

# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

**«Συντηρητικότητα στη λογιστική απεικόνιση και  
Environmental, Social and Governance (ESG) απόδοση  
των εταιριών»**

***Καπελλάκης Μάριος***

*Μχη 1906*

*Επιβλέπουσα καθηγήτρια: Αναγνωστοπούλου Σεραΐνα*

*Επιτροπή: Αναγνωστοπούλου Σ., Ανθρωπέλος Μ., Βολιώτης Δ.*

Ιανουάριος 2021

## **Ευχαριστίες**

*Για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερως την επιβλέπουσα καθηγήτρια κ. Αναγνωστοπούλου. Η στήριξη, η καθοδήγηση και οι υποδειγματικές παρατηρήσεις καθ' όλη τη διάρκεια της διπλωματικής εργασίας, αποτέλεσαν καθοριστικό παράγοντα για την ολοκλήρωση και παράδοσή της.*

*Καθώς η παρούσα εργασία σηματοδοτεί το πέρας του μεταπτυχιακού προγράμματος θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την οικογένεια μου που χωρίς τη συνδρομή τους θα ήταν αδύνατο να εκπληρώσω τους στόχους μου και τους συμφοιτητές μου που μοιραστήκαμε μαζί στιγμές διαβάσματος, πίεσης και σκληρής δουλειάς από την πρώτη ημέρα μέχρι σήμερα.*

## Περίληψη

Η παρούσα εργασία μελετά την επίδραση της λογιστικής συντηρητικότητας στην ESG απόδοση των εταιριών της Ευρωζώνης κατά την περίοδο 2004-2019. Ο λόγος για τον οποίο εξετάζεται αυτή η σχέση έχει να κάνει με την επιρροή των δύο μεταβλητών στην μελλοντική απόδοση μίας εταιρίας. Ως λογιστική συντηρητικότητα ορίζεται η ασυμμετρία στην αναγνώριση των κερδών σε σχέση με τις ζημιές, ενώ ως ESG απόδοση ορίζεται σύνολο των συμπεριφορών μίας επιχείρησης σχετικά με το περιβάλλον (Environment), την κοινωνία (Social) και την εταιρική διακυβέρνηση (Governance). Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας παρέχουν στοιχεία σχετικά με μία ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δύο εξεταζόμενων μεταβλητών. Φαίνεται ότι αυτή η αρνητική σχέση μειώνεται ως ένα βαθμό όταν η ESG απόδοση υπολογίζεται μέσω μεταβλητών που εφάπτονται στο νομικό πλαίσιο των επιχειρήσεων. Επίσης, παρέχουμε στοιχεία σχετικά με το πως αυτή η σχέση διαμορφώνεται με βάση τη μακροοικονομική κατάσταση μίας χώρας και την κουλτούρα της. Χώρες οι οποίες δεν αντιμετώπισαν μεγάλες δυσκολίες στην οικονομική κρίση του 2009 παρουσιάζουν μικρότερη αρνητική συσχέτιση συγκριτικά με εκείνες που πλήχθηκαν περισσότερο. Οι χώρες αυτές επίσης, παρουσιάζουν χαμηλότερα επίπεδα συντηρητικότητας πράγμα που υποδηλώνει ότι οι μακροοικονομικές δυσκολίες μπορεί να ωθήσουν μία χώρα στο να γίνει περισσότερο συντηρητική στην απεικόνιση των λογιστικών της καταστάσεων. Επιπρόσθετα, η εργασία μας εξέτασε τη σημαντικότητα του παράγοντα κουλτούρα στη σχέση αυτή. Τα στοιχεία δείχνουν ότι χώρες με μακροπρόθεσμους προσανατολισμούς παρουσιάζουν υψηλότερα επίπεδα συντηρητικότητας σε σχέση με τις χώρες που χαρακτηρίζονται από βραχυπρόθεσμους. Παρόλα αυτά, η μεγαλύτερη συντηρητικότητα δεν τις οδηγεί σε ακόμα μικρότερη ESG απόδοση καθώς φαίνεται ότι η κουλτούρα αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα που διαμορφώνει την ένταση της αρνητικής σχέσης μεταξύ των δύο εξεταζόμενων μεταβλητών. Συνοψίζοντας, η εργασία παρέχει στοιχεία σχετικά με μία ισχυρή αρνητική σχέση μεταξύ συντηρητικότητας και ESG απόδοσης, η οποία εντείνεται σε χώρες με μακροοικονομικές δυσκολίες και φαίνεται ότι επηρεάζεται από τον μακροπρόθεσμο ή βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό που τις διακρίνει.

## Περιεχόμενα

|  |    |
|--|----|
| Περίληψη.....  | 2  |
| 1. Εισαγωγή.....   | 4  |
| 2. Ανασκόπηση βιβλιογραφίας.....   | 7  |
| 2.1. Συντηρητικότητα στη λογιστική απεικόνιση και παρουσίαση των<br>λογιστικών καταστάσεων ..... | 7  |
| 2.2 ESG Απόδοση.....   | 14 |
| 2.3 Πως οι ESG πληροφορίες χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές.....                              | 19 |
| 2.4 Λογιστική Συντηρητικότητα και ESG Απόδοση – Τεκμηρίωση θέματος<br>εργασίας .....             | 20 |
| 3. Δείγμα και Μεθοδολογία.....   | 25 |
| 3.1 Επιλογή Δείγματος .....  | 25 |
| 3.2 Μέτρηση της Συντηρητικότητας .....   | 25 |
| 3.3 Μέτρηση ESG Απόδοσης.....  | 26 |
| 3.4 Μεταβλητές Ελέγχου.....  | 27 |
| 3.5 Μεθοδολογία .....  | 28 |
| 4. Εμπειρικά Αποτελέσματα.....   | 30 |
| 4.1 Περιγραφική στατιστική .....   | 30 |
| 4.2 Βασική Ανάλυση .....   | 32 |
| 4.3 Ο ρόλος των μακροοικονομικών συνθηκών .....  | 36 |
| 4.4 Ο ρόλος της κουλτούρας.....  | 40 |
| 5. Επίλογος.....   | 45 |
| Παράρτημα.....   | 47 |
| Βιβλιογραφία .....   | 53 |

## 1. Εισαγωγή

Ως επιχείρηση θα μπορούσαμε να ορίσουμε το σύνολο σαφών και ασαφών συμβατικών σχέσεων μεταξύ της ίδιας και των ομάδων συμφερόντων που την απαρτίζουν, όπως είναι οι μέτοχοι, οι δανειστές, οι προμηθευτές, οι πελάτες και οι εργαζόμενοι (Williamson 1975, 1985). Παράγοντα υψίστης σημασίας στις επιχειρήσεις διαχρονικά έχει αποτελέσει η λογιστική απεικόνιση των χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Η ανάπτυξη της λογιστικής χρονολογείται από τα αρχαία χρόνια και συγκεκριμένα από τη Μεσοποταμία, παραπάνω από 7.000 χρόνια πριν (Oldroyd et al., 2008). Μία από τις σημαντικότερες επιρροές στην απεικόνιση των λογιστικών καταστάσεων μίας εταιρίας είναι η **Λογιστική Συντηρητικότητα (accounting conservatism)** (Sterling 1970,256).

Σύμφωνα με τον ορισμό που διατύπωσε ο Basu το 1997, λογιστική συντηρητικότητα είναι η τάση των λογιστών να απαιτούν μεγαλύτερο βαθμό αξιοπιστίας έτσι ώστε να αναγνωρίσουν τα θετικά νέα ως κέρδος σε σχέση με το να αναγνωρίσουν τα αρνητικά ως ζημιά. Με άλλα λόγια, θεωρείται η ασυμμετρία που παρατηρείται στην επαλήθευση των στοιχείων που αφορούν τα κέρδη συγκριτικά με αυτά που αφορούν ζημιές. Η παροιμία που χρησιμοποιείται παραδοσιακά για να περιγράψει τη λογιστική συντηρητικότητα είναι η εξής: «*anticipate no profit, but anticipate all loses*» (Bliss, 1924).

Εκτός της λογιστικής συντηρητικότητας, μία επίσης μεγάλη επιρροή στο χώρο των επιχειρήσεων ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια είναι το **ESG Performance**. Με τον όρο ESG Performance εννοούμε την Environmental, Social και Governance απόδοση των εταιριών. Επί της ουσίας, η απόδοση μίας εταιρίας στις παραπάνω μεταβλητές αποτελείται από το πλήθος των συμπεριφορών της τόσο εντός, όσο και εκτός αυτής. Τέτοιου είδους συμπεριφορές είναι οι επενδύσεις για τη μείωση της ρύπανσης, η οργάνωση περιβαλλοντικών στρατηγικών, η μεταχείριση των γυναικών και των μειονοτήτων, η φύση των προϊόντων που παράγονται με μέριμνα την ασφάλεια του καταναλωτή και του περιβάλλοντος, η σχέση με τους προμηθευτές και τους πελάτες και τα φιλανθρωπικά προγράμματα (Wood, 1991a, 1991b; Aupperle et al., 1985; Wolfe and Aupperle, 1991; Miles, 1987; Gephart, 1991).

Η παρούσα εργασία ασχολείται με την ανάλυση της σχέσης **Λογιστικής Συντηρητικότητας** και **ESG Performance** σε εταιρίες της Ευρωζώνης για την περίοδο 2004-2019. Η συγκεκριμένη ανάλυση έχει αξία καθώς τόσο η συντηρητικότητα όσο και το ESG Performance φαίνεται με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία να επηρεάζουν άμεσα την μελλοντική πορεία μίας εταιρίας. Η συντηρητικότητα φαίνεται ότι έχει ευεργετικό ρόλο στις συμφωνίες δανεισμού, στις αποζημιώσεις και την εταιρική διακυβέρνηση (Watts, 2003), ενώ και το ESG Performance σχετίζεται με αναμενόμενες υψηλές αποδόσεις και αποτελεσματικότητα μελλοντικά (Waddock & Graves 1997; Orlitzky et al., 2003; Margolis & Walsh 2003). Επομένως, στόχος μας ήταν να ερευνήσουμε πως η συντηρητική απεικόνιση των λογιστικών καταστάσεων η οποία προασπίζει τα συμφέροντα των παρόχων κεφαλαίου, (Mora & Walker, 2015; Ruch & Taylor, 2015) επηρεάζει την πολιτική της επιχείρησης σχετικά με την κοινωνία και το περιβάλλον. Η ανάλυση μας, προσφέρει μία διαφορετική σκοπιά στη μελέτη της σχέσης συντηρητικότητας και ESG καθώς λαμβάνουμε υπόψη το ρόλο που διαδραματίζει η μακροοικονομική κατάσταση μίας χώρας και ο παράγοντας κουλτούρα (Long-Short Term Orientation). Ο λόγος για τον οποίο η συγκεκριμένη εργασία παρουσιάζει ενδιαφέρον έχει να κάνει με την επιλογή του δείγματος και τη δυνατότητα που παρέχει να εξετάσουμε τη σχέση **Συντηρητικότητας – ESG Performance** μέσα από διαφορετικά κριτήρια και διαφορετικές οπτικές γωνίες. Το δείγμα το οποίο επιλέξαμε να μελετήσουμε αφορά την Ευρωπαϊκή Ένωση και συγκεκριμένα τις χώρες οι οποίες απαρτίζουν την Ευρωζώνη. Επομένως, ελέγχουμε αν τα αποτελέσματα ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί στην Αμερική, έρχονται σε συμφωνία με αυτά στην Ευρώπη. Επιπλέον, μας δίνεται η δυνατότητα να εξετάσουμε πως διαμορφώνεται η σχέση συντηρητικότητας και ESG Performance με βάση δύο επιπλέον παραμέτρους. Τη μακροοικονομική κατάσταση μίας χώρας και την κουλτούρα της. Αναλύουμε τον αντίκτυπο που είχε στις εξεταζόμενες μεταβλητές η οικονομική κρίση του 2009 που έπληξε την Ευρωπαϊκή Ένωση αλλά και το πόσο σημαντικός είναι ο μακροπρόθεσμος ή βραχυπρόθεσμος προσανατολισμός που χαρακτηρίζει την κουλτούρα μίας χώρας (Long-Short Term Orientation).

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, υπάρχουν δύο διαφορετικές οπτικές γωνίες για να προσεγγίσουμε την επίδραση της συντηρητικότητας στο ESG. Από τη μία πλευρά,

η ηθική προσέγγιση του ESG, υποστηρίζει ότι θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερόμενων μερών και όχι μόνο των μετόχων. Ενώ τα διοικητικά στελέχη θα πρέπει να αποδέχονται το γενικό καλό ως υποχρέωσή τους ακόμα και αν αποκλίνουν από τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (Bhandari & Javakhadze, 2017; Goss & Roberts, 2011). Υπό αυτή την έννοια θα αναμέναμε ότι εταιρίες που χαρακτηρίζονται ως συντηρητικές και έχουν ως στόχο τη διαφύλαξη των συμφερόντων των επενδυτών, να πράξουν ακριβώς το ίδιο και για την υπόλοιπη κοινωνία. Επομένως θα μπορούσαμε να υποθέσουμε ότι η συντηρητικότητα έχει θετική επίδραση στο ESG.

Από την άλλη πλευρά, η βιβλιογραφία αναγνωρίζει το ESG ως ένα είδος επένδυσης (Sun & Gunia, 2018) και κατ' επέκταση μία πιθανή πηγή συγκρούσεων εντός και εκτός της επιχείρησης, ειδικότερα στις περιπτώσεις που τα διοικητικά στελέχη χρησιμοποιούν το ESG για την επίτευξη προσωπικών στόχων και τη διαμόρφωση καλής φήμης (Anagnostopoulou et al., 2020). Η ισχυρή φήμη και τα προσωπικά οφέλη είναι πιθανό να ωθήσουν τα στελέχη να πάρουν αποφάσεις εις βάρος των μετόχων (Barnea & Rubin, 2010), να δώσουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις επενδύσεις ESG και να απομακρυνθούν από τη συντηρητικότητα. Με βάση τα παραπάνω θα περιμέναμε μία αρνητική σχέση μεταξύ συντηρητικότητας και ESG Performance.

Σε προηγούμενες έρευνες συναντάμε κατά κύριο λόγο αρνητική συσχέτιση (Anagnostopoulou et al., 2020; Burke et al., 2019) αλλά παράλληλα υπάρχουν εργασίες που καταλήγουν σε θετική συσχέτιση (Guo et al., 2020). Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας βρίσκονται σε συμφωνία με προηγούμενες μελέτες και αναδεικνύουν μία αρνητική σχέση μεταξύ των εξεταζόμενων μεταβλητών. Η μελέτη μας πραγματοποιήθηκε για ένα δείγμα εταιριών της Ευρωζώνης και αποτυπώθηκε μία έντονη και στατιστικά σημαντική η αρνητική επίδραση της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση. Αυτή η αρνητική επίδραση αμβλύνεται μόνο όταν οι εξεταζόμενες μεταβλητές του ESG εφάπτονται στο νομικό πλαίσιο των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα διατηρούνται σχεδόν αυτούσια και στην ανάλυση των μακροοικονομικών παραγόντων. Χώρες που αντιμετώπισαν μεγάλες μακροοικονομικές δυσκολίες (π.χ. Ελλάδα, Ισπανία, Πορτογαλία) κατά την περίοδο της κρίσης, φαίνεται ότι είναι πολύ περισσότερο συντηρητικές σε σχέση με τις υπόλοιπες (π.χ. Γερμανία, Ολλανδία, Αυστρία). Κατ' επέκταση, λόγω της επίδρασης της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση, παρουσιάζουν μία πολύ πιο έντονη

αρνητική συσχέτιση οι εξεταζόμενες μεταβλητές μεταξύ τους. Ενδιαφέροντα αποτελέσματα μας παρείχε η ανάλυση από το διαχωρισμό του δείγματος με βάση την κουλτούρα των χωρών. Ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός ενός λαού, φαίνεται να έχει σαν αποτέλεσμα μεγαλύτερα επίπεδα συντηρητικότητας σε σχέση με αυτή ενός βραχυπρόθεσμου. Παρόλα αυτά, η συντηρητικότητα αυτή δε μεταφράζεται σε μεγαλύτερη αρνητική συσχέτιση των μεταβλητών. Χώρες με βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό έχουν σχεδόν την ίδια αρνητική συσχέτιση με τις χώρες με μακροπρόθεσμο. Πράγμα που φανερώνει μία ισχυρή επίδραση της κουλτούρας στις επιχειρήσεις σχετικά με τις πολιτικές ESG. Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας είναι χρήσιμα σε επενδυτές καθώς φαίνεται ότι λαμβάνουν πολύ σοβαρά υπόψη την ESG απόδοση μίας εταιρίας στις αποφάσεις τους. Θεωρείται ότι αποτελεί σημαντικό παράγοντα στα πλαίσια της διατηρήσιμης ανάπτυξης των επιχειρήσεων (Porter & Kramer, 2006) αλλά και παράγοντα που φανερώνει το συστηματικό κίνδυνο (Amel-Zadeh & Serafeim 2017). Επομένως, είναι απαραίτητο να γνωρίζουν τις παραμέτρους που επηρεάζουν την ESG απόδοση και φαίνεται ότι η συντηρητικότητα είναι μία από αυτές.

Για την έρευνά μας χρησιμοποιήσαμε στοιχεία 16 ετών και συγκεκριμένα από το 2004 μέχρι το 2019. Από το 2005 και έπειτα η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει υιοθετήσει τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (IFRS) πράγμα το οποίο μας εξασφαλίζει ομοιομορφία στα αποτελέσματα υπό την έννοια ότι το λογιστικό περιβάλλον που διεξήχθη η έρευνα είναι κοινό.

## **2. Ανασκόπηση βιβλιογραφίας**

### **2.1. Συντηρητικότητα στη λογιστική απεικόνιση και παρουσίαση των λογιστικών καταστάσεων**

Συντηρητικότητα είναι η τάση των λογιστών να απαιτούν μεγαλύτερο και αυστηρότερο έλεγχο για την αναγνώριση οικονομικών κερδών σε σύγκριση με τις οικονομικές ζημιές (Basu, 1997; Watts, 2003). Επίσης, οι Watts & Zimmerman (1986), όρισαν τη συντηρητικότητα ως «απεικόνιση της χαμηλότερης αξίας μεταξύ πιθανών αξιών του Ενεργητικού και της υψηλότερης αξίας μεταξύ πιθανών αξιών των Υποχρεώσεων». Βιβλιογραφικά συναντάμε δύο τύπους συντηρητικότητας. Την υπό όρους



συντηρητικότητα (Conditional Conservatism) και την άνευ όρων συντηρητικότητα (Unconditional Conservatism). Η διαφορά μεταξύ τους έγκειται στο γεγονός ότι η πρώτη μορφή πηγάζει από τις οικονομικές συνθήκες, ενώ η δεύτερη όχι (Ruch & Taylor, 2014). Αυτό που εξετάζουμε στην εργασία μας αφορά τη συντηρητικότητα υπό όρους (Conditional Conservatism) και το χαρακτηριστικό που τη διακρίνει είναι η ασυμμετρία στην αναγνώριση των καλών και των κακών νέων (Basu, 1997).

Για να γίνει κατανοητή η σημαντικότητα της συντηρητικότητας, αξίζει να σημειωθεί ότι επηρεάζει τις λογιστικές πρακτικές για περισσότερα από 500 χρόνια (Basu 1997), ενώ χαρακτηρίζεται ως μία από τις πιο σημαντικές επιρροές στην απεικόνιση των λογιστικών καταστάσεων μίας εταιρίας (Sterling 1970,256). Η βιβλιογραφία έχει δείξει ότι η συντηρητικότητα μπορεί να αποτελέσει λύση σε μία πληθώρα πιθανών προβλημάτων που απασχολούν τις επιχειρήσεις κατά καιρούς. Μερικοί από τους τομείς που ασκεί σημαντική επιρροή είναι *οι επενδύσεις, η εταιρική διακυβέρνηση, η ασυμμετρία πληροφόρησης, ο ηθικός κίνδυνος, οι δικαστικές διαμάχες, η φορολογία, οι συμφωνίες χρέους και οι αποζημιώσεις.*

Πιο συγκεκριμένα, η συντηρητικότητα φαίνεται να οδηγεί σε απόρριψη επενδύσεων που έχουν αρνητική καθαρή παρούσα αξία και γρήγορη εγκατάλειψη επενδυτικών πλάνων με χαμηλή απόδοση (Ball, 2001; Ball & Shivakumar, 2005). Επίσης, μπορεί να οδηγήσει σε απόρριψη ενός πλάνου με θετική καθαρή παρούσα αξία που όμως είναι αρκετά υψηλού κινδύνου (Leuz, 2001 ; Roychowdhury, 2010; Bushman et al., 2011). Μπορεί να βοηθήσει εταιρίες οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα χρηματοδότησης και να συμβάλλει με αυτό τον τρόπο στην επίλυση προβλημάτων που σχετίζονται με την **υπό-επένδυση**. Για τέτοιες εταιρίες τα κόστη από μία επένδυση αρνητικής καθαρής παρούσας αξίας ή μεγάλου κινδύνου είναι μεγάλα καθώς αντιμετωπίζουν την πιθανότητα πτώχευσης και παρουσιάζουν χαμηλή κερδοφορία, ενώ και οι μέτοχοι ή δανειστές είναι απρόθυμοι στο να τις χρηματοδοτήσουν ξανά (Jensen & Meckling 1976; Myers, 1977). Επομένως, μέσω της συντηρητικότητας τέτοιες εταιρίες μπορούν να μειώσουν τις δυσκολίες χρηματοδότησης και να βρουν πρόσβαση σε ξένα κεφάλαια. Παρόλα αυτά, λογιστική συντηρητικότητα σε εταιρίες με δυσκολίες στη χρηματοδότηση τους δε συνεπάγεται πάντα και επιπλέον χρηματοδότηση από τους μετόχους. Κι αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδυτές-μέτοχοι φοβούνται ότι τέτοιες εταιρίες θα αντιμετωπίσουν προβλήματα πτώχευσης στην περίπτωση που τα επενδυτικά τους πλάνα αποτύχουν ή δεν

αποφέρουν μεγάλη απόδοση. Έτσι, η συντηρητικότητα είναι πιο πιθανό να ωθήσει τους επενδυτές στο να μη χρηματοδοτήσουν την επιχείρηση με επιπλέον κεφάλαια. Οι επενδυτές όταν παρέχουν κεφάλαια, προτιμούν ριψοκίνδυνες επενδύσεις οι οποίες μπορεί να τους αποφέρουν μεγαλύτερα κέρδη. Επομένως, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η συντηρητικότητα διευκολύνει το δανεισμό σε εταιρίες οι οποίες έχουν προβλήματα χρηματοδότησης, όμως αυτό δε σημαίνει απαραίτητα ότι διευκολύνει και την πρόσβασή τους σε επιπρόσθετα Ίδια Κεφάλαια (Garcia Lara et al., 2016).

