to Cash Flow	Η αγοραία τιμή της μετοχής της εταιρείας προς τις λειτουργικές χρηματικές ροές της.	Datastream – Worldscope
ESG Score	Το γενικό σκορ της εταιρείας που βασίζεται στις αναφορές που συντάσσει η εταιρεία στον περιβαλλοντικό και κοινωνικό τομέα, καθώς επίσης και στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης.	Datastream
Environmental Pillar Score	Το σκορ που μετρά την επίδραση της εταιρείας στα έμβια και άβια φυσικά συστήματα, συμπεριλαμβανομένου του αέρα, της γης και του νερού καθώς επίσης και ολοκληρωμένων οικοσυστημάτων. Αποτυπώνει το πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί η εταιρεία τις βέλτιστες διοικητικές πρακτικές προκειμένου να αποφύγει περιβαλλοντικούς κινδύνους και να αξιοποιήσει τις περιβαλλοντικές ευκαιρίες και να δημιουργήσει μακροπρόθεσμα αξία για τους μετόχους	ASSET4
Governance Pillar Score	Το σκορ που αξιολογεί τα συστήματα και τις διαδικασίες μιας εταιρείας, τα οποία διαβεβαιώνουν ότι τα στελέχη και τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου πράττουν προς υπεράσπιση των συμφερόντων των μετόχων της εταιρείας. Αποτυπώνει την ικανότητα της εταιρείας, μέσω της χρήσης των βέλτιστων διοικητικών πρακτικών, να κατευθύνει και να ελέγξει τα δικαιώματα και τις ευθύνες της, μέσω της δημιουργίας κινήτρων και εταιρικών ισορροπιών προκειμένου να δημιουργήσει μακροπρόθεσμα αξία για τους μετόχους της εταιρείας.	ASSET4
Social Pillar Score	Το σκορ που μετρά την ικανότητα της εταιρείας να συνάπτει σχέσεις εμπιστοσύνης και αφοσίωσης με το εργατικό δυναμικό, τους πελάτες και το κοινωνικό σύνολο, μέσω της χρήσης των βέλτιστων διοικητικών πρακτικών. Είναι η αποτύπωση της φήμης της εταιρείας και η της ισχύος της «άδειας λειτουργίας» της, οι οποίοι είναι καθοριστικοί παράγοντες για τη δημιουργία μακροπρόθεσμης αξίας για τους μετόχους.	ASSET4
CSR Sustainability Reporting	Προσδιορίζει το αν η εταιρεία δημοσιεύει μια ξεχωριστή αναφορά για την αειφορία (sustainability report) ή αφιερώνει μια ενότητα από την ετήσια αναφορά της στο ζήτημα της αειφορίας.	ASSET4

GRI Report Guidelines	Προσδιορίζει το αν η έκθεση αειφορίας της εταιρείας είναι σε συμφωνία με τις κατευθυντήριες γραμμές του Global Reporting Initiative.	ASSET4
CSR Sustainability External Audit	Προσδιορίζει το αν η εταιρεία μισθώνει έναν εξωτερικό ελεγκτή για την έκθεση αειφορίας.	ASSET4
ROA Lagged Value	Η τιμή της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας της προηγούμενης περιόδου.	Datastream – Worldscope
CFO Lagged Value	Η τιμή της απόδοσης των λειτουργικών ταμειακών ροών της εταιρείας της προηγούμενης περιόδου.	Datastream – Worldscope
Changes in ROA	Η μεταβολή της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο.	Datastream – Worldscope (constructed)
Changes in CFO	Η μεταβολή των λειτουργικών ταμειακών ροών της εταιρείας σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο.	Datastream – Worldscope (constructed)
Leverage	Το σύνολο του μακροπρόθεσμου χρέους και του χρέους τρεχουσών υποχρεώσεων, διαιρεμένα κατά το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων.	Datastream – Worldscope (constructed)
Market to Book (MTB)	Το σύνολο της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, του μακροπρόθεσμου χρέους, του χρέους τρεχουσών υποχρεώσεων, της αξίας ρευστοποίησης των προνομιούχων μετοχών, των αναβαλλόμενων φόρων και της επενδυτικής πίστωσης διαιρεμένα κατά το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων.	Datastream-Worldscope (constructed)
Profit Margin (PM)	Έσοδα προ εκτάκτων ζημιών και φόρων διαιρεμένα κατά τα τις καθαρές πωλήσεις	Datastream-Worldscope (constructed)
Size	Ο φυσικός λογάριθμος των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.	Datastream-Worldscope (constructed)

