



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ  
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ» ΜΕ ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ  
«ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ»

Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΒΑΣΕΙ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ  
ESG ΚΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟΥΣ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΥΣ  
ΔΕΙΚΤΕΣ**

ΤΟΥ

ΤΣΙΣΤΡΑΚΗ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ  
ΜΧΑΝ 1928

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Καθηγητής Γκ. Χαρδούβελης  
ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: Καθηγητής Α. Αντζουλάτος  
Αν. Καθηγήτρια Σ. Αναγνωστοπούλου

Πειραιάς, Φεβρουάριος 2022



## Περίληψη

Οι περιβαλλοντικοί και κοινωνικοί παράγοντες και οι παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης παράγοντες (Environmental, social, and governance factors, ESG) έχουν αποτελέσει τα τελευταία χρόνια ένα σημαντικό μέρος των παγκόσμιων επενδυτικών αποφάσεων. Ως προς την ουσία της βαθμολόγησης των τραπεζών στα θέματα που αφορούν τους παράγοντες ESG θα πρέπει να αναφερθεί ότι σε γενικές γραμμές, οι τέσσερις συστημικές τράπεζες παρουσιάζουν μια σχετικά καλή εικόνα στην εφαρμογή των κριτηρίων ESG. Ενδεικτικά αναφέρεται η υψηλή θέση της Εθνικής τράπεζας και της Alpha bank στον δείκτη ισότητας, αλλά η μέτρια θέση όλων των τραπεζών στην χρησιμοποίηση άνθρακα. Από την άλλη πλευρά, σημαντικές είναι οι προσπάθειες για την μείωση της κατανάλωσης χαρτιού σε όλα τα τραπεζικά ιδρύματα και στην αύξηση της ανακύκλωσης των εξαρτημάτων των εκτυπωτών που χρησιμοποιούνται. Είναι ξεκάθαρο ότι οι παράγοντες ESG φαίνεται ότι τα επόμενα χρόνια αναμένεται να παίξουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο και να καθορίσουν σε μεγάλο βαθμό τον τρόπο λειτουργίας των παραδοσιακών τραπεζικών ιδρυμάτων.

**Λέξεις κλειδιά:** Παράγοντες ESG, συστημικές τράπεζες Ελλάδας, αποδοτικότητα τραπεζών

## **Abstract**

Environmental and social factors and corporate governance factors (ESG) have been an important part of global investment decisions in recent years. As to the substance of the banks' rating on ESG factors, it should be noted that, in general, the four systemic banks present a relatively good picture in the application of the ESG criteria. Indicatively, the high position of the National Bank and Alpha bank in the equality index is mentioned, but the moderate position of all banks in the use of coal, is a reality, too. On the other hand, significant efforts are being made to reduce paper consumption in all banking institutions and to increase the recycling of used printer components. It is clear that ESG factors are expected to play a particularly important role in the coming years and to a large extent determine the way traditional banking institutions operate.

**Keywords:** ESG factors, systemic banks in Greece, bank efficiency

# Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	9
1. Οι περιβαλλοντικοί και κοινωνικοί παράγοντες και οι παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης.....	10
1.1 Ορισμός και χρησιμότητα των παραγόντων ESG.....	10
1.2. Αιτίες για την υιοθέτηση των ESG παραγόντων.....	12
1.3. Η επίδραση των ESG Παραγόντων στην λειτουργία της επιχείρησης .	13
1.4. Μέτρηση της εφαρμογής των παραγόντων ESG .....	15
1.4.1. Πάροχοι αξιολογήσεων και δεικτών ESG.....	15
1.4.2. Βασικά κριτήρια και δείκτες ESG .....	16
1.5. Βιβλιογραφική επισκόπηση για τους παράγοντες ESG.....	18
2. Η επίδραση των παραγόντων ESG στην απόδοση των επιχειρήσεων. Βιβλιογραφική επισκόπηση.....	22
2.1. Η σημασία των παραγόντων ESG για τις επιχειρήσεις .....	22
2.2. Θετικές και αρνητικές επιπτώσεις των παραγόντων ESG στην εταιρική απόδοση.....	23
2.3. Αιτίες για τα συγκρουόμενα αποτελέσματα της εμπειρικής διαπίστωσης της σχέσης των κριτηρίων ESG και της εταιρικής απόδοσης.....	31
3. Η επίδραση των παραγόντων ESG στην τραπεζική απόδοση. Βιβλιογραφική επισκόπηση .....	35
4. Οι παράγοντες και τα κριτήρια ESG στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα .....	40
4.1. Οι δείκτες του Χρηματιστηρίου Αθηνών .....	40