Επιπλέον, η συντηρητικότητα βοηθάει στα προβλήματα που σχετίζονται με την **υπέρ-επένδυση**. Αυτά παρατηρούνται σε εταιρίες με μεγάλες οικονομικές δυνατότητες, στις οποίες τα στελέχη μπορούν να επιλέγουν επενδυτικά πλάνα ακόμα και με αρνητική καθαρή παρούσα αξία με σκοπό να αποκομίσουν προσωπικά οφέλη. Όμως, μέσω της άμεσης αποτύπωσης των ζημιών στις λογιστικές καταστάσεις παρέχεται η δυνατότητα στους μετόχους να ελέγχουν τους επί κεφαλής της επιχείρησης και να αποτρέψουν τέτοιου είδους συμπεριφορές. Αυτή η επίδραση της συντηρητικότητας είναι αναμενόμενη όχι μόνο σε περιπτώσεις εξαγορών (Francis & Martin 2010) αλλά και σε περιπτώσεις επενδύσεων όπως η έρευνα και η ανάπτυξη που είναι πιο αδιαφανείς. Συμπερασματικά, σε εταιρίες που υπέρ-επενδύουν, η συντηρητικότητα οδηγεί σε καλύτερες επιλογές επενδυτικών πλάνων και γρήγορη εγκατάλειψη επενδύσεων που δεν αποφέρουν κέρδη, αυξάνοντας έτσι το μελλοντικό δείκτη ROA της επιχείρησης (Garcia Lara et al., 2016). Σχετικά με πιο αδιαφανείς επενδύσεις όπως η έρευνα & ανάπτυξη, οι Garcia Lara et al. (2016), καταλήγουν στο συμπέρασμα πως όταν μία τέτοιου είδους επένδυση αποτύχει, συντηρητικές εταιρίες θα διαγράψουν την επένδυση και θα εμφανίσουν τη ζημιά πολύ πιο γρήγορα. Με αυτό τον τρόπο είναι λιγότερο πιθανό να εμφανίσουν αποτυχημένα επενδυτικά πλάνα τα οποία σχετίζονται με την Έρευνα & Ανάπτυξη (Research & Development – R&D).

Τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρο να αποκρύψουν ζημιές της εταιρίας για να γλιτώσουν μία ενδεχόμενη απόλυση. Η συντηρητικότητα επιταχύνει την αναγνώριση των ζημιών και παρέχει στα διοικητικά στελέχη και στους μετόχους το έναυσμα για έρευνα σχετικά με τις ζημιές αυτές. Η έρευνα αυτή μπορεί να οδηγήσει σε απόλυση κάποιου υπεύθυνου στελέχους και σε εγκατάλειψη ενός έργου το οποίο έχει αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Επομένως, τα στελέχη έχουν ισχυρό κίνητρο να παρουσιάσουν τα έργα τα οποία έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία (Watts 2003).

Συμπερασματικά, ένας ακόμα τομέας στον οποίο η συντηρητικότητα μπορεί να έχει θετική επίδραση είναι η εταιρική διακυβέρνηση.

Όσον αφορά την ασυμμετρία πληροφόρησης, φαίνεται να βοηθάει στην αντιμετώπιση της και στα προβλήματα που αυτή δημιουργεί (LaFond & Watts, 2008; Khan & Watts, 2009). Εταιρίες στα πρώτα χρόνια λειτουργίας τους τείνουν να έχουν περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης αλλά και μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης, τόσο μεταξύ διοικητικών στελεχών και επενδυτών, όσο και μεταξύ διοικητικών στελεχών και δανειστών. Από τη στιγμή που συντηρητικότητα σημαίνει καλύτερη διακυβέρνηση και μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η λογιστική συντηρητικότητα γεννάται μέσα από την ασυμμετρία πληροφόρησης (Watts, 1993, 2003a; Ball, 2001; Holthausen & Watts, 2001). Επομένως, όσο μεγαλύτερη είναι η εταιρία, τόσο μικρότερη η συντηρητικότητα. Επίσης, ασυμμετρία πληροφόρησης σημαίνει και επενδυτική αβεβαιότητα και μεγάλος επενδυτικός κύκλος. Συμπερασματικά, φαίνεται ότι όσο μεγαλύτερη η αβεβαιότητα (μη συστηματικός κίνδυνος), ο επενδυτικός κύκλος και κατ' επέκταση η ασυμμετρία πληροφόρησης, τόσο πιο συντηρητική γίνεται μία εταιρία. Θα μπορούσε κάποιος να υποθέσει το αντίστροφο. Ότι η ύπαρξη της συντηρητικότητας είναι αυτή που δημιουργεί μεγαλύτερα επίπεδα ασυμμετρίας πληροφόρησης και αβεβαιότητας. Όμως σύμφωνα με τους LaFond & Watts (2008), η ασυμμετρία πληροφόρησης οδηγεί σε συντηρητικότητα πολύ περισσότερο από ότι η συντηρητικότητα οδηγεί σε ασυμμετρία πληροφόρησης.

Σχετικά με τον ηθικό κίνδυνο, η βιβλιογραφία έχει αναδείξει την τάση των διοικητικών στελεχών να δρουν καιροσκοπικά, εξυπηρετώντας ιδιοτελείς σκοπούς (Williamson 1975, 1985). Η συντηρητικότητα μπορεί να βοηθήσει στην αντιμετώπιση του ηθικού κινδύνου που προκαλείται από τα ενδιαφερόμενα μέρη που απαρτίζουν μία εταιρία. Λόγου χάρη, συμβάλει στον περιορισμό της κερδοσκοπικής συμπεριφοράς των διευθυντικών στελεχών. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να αυξάνεται η αξία της εταιρίας, καθώς δεν πραγματοποιούνται υπέρογκες πληρωμές προς τα στελέχη ή άλλους αντισυμβαλλόμενους. Αυτή η αύξηση στην αξία της εταιρίας μοιράζεται σε όλα τα αντισυμβαλλόμενα μέρη και έτσι βελτιώνεται η ευημερία τους (Watts 2003).

Επίσης, μία ακόμη θετική επίδραση της συντηρητικότητας αφορά τις αγωγές και τις δικαστικές διαμάχες. Η παρουσία συντηρητικότητας μειώνει την πιθανότητα για

ασυμμετρία πληρωμών που θα μπορούσε να δημιουργηθεί από τις δικαστικές διαμάχες, ως αποτέλεσμα της υπερτίμησης του ενεργητικού. Αντιθέτως, η συντηρητικότητα συμβάλλει στην υποβάθμισή του. Με αυτό τον τρόπο μειώνονται τα αναμενόμενα κόστη από δικαστικές διαμάχες και αγωγές (Beaver 1993).

Αξιοσημείωτα είναι τα οφέλη και όσον αφορά τη φορολογία. Η ασυμμετρία στην αναγνώριση των κερδών έναντι των ζημιών δίνει τη δυνατότητα στα στελέχη των κερδοφόρων εταιριών να μειώσουν την παρούσα αξία των φόρων που θα κληθούν να πληρώσουν και να αυξήσουν με αυτό τον τρόπο την αξία της εταιρίας (Watts 2003).

Ένας ακόμα σημαντικός τομέας που γίνεται εμφανής η παρουσία της συντηρητικότητας αφορά τις συμφωνίες χρέους. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία φαίνεται να διευκολύνει την πρόσβαση σε ξένα κεφάλαια (Ahmed et al., 2002) και μάλιστα συνδέεται με χαμηλότερα κόστη δανεισμού (Ahmed et al. 2002; Garcia Lara et al., 2011). Τα διευθυντικά στελέχη μπορούν δυσκολότερα να αποφύγουν έργα με θετική παρούσα αξία και να υπερτιμήσουν περιουσιακά στοιχεία και κέρδη μίας εταιρίας όπως επίσης και να ρευστοποιήσουν μερίσματα προς τους μετόχους εις βάρος των δανειστών (Watts, 2003). Η συντηρητικότητα φαίνεται να μειώνει το κόστος του δανεισμού καθώς ωφελεί τόσο τους δανειστές όσο και τους δανειζόμενους. Όσον αφορά τους δανειστές, θα πρέπει να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο από μια πιθανή αύξηση του ρίσκου η οποία μπορεί να προέρχεται είτε από το περιβάλλον του δανειζόμενου είτε από εξωτερικούς παράγοντες (π.χ. παγκόσμια οικονομία). Όμως, έχουν το μειονέκτημα ότι μπορεί να μην αναγνωρίσουν έγκαιρα τον κίνδυνο για να προσαρμοστούν σε αυτόν. Έτσι, συντηρητικοί οφειλέτες που παρέχουν άμεση αναγνώριση των "κακών" νέων στις λογιστικές τους καταστάσεις δίνουν τη δυνατότητα στους δανειστές να εντοπίσουν γρήγορα των κίνδυνο και να μπορέσουν να τον αντιμετωπίσουν καλύτερα (π.χ. μέσα από προσαρμογή του επιτοκίου ή επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής) (Zhang, 2008). Συνεπώς, και με δεδομένο το παραπάνω συμπέρασμα σχετικά με τη μείωση του κινδύνου των δανειστών, οι συντηρητικοί οφειλέτες φαίνεται να ωφελούνται και οι ίδιοι σε συμφωνίες χρέους. Από τη στιγμή που παρέχονται άμεσα σημάδια για την αναγνώριση του ρίσκου των δανειστών μειώνεται και ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος. Επομένως, είναι πιο πιθανό οι δανειστές να μειώσουν τα επιτόκια τους στους πιο συντηρητικούς οφειλέτες. Όσο πιο συντηρητικός ο οφειλέτης τόσο μεγαλύτερα τα οφέλη του δανειστή. Κατά συνέπεια υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ επιτοκίου και συντηρητικότητας (Zhang, 2008). Επίσης, οι οίκοι

αξιολόγησης εξετάζουν περιοδικά την πιστοληπτική ικανότητα των εταιριών και τυχόν αποκλίσεις από τη συντηρητικότητα μπορεί να επιφέρουν αυξήσεις των τόκων σε μελλοντικές συμφωνίες δανεισμού (Ahmed et al., 2002).

Τέλος, στον τομέα των αποζημιώσεων η βιβλιογραφία δείχνει ότι η συντηρητικότητα μειώνει την πιθανότητα τα διευθυντικά στελέχη να φουσκώσουν κέρδη και καθαρό ενεργητικό με σκοπό να τα διανείμουν και να επωφεληθούν οι ίδιοι αντί να καταβάλλουν προσπάθεια να πραγματοποιήσουν επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία (Watts 2003).

Υπάρχουν τομείς των επιχειρήσεων που η συντηρητικότητα διαδραματίζει σημαντικό ρόλο αλλά δεν είναι τόσο εμφανείς. Παραδείγματος χάρη, φαίνεται ότι βοηθάει στη μείωση των συγκρούσεων μεταξύ μετόχων και ομολογιούχων σχετικά με τη μερισματική πολιτική της εταιρίας (Ahmed et al., 2002). Η υπερβολική πληρωμή μερισμάτων μπορεί να μεταφέρει πλούτο από τους ομολογιούχους προς τους μετόχους. Η σύγκρουση αυτή μεταξύ τους είναι τόσο μεγάλη που συνήθως οι ομολογιούχοι απαιτούν περιορισμούς στη μερισματική πολιτική πριν τη σύναψη συμφωνίας (Black 1976; Smith & Warner 1979; Kalay 1982; Leftwich 1983; Healy & Palepu 1990; El Gazzar & Pastena 1990, 1991). Η συντηρητικότητα μειώνει τα κέρδη τα οποία χρησιμοποιούνται στις συμφωνίες χρέους για να περιορίσουν τα μερίσματα. Άρα η επιλογή της συντηρητικότητας αποτελεί μία μέθοδο έτσι ώστε να μειωθεί ο κίνδυνος των ομολογιούχων ότι θα πληρώσουν υπέρογκα μερίσματα προς τους μετόχους. Αυτή η μείωση του κινδύνου γίνεται όλο και περισσότερο σημαντική όταν οι σχέσεις μεταξύ ομολογιούχων-μετόχων χαρακτηρίζονται από έντονες συγκρούσεις. Επίσης, οι Ahmed et al. (2002) ανέδειξαν ότι οι ομολογιούχοι είναι διατεθειμένοι να δεχτούν χαμηλότερη απόδοση σε αντάλλαγμα για το μειωμένο ρίσκο πληρωμής υπέρογκων μερισμάτων προς στους μετόχους. Αξίζει να σημειωθεί ότι βιβλιογραφικά φαίνεται ότι υπάρχει συσχέτιση της συντηρητικότητας με το χρόνο αποπληρωμής ενός δανείου. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τους Kang et al. (2015), η σχέση αυτή είναι θετική αλλά είναι πιο έντονη σε μακροπρόθεσμους δανεισμούς.

Συνοψίζοντας, η βιβλιογραφία έχει δείξει ότι η συντηρητικότητα στη λογιστική απεικόνιση μπορεί να παρέχει σημαντικά οφέλη σε ένα μεγάλο εύρος ενδιαφερόμενων μερών που την απαρτίζουν. Παρόλα αυτά, έρευνες έχουν αναδείξει και κάποιες πολύ σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις που φαίνεται ότι πηγάζουν από τη συντηρητικότητα.

Μία συνέπεια της ασυμμετρίας στην αναγνώριση των κερδών σε σχέση με τις ζημιές είναι η μόνιμη υποβάθμιση της καθαρής αξίας του ενεργητικού. Αυτή η υποβάθμιση σε μία χρονική στιγμή σήμερα μπορεί να οδηγήσει σε υπερτίμηση των κερδών στο μέλλον (Watts 2003). Η συντηρητική απεικόνιση των λογιστικών καταστάσεων μπορεί να είναι εξαιρετικά κοστοβόρα. Αυτό συμβαίνει γιατί συνήθως τέτοιες εταιρίες υποπίπτουν σε παραβίαση συμφωνιών, οι οποίες από τη φύση τους είναι πιο ακριβές (Beneish & Press, 1993; Zhang, 2008). Επίσης, η γρηγορότερη κεφαλαιοποίηση των κακών νέων στα λογιστικά βιβλία σε σχέση με τα καλά νέα κάνουν αυτές τις συμφωνίες πιο δεσμευτικές (Ball & Shivakumar, 2005; Zhang, 2008). Ακόμα, φαίνεται ότι η λογιστική συντηρητικότητα περιορίζει ριψοκίνδυνες επενδύσεις που λαμβάνονται από διευθυντικά στελέχη όταν αυτές έχουν αρνητική καθαρή παρούσα αξία και δεδομένης της άμεσης αναγνώρισης των κακών νέων οι ζημιές αποτυπώνονται γρηγορότερα (Ettredge et al., 2016; Kim et al., 2013). Έρευνες έχουν δείξει ότι η συντηρητικότητα αυξάνει τη διακύμανση των κερδών μίας εταιρίας και παράλληλα μειώνει και την ανθεκτικότητά τους (Dichev & Tang, 2008; Chen et al., 2014). Επομένως, επηρεάζει σημαντικά την ποιότητα των κερδών. Επίσης, φαίνεται ότι μία ακόμα πτυχή της ποιότητας των κερδών επηρεάζεται από τη συντηρητικότητα και αυτή είναι η ποιότητα των δεδουλευμένων (Dechow et al., 2010). Τέλος, σύμφωνα με τους Kim et al. (2013), η συντηρητικότητα σε πολλές περιπτώσεις μεταφράζεται ως υπέρογκες αμοιβές προς τα διοικητικά στελέχη.

Αξίζει να τονιστεί ότι αρκετές έρευνες έχουν συνδέσει κάποια χαρακτηριστικά των εταιριών με το βαθμό της συντηρητικότητας που τις διακρίνει. Η βιβλιογραφία έχει αναδείξει ότι η ποιότητα της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης σχετίζεται θετικά με τη συντηρητικότητα. Επομένως, υπάρχει ανάγκη για συντηρητικότητα με σκοπό την καλύτερη παρακολούθηση της εταιρίας (Beekes et al. 2004; Ahmed & Duellman 2007; Garcia Lara et al. 2007, 2009b; Vyas, 2011; Ramalingegowda & Yu 2012). Επίσης, φαίνεται ότι σε εταιρίες όπου οι μετοχές συγκεντρώνονται σε μικρότερο αριθμό επενδυτών υπάρχουν μεγαλύτερα επίπεδα συντηρητικότητας. Με αυτό τον τρόπο, υποθέτουμε ότι η συγκέντρωση αυτή των μετοχών στους "λίγους" αυξάνει την πιθανότητα η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ μετόχων και διοικητικών στελεχών να επιλύεται μέσω ιδιωτικών καναλιών επικοινωνίας (Ball & Shivakumar, 2005; La Fond, 2005; Dargenidou et al., 2007; Peek et al., 2010; Bona et al., 2011). Εκτός των παραπάνω, σύμφωνα με τους Burke et al. (2019), εταιρίες με μικρότερο μέγεθος

(Size), market-to-book ratio και με μεγάλη μόχλευση (Leverage), έχουν μεγαλύτερα επίπεδα συντηρητικότητας. Επίσης, εταιρίες με χαμηλή έρευνα & ανάπτυξη (R&D) και έξοδα διαφήμισης, χαμηλή κερδοφορία (Cash flow from Operations) και χαμηλή ανάπτυξη πωλήσεων (Sales growth), χαμηλό Altman Z-score και μικρότερης ηλικίας έχουν μεγαλύτερα επίπεδα συντηρητικότητας. Όμως, εταιρίες με μεγαλύτερη διαφάνεια (Transparency) έχουν χαμηλότερα. Ενώ όσον αφορά την επίδραση των IFRS στην απεικόνιση των λογιστικών καταστάσεων στην Ευρώπη φαίνεται μία μείωση του βαθμού συντηρητικότητας (Andre et al., 2015).

## 2.2 ESG Απόδοση

Ως ESG απόδοση ορίζουμε το βαθμό στον οποίο μία εταιρία πετυχαίνει υψηλούς στόχους σε 3 τομείς που σχετίζονται με το φυσικό περιβάλλον, την κοινωνία και την εταιρική διακυβέρνηση. Δηλαδή, αυτό που βιβλιογραφικά συναντάμε ως υπεύθυνη εταιρία (Corporate Responsibility). Η απόδοση μίας υπεύθυνης εταιρίας ορίζεται ως το σύνολο των στρατηγικών και λειτουργικών πρακτικών που αναπτύσσει στην προσπάθειά της να δημιουργήσει σχέσεις με τις ομάδες συμφερόντων που την απαρτίζουν και να είναι φιλική με το φυσικό περιβάλλον (Waddock, 2004). Η ESG απόδοση έχει μία πολυδιάστατη δομή και συνδέεται με ένα πλήθος συμπεριφορών τόσο εντός, όσο και εκτός της επιχείρησης. Επενδύσεις για τη μείωση της ρύπανσης, φιλανθρωπικά προγράμματα, ανάπτυξη σχέσεων με τους προμηθευτές και τους πελάτες και προάσπιση των συμφερόντων των μειονοτήτων είναι μερικές από τις συμπεριφορές αυτές. Τα τελευταία χρόνια υπάρχει μία μεγάλη άνοδος στον αριθμό των εταιριών που μετράνε την απόδοσή τους σε περιβαλλοντικά, κοινωνικά και εταιρικής διακυβέρνησης θέματα. Λιγότερες από 20 εταιρίες δημοσίευαν στοιχεία ESG το 1990 και πλέον ο αριθμός αυτός έχει εκτοξευθεί στις 9.000 το 2016 (Amel-Zadeh & Serafeim 2017). Έρευνες δείχνουν τη σχέση του ESG με πολλές οικονομικές συνέπειες. Το ESG σχετίζεται με χαμηλότερο περιορισμό κεφαλαίων (Cheng et al., 2014), κόστος κεφαλαίου (Dhaliwal et al., 2011), μικρότερη πιθανότητα αποτυχίας προβλέψεων (Dhaliwal et. al 2012) και μικρότερη διακύμανση των τιμών των μετοχών κοντά στις ανακοινώσεις που αφορούν το ESG (Grewal et al., 2017). Συμπερασματικά,

το ESG και ειδικότερα αυτό που ονομάζεται εταιρική κοινωνική ευθύνη<sup>1</sup>, είναι ένα είδος επένδυσης πολύ σημαντικό στα πλαίσια της διατηρήσιμης ανάπτυξης των επιχειρήσεων καθώς πλήθος εργασιών συνδέει ESG και μελλοντική απόδοση (Waddock & Graves 1997; Orlitzky et al., 2003; Margolis & Walsh 2003).