Παράρτημα 2: Περιγραφή των κατηγοριών του γενικού ESG Score της ASSET4

ESG Score: ESG Score is an overall company score based on the self-reported information in the environmental, social and corporate governance pillars.

Resource Use Score: Resource Use Score reflects a company's performance and capacity to reduce the use of materials, energy or water, and to find more eco-efficient solutions by improving supply chain management.

Emissions Score: Emissions Score measures a company's commitment to and effectiveness in reducing environmental emission in the production and operational processes.

Environmental Innovation Score: Environmental Innovation Score reflects a company's capacity to reduce the environmental costs and burdens for its customers, thereby creating new market opportunities through new environmental technologies and processes or eco-designed products.

Management Score: Management Score measures a company's commitment to and effectiveness in following best practice corporate governance principles.

Shareholders Score: Shareholders Score measures a company's effectiveness in the equal treatment of shareholders and the use of anti-takeover devices.

CSR Strategy Score: CSR Strategy Score reflects a company's practices to communicate that it incorporates the economic (financial), social and environmental dimensions in its day-to-day decision-making processes.

Workforce Score: Workforce Score measures a company's effectiveness towards job satisfaction, healthy and safe workplace, maintaining diversity and equal opportunities, and development opportunities for its workforce.

Human Rights Score: Human Rights Score measures a company's effectiveness in respecting the fundamental human rights conventions.

Community Score: Community Score measures the company's commitment to being a good citizen, protecting public health and respecting business ethics.

Product Responsibility Score: Product Responsibility Score reflects a company's capacity to produce quality goods and services, incorporating the customer's health and safety, integrity and data privacy.

7. Βιβλιογραφία

- Aupperle, Kenneth E., Archie B. Carroll, and John D. Hatfield. 1985. "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability." *The Academy of Management Journal* 28 (2): 446–63.
- Bénabou, R., and J. Tirole. 2009. "Individual and Corporate Social Responsibility." *Economica* 77: 1–19.
- Bhattacharya, C.B., and Sankar Sen. 2004. "Doing Better at Doing Good: When, Why and How Customers Respond to Corporate Social Initiatives." *California Management Review* 47 (1): 9–24.