4.2. Οι ESG παράγοντες στην Εθνική τράπεζα .....	44
4.3. Οι ESG παράγοντες στην Eurobank.....	45
4.4. Οι ESG παράγοντες στην Alpha bank .....	48
4.5. Οι ESG παράγοντες στην τράπεζα Πειραιώς.....	53
4.6 Η μελέτη της επίδρασης των ESG παραγόντων στην απόδοση των τραπεζών.....	54
Συμπεράσματα.....	61
Βιβλιογραφία.....	63

## Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1. Βασικοί δείκτες αξιολόγησης των παραγόντων ESG.....	17
Πίνακας 2. Οι Βασικοί δείκτες (core metrics) για τους ESG παράγοντες .....	41
Πίνακας 3. Προηγμένοι δείκτες (advanced metrics) για τους ESG παράγοντες .....	42
Πίνακας 4. Κλαδικό δείκτη (sector-specific metrics) για τους ESG παράγοντες .....	43
Πίνακας 5. Διακρίσεις και βραβεία για την Eurobank σε θέματα βιώσιμης ανάπτυξης για το 2020.....	46
Πίνακας 6. Βαθμολογία της Eurobank με βάση διεθνείς δείκτες ESG .....	47
Πίνακας 7. Βαθμολογία της Alpha bank με βάση διεθνείς δείκτες ESG .....	48
Πίνακας 8. Οι δείκτες Περιβάλλοντος για την Alpha bank την περίοδο 2018-2019.....	49
Πίνακας 9. Οι δείκτες για την Κοινωνία για την Alpha bank την περίοδο 2018-2019.....	500
Πίνακας 10. Οι δείκτες για την Εταιρική Διακυβέρνηση για την Alpha bank την περίοδο 2018- 2019.....	511
Πίνακας 11. Βαθμολογία της τράπεζας Πειραιώς με βάση διεθνείς δείκτες ESG .....	53
Πίνακας 12. Η μέση ετήσια τιμή της μετοχής των τεσσάρων συστημικών τραπεζών την περίοδο 2015- 2020 .....	54
Πίνακας 13. Η απόδοση της μέσης ετήσιας τιμή της μετοχής των τεσσάρων συστημικών τραπεζών την περίοδο 2016- 2020 .....	55

Πίνακας 14. Τα κέρδη μετά φόρων των τεσσάρων συστημικών τραπεζών την περίοδο 2015- 2020 (σε εκατομμύρια ευρώ).....	55
Πίνακας 15. Η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή των κερδών μετά φόρων των τεσσάρων συστημικών τραπεζών την περίοδο 2016- 2020 (σε εκατομμύρια ευρώ) .....	56
Πίνακας 16. Η βαθμολογία στον δείκτη ISS ESG των τεσσάρων συστημικών τραπεζών την περίοδο 2016- 2020 (1 η καλύτερη και 10 η χειρότερη) .....	57
Πίνακας 17. Η βαθμολογία στον δείκτη ESG MSCI των τεσσάρων συστημικών τραπεζών την περίοδο 2016- 2020 (1 η καλύτερη και 10 η χειρότερη) .....	57



## Εισαγωγή

Τα τελευταία χρόνια και ειδικά μετά το πέρας της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008, το συνολικό τοπίο στην επιχειρηματικότητα και συγκεκριμένα στις τραπεζικές δραστηριότητες άλλαξε δραματικά. Από την μια πλευρά υπήρξε η ανάγκη για άμεση αυστηροποίηση του θεσμικού και κανονιστικού πλαισίου, μέσα στο οποίο λειτουργεί το τραπεζικό σύστημα και από την άλλη πλευρά, η νέα πρόκληση της κλιματικής αλλαγής έφερε στο προσκήνιο την ανάγκη για πράσινες επενδύσεις και γενικά για την εφαρμογή μέτρων λειτουργίας με στόχο την προάσπιση της διατήρησης του περιβάλλοντος.

Σε αυτό το πλαίσιο, οι παράγοντες ESG θεσμοθετήθηκαν, που είναι μη οικονομικοί και μη υλικοί και συνήθως είναι ποιοτικοί και ως εκ τούτου, συχνά είναι δύσκολο να μετρηθούν ποσοτικά. Έχουν γενικά μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα και υπόκεινται σε μεταβαλλόμενους κανονισμούς και πολιτικές. Το εύρος των παραγόντων ESG μπορεί να ποικίλλει σε μεγάλο βαθμό ανάλογα με τον κλάδο. Οι κλάδοι που βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στους υλικούς πόρους μπορεί, για παράδειγμα, να έχουν διαφορετικούς παράγοντες ESG ή να δίνουν μεγαλύτερη σημασία σε ορισμένους παράγοντες από ό, τι οι κλάδοι υπηρεσιών (Nemoto & Morgan, 2020).