Πιο συγκεκριμένα, η βιβλιογραφία έχει δείξει ότι εταιρίες με υψηλά επίπεδα ESG απόδοσης σχετίζονται με χαμηλότερα επίπεδα καιροσκοπίας από τα διοικητικά στελέχη. Οι εταιρίες που εφαρμόζουν τέτοιου είδους πολιτικές είναι πιο πιθανό να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις ανάγκες των ομάδων συμφερόντων που τις απαρτίζουν (Eccles et al., 2014; Flammer & Bansal 2017; Lins et al., 2017). Φαίνεται ότι αυτές οι εταιρίες έχουν περισσότερο μακροπρόθεσμους προσανατολισμούς. Αυτό δικαιολογείται από το γεγονός ότι πολιτικές που σχετίζονται με παροχή ευκαιριών εξέλιξης στους εργαζομένους, προστασία ανθρωπίνων δικαιωμάτων και χρήση περιβαλλοντικά βιώσιμων πρακτικών χρειάζονται έναν μακροπρόθεσμο πλάνο για να αποδώσουν (Eccles et al., 2014).

Επιπλέον, οι Becchetti et al. (2013) υποστήριξαν ότι υψηλής ποιότητας εταιρική κοινωνική ευθύνη συνδέεται με την ακρίβεια των προβλέψεων κερδών. Συγκεκριμένα, κατέταξαν τη λογιστική διαφάνεια, τα υψηλά επίπεδα εταιρικής διακυβέρνησης, τη μείωση του κινδύνου των ενδιαφερόμενων μερών και την έλλειψη υπερβολικών επενδύσεων ως χαρακτηριστικά που φανερώνουν υψηλής ποιότητας εταιρική κοινωνική ευθύνη. Το αποτέλεσμα της έρευνάς τους δείχνουν ότι τα παραπάνω στοιχεία βοηθούν τους αναλυτές να πραγματοποιήσουν προβλέψεις κερδών αμερόληπτα. Οι Becchetti et al. (2013) δεν ήταν οι μοναδικοί που συνέδεσαν την εταιρική κοινωνική ευθύνη με την ακρίβεια των προβλέψεων. Σύμφωνα με τους Dhaliwal et al. (2012), η δημοσιοποίηση εκθέσεων εταιρικής κοινωνικής ευθύνης σχετίζεται με μικρότερη πιθανότητα αποτυχίας προβλέψεων. Η σχέση αυτή είναι πιο ισχυρή για χώρες με ισχυρότερο προσανατολισμό προς τα ενδιαφερόμενα μέρη όπου η ESG απόδοση είναι πιο πιθανό να επηρεάσει τη χρηματοοικονομική απόδοση. Επίσης, η σχέση αυτή γίνεται ισχυρότερη σε χώρες με πιο αδιαφανείς

---

<sup>1</sup> Ως εταιρική κοινωνική ευθύνη ορίζουμε την προσπάθεια των επιχειρήσεων να συμμετάσχουν σε ενέργειες που προωθούν το κοινό καλό, πέρα από τα συμφέροντά τους και αυτό που ορίζει ο νόμος (McWilliams & Siegel, 2001, 2006).



χρηματοοικονομικές καταστάσεις, υπονοώντας ότι οι εκθέσεις αυτές έχουν ένα συμπληρωματικό ρόλο στις χρηματοοικονομικές εκθέσεις.

Ένας καθοριστικός παράγοντας για τη διαμόρφωση της μελλοντικής απόδοσης μίας εταιρίας μέσω του ESG είναι η φήμη που δημιουργείται. Υψηλά επίπεδα εταιρικής κοινωνικής ευθύνης μπορούν να βελτιώσουν τη φήμη της εταιρίας και να ενισχύσουν την αξιολόγηση των προϊόντων της από τους καταναλωτές (Brown & Dacin, 1997). Επιπλέον, εταιρική κοινωνική ευθύνη και πωλήσεις σχετίζονται θετικά (Lev et al., 2010), ενώ εταιρίες με μεγαλύτερη φήμη που δίνουν ιδιαίτερη σημασία στην προστασία των εργαζομένων μέσω τέτοιου είδους προγραμμάτων μπορούν να προσελκύσουν καλύτερους και πιο ταλαντούχους εργαζόμενους (Waddock & Graves, 1997; Roberts & Dowling, 2002; Edmans, 2011). Έτσι η ευχαρίστηση του εργαζομένου μεταφράζεται σε καλύτερη χρηματοοικονομική απόδοση στο μέλλον (Banker & Mashruwala, 2007). Επιπρόσθετα, η δημιουργία καλής φήμης και η εμπιστοσύνη μπορεί να αποτελέσει μία πολύ αξιόπιστη μέθοδο για την άμβλυση των συγκρούσεων μεταξύ ενδιαφερόμενων μερών. Τέτοιου είδους συγκρούσεις πολλές φορές στις επιχειρήσεις μπορεί να μεταφραστούν σε απώλειες κερδών (Freeman, 1984).

Τμήμα της εταιρικής υπευθυνότητας και γενικότερα αυτό που αποκαλείται ESG απόδοση αποτελεί και το φυσικό περιβάλλον. Πόσο σημαντικό είναι για τη μελλοντική αξία της εταιρίας το φυσικό περιβάλλον ανέδειξαν οι Matsumura et al. (2013) όπου μελέτησαν τη σχέση που έχει η αξία της εταιρίας με την εκπομπές άνθρακα αλλά και τις εκθέσεις σχετικά με τις εκπομπές αυτές. Συγκεκριμένα, το αποτέλεσμα της έρευνας για το δείγμα τους ήταν ότι για κάθε επιπλέον 1.000 τόνους άνθρακα η αξία της εταιρίας μειώνεται κατά 212.000\$. Επίσης φαίνεται ότι η μέση αξία των εταιριών που δημοσιεύουν πληροφορίες σχετικά με τις εκπομπές άνθρακα είναι πολύ μεγαλύτερη από εκείνες που αποφεύγουν να το κάνουν. Αρκετοί κατά το παρελθόν έχουν διατυπώσει τις ανησυχίες τους σχετικά με το γεγονός ότι είναι δυνατό οι εκπομπές άνθρακα σε συνδυασμό με την κλιματική αλλαγή να δημιουργήσουν μία ανακατανομή στις επιχειρήσεις και συγκεκριμένα να οδηγήσουν σε μία μεταφορά αξίας από τις εταιρίες που δεν ελέγχουν επιτυχώς τις εκπομπές άνθρακα σε αυτές που το καταφέρνουν (GS Sustain 2009, 1). Τα διοικητικά στελέχη στις εταιρίες συναντούν όλο και μεγαλύτερη πίεση από τους μετόχους στο να συμπεριλάβουν στις εκθέσεις τους τις ευκαιρίες και τις απειλές που αντιμετωπίζουν σχετικά με τις κλιματικές αλλαγές (Matsumura et al., 2013). Ενώ και η διαμόρφωση φήμης της εταιρίας σχετικά με

περιβαλλοντική υπευθυνότητα μέσω επένδυσης σε ανανεώσιμες πηγές ενέργειας οι οποίες μειώνουν τις εκπομπές άνθρακα, θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε οικονομικά οφέλη. Σε αυτά τα οφέλη συμπεριλαμβάνονται οι θετικές αντιλήψεις που δημιουργούνται στους υπαλλήλους, τους πελάτες, τους προμηθευτές και όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη οι οποίοι ταυτίζουν την εταιρική συμπεριφορά με τις δικές τους φιλικές προς το περιβάλλον αντιλήψεις (Simnett et al., 2009a). Επίσης, τα οικονομικά οφέλη αυτά μπορεί να περιλαμβάνουν ένα πιο ταλαντούχο και αφοσιωμένο εργατικό δυναμικό (Castelo Branco & Lima Rodrigues, 2006). Η βιβλιογραφία αναφέρει ότι η κεφαλαιαγορά χρησιμοποιεί τις πληροφορίες από τις περιβαλλοντικές εκθέσεις των εταιριών με σκοπό να συμπεράνει πόσο καλά διαχειρίζονται την έκθεση σε περιβαλλοντικό κίνδυνο (Barth & McNichols 1994; Blacconiere & Patten 1994; Cormier & Magnan 1997; Campbell et al., 1998). Σχετικά με τις εκθέσεις που σχετίζονται με τις εκπομπές άνθρακα, η βιβλιογραφία έχει δείξει ότι τέτοιου είδους δημοσιοποιήσεις μειώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων και των επενδυτών (Healy & Palepu 2001). Οι εταιρίες δημοσιοποιώντας εκθέσεις εθελοντικά σχετικά με τις εκπομπές τους δείχνουν διαφάνεια στους επενδυτές καθώς τους ενημερώνουν για τα πιθανά μελλοντικά κόστη που μπορεί να υποστούν εξαιτίας αυτών (Matsumura et al., 2013). Επομένως, φαίνεται ότι η αγορά τιμωρεί τις εταιρίες τόσο για τις εκπομπές άνθρακα, όσο και για την απόφασή τους να μη δημοσιεύουν τις πληροφορίες σχετικά με τις εκπομπές αυτές.

Από την άλλη, στη βιβλιογραφία συναντάμε και έρευνες που προσπάθησαν να εξετάσουν την κατεύθυνση της σχέσης μεταξύ εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και μελλοντικής απόδοσης. Συγκεκριμένα, οι Lys et al. (2015), υποστήριξαν ότι μία εταιρία επιλέγει την κοινωνική εταιρική ευθύνη όταν αναμένει να έχει μία καλή μελλοντική χρηματοοικονομική απόδοση. Παραδείγματος χάρη, έστω ότι μία εταιρία ετοιμάζεται να βγάλει στην αγορά ένα καινούριο προϊόν το οποίο αναμένεται να οδηγήσει σε μεγάλη αύξηση των κερδών. Επίσης, έστω ότι η εταιρία αυτή σήμερα αυξάνει τις δαπάνες της σχετικά με την εταιρική κοινωνική ευθύνη. Κάποιος θα μπορούσε να υποθέσει λοιπόν ότι η μελλοντική καλή πορεία της εταιρίας προήλθε από την αύξηση των δαπανών για την κοινωνία και το περιβάλλον. Όμως θα μπορούσε να συμβαίνει και το ανάποδο. Δηλαδή η επιχείρηση να αύξησε τις δαπάνες για την κοινωνία και το περιβάλλον επειδή περίμενε μελλοντικά να έχει μεγαλύτερα κέρδη. Επομένως, αυτή η

εσωτερική πληροφόρηση για το νέο προϊόν που θα κυκλοφορήσει στην αγορά επιδρά όχι μόνο στο πότε υπάρχει σχέση μεταξύ επενδύσεων ESG και μελλοντικής απόδοσης αλλά και στην κατεύθυνση αυτής της σχέσης. Οι Lys et al. (2015) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη υιοθετείται λόγω των προσδοκιών για μελλοντική κερδοφορία της εταιρίας. Επομένως, ανέδειξαν ότι ο λόγος για τον οποίο υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ αυτών των δύο διαφέρει από αυτόν που ισχυρίζεται η πλειονότητα της προηγούμενης βιβλιογραφίας και ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη και η υπεύθυνη στάση των εταιριών είναι άλλος ένας τρόπος μέσα από τον οποίο οι ενδιαφερόμενοι εκτός της επιχείρησης βρίσκουν εσωτερική πληροφόρηση για τις μελλοντικές προοπτικές και δυνατότητές της.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι εκτός της ωφέλιμης επίδρασης της ESG απόδοσης που συναντάμε στη βιβλιογραφία, υπάρχουν και αρκετοί που τονίζουν της αρνητικές επιπτώσεις που έχει για τις επιχειρήσεις. Οι επενδύσεις που σχετίζονται με την κοινωνία και το περιβάλλον δεν έχουν εύκολα επαληθεύσιμους στόχους όπως η μεγιστοποίηση κερδών. Έχουν σαφώς λιγότερο μετρήσιμους στόχους όπως η ικανοποίηση των ενδιαφερόμενων μερών. Υπό αυτή την έννοια παρέχεται μια ελευθερία στα διοικητικά στελέχη η οποία μπορεί να συνδεθεί με σημαντικές απώλειες χρημάτων. Σε πολλές περιπτώσεις οδηγούνται σε υπερβολικές επενδύσεις για να πετύχουν προσωπικούς στόχους (Becchetti et al., 2013). Επίσης, οι Goss & Roberts (2011), υποστήριξαν ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη επηρεάζει τις τράπεζες ως προς τους δανεισμούς. Συγκεκριμένα, φαίνεται να τιμωρούν δανειολήπτες με κοινωνική και περιβαλλοντική δράση καθώς τους θεωρούν πιο επικίνδυνους. Σύμφωνα με τους Surroca & Tribo (2008), η εταιρική κοινωνική ευθύνη μπορεί να αποτελεί έναν τρόπο αποζημίωσης των ενδιαφερόμενων μερών σε μία προσπάθεια αύξησης της ασφάλειας και βελτίωσης της φήμης της εταιρίας αλλά και αποφυγής λεπτομερούς ελέγχου από τους ενδιαφερόμενους. Επιπλέον, οι Pagano & Volpin (2005), υποστήριξαν ότι τα διοικητικά στελέχη ανταμείβουν τα ενδιαφερόμενα μέρη όπως οι εργαζόμενοι, με κοινωνικές δράσεις ως ένα μέσο για την αποφυγή εξαγοράς της εταιρίας. Και τέλος, έρευνες υποστηρίζουν ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη ίσως να ωφελεί τα διοικητικά στελέχη προσφέροντάς τους καλή φήμη στα ενδιαφερόμενα μέρη εις βάρος των μετόχων (Krüger, 2015).

Συνοψίζοντας τη βιβλιογραφία γύρω από την ESG απόδοση και την εταιρική υπευθυνότητα συμπεραίνουμε ότι τα διοικητικά στελέχη έχουν κίνητρα για να κάνουν

"σωστά" πράγματα καθώς είναι ωφέλιμο για την εταιρία (Carroll 1979; Donaldson & Preston, 1995; Jones, 1995; Phillips et al., 2003). Επίσης, η εταιρική κοινωνική ευθύνη διαμορφώνει μία ισχυρή φήμη και δημιουργεί αρκετά οικονομικά οφέλη (Brown & Dacin, 1997; Waddock & Graves, 1997; Roberts & Dowling, 2002; Edmans, 2011), αλλά παράλληλα απαιτεί και πολλές ενέργειες από τα διοικητικά στελέχη για να διατηρηθεί (Kim et al., 2012). Και τέλος, η εταιρική κοινωνική ευθύνη μπορεί να βοηθήσει στη μείωση του κόστους συναλλαγών και των συγκρούσεων με τους μετόχους (Freeman, 1984). Άρα μειώνεται ένας σημαντικός κίνδυνος ο οποίος θα μπορούσε να οδηγήσει σε ζημιές (Bechetti et al., 2013).

### **2.3 Πως οι ESG πληροφορίες χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές**

Φαίνεται ότι οι επενδυτές χρησιμοποιούν τις ESG πληροφορίες καθώς τις θεωρούν ένα σημαντικό παράγοντα ως προς τις επενδυτικές αποφάσεις που θα πάρουν και ένα υψηλής σημασίας χρηματοοικονομικό ζήτημα στην απόδοση μίας εταιρίας (Amel-Zadeh & Serafeim 2017). Σύμφωνα με την έρευνα των Amel-Zadeh & Serafeim (2017), ο κυριότερος παράγοντας που παρακινεί τους επενδυτές για τη χρήση ESG δεδομένων είναι επειδή τα θεωρούν χρηματοοικονομικά σημαντικό παράγοντα για την επενδυτική τους απόδοση. Ένα μικρότερο μέρος των επενδυτών χρησιμοποιεί ESG δεδομένα επειδή το αντιμετωπίζουν ως ηθική τους υποχρέωση και μάλιστα στην Ευρώπη φαίνεται ότι το ποσοστό αυτών είναι μεγαλύτερο. Ο λόγος για τον οποίο θεωρούν τέτοιου είδους πληροφορίες σημαντικές στις επενδυτικές αποφάσεις είναι γιατί πιστεύουν ότι σχετίζονται με τη φήμη της εταιρίας, το νομικό και τον κανονιστικό κίνδυνό της. Επίσης, θεωρούν το ESG ως ένα μέτρο της ποιότητας του management της εταιρίας. Εύλογα γεννάται το ερώτημα ποιες από τις ESG πληροφορίες θεωρούνται περισσότερο σημαντικές για τους επενδυτές. Φαίνεται ότι κοιτάζουν λεπτομερώς θέματα που αφορούν την καταπολέμηση της διαφθοράς, θέματα ηγεσίας, κλιματικής αλλαγής και διαχείρισης ενέργειας και καυσίμων. Ενώ στην Ευρώπη, οι επενδυτές θεωρούν περισσότερο σημαντικές τις πληροφορίες σχετικά με τους εργαζόμενους και τους πελάτες. Τέλος, οι Amel-Zadeh & Serafeim (2017), καταλήγουν στο γεγονός ότι οι επενδυτές θεωρούν ότι ESG δεδομένα είναι ένας αξιόπιστος τρόπος μέτρησης του συστηματικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, πιστεύουν ότι οι μετοχές εταιριών με καλή ESG απόδοση έχουν μικρότερο συστηματικό κίνδυνο ή υποτιμούνται

από την αγορά. Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, η ESG απόδοση των εταιριών φαίνεται να διαδραματίζει πολύ σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις των επενδυτών και κατ' επέκταση στη μελλοντική πορεία και αποτελεσματικότητα μίας εταιρίας.

#### **2.4 Λογιστική Συντηρητικότητα και ESG Απόδοση – Τεκμηρίωση θέματος εργασίας**

Σε πολλές εργασίες κατά το παρελθόν συναντάμε την ανάλυση της σχέσης μεταξύ λογιστικής συντηρητικότητας και αυτό που ονομάζεται κοινωνική και περιβαλλοντική δράση. Η προσέγγιση κάθε έρευνας ως προς την κατεύθυνση της σχέσης αλλά και τα αποτελέσματα που προκύπτουν ποικίλουν. Συναντάμε εργασίες που αναδεικνύουν μια αρνητική σχέση μεταξύ των δύο εξεταζόμενων μεταβλητών (Anagnostopoulou et al., 2020; Burke et al., 2019) αλλά και εργασίες που καταλήγουν σε μία θετική σχέση (Guo et al., 2020; Cheng & Kung, 2016). Στις έρευνες αυτές συναντάμε και διαφορετικές προσεγγίσεις για την κατεύθυνση της σχέσης αυτής. Παραδείγματος χάρη, οι Anagnostopoulou et al. (2020) εξετάζουν κατά πόσο η συντηρητικότητα επηρεάζει την εταιρική κοινωνική ευθύνη, ενώ οι Guo et al. (2020) και Burke et al. (2019) το ανάποδο. Θεωρούν ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη επηρεάζει τη συντηρητικότητα.