- Campbell, John L. 2007. "Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility." *Academy of Management Review* 32 (3): 946–67.
- Cho, S., C. Lee, and R. Pfeiffer. 2013. "Corporate Social Responsibility Performance and Information Asymmetry." *Journal of Accounting and Public Policy* 32 (1).
- Cochran, P., and R. Wood. 1984. "Corporate Social Responsibility and Financial Performance." *The Academy of Management Journal* 27: 42–56.
- Dhaliwal, Dan S., Oliver Zhen Li, and Albert Tsang. 2011. "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting." *The Accounting Review* 86 (1): 59–100.
- Elliott, W., K. Jackson, M. Peecher, and B. White. 2013. "The Unintended Effect of Corporate Social Responsibility Performance on Investors' Estimates of Fundamental Value." *The Accounting Review* 89 (1): 275–302.
- Fazzari, Steven M., Glenn R. Hubbard, Bruce S. Petersen, Alan S. Blinder, and James S. Poterba. 2014. "Financing Constraints and Corporate Investment." *Brookings Papers on Economic Activity* 1988 (1): 141–206.
- Flammer, Caroline. 2015. "Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach." *Management Science*.
- Fombrun, Charles J., Naomi A. Gardberg, and Michael L. Barnett. 2008. "Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk." *Business and Society Review* 105 (1): 85–106.
- Friedman, Milton. 1970. "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits." *The New York Times Magazine*, September.
- Gerard, B. 2019. "ESG and Socially Responsible Investment: A Critical Review." *SSRN Electronic Journal*.
- Greening, Daniel W., and Turban B. Turban. 2000. "Corporate Social Performance as a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce." *Business & Society* 39 (3): 254–80.
- Hart, Stuart L. 1995. "A Natural Resource-Based View of the Firm." *The Academy of Management Review* 20 (4): 986–1014.
- Hillman, Amy J, and Gerald D. Keim. 2001. "Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?" *Strategic Management Journal* 22: 125–39.
- Hong, Harrison, Jeffrey Kubik, and Jose Scheinkman. 2012. "Financial Constraints on Corporate Goodness." *SSRN Electronic Journal*, February.
- Huang, Xiaobei, and Luke Watson. 2015. "Corporate Social Responsibility Research in Accounting." *Journal of Accounting Literature* 34: 1–16.
- Jones, Thomas M. 1995. "Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics." *The Academy of Management Review* 20 (2): 404–37.
- Lys Thomas, Naughton James P., and Wang Clare. 2015. "Signaling through Corporate Accountability Reporting." *Journal of Accounting and Economics* 60: 56–72.
- Margolis, Joshua D., Hillary A. Elbenbein, and James P. Walsh. 2009. "Does It Pay to Be Good...And Does It Matter?" *SSRN Electronic Journal*, March.
- McGuire, Jean B., Alison Sundgren, and Thomas Schneeweis. 1988. "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance" 31 (4): 854–72.
- McWilliams, Abigail, and Donald Siegel. 2001. "Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective." *The Academy of Management Review* 26 (1): 117–27.

- Navarro, Peter. 1988. "Why Do Corporations Give to Charity?" *The Journal of Business* 61 (1): 65–93.
- Peloza, John. 2006. "Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance." *California Management Review* 48 (2): 52–72.
- Porter, Michael E., and Mark R. Kramer. 2006. "Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility." *Harvard Business Review* 84 (12): 78–92, 163.
- Porter, Michael E., and Mark R. Kramer. 2011. "The Big Idea: Creating Shared Value. How to Reinvent Capitalism - and Unleash a Wave of Innovation and Growth." *Harvard Business Review* 89 (1–2): 62–77.
- Schwartz, Norbert, and Gerard Clore. 1983. "Mood, Misattribution, and Judgments of Well-Being: Informative and Affective Functions of Affective States." *Journal of Personality and Social Psychology* 45 (3): 513–23.
- Schwartz, Norbert, and Gerard Clore. 2003. "Mood as Information: 20 Years Later." *Psychological Inquiry* 14 (3): 296–303.
- Servaes, Henri, and Ane Tamayo. 2013. "The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness." *Management Science* 59 (5): 1045–61.
- Sila, Ismail, and Kemal Cek. 2017. "The Impact of Environmental, Social and Governance Dimensions of Corporate Social Responsibility on Economic Performance: Australian Evidence." *Procedia Computer Science* 120: 797–804.
- Ullmann, Arie A. 1985. "Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships among Social Performance, Social Disclosure and Economic Performance of U.S. Firms." *The Academy of Management Review* 10 (3): 540–57.
- Waddock, Sandra A., and Samuel B. Graves. 1997. "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link." *Strategic Management Journal* 18 (4): 303–19.
- Zhao, Xiaoping, and Audrey Murrell. 2016. "Revisiting the Corporate Social Performance-financial Performance Link: A Replication of Waddock and Graves." *Strategic Management Journal* 37 (11).