Συγκεκριμένα, οι Burke et al. (2019), υπέθεσαν ότι συντηρητικότητα και εταιρική κοινωνική ευθύνη σχετίζονται αρνητικά εξαιτίας της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Η εταιρική κοινωνική ευθύνη βοηθάει στη μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης και βελτιώνει το περιβάλλον μεταξύ εταιρίας και επενδυτών έξω από αυτήν (Cho et al., 2013; Cui et al., 2016). Όμως, η ασυμμετρία πληροφόρησης δημιουργεί την ανάγκη για λογιστική συντηρητικότητα (LaFond & Watts 2008). Άρα μία εταιρία με ισχυρή εταιρική κοινωνική ευθύνη και κατά συνέπεια χαμηλότερη ασυμμετρία πληροφόρησης, θα έχει και μικρότερη ανάγκη για συντηρητικότητα στην απεικόνιση των λογιστικών της καταστάσεων. Επίσης, οι Anagnostopoulou et al. (2020) παρέχουν στοιχεία σχετικά με την αρνητική σχέση μεταξύ συντηρητικότητας και εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Η συντηρητική απεικόνιση των λογιστικών καταστάσεων είναι πολύ κοστοβόρα διαδικασία. Όπως μπορεί να είναι και η εταιρική κοινωνική ευθύνη καθώς περιλαμβάνει δράσεις όπως η προσαρμογή της παραγωγικής διαδικασίας σε φιλικές προς το περιβάλλον και την κοινωνία μεθόδους. Οι εταιρίες για να πετύχουν υψηλά

επίπεδα εταιρικής κοινωνικής ευθύνης θα πρέπει να δαπανούν χρήματα για επενδύσεις σχετικά με τη μείωση των ρύπων, τη διαμόρφωση περιβαλλοντικής στρατηγικής και την προστασία των εργαζομένων (Wood, 1991a, 1991b; Aupperle et al., 1985; Wolfe & Aupperle, 1991; Miles, 1987; Gephart, 1991; Arora & Dharwadkar, 2011; McWilliams et al., 2006; Prior et al., 2008). Η εταιρική κοινωνική ευθύνη σε πολλές περιπτώσεις σχετίζεται με απουσία της λογιστικής συντηρητικότητας. Οι Anagnostopoulou et al. (2020) παρέχουν εμπειρικά στοιχεία τα οποία δείχνουν μία ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ των εξεταζόμενων μεταβλητών. Παράλληλα, η βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί και με τη σχέση που παρουσιάζει η συντηρητικότητα με τις εκθέσεις των επιχειρήσεων σχετικά με την κοινωνική και περιβαλλοντική τους δράση. Φαίνεται ότι η ποιότητα αλλά και η ποσότητα των στοιχείων για την εταιρική κοινωνική ευθύνη σχετίζεται με το βαθμό της συντηρητικότητας. Εταιρίες που είναι περισσότερο συντηρητικές, είναι λιγότερο πιθανό να δημοσιοποιήσουν πληροφορίες για την εταιρική κοινωνική ευθύνη (Cho et al., 2020). Οι Hui et al. (2009), στηριζόμενοι στο γεγονός ότι η λογιστική συντηρητικότητα μειώνει την ασυμμετρία πληροφόρησης ανέδειξαν την αρνητική συσχέτισή της με τη συχνότητα των προβλέψεων. Αυτή η συσχέτιση φανερώνει την επιρροή της συντηρητικότητας στην εθελοντική δημοσιοποίηση χρηματοοικονομικών στοιχείων. Το αποτέλεσμα είναι ότι από τη στιγμή που η συντηρητικότητα μειώνει την ασυμμετρία πληροφόρησης, μειώνει και την επικινδυνότητα των πληροφοριών αυτών και κατά συνέπεια μειώνει και την ανάγκη για επιπλέον δημοσιοποιήσεις.

Από την άλλη πλευρά, αρκετοί ερευνητές παρέχουν εμπειρικά στοιχεία σχετικά με το ανάποδο. Θεωρούν ότι συντηρητικότητα και κοινωνική δράση σχετίζονται θετικά. Σύμφωνα με τους Biddle et al. (2020), η συντηρητικότητα μπορεί να ωφελήσει τα ενδιαφερόμενα μέρη μέσω της μείωσης του κινδύνου πτώχευσης μίας εταιρίας. Από τη στιγμή που τα κίνητρα των ενδιαφερόμενων μερών για συγκεκριμένες επενδύσεις, εξαρτώνται σε σημαντικό βαθμό από την πιθανότητα πτώχευσης της εταιρίας τότε όλοι επωφελούνται από τη συντηρητικότητα. Τέτοιου είδους επενδύσεις που σχετίζονται με την κοινωνία και το περιβάλλον δε θα είχαν καμία αξία σε περίπτωση πτώχευσης και εκκαθάρισης της εταιρίας (Bae et al., 2011; Banerjee et al., 2008; Huang et al., 2019). Επομένως η συντηρητικότητα, λόγω της προς τα κάτω μεροληπτικής αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων, επιτρέπει στις ομάδες ενδιαφέροντος να αμβλύνουν σημαντικούς κινδύνους και κατ' επέκταση επωφελείται και ολόκληρη η κοινωνία από

την αποφυγή μίας ενδεχόμενης φούσκας στο χρηματιστήριο (Guo et al., 2020). Σύμφωνα με παλαιότερη βιβλιογραφία και τις θεωρίες των Keim (1978), Carrol (1979) και Jones (1995), φαίνεται ότι εταιρίες που δημιουργούν σχέσεις με τα ενδιαφερόμενα μέρη μέσω κοινωνικών και περιβαλλοντικών δράσεων, είναι πιθανό να μειώσουν τον κίνδυνο που πηγάζει από παραπλανητικές λογιστικές πληροφορίες χρησιμοποιώντας περισσότερο συντηρητικά στοιχεία στη λογιστική τους απεικόνιση. Επίσης, σύμφωνα με τη θεωρία σχετικά με τις ομάδες ενδιαφέροντος, τα ευρήματα υπονοούν ότι εταιρίες με προσανατολισμό προς το περιβάλλον και την κοινωνία, είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιούν τη συντηρητικότητα για τη διασφάλιση της αξιοπιστίας τους καθώς ενεργούν προς το συμφέρον όλων των ενδιαφερόμενων. Επομένως, η συντηρητικότητα θα μπορούσε να πηγάζει από την προσπάθεια μίας εταιρίας να βελτιώσει τις σχέσεις της με τις ομάδες ενδιαφέροντος που την απαρτίζουν. Με αυτή την προσέγγιση οι Guo et al. (2020) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη σχετίζεται θετικά με τη λογιστική συντηρητικότητα και παρείχαν εμπειρικά στοιχεία που επιβεβαιώνουν την υπόθεση τους αυτή. Παρόμοια, οι Cheng & Kung (2016), πραγματοποιώντας μία αντίστοιχη έρευνα στην αγορά της Κίνας υποστήριξαν πως όταν μία εταιρία ενδιαφέρεται για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη ενδιαφέρεται και για τους μετόχους της. Επομένως, εταιρική κοινωνική ευθύνη και συντηρητικότητα έχουν θετική σχέση. Επιπρόσθετα, τόνισαν ότι η σχέση αυτή γίνεται εντονότερα θετική όταν υπάρχει κρατική παρέμβαση στις επιχειρήσεις.

Συμπερασματικά, η βιβλιογραφία παρέχει μικτά σημάδια σχετικά με τη σχέση συντηρητικότητας και την ESG απόδοσης αλλά και την κατεύθυνση αυτής. Συναντάμε έρευνες που παρέχουν στοιχεία για αρνητική σχέση και έρευνες που παρέχουν στοιχεία για θετική σχέση. Παράλληλα, κάποιοι ερευνητές θεωρούν ότι η κοινωνική υπευθυνότητα είναι αυτή που διαμορφώνει τη συντηρητικότητα και όχι το ανάποδο. Αξίζει όμως να σημειωθεί, ότι κάτι τέτοιο το συναντάμε σε έρευνες για χώρες όπως η Κίνα η οποία λόγω του καθεστώτος και του έντονου παρεμβατισμού του κράτους στις εταιρίες, επιβάλλει αυστηρότερα νομοθετικά πλαίσια σχετικά με ESG πολιτικές και θεωρείται αυτή ως η κινητήριος δύναμη που θα επηρεάσει τη συντηρητικότητα (Cheng & Kung 2016). Θα ήταν σφάλμα να θεωρήσουμε ότι κάτι τέτοιο θα μπορούσε να αντιπροσωπεύσει το σύνολο των επιχειρήσεων σε ολόκληρο τον κόσμο.

Συνοψίζοντας τη βιβλιογραφία σχετικά με τη συντηρητικότητα και την ESG απόδοση, προσπαθήσαμε να κατανοήσουμε την πιθανή σχέση που θα έπρεπε να αναμένουμε

από το εμπειρικό κομμάτι της εργασίας. Καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι **ESG απόδοση** και η **λογιστική συντηρητικότητα** εκ της φύσεως τους ως μεταβλητές μας παρέχουν τη δυνατότητα να προσεγγίσουμε τη σχέση τους με δύο εντελώς διαφορετικές και αντίρροπες οπτικές γωνίες.

Αρχικά, η **συντηρητικότητα** στη λογιστική απεικόνιση φαίνεται ότι μειώνει την ασυμμετρία πληροφόρησης, ευθυγραμμίζει τα συμφέροντα των δανειστών και των μετόχων, αμβλύνει προβλήματα που σχετίζονται με την αντιπροσώπηση και βοηθάει στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων (Anagnostopoulou et al., 2020). Επιπλέον, η προηγούμενη βιβλιογραφία σχετικά με την εταιρική κοινωνική ευθύνη και γενικότερα την **ESG απόδοση** δείχνει ότι τα διοικητικά στελέχη έχουν λόγους για να είναι ειλικρινείς και ηθικοί καθώς αυτό είναι ωφέλιμο για την ίδια την εταιρία ενώ παράλληλα τέτοιου είδους συμπεριφορές ενισχύουν τη φήμη της (Kim et al., 2013). Επιπλέον, υψηλά επίπεδα κοινωνικής εταιρικής ευθύνης φαίνεται να σχετίζονται με μείωση του κόστους συναλλαγών και των αντιπαραθέσεων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών (Freeman, 1984). Επομένως, οι εταιρίες που έχουν τέτοιους προσανατολισμούς θα μπορούσαν να ενισχύσουν αυτή τους την πρόθεση μέσω της **λογιστικής συντηρητικότητας** (Anagnostopoulou et al., 2020). Οδηγούμαστε έτσι στην υπόθεση ότι μία εταιρία η οποία καταβάλλει κάθε δυνατή προσπάθεια για να προασπίσει τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερόμενων μερών της και συνεπώς παρουσιάζει υψηλά επίπεδα συντηρητικότητας, θα έπραττε ακριβώς το ίδιο για την υπόλοιπη κοινωνία και το περιβάλλον. Με βάση αυτή τη προσέγγιση αναμένουμε τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης να μας δείξουν μία **θετική συσχέτιση** μεταξύ **ESG απόδοσης** και **λογιστικής συντηρητικότητας**.

Από την άλλη πλευρά, έρευνες σχετικά με την εταιρική κοινωνική ευθύνη δείχνουν ότι μπορεί να αποτελεί έναν τρόπο αποζημίωσης των ενδιαφερόμενων μερών σε μία προσπάθεια αύξησης της ασφάλειας και βελτίωσης της φήμης της εταιρίας αλλά και αποφυγής λεπτομερούς ελέγχου (Surroca & Tribo, 2008). Ίσως να ωφελεί δηλαδή τα διοικητικά στελέχη παρέχοντάς τους καλή φήμη εις βάρος των μετόχων. Ενώ, παρόμοιες μελέτες παρουσιάζουν την κοινωνική δράση ως ένα μέσο για την αποφυγή του εξαγορασμού της εταιρίας (Pagano & Volpin, 2005). Παράλληλα η συντηρητική απεικόνιση των λογιστικών καταστάσεων είναι πολύ κοστοβόρα διαδικασία καθώς μία επιχείρηση θα πρέπει να πραγματοποιεί συνεχώς άμεση αναγνώριση των ζημιών στα λογιστικά της βιβλία. Όπως μπορεί να είναι και η εταιρική κοινωνική ευθύνη καθώς



περιλαμβάνει δράσεις όπως την μετατροπή της παραγωγικής διαδικασίας έτσι ώστε να είναι πιο φιλική προς το περιβάλλον και την κοινωνία. Οι εταιρίες για να πετύχουν υψηλούς στόχους σε τέτοιους τομείς θα πρέπει να δαπανούν χρήματα για φιλανθρωπίες και να προάγουν τη μείωση των ρύπων και την ανακύκλωση και επί της ουσίας να πραγματοποιούν συνεχώς μία οικονομική υπέρβαση (Agora & Dharwadkar, 2011; McWilliams et al., 2006; Prior et al., 2008). Η εταιρική κοινωνική ευθύνη σε πολλές περιπτώσεις σχετίζεται με μία επιλογή των επιχειρήσεων να καλύψουν την απουσία της **λογιστικής συντηρητικότητας**. Οι δαπάνες που αφορούν την κοινωνία και το περιβάλλον σχετίζονται με πολιτικές υπερβολικής επένδυσης οι οποίες δεν συνάδουν με τεχνικές λογιστικής συντηρητικότητας (McWilliams & Siegel 2001). Οδηγούμαστε έτσι σε μία διαφορετική υπόθεση σχετικά με τη σχέση **ESG απόδοσης** και **Συντηρητικότητας**. Ότι δηλαδή είναι πολύ δύσκολο για μία εταιρία να καταφέρει να πετύχει υψηλούς στόχους και στις δύο παραμέτρους ταυτόχρονα. Η δυσκολία αυτή γίνεται εύκολα αντιληπτή αν σκεφτεί κανείς τους περιορισμένους οικονομικούς πόρους που διαθέτει μία επιχείρηση, ιδιαίτερα σε περιόδους που οι συνθήκες δεν είναι ευνοϊκές (π.χ. Οικονομική κρίση 2009). Είναι λοιπόν λογικό οι εταιρίες να θέτουν προτεραιότητες σχετικά με το σε ποια από τις δύο μεταβλητές θα δώσουν περισσότερο βαρύτητα. Επομένως, εταιρίες με υψηλά επίπεδα συντηρητικότητας δεν δίνουν την ίδια έμφαση στην ESG απόδοση. Με βάση τη συγκεκριμένη προσέγγιση, αναμένουμε μία **αρνητική συσχέτιση** μεταξύ **ESG απόδοσης** και **λογιστικής συντηρητικότητας**.

## 3. Δείγμα και Μεθοδολογία

### 3.1 Επιλογή Δείγματος

Ο προσδιορισμός του δείγματος πραγματοποιήθηκε μέσα από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters και συγκεκριμένα την ASSET4. Η ASSET4 δημιουργήθηκε το 2003 και παρέχει τα πλέον αξιόπιστα στοιχεία σχετικά με το περιβάλλον, την κοινωνία, την εταιρική διακυβέρνηση και γενικότερα τους παράγοντες που απαρτίζουν την **ESG απόδοση**. Απομονώσαμε τις χώρες οι οποίες βρίσκονται εντός της Ευρωζώνης και κρατήσαμε αυτές που υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα σχετικά με το ESG για τουλάχιστον ένα ημερολογιακό έτος. Η έρευνά μας έχει ως έτος αφετηρίας το 2004 και εκτείνεται μέχρι το 2019 όπου και υπήρχαν τα τελευταία διαθέσιμα δεδομένα. Συγκεκριμένα, ολόκληρη η βάση δεδομένων της ASSET4 αριθμεί 9.698 εταιρίες από όλο τον κόσμο. Από αυτές απομονώσαμε εκείνες οι οποίες σήμερα είναι ενεργές και ανήκουν στην αγορά της Ευρωζώνης. Έτσι από τις 9.698 καταλήξαμε στις 879 εταιρίες από τις οποίες αφαιρέσαμε όσες ανήκουν στον τραπεζικό κλάδο και το Financial Service γενικότερα. Επομένως, σε τελικό στάδιο οι εταιρίες που απαρτίζουν το δείγμα μας είναι 673.

### 3.2 Μέτρηση της Συντηρητικότητας

Η διαδικασία επιμέτρησης της συντηρητικότητας στηρίχθηκε σε προηγούμενες μελέτες και συγκεκριμένα σε αυτή των Garcia Lara et al (2016), οι οποίοι ακολούθησαν δύο προσεγγίσεις<sup>2</sup> στηριζόμενοι στους Givoly & Hayn (2000). Η πρώτη προσέγγιση για τη μέτρηση της συντηρητικότητας είναι αυτή των μη λειτουργικών δεδουλευμένων εσόδων. Τα **Μη Λειτουργικά δεδουλευμένα (Non Operating Accruals)**

---

<sup>2</sup> Η δεύτερη προσέγγιση για τη μέτρηση της συντηρητικότητας στηρίζεται και πάλι στους Givoly & Hayn (2000) και είναι η κυρτότητα του ετήσιου εισοδήματος προς την κυρτότητα των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Για τον υπολογισμό της κυρτότητας χρησιμοποιήσαμε 3 έως 5 έτη ανάλογα με τα διαθέσιμα δεδομένα. Ενώ και στη συγκεκριμένη προσέγγιση πολλαπλασιάσαμε με -1 έτσι ώστε όσο αυξάνονται τα αποτελέσματα να αυξάνεται και η συντηρητικότητα. Παρόλα αυτά, η κυρτότητα δεν παρείχε στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για το δείγμα μας και για αυτό το λόγο δε βρίσκεται στη βασική ανάλυση και το σχολιασμό των αποτελεσμάτων.

υπολογίζονται ως **Συνολικά δεδουλευμένα προ αποσβέσεων – Λειτουργικά δεδουλευμένα**. Επομένως:

*Μη Λειτουργικά δεδουλευμένα = (Ετήσιο Εισόδημα + Αποσβέσεις) – Ταμειακές ροές από λειτουργικές – [Δ(Τρέχον Ενεργητικό) – Δ(Ταμείο) – Δ(Υποχρεώσεις) + Δ(Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός)].*

Συγκεκριμένα, υπολογίσαμε τα συσσωρευμένα μη λειτουργικά δεδουλευμένα των εταιριών για 3 έτη και τα διαιρέσαμε με τη μέση τιμή του Ενεργητικού για την ίδια χρονική περίοδο. Στη συνέχεια το αποτέλεσμα το πολλαπλασιάσαμε με -1 έτσι ώστε τα αποτελέσματα να αυξάνονται καθώς αυξάνεται η συντηρητικότητα. Η συγκεκριμένη μεταβλητή στην εργασία συμβολίζεται ως C\_ACC.

### 3.3 Μέτρηση ESG Απόδοσης

Για τη μέτρηση του ESG βασιστήκαμε στη φιλοσοφία παλαιότερων εργασιών (Burke et al., 2019) .Χρησιμοποιήσαμε μεταβλητές από πολλούς διαφορετικούς τομείς του ESG έτσι ώστε να μπορέσουμε να προσεγγίσουμε την κοινωνική και περιβαλλοντική απόδοση από διαφορετικές σκοπιές.

Από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters και την ASSET4 χρησιμοποιήσαμε μεταβλητές που αφορούν την κοινωνία (Social), το περιβάλλον (Env, Emissions, WasteRed), την εταιρική διακυβέρνηση (Gov), την εταιρική κοινωνική ευθύνη(CSR & CSRCommittee) και τα ανθρώπινα δικαιώματα (HumRights).

Σκοπός μας ήταν να ελέγξουμε εάν η Λογιστική Συντηρητικότητα επηρεάζει την ESG απόδοση των εταιριών. Ορισμένες μεταβλητές μας δίνουν τη δυνατότητα να εξετάσουμε τη σχέση αυτή πιο άμεσα ενώ κάποιες άλλες πιο έμμεσα από μία γενικότερη ματιά. Στόχος ήταν να υπάρξει μία ποικιλομορφία μεταξύ μεταβλητών που βρίσκονται πιο κοντά στο νομικό πλαίσιο των επιχειρήσεων και μεταβλητών που εφάπτονται στο πλαίσιο της ESG απόδοσης και αντιπροσωπεύουν ένα είδος

επένδυσης για τις επιχειρήσεις που τις υιοθετούν. Συγκεκριμένα, ως μεταβλητές γενικότερης μορφής που βρίσκονται πλησιέστερα στο νομικό πλαίσιο των επιχειρήσεων αποτελούν οι δείκτες ανθρωπίνων δικαιωμάτων (HumRights), εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (CSR & CSRCommittee), εκπομπών ρύπων (Emissions) και κινήτρων για τη μείωση αποβλήτων (WasteRed). Ενώ στην κατηγορία των μεταβλητών που απεικονίζουν άμεσα την ESG απόδοση έχουμε τον δείκτη ESG και τις υποκατηγορίες του. Δηλαδή Environmental, Social και Governance απόδοση των εταιριών. Συνολικά χρησιμοποιήθηκαν 9 δείκτες εκ των οποίων οι 5 εξετάζουν το ESG από ένα γενικότερο πλαίσιο ενώ οι υπόλοιπες 4 σχετίζονται άμεσα με αυτό που ονομάζεται ESG απόδοση. Αναλυτική περιγραφή των μεταβλητών γίνεται στο Appendix A.

### 3.4 Μεταβλητές Ελέγχου

Χρησιμοποιήσαμε διάφορες μεταβλητές ελέγχου οι οποίες δείχνουν να επηρεάζουν τη Λογιστική Συντηρητικότητα σύμφωνα με παλαιότερη βιβλιογραφία (Khan & Watts, 2009; Burke et al., 2019; Anagnostopoulou et al., 2020). Συγκεκριμένα χρησιμοποιήσαμε το Market-to-book ratio (MB), το μέγεθος της εταιρίας (LnTA), τη μόχλευση (DEBT/TA) και την κερδοφορία (NIBE/TA). Υψηλό Market-to-book ratio σημαίνει περισσότερες επιλογές ανάπτυξης. Οι επιλογές αυτές αυξάνουν τα κόστη αντιπροσώπευσης (Smith & Watts, 1992) και η συντηρητικότητα αποτελεί μία αποτελεσματική απάντηση εταιρικής διακυβέρνησης στα κόστη αυτά (Watts, 2003). Επομένως, Market-to-book ratio και συντηρητικότητα σχετίζονται θετικά. Επίσης, υψηλό Market-to-book ratio συνεπάγεται και μεγαλύτερες διακυμάνσεις στις αποδόσεις των μετοχών και κατ' επέκταση αύξηση της πιθανότητας ζημιών. Αυτό επιφέρει κίνδυνο δικαστικών διαμαχών οι οποίες δημιουργούν μεγαλύτερη ανάγκη για συντηρητικότητα (Khan & Watts, 2009). Ένας ακόμα λόγος για τον οποίο το Market-to-book ratio είναι συσχετισμένο με τη συντηρητικότητα είναι επειδή η ασυμμετρία στην αναγνώριση κερδών και ζημιών επιφέρει συνεχώς μία συνολική υποτίμηση του καθαρού Ενεργητικού. Η υποτίμηση αυτή γίνεται πιο έντονη λόγω άμεσης εξόφλησης επενδυτικών εξόδων ως συνέπειας της συντηρητικότητας. Επομένως, Market-to-book ratio (MB) και συντηρητικότητα σχετίζονται θετικά (Khan & Watts, 2009). Σχετικά με το μέγεθος της εταιρίας (LnTA) θα περίμενε κανείς ότι μεγάλες εταιρίες με πιο περίπλοκες

λειτουργίες θα παρουσίαζαν μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης. Η βιβλιογραφία όμως, παρέχει στοιχεία σχετικά με το ανάποδο. Μεγάλες εταιρίες έχουν μικρότερη ασυμμετρία πληροφόρησης (Easley et al., 2002) και κατ' επέκταση μικρότερη ανάγκη για συντηρητικότητα (Khan & Watts, 2009). Όσον αφορά τη μόχλευση (DEBT/TA), όταν βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα οι εταιρίες παρουσιάζουν αρκετές συγκρούσεις μεταξύ δανειστών και μετόχων. Η συντηρητικότητα παράγει χαμηλότερα όρια λογιστικών αριθμών που χρησιμοποιούνται στις συμβάσεις χρέους και με αυτό τον τρόπο περιορίζεται η καιροσκοπική χρήση των πόρων. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει μεγαλύτερη ανάγκη για συντηρητικότητα σε μοχλευμένες εταιρίες (Khan & Watts, 2009). Τέλος σχετικά με την κερδοφορία (NIBE/TA), η βιβλιογραφία έχει δείξει ότι σχετίζεται με τη συντηρητικότητα αρνητικά. Όσο χαμηλότερη η κερδοφορία, τόσο μεγαλύτερη η ανάγκη για συντηρητικότητα (Burke et al., 2019).

### 3.5 Μεθοδολογία

Για να εξετάσουμε πως η Λογιστική Συντηρητικότητα επηρεάζει την ESG απόδοση των εταιριών εκτιμήσαμε το εξής μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης:

$$Env_{i,t} = b_0 + b_1 C\_ACC_{i,t} + b_2 NIBE/TA_{i,t} + b_3 LnTA_{i,t} + b_4 DEBT/TA_{i,t} + b_5 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Gov_{i,t} = b_0 + b_1 C\_ACC_{i,t} + b_2 NIBE/TA_{i,t} + b_3 LnTA_{i,t} + b_4 DEBT/TA_{i,t} + b_5 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Social_{i,t} = b_0 + b_1 C\_ACC_{i,t} + b_2 NIBE/TA_{i,t} + b_3 LnTA_{i,t} + b_4 DEBT/TA_{i,t} + b_5 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$CSR_{i,t} = b_0 + b_1 C\_ACC_{i,t} + b_2 NIBE/TA_{i,t} + b_3 LnTA_{i,t} + b_4 DEBT/TA_{i,t} + b_5 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$ESG_{i,t} = b_0 + b_1 C\_ACC_{i,t} + b_2 NIBE/TA_{i,t} + b_3 LnTA_{i,t} + b_4 DEBT/TA_{i,t} + b_5 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$HumRights_{i,t} = b_0 + b_1 C\_ACC_{i,t} + b_2 NIBE/TA_{i,t} + b_3 LnTA_{i,t} + b_4 DEBT/TA_{i,t} + b_5 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$Emmissions_{i,t} = b_0 + b_1 C\_ACC_{i,t} + b_2 NIBE/TA_{i,t} + b_3 LnTA_{i,t} + b_4 DEBT/TA_{i,t} + b_5 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Όπου οι μεταβλητές  $Env_{i,t}$ ,  $Gov_{i,t}$ ,  $Social_{i,t}$ ,  $CSR_{i,t}$ ,  $ESG_{i,t}$ ,  $HumRights_{i,t}$ ,  $Emmissions_{i,t}$  αντιπροσωπεύουν την ESG απόδοση των εταιριών, η μεταβλητή  $C\_ACC_{i,t}$  αντιπροσωπεύει τη συντηρητικότητα ενώ οι  $NIBE/TA_{i,t}$ ,  $LnTA_{i,t}$ ,  $DEBT/TA_{i,t}$ ,  $MB_{i,t}$

αποτελούν τις μεταβλητές ελέγχου του μοντέλου. Αναλυτικά, η μεταβλητή  $Env_{i,t}$  αντιπροσωπεύει την περιβαλλοντική απόδοση, η  $Gov_{i,t}$  την εταιρική διακυβέρνηση, η  $Social_{i,t}$  την κοινωνική απόδοση, η  $CSR_{i,t}$  την εταιρική κοινωνική ευθύνη, η  $ESG_{i,t}$  τη συνολική απόδοση ESG, η  $HumRights_{i,t}$  τα ανθρώπινα δικαιώματα και η  $Emmissions_{i,t}$  την αποτελεσματικότητα στη μείωση των αποβλήτων. Όσον αφορά τις μεταβλητές ελέγχου, η μεταβλητή  $NIBE/TA_{i,t}$  αντιπροσωπεύει την κερδοφορία, η  $LnTA_{i,t}$  το μέγεθος της εταιρίας, η  $DEBT/TA_{i,t}$  τη μόχλευση και η  $MB_{i,t}$  την αξία της εταιρίας.

Επιπλέον εξετάσαμε την επίδραση της συντηρητικότητας στο ESG μέσα από ένα μοντέλο πιθανομονάδας (Probit Model), της παρακάτω μορφής:

$$P(CSRCommittee_t=1 | C\_ACC_{i,t}, NIBE/TA_{i,t}, LnTA_{i,t}, DEBT/TA_{i,t}, MB_{i,t}) = \Phi(b_0 + b_1 C\_ACC_{i,t} + b_2 NIBE/TA_{i,t} + b_3 LnTA_{i,t} + b_4 DEBT/TA_{i,t} + b_5 MB_{i,t}) \quad (8)$$

$$P(WasteRed_t=1 | C\_ACC_{i,t}, NIBE/TA_{i,t}, LnTA_{i,t}, DEBT/TA_{i,t}, MB_{i,t}) = \Phi(b_0 + b_1 C\_ACC_{i,t} + b_2 NIBE/TA_{i,t} + b_3 LnTA_{i,t} + b_4 DEBT/TA_{i,t} + b_5 MB_{i,t}) \quad (9)$$

Όπου η μεταβλητή  $CSRCommittee_t$  αντιπροσωπεύει τη σύσταση ή όχι μίας επιτροπής για θέματα που αφορούν την εταιρική κοινωνική ευθύνη και η μεταβλητή  $WasteRed_t$  αντιπροσωπεύει την παροχή ή όχι κινήτρων σχετικά με τη μείωση των αποβλήτων.

Οι παραπάνω μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την παλινδρόμηση και την εξαγωγή των συμπερασμάτων εξηγούνται αναλυτικά στο Appendix A. Για την καλύτερη εκτίμηση του υποδείγματος έχει πραγματοποιηθεί αφαίρεση των ακραίων τιμών σε επίπεδο 1% και 99%.

Αρχικά, πραγματοποιήσαμε τις εκτιμήσεις για ολόκληρη την Ευρωζώνη στο διάστημα 2004-2019 και στη συνέχεια διαχωρίσαμε το δείγμα με δύο διαφορετικά κριτήρια. Σε χώρες οι οποίες είναι μακροοικονομικά ισχυρές ή ανίσχυρες και σε χώρες που η κουλτούρα τους χαρακτηρίζεται από μακροπρόθεσμο προσανατολισμό ή βραχυπρόθεσμο. Αυτό μας επέτρεψε να εξετάσουμε την επίδραση της συντηρητικότητας στο ESG από μία καινούρια οπτική γωνία. Πιο συγκεκριμένα, μας δόθηκε η ευκαιρία να ελέγξουμε πόσο σημαντική είναι η μακροοικονομική κατάσταση

μίας χώρας στη σχέση αυτή και πως μπορεί να διαφοροποιήσει τα αποτελέσματα η κουλτούρα ενός λαού.

Σε αυτό το σημείο, αξίζει να τονίσουμε τη διαδικασία επιλογής της εξαρτημένης και της ανεξάρτητης μεταβλητής στο υπόδειγμά μας. Υπάρχουν έρευνες που θεωρείται η ESG απόδοση μίας εταιρίας ανεξάρτητη μεταβλητή και κατ' επέκταση είναι αυτή που επηρεάζει τη συντηρητικότητα (Burke et al., 2019; Cheng & Kung, 2016). Κάτω από ορισμένες συνθήκες όπως ο κρατικός παρεμβατισμός κυβερνήσεων σε θέματα κοινωνικής ευθύνης όπως η Κίνα θα μπορούσε να δικαιολογηθεί η ESG απόδοση ως η κινητήριος δύναμη που επηρεάζει τη συντηρητικότητα. Όμως, το δείγμα της εργασίας μας αφορά την Ευρωζώνη, η οποία χαρακτηρίζεται από ένα πιο χαλαρό νομικό πλαίσιο σχετικά με την εταιρική κοινωνική ευθύνη. Παράλληλα και σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η συντηρητικότητα θεωρείται πιο θεμελιώδης συνθήκη στο χώρο των επιχειρήσεων καθώς επηρεάζει τις λογιστικές πρακτικές για περισσότερα από 500 χρόνια (Basu 1997), επιλέξαμε να θέσουμε την ESG απόδοση ως την εξαρτημένη μεταβλητή και τη συντηρητικότητα ως ανεξάρτητη σύμφωνα και με προηγούμενη βιβλιογραφία (Anagnostopoulou et al., 2020).

## 4. Εμπειρικά Αποτελέσματα

### 4.1 Περιγραφική στατιστική

Ο Πίνακας 1 περιλαμβάνει την περιγραφική στατιστική για τις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε στο εμπειρικό τμήμα της εργασίας για την περίοδο 2004-2019. Παρατηρούμε ότι η πλειονότητα των μεταβλητών που απαρτίζουν την ESG απόδοση κινείται γύρω στο 50-60, τόσο ως προς τη μέση τιμή, όσο και προς τη διάμεσο. Εξαίρεση σε αυτή την κλίμακα αποτελούν οι δείκτες HumRights και Emissions με μέση τιμή 61.85 και 65.64 αντίστοιχα. Τη χαμηλότερη μέση τιμή και διάμεσο τη συναντάμε στον δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης Gov. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι δείκτες που απαρτίζουν την ESG απόδοση λαμβάνουν τιμές από 0 έως 100, με το 100 να αποτελεί τη μέγιστη απόδοση που μπορεί να φτάσει ένας δείκτης.

Όσον αφορά τη συντηρητικότητα, η περιγραφική της στατιστική αντικατοπτρίζεται από τον δείκτη C\_ACC. Η μέση τιμή και η διάμεσος είναι στο 0.0921 και 0.0751 αντίστοιχα

οι οποίες βρίσκονται κάτω από το επίπεδο συντηρητικότητας που βρίσκουν οι Garcia Lara et al., 2016, Anagnostopoulou et al., 2020, Khan & Watts, 2009 και υψηλότερη από αυτή που βρίσκει ο Zhang, 2008.

Κατά μέσο όρο οι εταιρίες της Ευρωζώνης που απαρτίζουν το δείγμα είναι κερδοφόρες καθώς ο δείκτης κερδοφορίας NIBE/TA παρουσιάζει μέση τιμή 3.8% και διάμεσο 4.6%. Επίσης, η μόχλευση που εκφράζεται από τον δείκτη DEBT/TA βρίσκεται στο 27% κατά μέσο όρο.

**Πίνακας 1 : Περιγραφική Στατιστική**

|                  | <b>Mean</b> | <b>StDev</b> | <b>Median</b> | <b>N</b> |
|------------------|-------------|--------------|---------------|----------|
| <b>Env</b>       | 55.35       | 25.41        | 57.97         | 5086     |
| <b>Gov</b>       | 49.64       | 22.67        | 49.91         | 5441     |
| <b>Social</b>    | 57.16       | 24.19        | 59.16         | 5441     |
| <b>CSR</b>       | 51.03       | 28.28        | 51.39         | 4644     |
| <b>ESG</b>       | 53.82       | 20.90        | 55.90         | 5441     |
| <b>HumRights</b> | 61.85       | 27.96        | 68.06         | 3929     |
| <b>Emissions</b> | 65.64       | 27.37        | 72.66         | 4881     |
| <b>C_ACC</b>     | 0.0921      | 0.2083       | 0.0751        | 6522     |
| <b>NIBE/TA</b>   | 0.0383      | 0.0682       | 0.0376        | 9672     |
| <b>LnTA</b>      | 14.812      | 1.854        | 14.681        | 9679     |
| <b>DEBT/TA</b>   | 0.2704      | 0.1697       | 0.2597        | 9462     |
| <b>MB</b>        | 2.4068      | 2.0828       | 1.8066        | 9093     |



## 4.2 Βασική Ανάλυση

Στον Πίνακα 2 αναφέρονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης σχετικά με τη βασική μας έρευνα που αφορά όλες τις εταιρίες της Ευρωζώνης για την περίοδο 2004-2019. Φαίνεται μία ξεκάθαρη και στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών που απαρτίζουν την **ESG απόδοση** μίας επιχείρησης και της **λογιστικής συντηρητικότητας**. Τα αποτελέσματά μας έρχονται σε συμφωνία με προηγούμενες έρευνες (Anagnostopoulou et al., 2020). Η σχέση αυτή δικαιολογείται από το γεγονός ότι η συντηρητικότητα στις επιχειρήσεις είναι μία αρκετά κοστοβόρα διαδικασία λόγω της άμεσης αναγνώρισης των ζημιών που προκύπτουν. Επομένως, είναι πολύ πιο δύσκολο στις εταιρίες που παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα συντηρητικότητας να υπάρχουν διαθέσιμοι οικονομικοί πόροι έτσι ώστε να διατεθούν σε ζητήματα που έχουν να κάνουν με την εταιρική κοινωνική ευθύνη και την προστασία του περιβάλλοντος. Επίσης, από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης φαίνεται ότι οι δείκτες μεγέθους (LnTA) και αξίας της εταιρίας (MB) σχετίζονται θετικά με την ESG απόδοση. Επομένως, όσο μεγαλύτερη είναι μία εταιρία και όσο υψηλότερη αξία έχει τόσο περισσότερο επενδύει σε δραστηριότητες σχετικά με την κοινωνία και το περιβάλλον.

Ο σχολιασμός των βασικών αποτελεσμάτων θα πραγματοποιηθεί σε δύο φάσεις. Ο Πίνακας 3 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της πρώτης φάσης η οποία αφορά καθαρά την ESG απόδοση των εταιριών και τις επιμέρους μεταβλητές που την απαρτίζουν. Δηλαδή το Environment, το Governance και το Social Score. Ενώ ο Πίνακας 4 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της δεύτερης φάσης σχολιασμού των βασικών αποτελεσμάτων οι οποίες αποτυπώνουν την ESG απόδοση από μία γενικότερη σκοπιά. Οι μεταβλητές από τις οποίες απαρτίζεται είναι οι CSR, HumRights, Emissions, CSRCommittee και WasteRed.

**Πίνακας 2: Η επίδραση της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση**

| VARIABLES        | Env                  | Gov                  | Social               | CSR                  | ESG                  | HumRights            | Emissions            | CSRCommittee         | WasteRed              |
|------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| <b>C_ACC</b>     | -10.85***<br>(1.824) | -2.265<br>(1.683)    | -5.676***<br>(1.733) | -1.210<br>(2.243)    | -6.239***<br>(1.372) | -3.761<br>(2.629)    | -7.440***<br>(2.095) | -0.276***<br>(0.106) | -0.136<br>(0.111)     |
| <b>NIBETA</b>    | -24.36***<br>(6.564) | -2.666<br>(5.978)    | -22.86***<br>(6.155) | 10.29<br>(7.999)     | -18.38***<br>(4.872) | 1.922<br>(8.818)     | -15.06**<br>(7.642)  | -1.309***<br>(0.383) | -0.0501<br>(0.388)    |
| <b>LnTA</b>      | 8.464***<br>(0.235)  | 6.071***<br>(0.220)  | 7.307***<br>(0.226)  | 8.879***<br>(0.282)  | 7.771***<br>(0.179)  | 5.803***<br>(0.315)  | 8.940***<br>(0.271)  | 0.321***<br>(0.0153) | 0.260***<br>(0.0164)  |
| <b>DEBTTA</b>    | -0.827<br>(2.387)    | -1.213<br>(2.226)    | -6.468***<br>(2.292) | 3.001<br>(2.879)     | -3.769**<br>(1.814)  | -12.95***<br>(3.267) | -3.616<br>(2.732)    | -0.169<br>(0.144)    | -0.119<br>(0.151)     |
| <b>MB</b>        | 0.0180<br>(0.184)    | 0.190<br>(0.171)     | 1.165***<br>(0.176)  | -0.424*<br>(0.225)   | 0.612***<br>(0.139)  | 0.855***<br>(0.256)  | 0.431**<br>(0.217)   | 0.00779<br>(0.0109)  | -0.0218**<br>(0.0110) |
| <b>Constant</b>  | -75.06***<br>(3.827) | -44.27***<br>(3.565) | -55.18***<br>(3.670) | -87.81***<br>(4.604) | -65.71***<br>(2.905) | -27.52***<br>(5.182) | -74.44***<br>(4.432) | -4.579***<br>(0.243) | -3.200***<br>(0.258)  |
| <b>Obs</b>       | 3,850                | 4,055                | 4,056                | 3,544                | 4,056                | 3,116                | 3,728                | 4,057                | 4,057                 |
| <b>R-squared</b> | 0.284                | 0.167                | 0.213                | 0.240                | 0.333                | 0.102                | 0.240                |                      |                       |

*Standard errors in parentheses*

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

**Πίνακας 3: Η επίδραση της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση  
– Άμεση προσέγγιση**

| VARIABLES        | Env                  | Gov                  | Social               | ESG                  |
|------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>C_ACC</b>     | -10.85***<br>(1.824) | -2.265<br>(1.683)    | -5.676***<br>(1.733) | -6.239***<br>(1.372) |
| <b>NIBETA</b>    | -24.36***<br>(6.564) | -2.666<br>(5.978)    | -22.86***<br>(6.155) | -18.38***<br>(4.872) |
| <b>LnTA</b>      | 8.464***<br>(0.235)  | 6.071***<br>(0.220)  | 7.307***<br>(0.226)  | 7.771***<br>(0.179)  |
| <b>DEBTTA</b>    | -0.827<br>(2.387)    | -1.213<br>(2.226)    | -6.468***<br>(2.292) | -3.769**<br>(1.814)  |
| <b>MB</b>        | 0.0180<br>(0.184)    | 0.190<br>(0.171)     | 1.165***<br>(0.176)  | 0.612***<br>(0.139)  |
| <b>Constant</b>  | -75.06***<br>(3.827) | -44.27***<br>(3.565) | -55.18***<br>(3.670) | -65.71***<br>(2.905) |
| <b>Obs</b>       | 3,850                | 4,055                | 4,056                | 4,056                |
| <b>R-squared</b> | 0.284                | 0.167                | 0.213                | 0.333                |

Αρχικά παρατηρούμε ότι οι συντελεστές του C\_ACC είναι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί. Αυτό φανερώνει μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ της **ESG απόδοσης** και της **Λογιστικής Συντηρητικότητας** η οποία έρχεται σε συμφωνία με την υπόθεση μας ότι είναι δύσκολο για μία εταιρία να δαπανάει χρήματα σε ζητήματα που αφορούν την κοινωνία και το περιβάλλον και ταυτόχρονα να είναι συντηρητική στη λογιστική της απεικόνιση και να αναγνωρίζει άμεσα τις ζημιές που προκύπτουν. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρούμε ότι η πιο αδύναμη συσχέτιση μεταξύ ESG απόδοσης και Συντηρητικότητας βρίσκεται στην Εταιρική Διακυβέρνηση (Gov). Αυτό έρχεται σε συμφωνία με προηγούμενες έρευνες και αιτιολογείται από το γεγονός ότι η συντηρητικότητα παρέχει άμεσα σημάδια για την ύπαρξη επενδύσεων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία και λαμβάνονται οι κατάλληλες δράσεις έγκαιρα. Δίνει τη

δυνατότητα δηλαδή στους μετόχους να προστατεύσουν την επένδυσή τους (Watts 2003).

**Πίνακας 4: Η επίδραση της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση – Έμμεση προσέγγιση**

| VARIABLES        | CSR                  | HumRights            | Emissions            | CSRCommittee         | WasteRed              |
|------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| <b>C_ACC</b>     | -1.210<br>(2.243)    | -3.761<br>(2.629)    | -7.440***<br>(2.095) | -0.276***<br>(0.106) | -0.136<br>(0.111)     |
| <b>NIBETA</b>    | 10.29<br>(7.999)     | 1.922<br>(8.818)     | -15.06**<br>(7.642)  | -1.309***<br>(0.383) | -0.0501<br>(0.388)    |
| <b>LnTA</b>      | 8.879***<br>(0.282)  | 5.803***<br>(0.315)  | 8.940***<br>(0.271)  | 0.321***<br>(0.0153) | 0.260***<br>(0.0164)  |
| <b>DEBTTA</b>    | 3.001<br>(2.879)     | -12.95***<br>(3.267) | -3.616<br>(2.732)    | -0.169<br>(0.144)    | -0.119<br>(0.151)     |
| <b>MB</b>        | -0.424*<br>(0.225)   | 0.855***<br>(0.256)  | 0.431**<br>(0.217)   | 0.00779<br>(0.0109)  | -0.0218**<br>(0.0110) |
| <b>Constant</b>  | -87.81***<br>(4.604) | -27.52***<br>(5.182) | -74.44***<br>(4.432) | -4.579***<br>(0.243) | -3.200***<br>(0.258)  |
| <b>Obs</b>       | 3,544                | 3,116                | 3,728                | 4,057                | 4,057                 |
| <b>R-squared</b> | 0.240                | 0.102                | 0.240                |                      |                       |

Στη δεύτερη φάση του σχολιασμού των βασικών αποτελεσμάτων επιλέξαμε να απομονώσουμε τις μεταβλητές οι οποίες αντικατοπτρίζουν την ESG απόδοση από μία γενικότερη σκοπιά. Παρατηρούμε ότι οι δείκτες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (CSR) και κινήτρων για τη μείωση αποβλήτων (WasteRed) δεν παράγουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα. Επίσης, είναι εμφανές από τον Πίνακα 4 ότι και σε αυτή την περίπτωση υπάρχει η ίδια αρνητική συσχέτιση όπως και στον πρώτο σχολιασμό.

Όμως παρατηρούμε κάποιες διαφορές ως προς την ένταση της σχέσης αυτής. Πιο συγκεκριμένα, η σύγκριση μεταξύ των δεικτών Enn και Emissions παρότι αφορούν και οι δύο το περιβάλλον παράγουν μία μικρότερη αρνητική σχέση. Το ίδιο ισχύει και με τον δείκτη HumRights. Παρότι αφορά κοινωνικά ζητήματα η αρνητική σχέση που παρουσιάζει με τη συντηρητικότητα είναι πολύ μικρότερη σε σχέση με τη μεταβλητή Social. Κοινό σημείο και των δύο αυτών δεικτών είναι ότι επηρεάζονται πολύ περισσότερο από το νομικό πλαίσιο των επιχειρήσεων σε σχέση με τους αντίστοιχους δείκτες της πρώτης ανάλυσης. Επομένως, μπορούμε εύκολα να οδηγηθούμε στο συμπέρασμα ότι η αρνητική σχέση ESG απόδοσης και συντηρητικότητας εξασθενεί όταν οι μεταβλητές αφορούν τμήματα νομικού πλαισίου και ουσιαστικά οι εταιρίες είναι "αναγκασμένες" να συμμορφωθούν ανεξάρτητα από το επίπεδο συντηρητικότητας που τις διακρίνει. Επιπλέον στοιχεία που επιβεβαιώνουν τη θεωρία αυτή μας δίνει η περιγραφική στατιστική του Πίνακα 1. Παρατηρούμε ότι για τους δείκτες που σχετίζονται με το νομικό πλαίσιο των επιχειρήσεων (HumRights & Emissions) η μέση τιμή τους είναι πολύ μεγαλύτερη από τους υπόλοιπους. Συγκεκριμένα, ενώ οι περισσότεροι κινούνται στο διάστημα 50-60, οι εν λόγω δείκτες παρουσιάζουν μέση τιμή 61.85 και 65.64 αντίστοιχα.

#### 4.3 Ο ρόλος των μακροοικονομικών συνθηκών

Σαν επόμενη φάση ανάλυσης προχωρήσαμε στο διαχωρισμό του δείγματος σε **Ισχυρές** και **Ανίσχυρες** χώρες. Ο διαχωρισμός έγινε για να εντοπίσουμε τις διαφορές που προκύπτουν στη σχέση της ESG απόδοσης και της Λογιστικής Συντηρητικότητας μεταξύ χωρών που αντιμετώπισαν μεγαλύτερες δυσκολίες στην οικονομική κρίση του 2009 και χωρών που αντιμετώπισαν μικρότερες. Για το διαχωρισμό αυτό χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης GNI (Ακαθάριστο Εθνικό Εισόδημα)<sup>3</sup>. Συγκεκριμένα συλλέξαμε στοιχεία από τη **World Bank** σχετικά με το GNI Growth των χωρών της Ευρωζώνης από το 2009 (αφετηρία της οικονομικής κρίσης) έως το 2012. Η μέση τιμή του GNI Growth για την εν λόγω τετραετία ήταν **-0,90**. Επομένως, χώρες που το GNI Growth είναι μεγαλύτερο του -0,90 κατατάσσονται στις **Ισχυρές** και χώρες που είναι

<sup>3</sup> Ακαθάριστο Εθνικό Εισόδημα είναι η συνολική εγχώρια και ξένη παραγωγή των κατοίκων μίας χώρας. Με άλλα λόγια είναι το άθροισμα του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) και του καθαρού εισοδήματος από το εξωτερικό (Todaro & Smith, 2011: 44).

μικρότερο στις **Ανίσχυρες**. Στην κατηγορία των Ισχυρών συναντάμε χώρες όπως η Αυστρία, το Βέλγιο, η Γαλλία, η Γερμανία, η Φινλανδία και η Ολλανδία (Πίνακας 5) ενώ στην κατηγορία Ανίσχυρων χώρες όπως η Ισπανία, η Ιταλία, η Ιρλανδία, η Ελλάδα και η Πορτογαλία (Πίνακας 6).

Αρχικά, αξίζει να σημειώσουμε πως η μέση τιμή της Λογιστικής συντηρητικότητας στις **Ισχυρές** χώρες είναι στο **0,089**. Αυτό σημαίνει ότι οι εν λόγω χώρες είναι λιγότερο συντηρητικές καθώς η μέση τιμή για ολόκληρη την Ευρωζώνη είναι **0,092**. Παρατηρούμε από τον Πίνακα 5 ότι τα αποτελέσματα έρχονται σε συμφωνία με την βασική μας ανάλυση καθώς φαίνεται ότι **ESG απόδοση** και **Λογιστική Συντηρητικότητα** έχουν αντίθετες κατευθύνσεις. Επίσης, είναι εμφανές ότι η αυτή η αρνητική σχέση αμβλύνεται ως ένα βαθμό στις **Ισχυρές** χώρες και μάλιστα για τον δείκτη **WasteRed** βλέπουμε και τη μοναδική θετική συσχέτιση. Πιο συγκεκριμένα, σε όλους τους δείκτες της **ESG απόδοσης** παρατηρούμε ότι υπάρχει σημαντική μείωση της αρνητικής σχέσης που εντοπίστηκε στο βασικό κομμάτι της έρευνας, με μοναδική εξαίρεση τον δείκτη **Εταιρικής Διακυβέρνησης** (Gov) και **ανθρωπίνων δικαιωμάτων** (HumRights). Τα αποτελέσματα αυτά, έρχονται σε συμφωνία με την αρχική μας υπόθεση ότι όσο περισσότερο συντηρητική είναι μία εταιρία στην απεικόνιση των λογιστικών της καταστάσεων, τόσο λιγότερους πόρους διαθέτει στην κοινωνία και το περιβάλλον και το αντίστροφο.

Όσον αφορά την κατηγορία των **Ανίσχυρων** χωρών τα αποτελέσματα στον Πίνακα 6 είναι πολύ ξεκάθαρα. Αρχικά παρατηρούμε ότι οι εν λόγω χώρες είναι πολύ περισσότερο συντηρητικές σε σχέση με τις **Ισχυρές** καθώς η μέση τιμή συντηρητικότητας είναι **0,099**. Και σε αυτήν την περίπτωση επιβεβαιώνεται η υπόθεση μας ότι υψηλά επίπεδα συντηρητικότητας έχουν σαν αποτέλεσμα χαμηλά επίπεδα προσφοράς στο περιβάλλον και την κοινωνία. Συγκεκριμένα, η σύγκριση με τις **Ισχυρές** χώρες δείχνει μία μεγάλη όξυνση της αρνητικής σχέσης καθώς αρκετοί στατιστικά σημαντικοί δείκτες είναι ακόμα και δύο φορές πιο μεγάλοι σε σχέση με την προηγούμενη ανάλυση.

**Πίνακας 5: Η επίδραση της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση για τις Ισχυρές μακροοικονομικά χώρες.**

| VARIABLES        | Env                  | Gov                  | Social               | CSR                  | ESG                  | HumRights            | Emissions            | CSRCommittee         | WasteRed               |
|------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------------------------|
| <b>C_ACC</b>     | -8.667***<br>(2.220) | -3.149<br>(2.101)    | -3.839*<br>(2.114)   | -2.432<br>(2.809)    | -5.629***<br>(1.656) | -5.047<br>(3.331)    | -5.680**<br>(2.560)  | -0.326**<br>(0.130)  | 0.300**<br>(0.137)     |
| <b>NIBETA</b>    | -14.49*<br>(7.532)   | -3.995<br>(7.063)    | -21.84***<br>(7.105) | 0.611<br>(9.538)     | -17.18***<br>(5.567) | 7.830<br>(10.28)     | -3.274<br>(8.834)    | -1.661***<br>(0.446) | 0.478<br>(0.453)       |
| <b>LnTA</b>      | 8.616***<br>(0.265)  | 6.292***<br>(0.260)  | 6.940***<br>(0.261)  | 9.050***<br>(0.329)  | 7.600***<br>(0.205)  | 5.632***<br>(0.366)  | 9.253***<br>(0.307)  | 0.320***<br>(0.0179) | 0.264***<br>(0.0192)   |
| <b>DEBTTA</b>    | -3.426<br>(2.849)    | -1.197<br>(2.730)    | -9.942***<br>(2.746) | -0.443<br>(3.562)    | -6.239***<br>(2.152) | -12.26***<br>(4.034) | -6.729**<br>(3.271)  | -0.402**<br>(0.173)  | -0.660***<br>(0.181)   |
| <b>MB</b>        | -0.184<br>(0.220)    | 0.186<br>(0.211)     | 1.166***<br>(0.212)  | -0.192<br>(0.280)    | 0.491***<br>(0.166)  | 0.836***<br>(0.310)  | 0.476*<br>(0.265)    | 0.0163<br>(0.0133)   | -0.0454***<br>(0.0134) |
| <b>Constant</b>  | -77.55***<br>(4.341) | -47.66***<br>(4.245) | -49.69***<br>(4.268) | -90.11***<br>(5.418) | -62.79***<br>(3.345) | -24.84***<br>(6.073) | -80.29***<br>(5.044) | -4.501***<br>(0.286) | -3.153***<br>(0.304)   |
| <b>Obs</b>       | 2,872                | 2,996                | 2,997                | 2,639                | 2,997                | 2,300                | 2,763                | 2,997                | 2,997                  |
| <b>R-squared</b> | 0.293                | 0.173                | 0.198                | 0.236                | 0.331                | 0.100                | 0.256                |                      |                        |

*Standard errors in parentheses*

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

**Πίνακας 6: Η επίδραση της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση για τις Ανίσχυρες μακροοικονομικά χώρες.**

| VARIABLES        | Env                  | Gov                  | Social               | CSR                  | ESG                  | HumRights            | Emissions            | CSRCommittee         | WasteRed             |
|------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>C_ACC</b>     | -14.33***<br>(3.275) | -0.287<br>(2.829)    | -9.833***<br>(3.027) | 0.415<br>(3.685)     | -7.484***<br>(2.480) | -0.467<br>(4.424)    | -10.39***<br>(3.710) | -0.176<br>(0.190)    | -0.942***<br>(0.203) |
| <b>NIBETA</b>    | -38.73***<br>(13.60) | 8.007<br>(11.50)     | -13.21<br>(12.31)    | 39.39***<br>(14.72)  | -11.58<br>(10.08)    | -16.13<br>(17.64)    | -35.55**<br>(15.44)  | 0.277<br>(0.790)     | -0.0761<br>(0.812)   |
| <b>LnTA</b>      | 8.254***<br>(0.511)  | 5.631***<br>(0.421)  | 8.888***<br>(0.451)  | 8.455***<br>(0.551)  | 8.621***<br>(0.370)  | 6.364***<br>(0.648)  | 8.250***<br>(0.580)  | 0.324***<br>(0.0309) | 0.277***<br>(0.0334) |
| <b>DEBTTA</b>    | 1.081<br>(4.988)     | -2.129<br>(4.325)    | -5.117<br>(4.629)    | 8.436<br>(5.418)     | -2.531<br>(3.792)    | -15.54**<br>(6.487)  | -0.641<br>(5.661)    | 0.487<br>(0.298)     | 0.918***<br>(0.325)  |
| <b>MB</b>        | 0.312<br>(0.342)     | 0.137<br>(0.292)     | 1.127***<br>(0.313)  | -1.089***<br>(0.374) | 0.827***<br>(0.256)  | 0.976**<br>(0.474)   | 0.0562<br>(0.388)    | -0.0270<br>(0.0201)  | 0.00579<br>(0.0208)  |
| <b>Constant</b>  | -69.67***<br>(8.049) | -36.76***<br>(6.573) | -76.44***<br>(7.041) | -80.69***<br>(8.683) | -77.53***<br>(5.768) | -36.00***<br>(10.23) | -59.07***<br>(9.162) | -4.791***<br>(0.474) | -3.644***<br>(0.512) |
| <b>Obs</b>       | 942                  | 1,023                | 1,023                | 882                  | 1,023                | 798                  | 929                  | 1,024                | 1,024                |
| <b>R-squared</b> | 0.281                | 0.162                | 0.295                | 0.278                | 0.372                | 0.112                | 0.229                |                      |                      |

*Standard errors in parentheses*  
\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$



Συμπερασματικά, τα παραπάνω αποτελέσματα από το διαχωρισμό του δείγματος με βάση μακροοικονομικά κριτήρια μας οδηγούν στην υπόθεση ότι:

α) Η εταιρική κοινωνική ευθύνη και η προσφορά στο περιβάλλον δεν αποτελούν προτεραιότητα σε σχέση με τη **Λογιστική Συντηρητικότητα**. Οι εταιρίες αντιμετωπίζουν τις δαπάνες ESG ως επενδύσεις και έτσι δικαιολογείται και το γεγονός ότι σε συνθήκες μακροοικονομικών δυσκολιών η προτεραιότητα είναι η Λογιστική Συντηρητικότητα. Η συγκεκριμένη υπόθεση έρχεται σε συμφωνία με προηγούμενες έρευνες που υποστηρίζουν ότι εάν τα διοικητικά στελέχη δε μπορούσαν να κατανοήσουν τα στρατηγικά οφέλη από την εταιρική κοινωνική ευθύνη είναι πολύ πιθανό να μην επένδυαν ποτέ σε τέτοιου είδους πολιτικές (Burke & Logsdon, 1996).

β) Η Λογιστική Συντηρητικότητα είναι πολύ πιο ισχυρή στις **Ανίσχυρες** χώρες από ότι στις **Ισχυρές**. Αυτό σημαίνει ότι οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες ωθούν σε σημαντικό βαθμό τις εταιρίες να γίνονται όλο και περισσότερο συντηρητικές για να μπόρέσουν να ανταπεξέλθουν σε αυτές.

#### 4.4 Ο ρόλος της κουλτούρας

Στην τρίτη φάση ανάλυσης προχωρήσαμε στο διαχωρισμό του δείγματος με βάση κάποιο χαρακτηριστικό της κουλτούρας των χωρών της Ευρωζώνης. Πιο συγκεκριμένα, επιλέξαμε τον μακροπρόθεσμο ή βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό (Long - Short Term Orientation) των Hofstede et al. (2008). Ο Hofstede χρησιμοποίησε ως μέτρο προσανατολισμού της κουλτούρας μία κλίμακα από το 0 έως το 100 όπου το μηδέν αντιπροσωπεύει χώρες με βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό και το εκατό χώρες με μακροπρόθεσμο. Για την ανάλυσή μας, κατατάξαμε σύμφωνα με τα δεδομένα από το [geerthofstede.com](http://geerthofstede.com), τις κοινωνίες με Score πάνω από 50 στις Long-Oriented και αντίστοιχα με Score κάτω από 50 στις Short-Oriented. Επομένως, ως μακροπρόθεσμο προσανατολισμού ορίζουμε χώρες όπως την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και την Ολλανδία, ενώ ως βραχυπρόθεσμο τις Ισπανία, Πορτογαλία, Φινλανδία, Ελλάδα και Ιρλανδία.

Χρηματοοικονομικά, οι κοινωνίες που διακρίνονται για τον μακροπρόθεσμο προσανατολισμό τους χαρακτηρίζονται από υψηλότερα επίπεδα αποταμίευσης και διαθέσιμα κεφάλαια για επενδύσεις, οι εταιρίες αναζητούν τα μακροπρόθεσμα κέρδη

και νέα μερίδια αγοράς, ενώ φαίνεται να προτιμούν τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Από την άλλη, οι κοινωνίες με βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό διακρίνονται για τα λιγότερα διαθέσιμα χρήματα για αποταμίευση και επενδύσεις ενώ συνήθως παρουσιάζουν μία προτίμηση σε επενδύσεις που σχετίζονται με μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια (Hofstede et al., 2008). Στον Πίνακα 7 και Πίνακα 8 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για τις χώρες με μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό αντίστοιχα.

Όπως ήταν αναμενόμενο χώρες οι οποίες χαρακτηρίζονται από μακροπρόθεσμο ορίζοντα έχουν μεγαλύτερα επίπεδα **Συντηρητικότητας** και συγκεκριμένα η μέση τιμή τους είναι **0,097**. Τα αποτελέσματα και σε αυτή την περίπτωση ταυτίζονται με αυτά της βασικής ανάλυσης και βλέπουμε μία έντονη αρνητική συσχέτιση μεταξύ **εξαρτημένης** και **ανεξάρτητης** μεταβλητής. Παρόλα αυτά, σε ορισμένους δείκτες η σχέση αυτή είναι λιγότερο ισχυρή σε σχέση με τη βασική ανάλυση και σε κάποιους άλλους ισχυρότερη ή ίδια. Συγκεκριμένα, στους δείκτες **Env**, **Social** και **ESG** βλέπουμε μία μικρότερη αρνητική συσχέτιση ενώ στον δείκτη ανθρωπίνων δικαιωμάτων **HumRights** φαίνεται ότι η αρνητική σχέση αυτή είναι λίγο μεγαλύτερη από τη βασική μας ανάλυση. Όλα τα παραπάνω μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι παρά το γεγονός ότι χώρες με μακροπρόθεσμο ορίζοντα είναι πολύ περισσότερο συντηρητικές αυτή η συντηρητικότητα δεν τις οδηγεί σε χαμηλότερο **ESG**.

Όσον αφορά τις χώρες που η κουλτούρα τους χαρακτηρίζεται από βραχυπρόθεσμο ορίζοντα βλέπουμε πολύ χαμηλότερα επίπεδα συντηρητικότητας σε σχέση με το μέσο όρο. Η μέση τιμή των χωρών αυτών είναι στο **0,071**, δηλαδή 36,64% μικρότερη από εκείνη των χωρών με μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Με βάση την υπόθεση μας στη βασική ανάλυση ότι ESG απόδοση και συντηρητικότητα έχουν αντίθετες κατευθύνσεις, θα περιμέναμε να γίνει κάποια μεταστροφή σε σχέση με τα προηγούμενα αποτελέσματα. Παρόλα αυτά βλέπουμε πολύ μικρές αλλαγές στους δείκτες **Social** και **ESG** ενώ οι περιβαλλοντικοί δείκτες **WasteRed** και **Env** παρουσιάζουν ακόμα μεγαλύτερη αρνητική σχέση με τη **Λογιστική Συντηρητικότητα**.

**Πίνακας 7: Η επίδραση της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση για τις χώρες με μακροπρόθεσμο προσανατολισμό**

| VARIABLES                                      | Env                  | Gov                  | Social               | CSR                  | ESG                  | HumRights            | Emissions            | CSRCommittee         | WasteRed               |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------------------------|
| <b>C_ACC</b>                                   | -9.530***<br>(2.150) | -2.128<br>(2.002)    | -4.724**<br>(2.036)  | -2.592<br>(2.696)    | -6.011***<br>(1.600) | -4.258<br>(3.273)    | -7.717***<br>(2.489) | -0.444***<br>(0.127) | 0.0823<br>(0.130)      |
| <b>NIBETA</b>                                  | -21.94***<br>(7.672) | -2.505<br>(7.003)    | -14.96**<br>(7.121)  | 12.49<br>(9.571)     | -15.85***<br>(5.595) | 10.63<br>(10.52)     | -7.595<br>(9.004)    | -1.455***<br>(0.450) | 0.481<br>(0.454)       |
| <b>LnTA</b>                                    | 8.883***<br>(0.260)  | 6.239***<br>(0.249)  | 7.070***<br>(0.253)  | 8.888***<br>(0.318)  | 7.744***<br>(0.199)  | 6.020***<br>(0.360)  | 9.276***<br>(0.303)  | 0.319***<br>(0.0175) | 0.265***<br>(0.0184)   |
| <b>DEBTTA</b>                                  | 3.939<br>(2.704)     | 0.557<br>(2.557)     | -5.436**<br>(2.599)  | 10.27***<br>(3.336)  | -2.051<br>(2.042)    | -12.28***<br>(3.846) | -0.694<br>(3.119)    | -0.140<br>(0.166)    | -0.371**<br>(0.172)    |
| <b>MB</b>                                      | -0.0786<br>(0.216)   | 0.433**<br>(0.203)   | 1.225***<br>(0.206)  | -0.192<br>(0.271)    | 0.629***<br>(0.162)  | 1.049***<br>(0.307)  | 0.560**<br>(0.261)   | 0.0151<br>(0.0129)   | -0.0369***<br>(0.0130) |
| <b>Constant</b>                                | -84.45***<br>(4.265) | -47.98***<br>(4.091) | -53.08***<br>(4.158) | -91.19***<br>(5.252) | -66.70***<br>(3.267) | -33.30***<br>(5.996) | -82.78***<br>(4.993) | -4.553***<br>(0.281) | -3.297***<br>(0.293)   |
| <b>Observations</b>                            | 2,930                | 3,077                | 3,078                | 2,713                | 3,078                | 2,363                | 2,822                | 3,078                | 3,078                  |
| <b>R-squared</b>                               | 0.320                | 0.177                | 0.209                | 0.246                | 0.347                | 0.112                | 0.263                |                      |                        |
| <i>Standard errors in parentheses</i>          |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                        |
| <i>*** p&lt;0.01, ** p&lt;0.05, * p&lt;0.1</i> |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                        |

**Πίνακας 8: Η επίδραση της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση για τις χώρες με βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό.**

| VARIABLES           | Env                  | Gov                  | Social               | CSR                  | ESG                  | HumRights            | Emissions            | CSRCommittee         | WasteRed             |
|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>C_ACC</b>        | -11.17***<br>(3.414) | -2.157<br>(3.240)    | -5.065<br>(3.349)    | 3.969<br>(4.010)     | -4.391<br>(2.700)    | 2.200<br>(4.439)     | -2.973<br>(3.855)    | 0.208<br>(0.209)     | -0.382<br>(0.236)    |
| <b>NIBETA</b>       | -44.58***<br>(12.68) | -0.0675<br>(12.04)   | -46.77***<br>(12.46) | -22.34<br>(14.62)    | -30.73***<br>(10.04) | -35.35**<br>(16.39)  | -51.29***<br>(14.60) | -1.004<br>(0.786)    | -1.593*<br>(0.870)   |
| <b>LnTA</b>         | 8.818***<br>(0.557)  | 5.917***<br>(0.516)  | 9.807***<br>(0.534)  | 10.48***<br>(0.632)  | 9.293***<br>(0.431)  | 6.878***<br>(0.700)  | 10.03***<br>(0.629)  | 0.349***<br>(0.0357) | 0.367***<br>(0.0434) |
| <b>DEBTTA</b>       | -23.36***<br>(5.199) | -7.151<br>(4.962)    | -16.29***<br>(5.132) | -31.31***<br>(5.950) | -14.47***<br>(4.137) | -27.23***<br>(6.640) | -21.77***<br>(5.888) | -0.359<br>(0.322)    | 0.0373<br>(0.373)    |
| <b>MB</b>           | 0.294<br>(0.335)     | -0.369<br>(0.320)    | 1.122***<br>(0.330)  | -0.767**<br>(0.387)  | 0.670**<br>(0.266)   | 0.436<br>(0.457)     | 0.158<br>(0.381)     | -0.0153<br>(0.0210)  | 0.00675<br>(0.0230)  |
| <b>Constant</b>     | -68.07***<br>(8.555) | -38.10***<br>(7.809) | -85.69***<br>(8.085) | -97.08***<br>(9.764) | -82.13***<br>(6.516) | -33.03***<br>(10.80) | -77.54***<br>(9.685) | -4.915***<br>(0.531) | -4.527***<br>(0.635) |
| <b>Observations</b> | 884                  | 942                  | 942                  | 808                  | 942                  | 735                  | 870                  | 943                  | 943                  |
| <b>R-squared</b>    | 0.254                | 0.139                | 0.279                | 0.284                | 0.347                | 0.123                | 0.251                |                      |                      |

*Standard errors in parentheses*  
\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Συμπερασματικά, ο παράγοντας κουλτούρα φαίνεται ότι επηρεάζει σημαντικά τις μεταβλητές της παλινδρόμησης μας. Χώρες που διακρίνονται για τα μακροπρόθεσμα πλάνα τους μπορεί να είναι περισσότερο συντηρητικές αλλά ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός που τις διακρίνει φαίνεται ότι οδηγεί σε περισσότερες επενδύσεις που σχετίζονται με την κοινωνία, το περιβάλλον και το ESG Performance γενικότερα. Ενώ, χώρες με βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό δε δίνουν τόση σημασία σε στόχους, επιτεύξιμους στο μακρινό μέλλον. Αυτό συμβαίνει τόσο όσον αφορά την προστασία των παρόχων κεφαλαίου μέσω της συντηρητικότητας (Mora & Walker, 2015; Ruch & Taylor, 2015), όσο και τη διατηρήσιμη ανάπτυξη και προάσπιση των συμφερόντων όλων των ενδιαφερόμενων μερών μέσω του ESG (Porter & Kramer, 2006). Τα αποτελέσματα αυτά έρχονται σε συμφωνία με τους Eccles et al. (2014), οι οποίοι υποστήριξαν ότι εταιρίες με υψηλή εταιρική κοινωνική ευθύνη έχουν περισσότερο μακροπρόθεσμους προσανατολισμούς. Όπως είναι αναμενόμενο, πρακτικές που σχετίζονται με την προστασία του φυσικού και του εργασιακού περιβάλλοντος απαιτούν περισσότερο χρόνο για να αποδώσουν.

## 5. Επίλογος

Στην παρούσα εργασία μελετήσαμε την επίδραση της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση των εταιριών της Ευρωζώνης για την περίοδο 2004-2019. Με τον όρο συντηρητικότητα θεωρούμε την ασυμμετρία στην αναγνώριση των κερδών σε σχέση με τις ζημιές, ενώ ESG απόδοση αποτελεί το σύνολο των συμπεριφορών μίας επιχείρησης σχετικά με την κοινωνία, το περιβάλλον και την εταιρική διακυβέρνηση. Σκοπός μας, πέρα από την ανάδειξη της σχέσης των δύο εξεταζόμενων μεταβλητών, ήταν να ερευνήσουμε πως διαμορφώνεται η σχέση αυτή εξαιτίας δύο επιπλέον παραγόντων. Ο ένας παράγοντας σχετίζεται με τη μακροοικονομική κατάσταση μίας χώρας και ο άλλος με την κουλτούρα της. Σχετικά με τη μακροοικονομική κατάσταση, διαχωρίσαμε το δείγμα μας σε Ισχυρές και Ανίσχυρες χώρες με κριτήριο τις επιπτώσεις από την οικονομική κρίση του 2009, ενώ σχετικά με την κουλτούρα ο διαχωρισμός έγινε σε μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα προσανατολισμένες χώρες.

Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας, αναδεικνύουν μία ισχυρή αρνητική σχέση μεταξύ των εξεταζόμενων μεταβλητών. Παρατηρούμε όμως, ότι η σχέση αυτή όταν αφορά μεταβλητές που αποτελούν τμήμα του νομικού πλαισίου γίνεται λιγότερο ισχυρή. Κάτι τέτοιο υποδηλώνει ότι οι εταιρίες δεν αμελούν την περιβαλλοντική και κοινωνική τους δράση όταν είναι υποχρεωμένες να το κάνουν, ανεξάρτητα από το βαθμό συντηρητικότητας που τις διακρίνει. Επομένως, αυτό που αναμένουμε με βάση τα αποτελέσματα είναι ότι εταιρίες που είναι συντηρητικές ως προς τη απεικόνιση των λογιστικών τους καταστάσεων να συμπεριφέρονται με συγκεκριμένο τρόπο ως προς το ESG τους. Συγκεκριμένα, όσο περισσότερο αυξάνεται η συντηρητικότητα σε μία εταιρία αναμένουμε να επενδύει όλο και λιγότερα χρήματα σε τμήματα που αφορούν την ESG απόδοση. Γίνεται εύκολα αντιληπτό από τα παραπάνω ότι υπάρχει δυσκολία στις επιχειρήσεις να συνδυάσουν τη δημοσιοποίηση συντηρητικών πληροφοριών με τις δράσεις ESG. Όπως έχει αναφερθεί και στο κυρίως κείμενο της εργασίας, είναι εξαιρετικά κοστοβόρες διαδικασίες και οι δύο καθώς αφενός η συντηρητικότητα οδηγεί σε μία συνεχόμενη υποβάθμιση του Ενεργητικού και αφετέρου το ESG απαιτεί ολοένα και περισσότερους πόρους για να μπορέσει η εταιρία να προσφέρει στο περιβάλλον και την κοινωνία.

Τα αποτελέσματα από το διαχωρισμό του δείγματος σε Ισχυρές και Ανίσχυρες χώρες, υποδηλώνουν ότι η μακροοικονομική κατάσταση επηρεάζει και τη συντηρητικότητα και

την ESG απόδοση. Οι Ισχυρές χώρες είναι πολύ λιγότερο συντηρητικές και δαπανούν περισσότερα χρήματα σε τομείς που αφορούν το ESG σε σχέση με τις Ανίσχυρες. Ενώ το γεγονός ότι οι Ανίσχυρες χώρες είναι πολύ περισσότερο συντηρητικές μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι μακροοικονομικές δυσκολίες μπορεί να ωθήσουν μία χώρα στο να γίνει πιο συντηρητική στη λογιστική της απεικόνιση. Τέλος, όσον αφορά τον παράγοντα κουλτούρα, φαίνεται ότι χώρες με μακροπρόθεσμους προσανατολισμούς είναι πολύ περισσότερο συντηρητικές. Όμως, αξίζει να σημειωθεί ότι τα υψηλότερα επίπεδα συντηρητικότητας σε αυτές τις χώρες δε φαίνεται να δημιουργούν μεγαλύτερη μείωση στην ESG απόδοση σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμα προσανατολισμένες χώρες. Αυτό υποδηλώνει ότι χώρες με μακροπρόθεσμο προσανατολισμό προασπίζουν τα συμφέροντα των παρόχων κεφαλαίου μέσω της συντηρητικότητας αλλά και όλων των υπόλοιπων ενδιαφερόμενων μερών μέσω του ESG. Επομένως, μακροπρόθεσμος προσανατολισμός και ESG σχετίζονται θετικά.

Τα αποτελέσματα αυτά μπορούν να φανούν χρήσιμα σε επενδυτές κατά τη διαδικασία λήψης των αποφάσεών τους, καθώς τόσο η συντηρητικότητα όσο και η ESG απόδοση επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τη μελλοντική πορεία μίας εταιρίας. Συνοψίζοντας, η εργασία μας συμβάλει στη βιβλιογραφία της συντηρητικότητας και της ESG απόδοσης, μελετώντας την επίδραση που έχουν οι μακροοικονομικές συνθήκες και η κουλτούρα μιας χώρας στη διαμόρφωση της σχέσης αυτής.

## Παράρτημα

**Appendix A:** Περιλαμβάνει τις περιγραφές των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στο εμπειρικό τμήμα της εργασίας.

| Variable Name    | Discription  | Source |
|------------------|--|--------|
| <b>Env</b>       | Η μέση σταθμισμένη βαθμολογία μίας εταιρίας όπως προκύπτει από τις πληροφορίες που αφορούν το <b>περιβάλλον</b> .  | ASSET4 |
| <b>Gov</b>       | Η μέση σταθμισμένη βαθμολογία μίας εταιρίας όπως προκύπτει από τις πληροφορίες που αφορούν την <b>εταιρική της διακυβέρνηση</b> .  | ASSET4 |
| <b>Social</b>    | Η μέση σταθμισμένη βαθμολογία μίας εταιρίας όπως προκύπτει από τις πληροφορίες που αφορούν την <b>κοινωνία</b> .   | ASSET4 |
| <b>CSR</b>       | Είναι οι πρακτικές μίας εταιρίας έτσι ώστε να επικοινωνεί το γεγονός ότι λαμβάνει υπόψη τις οικονομικές, κοινωνικές και περιβαλλοντικές διαστάσεις στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Ευρέως γνωστή ως εταιρική κοινωνική ευθύνη. | ASSET4 |
| <b>ESG</b>       | Είναι η συνολική βαθμολογία μίας εταιρίας με βάση τις πληροφορίες που σχετίζονται με τους τρεις πυλώνες που αναφέρθηκαν παραπάνω. Δηλαδή, του περιβάλλοντος, της εταιρικής διακυβέρνησης και της κοινωνίας.                    | ASSET4 |
| <b>HumRights</b> | Είναι ένα μέτρο της αποτελεσματικότητας μίας εταιρίας ως προς το σεβασμό των <b>ανθρωπίνων δικαιωμάτων</b> .   | ASSET4 |



|                     |  |                 |
|---------------------|--|-----------------|
| <b>Emissions</b>    | Είναι η αποτελεσματικότητα μίας εταιρίας ως προς τη μείωση των <b>περιβαλλοντικών εκπομπών</b> στις παραγωγικές διαδικασίες.   | ASSET4          |
| <b>CSRCommittee</b> | Παρουσιάζει εάν η εταιρία διαθέτει μία ανώτερη διοικητική επιτροπή που να σχετίζεται με τη λήψη αποφάσεων εταιρικής κοινωνικής ευθύνης ή όχι.  | ASSET4          |
| <b>WasteRed</b>     | Παρουσιάζει εάν μία εταιρία παίρνει πρωτοβουλίες που να σχετίζονται με ανακύκλωση, επαναχρησιμοποίηση, αντικατάσταση και επεξεργασία αποβλήτων ή όχι.  | ASSET4          |
| <b>C_SKEW</b>       | Είναι ένα μέτρο της λογιστικής συντηρητικότητας και έχει υπολογιστεί ως ο αρνητικός λόγος της κυρτότητας του ετήσιου εισοδήματος με την κυρτότητα των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες (Givoly & Hayn 2000).             |                 |
| <b>C_ACC</b>        | Είναι ένα μέτρο της λογιστικής συντηρητικότητας και έχει υπολογιστεί ως ο αρνητικός λόγος των συσσωρευμένων Μη λειτουργικών δεδουλευμένων για 3 έτη, με το μέσο όρο του Ενεργητικού για την ίδια χρονική περίοδο (Givoly & Hayn 2000). |                 |
| <b>NIBE/TA</b>      | Αποτελεί μέτρο για την κερδοφορία μίας εταιρίας και είναι το ετήσιο εισόδημα πριν από έκτακτα στοιχεία προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία.  | Thomson Reuters |
| <b>LnTA</b>         | Αποτελεί μέτρο για το μέγεθος μίας εταιρίας και υπολογίζεται ως ο λογάριθμος του Ενεργητικού.  | Thomson Reuters |
| <b>DEBT/TA</b>      | Αποτελεί μέτρο για τη μόχλευση μίας εταιρίας και υπολογίζεται ως το συνολικό της χρέος προς το Ενεργητικό.   | Thomson Reuters |
| <b>MB</b>           | Market-to-book ratio. Αποτελεί μέτρο της αξίας της εταιρίας και υπολογίζεται ως αγοραία προς λογιστική αξία.   | Thomson Reuters |

**Appendix B :** Περιλαμβάνει την επίδραση της συντηρητικότητας στην ESG απόδοση με τη χρήση *Year Fixed Effects*. Παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα έρχονται σε συμφωνία με τη βασική μας ανάλυση και δείχνουν μία ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών.

| VARIABLES     | Env                  | Gov                 | Social               | CSR                 | ESG                  | HumRights            | Emissions            | CSRCommittee         | WasteRed             |
|---------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>C_ACC</b>  | -11.03***<br>(1.735) | -2.513<br>(1.701)   | -3.134**<br>(1.563)  | -1.876<br>(2.252)   | -5.006***<br>(1.267) | -5.164**<br>(2.572)  | -7.385***<br>(2.077) | -0.232**<br>(0.117)  | -0.138<br>(0.117)    |
| <b>NIBETA</b> | -13.05**<br>(6.220)  | -1.359<br>(6.019)   | -7.008<br>(5.533)    | 9.917<br>(8.009)    | -6.803<br>(4.486)    | 9.155<br>(8.585)     | -6.144<br>(7.549)    | -0.475<br>(0.414)    | 0.654<br>(0.400)     |
| <b>LnTA</b>   | 9.237***<br>(0.227)  | 6.324***<br>(0.224) | 8.273***<br>(0.206)  | 9.412***<br>(0.290) | 8.459***<br>(0.167)  | 7.142***<br>(0.319)  | 9.520***<br>(0.273)  | 0.478***<br>(0.0191) | 0.358***<br>(0.0188) |
| <b>DEBTTA</b> | -2.058<br>(2.244)    | -1.610<br>(2.223)   | -7.613***<br>(2.043) | 2.413<br>(2.862)    | -4.786***<br>(1.657) | -14.22***<br>(3.164) | -4.380<br>(2.676)    | -0.349**<br>(0.155)  | -0.272*<br>(0.158)   |
| <b>MB</b>     | 0.0479<br>(0.175)    | 0.187<br>(0.173)    | 1.035***<br>(0.159)  | -0.457**<br>(0.227) | 0.599***<br>(0.129)  | 0.763***<br>(0.251)  | 0.385*<br>(0.216)    | 0.0199*<br>(0.0120)  | -0.0163<br>(0.0118)  |
| <b>Year05</b> | 3.242<br>(2.664)     | 2.666<br>(2.476)    | -0.258<br>(2.272)    | 10.12***<br>(3.772) | 1.510<br>(1.842)     | -6.493<br>(4.767)    | 2.914<br>(3.333)     | 0.131<br>(0.207)     | -0.0819<br>(0.159)   |
| <b>Year06</b> | 3.889<br>(2.671)     | 1.144<br>(2.478)    | -0.320<br>(2.278)    | 4.772<br>(3.773)    | 0.994<br>(1.847)     | -1.889<br>(4.937)    | 5.382<br>(3.301)     | 0.268<br>(0.202)     | -0.0209<br>(0.159)   |
| <b>Year07</b> | 11.42***<br>(2.511)  | -0.361<br>(2.412)   | 4.876**<br>(2.217)   | 8.401**<br>(3.578)  | 6.076***<br>(1.798)  | 1.776<br>(4.506)     | 6.601**<br>(3.088)   | 0.687***<br>(0.190)  | 0.588***<br>(0.155)  |

|               |                     |                  |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |
|---------------|---------------------|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| <b>Year08</b> | 19.64***<br>(2.426) | 1.375<br>(2.339) | 10.59***<br>(2.150) | 7.118**<br>(3.395)  | 11.90***<br>(1.743) | 7.302*<br>(4.335)   | 13.17***<br>(2.982) | 1.213***<br>(0.184) | 1.112***<br>(0.158) |
| <b>Year09</b> | 23.06***<br>(2.403) | 1.977<br>(2.319) | 11.70***<br>(2.132) | 8.116**<br>(3.298)  | 14.25***<br>(1.729) | 11.09***<br>(4.248) | 16.57***<br>(2.959) | 1.926***<br>(0.185) | 1.211***<br>(0.159) |
| <b>Year10</b> | 23.95***<br>(2.337) | 1.961<br>(2.253) | 16.12***<br>(2.071) | 6.004*<br>(3.191)   | 15.52***<br>(1.679) | 9.418**<br>(4.101)  | 16.95***<br>(2.880) | 1.990***<br>(0.181) | 1.248***<br>(0.154) |
| <b>Year11</b> | 24.79***<br>(2.307) | 2.371<br>(2.220) | 17.48***<br>(2.041) | 6.591**<br>(3.151)  | 16.47***<br>(1.655) | 11.21***<br>(4.025) | 17.30***<br>(2.845) | 2.161***<br>(0.180) | 1.070***<br>(0.149) |
| <b>Year12</b> | 25.60***<br>(2.283) | 2.329<br>(2.197) | 19.29***<br>(2.020) | 7.107**<br>(3.113)  | 17.49***<br>(1.638) | 14.01***<br>(3.975) | 17.21***<br>(2.817) | 2.230***<br>(0.180) | 1.126***<br>(0.148) |
| <b>Year13</b> | 24.99***<br>(2.268) | 1.555<br>(2.181) | 19.43***<br>(2.007) | 7.458**<br>(3.103)  | 17.14***<br>(1.627) | 13.29***<br>(3.940) | 18.23***<br>(2.802) | 2.138***<br>(0.178) | 1.120***<br>(0.146) |
| <b>Year14</b> | 24.93***<br>(2.236) | 1.305<br>(2.143) | 21.50***<br>(1.971) | 6.259**<br>(3.062)  | 17.84***<br>(1.597) | 14.94***<br>(3.880) | 17.58***<br>(2.759) | 2.052***<br>(0.174) | 1.187***<br>(0.144) |
| <b>Year15</b> | 25.89***<br>(2.208) | 0.934<br>(2.116) | 23.70***<br>(1.945) | 7.185**<br>(3.031)  | 18.92***<br>(1.577) | 15.92***<br>(3.841) | 18.64***<br>(2.730) | 2.016***<br>(0.172) | 1.241***<br>(0.143) |
| <b>Year16</b> | 27.58***<br>(2.191) | 0.745<br>(2.097) | 26.09***<br>(1.928) | 6.562**<br>(3.013)  | 20.32***<br>(1.563) | 17.45***<br>(3.816) | 20.64***<br>(2.707) | 2.085***<br>(0.172) | 1.317***<br>(0.143) |
| <b>Year17</b> | 28.41***<br>(2.150) | 2.102<br>(2.052) | 28.22***<br>(1.886) | 10.25***<br>(2.958) | 21.85***<br>(1.529) | 19.37***<br>(3.759) | 20.66***<br>(2.662) | 2.267***<br>(0.170) | 1.426***<br>(0.141) |
| <b>Year18</b> | 27.56***            | 5.192***         | 29.90***            | 14.33***            | 23.42***            | 23.22***            | 20.06***            | 2.391***            | 1.565***            |

|                  |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
|------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                  | (2.066)              | (1.953)              | (1.795)              | (2.876)              | (1.456)              | (3.682)              | (2.571)              | (0.166)              | (0.133)              |
| <b>Year19</b>    | 29.89***<br>(2.081)  | 6.340***<br>(1.972)  | 31.82***<br>(1.813)  | 13.91***<br>(2.889)  | 25.36***<br>(1.470)  | 25.08***<br>(3.697)  | 21.80***<br>(2.589)  | 2.590***<br>(0.168)  | 1.804***<br>(0.138)  |
| <b>Constant</b>  | -111.2***<br>(4.197) | -50.72***<br>(4.060) | -91.07***<br>(3.732) | -105.1***<br>(5.583) | -94.06***<br>(3.025) | -64.64***<br>(6.463) | -100.9***<br>(5.124) | -8.923***<br>(0.355) | -5.842***<br>(0.325) |
| <b>Obs</b>       | 3,850                | 4,055                | 4,056                | 3,544                | 4,056                | 3,116                | 3,728                | 4,057                | 4,057                |
| <b>R-squared</b> | 0.372                | 0.175                | 0.378                | 0.255                | 0.447                | 0.167                | 0.276                |                      |                      |

*Standard errors in parentheses*

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

**Appendix C :** Περιλαμβάνει τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης όπως στη βασική μας ανάλυση, χρησιμοποιώντας όμως ως μέτρο της συντηρητικότητας την κυρτότητα όπως έκαναν οι Givoly & Hayn (2000). Η συγκεκριμένη παλινδρόμηση δε μας παρέιχε στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα και για αυτό το λόγο δε βρίσκεται στο εμπειρικό κομμάτι της εργασίας.

| VARIABLES     | Env                  | Gov                 | Social              | CSR                 | ESG                  | HumRights           | Emissions           | CSRCommittee         | WasteRed              |
|---------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|----------------------|-----------------------|
| <b>C_SKEW</b> | -0.00392<br>(0.0608) | -0.0362<br>(0.0556) | 0.0329<br>(0.0576)  | 0.0587<br>(0.0702)  | 0.000513<br>(0.0470) | 0.0570<br>(0.0832)  | -0.0485<br>(0.0669) | 0.00369<br>(0.00345) | -0.00151<br>(0.00372) |
| <b>NIBETA</b> | -3.311<br>(6.154)    | 6.107<br>(5.334)    | -7.995<br>(5.529)   | 18.96***<br>(7.310) | -3.286<br>(4.506)    | 9.083<br>(8.194)    | 3.025<br>(6.939)    | -0.520<br>(0.331)    | 0.813**<br>(0.334)    |
| <b>LnTA</b>   | 7.405***<br>(0.214)  | 5.348***<br>(0.191) | 6.670***<br>(0.198) | 8.177***<br>(0.251) | 6.995***<br>(0.161)  | 5.195***<br>(0.282) | 8.167***<br>(0.238) | 0.257***<br>(0.0124) | 0.199***<br>(0.0130)  |

|                  |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                         |
|------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-------------------------|
| <b>DEBTTA</b>    | 9.681***<br>(2.034)  | 1.151<br>(1.802)     | 0.699<br>(1.868)     | 8.278***<br>(2.398)  | 3.066**<br>(1.523)   | -6.166**<br>(2.734)  | 3.875*<br>(2.247)    | 0.413***<br>(0.112)  | 0.443***<br>(0.117)     |
| <b>MB</b>        | -0.205<br>(0.170)    | 0.156<br>(0.152)     | 0.886***<br>(0.157)  | -0.385*<br>(0.206)   | 0.457***<br>(0.128)  | 0.807***<br>(0.239)  | 0.301<br>(0.197)     | -0.0118<br>(0.00936) | -0.0251***<br>(0.00942) |
| <b>Constant</b>  | -63.95***<br>(3.593) | -35.72***<br>(3.194) | -49.94***<br>(3.311) | -81.26***<br>(4.230) | -58.22***<br>(2.699) | -21.81***<br>(4.781) | -66.07***<br>(4.014) | -3.840***<br>(0.205) | -2.548***<br>(0.214)    |
| <b>Obs</b>       | 5,069                | 5,400                | 5,400                | 4,628                | 5,400                | 3,924                | 4,880                | 5,402                | 5,402                   |
| <b>R-squared</b> | 0.215                | 0.133                | 0.178                | 0.204                | 0.268                | 0.082                | 0.204                |                      |                         |

*Standard errors in parentheses*

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## Βιβλιογραφία

**Ahmed A.S., Billings B.K., Morton R.M., Stanford-Harris, M. (2002).** The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77(4), 867-890.

**Ahmed A.S., S. Duellman (2007).** Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2–3), 411–37.

**Amel-Zadeh A., Serafeim G. (2017).** Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.

**Anagnostopoulou S.C., Tsekrekos A.E., Voulgaris G. (2020).** Accounting conservatism and corporate social responsibility. *The British Accounting Review*.

**Andre P., Filip A., Paugam L., (2015).** The effect of mandatory IFRS adoption on conditional conservatism in Europe. *Journal of Business Finance and Accounting*, 42(3 –4), 482– 514.

**Arora P., Dharwadkar R. (2011).** Corporate governance and Corporate Social Responsibility (CSR): the moderating roles of attainment discrepancy and organization slack. *Corporate Governance: An International Review*, 19(2), 136-152.

**Aupperle K. E., A. B. Carroll and J. D. Hatfield (1985).** An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28(2), 446–463.

**Bae K., Kang J., Wang J. (2011).** Employee treatment and firm leverage: A test of the stakeholder theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 130–153.

**Ball R. (2001).** Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 127–169.

**Ball R., Shivakumar L. (2005).** Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128.

**Banerjee S., Dasgupta S., Kim Y. (2008).** Buyer-supplier relationships and the stakeholder theory of capital structure. *Journal of Finance*, 63(5), 2507–2552.

**Banker R. D., R. Mashruwala (2007).** The moderating role of competition in the relationship between nonfinancial measures and future financial performance. *Contemporary Accounting Research*, 24(3), 763–93.

**Barnea A., Rubin A. (2010).** Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.

**Barth M. E., M. F. McNichols (1994).** Estimation and market valuation of environmental liabilities relating to Superfund sites. *Journal of Accounting Research* 32 (Supplement),32, 177–209.

**Basu S. (1997).** The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-77.

**Beaver W. H. (1993).** Conservatism. Working paper, Stanford University (presented at the American Accounting Association Annual Meeting, San Francisco, CA).

**Becchetti L., Ciciretti R., Giovannelli A. (2013).** Corporate social responsibility and earnings forecasting unbiasedness. *Journal of Banking and Finance*, 37(9), 3654-3668.

**Beekes W., P. Pope and S. Young (2004).** The Link between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: Evidence from the UK. *Corporate Governance*, 12(1), 47–59.

**Beneish M., Press. E. (1993).** Costs of technical violations of accounting-based debt covenants. *The Accounting Review*, 68(2), 233-257.

**Bhandari A., Javakhadze D. (2017).** Corporate social responsibility and capital allocation efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 43(3), 354-377.

**Biddle G., Ma M., Song F. (2020).** Accounting conservatism and bankruptcy risk. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*.

**Blacconiere W. G., D. M. Patten (1994).** Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value. *Journal of Accounting and Economics*, 18 (3), 355–377.

**Black F. (1976).** The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management* 2(2), 5-8.

**Bliss J.H. (1924).** Management through accounts. The Ronald Press Co., New York (1924).

**Bona-Sanchez C., Perez-Aleman J., Santana-Martin D.J., (2011).** Ultimate ownership and earnings conservatism. *European Accounting Review*, 1(20), 57 –80.

**Brown T. J., P. A. Dacin (1997).** The company and the product: Corporate associations and consumer product responses. *Journal of Marketing*, 61(1), 68–84.

**Burke Q.L., Chen P.C., Lobo G.J. (2019).** Is corporate social responsibility performance related to conditional accounting conservatism? *Accounting Horizons*, 34 (2), 19–40

**Burke Q.L., Logsdon J.M. (1996).** How Corporate Social Responsibility Pays Off. *Long Range Planning*, 29(4), 495-502.

**Bushman R.M., Piotroski J.D., Smith A.J. (2011).** Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses. *Journal of Business Finance & Accounting*. 38(1-2), 1-33.

**Campbell K., S. E. Sefcik, N. S. Soderstrom (1998).** Site uncertainty, allocation uncertainty, and Superfund liability valuation. *Journal of Accounting and Public Policy* 17(4-5), 331–366.

**Carroll A.B. (1979).** A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *The Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.

**Castelo Branco M., L. Lima Rodrigues (2006).** Corporate social responsibility and resource-based perspectives. *Journal of Business Ethics* 69, 111–132.

**Chen L., Folosom D., Paek W., Sami H. (2014).** Accounting conservatism, earnings persistence and pricing multiples on earnings. *Accounting Horizons*, 28(2), 233-260.

**Cheng B., I. Ioannou, G. Serafeim (2014).** Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal* 35, 1-23.

**Cheng C.-L., Kung F.-H. (2016).** The effects of mandatory corporate social responsibility policy on accounting conservatism. *Review of Accounting and Finance*, 15(1), 2-10.



**Cho S. Y., C. Lee, R. J. Pfeiffer Jr. (2013).** Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32 (1), 71–83.

**Cho S., Kang P., Lee C., Park C. (2020).** Financial Reporting Conservatism and Voluntary CSR Disclosure, 34(2), 63–82.

**Cormier D., M. Magnan (1997).** Investors' assessment of implicit environmental liabilities: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16, 215–241.

**Cui J., H. Jo, H. Na. (2016).** Does corporate social responsibility affect information asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148(3), 1–24.

**Dargenidou C., McLeay S., Raonic I., (2007).** Ownership, investor protection and earnings expectations. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(1 –2), 247–268.

**Dechow P., Ge, W., & Schrand C. (2010).** Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401.

**Dhaliwal D. S., O. Z. Li, A. Tsang, Y. G. Yang. (2011).** Voluntary Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.

**Dhaliwal D. S., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. Yang, G. (2012).** Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review* 87(3), 723-759.

**Dichev I.D., Tang W.V. (2008).** Matching and the Changing Properties of Accounting Earnings over the Last 40 Years. *The Accounting Review*, 83 (6), 1425–1460.

**Donaldson T.L., Preston L.E. (1995).** The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.

**Easley D., Hvidkjaer S., O'Hara M. (2002).** Is information risk a determinant of asset returns? *Journal of Finance* 57(5), 2185–2221.

**Eccles R. G., I. Ioannou, G. Serafeim (2014).** The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60 (11), 2835–2857.

**Edmans A. (2011).** Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621–640.

**El-Gazzar S., Pastena V. (1991).** Factors affecting the scope and initial tightness of covenant restrictions in private lending agreements. *Contemporary Accounting Research*, 8(1), 132 – 135.

**El-Gazzar S., Pastena V. (1990).** Negotiated accounting rules in private financial contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 12(4), 381 – 396.

**Ettredge M.L., Huang Y., Zhang, W. (2016).** Conservative reporting and securities class action lawsuits. *Accounting Horizons*, 30(1), 93-118.

**Flammer C., P. Bansal (2017).** Does a long-term orientation create value? Evidence from a regression discontinuity. *Strategic Management Journal*, 38(9), 1827–1847.

**Francis J., Martin X. (2010).** Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of Accounting Economics*, 49(1-2), 161 – 178.

**Freeman E. (1984).** *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. New York: Cambridge University Press.

**García Lara J., García Osma, B., and Penalva F., (2009b).** Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, 14 (1), 161 –201.

**García Lara J.M., García Osma B., Penalva F. (2007).** Board of Directors' Characteristics and Conditional Accounting Conservatism: Spanish Evidence. *European Accounting Review*, 16(4), 727–755.

**García Lara J.M., García Osma B., Penalva F. (2011).** Conditional conservatism and cost of capital. *Review of Accounting Studies*, 16(2), 247-271.

**García Lara, J.M., García Osma, B., Penalva, F. (2016).** Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238.

**Gephart, R. P., Jr. (1991).** Multiple methods for tracking corporate social performance: Insights from a study of major industrial accidents, In J. E. Post (ed.), *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 12, 359–385.

**Givoly D., Hayn C.K. (2000).** The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 287-320.

**Goss A., Roberts G.S. (2011).** The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance* 35(7), 1794 – 1810.

**Grewal J., Riedl E., Serafeim, G., (2017).** Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure. *Harvard Business School Working Paper*, 65(7), 3061-3084.

**GS Sustain (2009).** *Change is Coming: A Framework for Climate Change—A Defining Issue of the 21st Century.* New York, NY: The Goldman Sachs Group, Inc.

**Guo J., Huang P., Zhang Y. (2020).** Accounting conservatism and corporate social responsibility. *Advances in Accounting*, 51.

**Healy M., Palepu K. (1990).** Effectiveness of accounting-based dividend covenants. *Journal Accounting and Economics*, 12 (1-3), 97 – 123.

**Healy P. M., K. G. Palepu (2001).** Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31(1-3), 405–440.

**Hofstede G.J., Jonker C.M., Verwaart T. (2008).** *Complexity and Artificial Markets*, 614, 107-119.

**Holthausen R. W., Watts R.L. (2001).** The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting & Economics*, 31(1-3), 3-75.

**Huang P., Huang H., Zhang Y. (2019).** Do firms hedge with foreign currency derivatives for employees? *Journal of Financial Economics*, 133(2), 418–440.

**Hui K. W., S. Matsunaga, D. Morse (2009).** The impact of conservatism on management earnings forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 47(3), 192–207.

**Jensen M., Meckling W. (1976).** Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

**Jones T.M. (1995).** Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics. *The Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.

**Kalay A. (1982).** Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of Financial Economics*, 10(2), 211-233.

**Kang T., Lobo G.J., Wolfe M.C. (2015).** Accounting Conservatism and Firm Growth Financed by External Debt: The Role of Debt Maturity. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(2), 182–208.

**Keim G. (1978).** Corporate social responsibility: An assessment of the enlightened selfinterest model. *The Academy of Management Review*, 3(1), 32–39.

**Khan M., Watts R.L. (2009).** Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting Economics*, 48(2-3), 132-150.

**Kim Y., Li S., Pan C., Zuo L. (2013).** The role of accounting conservatism in the equity market: evidence from seasoned equity offerings. *The Accounting Review*, 88(4), 1327-1356.

**Krüger P. (2015).** Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304- 329.

**LaFond R. (2005).** The influence of ownership structure on earnings conservatism and the informativeness of stock prices: an international comparison. Working Paper, MIT.

**LaFond R., Watts R.L. (2008).** The information role of conservatism. *The Accounting Review*, 83(2), 447-478.

**Leftwich R. (1983).** Accounting information in private markets: Evidence from private lending agreements. *The Accounting Review*, 58 (1), 23-42.

**Leuz C., (2001).** Comment on: Ball, R., Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 4, 127-169.

**Lev B., C. Petrovits, S. Radhakrishnan (2010).** Is doing good for you? Yes, charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic Management Journal*, 31(2), 182-200.

**Lins K. V., H. Servaes, A. Tamayo (2017).** Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72 (4), 1785–1824

**Lys T., Naughton J.P., Wang C. (2015).** Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 56-72.

**Margolis J.D., Walsh J.P. (2003).** Misery loves companies: rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly* 48(2), 268-305.

**Matsumura E.M., Prakash R., Vera-Muñoz S.C., (2013).** Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures. *The Accounting Review*, 89(2), 695-724.

**McWilliams A., Siegel D. (2001).** Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *The Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.

**McWilliams A., Siegel D.S., Wright P.M. (2006).** Corporate social responsibility: strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43(1), 1-18.

**Miles, R. H. (1987).** *Managing the Corporate Social Environment: A Grounded Theory.* Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

**Mora A., Walker M. (2015).** The implications of research on accounting conservatism for accounting standard setting. *Accounting and Business Research*, 45(5), 620-650.

**Myers S.C. (1977).** Determinants of corporate borrowing. *Journal of Finance* 39 (3), 575-592.

**Oldroyd D., Dobie A. (2008).** *Themes in the history of bookkeeping,* The Routledge Companion to Accounting History.

**Orlitzky M., Schmidt F.L., Rynes S.L. (2003).** Corporate social and financial performance: a meta analysis. *Organization Studies* 24(3), 403–441.

**Pagano M., Volpin P. (2005).** Managers, workers and corporate control. *Journal of Finance*, 60(2), 841-868.

**Peek E., Cuijpers R., Buijink, W., (2010).** Creditors' and shareholders' reporting demands in public versus private firms: evidence from Europe. *Contemporary Accounting Research*, 27(1), 49 –91.

**Phillips R., Freeman E., Wicks A. (2003).** What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 479-502.

**Porter M.E., Kramer M.R. (2006).** Strategy and society: the link between corporate social responsibility and competitive advantage. *Harvard Business Review*, 84(12),78-92.

**Prior D., Surroca J., Tribó J.A. (2008).** Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 160-177.

**Ramalingegowda S., Yu Y. (2012).** Institutional ownership and conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 98-114.

**Roberts P. W., G. R. Dowling (2002).** Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-1093.

**Roychowdhury S. (2010).** Discussion of: "Acquisition profitability and timely loss recognition" by J. Francis and X. Martin. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 179-183.

**Ruch G.W., Taylor G. (2015).** Accounting conservatism: a review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34, 17-38.

**Simnett R., M. Nugent, A. L. Huggins. (2009a).** Developing an international assurance standard on greenhouse gas statements. *Accounting Horizons*, 23 (4), 347–363.

**Smith C., J. Warner (1979).** On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 1(2), 117-161.

**Smith C., Watts R.L. (1992).** The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32(3), 263–292.

**Sterling R. R. (1970).** *The Theory of the Measurement of Enterprise Income.* Lawrence, KS: University of Kansas Press.

- Sun X., Gunia B.C. (2018).** Economic resources and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 51(3), 332-351.
- Surroca J., Tribó J.A. (2008).** Managerial entrenchment and corporate social performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, 35(5-6), 748-769.
- Todaro M. P., & Smith S. C. (2011).** *Economic Development 11*. Addison-Wesley, Pearson.
- Vyas D. (2011).** The Timeliness of Accounting Write-Downs by U.S. Financial Institutions During the Financial Crisis of 2007–2008. *Journal of Accounting Research*, 49(3), 823-860.
- Waddock S. A. (2004).** Parallel Universes: Companies, Academics, and the Progress of Corporate Citizenship. *Business and Society Review*, 109,(1),5–42.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves (1997).** The Corporate Social Performance – Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*,18(4), 303–319.
- Watts (1993).** A proposal for research on conservatism. Working paper. University of Rochester (presented at American Accounting Association Annual Meeting, San Francisco, CA).
- Watts R. L. (2003).** Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207–221.
- Watts R., & Zimmerman J. (1986).** *Positive accounting theory*. Edgewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Williamson O. E. (1975).** *Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-Trust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*. Free Press: New York.
- Williamson O. E. (1985).** *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. Macmillan: London.
- Wolfe, R. and K. Aupperle (1991).** Introduction to corporate social performance: Methods for evaluating an elusive construct. In J. E. Post (ed.), *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 12, 265–268.

**Wood, D. J. (1991a).** Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*, 16(4), 691–718.

**Wood, D. J. (1991b).** Social issues in management: Theory and research in corporate social performance. *Journal of Management*, 17(2), 383–406.

**Zhang J. (2008).** The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 27-54.