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η ανάλυση του πλαισίου των ESG παραγόντων και η εφαρμογή τους από τις τέσσερις συστημικές τράπεζες της Ελλάδας. Για τον λόγο αυτό, η εργασία αποτελείται από τέσσερα κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο λαμβάνει χώρα μια αναλυτική παρουσίαση των παραγόντων ESG ενώ στο δεύτερο και το τρίτο κεφάλαιο αναλύεται η επίδραση των παραγόντων αυτών στην απόδοση των εταιριών και συγκεκριμένα σε αυτήν των τραπεζικών ιδρυμάτων. Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται τα δεδομένα από την εφαρμογή των παραγόντων αυτών από τα τέσσερα συστημικά τραπεζικά ιδρύματα της Ελλάδας.

# 1. Οι περιβαλλοντικοί και κοινωνικοί παράγοντες και οι παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης

## 1.1 Ορισμός και χρησιμότητα των παραγόντων ESG

Οι περιβαλλοντικοί και κοινωνικοί παράγοντες και οι παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης (Environmental, social, and governance factors, ESG) έχουν αποτελέσει τα τελευταία χρόνια ένα σημαντικό μέρος των παγκόσμιων επενδυτικών αποφάσεων. Η επένδυση με βάση τα ESG κριτήρια περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα μέτρων και λαμβάνει όλο και πιο ευρεία προσοχή και αναγνώριση από τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής, τους επενδυτές και το κοινό για την προώθηση βιώσιμων πρακτικών εργασίας και επιχειρηματικής δράσης (Filbeck et al., 2016).

Συγκεκριμένα, οι επενδυτές έχουν αρχίσει να συνειδητοποιούν ότι οι παράγοντες ESG συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα, την παραγωγικότητα, τη διαχείριση μακροπρόθεσμων κινδύνων και τη λειτουργική βελτίωση του οργανισμού τους. Η επένδυση με βάση τα ESG κριτήρια αντιπροσωπεύει μια προσέγγιση μέσω της οποίας οι εταιρείες μπορούν να ενεργούν βιώσιμα λαμβάνοντας δράση σε ορισμένους τομείς και ταυτόχρονα, να παρέχουν αξία στους επενδυτές τους. Η επένδυση με βάση τα ESG κριτήρια σηματοδοτεί ότι μια εταιρεία είναι βιώσιμη και ότι λειτουργεί υπεύθυνα, με αποτέλεσμα να είναι σε θέση να προσθέσει αξία στην κοινωνία και σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (Filbeck et al., 2016).

Τα ESG κριτήρια μπορεί να διαδραματίσουν ισχυρό ρόλο στην επίτευξη των Στόχων Αειφόρου Ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών (Sustainable Development Goals, SDGs). Οι 17 SDGs συμφωνήθηκαν από πολλές χώρες το 2015 στο πλαίσιο της ατζέντας του ΟΗΕ για την αειφόρο ανάπτυξη με στόχο το 2030. Οι στόχοι σχετίζονται με μια σειρά σημαντικών κοινωνικών και οικονομικών θεμάτων που προσδιορίζονται ως οι κύριες προτεραιότητες για την αειφόρο ανάπτυξη τις επόμενες δεκαετίες. Πολλοί από τους στόχους και τις μεθόδους επίτευξής τους συνδέονται με τις δραστηριότητες και τις επιχειρηματικές αποφάσεις των επενδυτών. Οι επενδύσεις με βάση τα κριτήρια ESG μπορούν να βελτιώσουν τη βιωσιμότητα, να ενισχύσουν την οικονομική ανάπτυξη και να βελτιώσουν τη διαχείριση κινδύνων. Οι επενδύσεις ESG και οι SDGs μπορούν να ενισχύσουν ο ένας τον άλλον.

Οι παράγοντες ESG είναι παραδοσιακά μη οικονομικοί και μη υλικοί και συνήθως είναι ποιοτικοί και ως εκ τούτου, συχνά είναι δύσκολο να μετρηθούν ποσοτικά. Έχουν γενικά μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα και υπόκεινται σε μεταβαλλόμενους κανονισμούς και πολιτικές. Το εύρος των παραγόντων ESG μπορεί να ποικίλλει σε μεγάλο βαθμό ανάλογα με τον κλάδο. Οι κλάδοι που βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στους υλικούς πόρους μπορεί, για παράδειγμα, να έχουν διαφορετικούς παράγοντες ESG ή να δίνουν μεγαλύτερη σημασία σε ορισμένους παράγοντες από ό, τι οι κλάδοι υπηρεσιών. Το πεδίο εφαρμογής των επενδύσεων ESG περιλαμβάνει τρεις κύριες πτυχές (Nemoto & Morgan, 2020):

**Περιβαλλοντικοί παράγοντες.** Μέσω των δραστηριοτήτων παραγωγής τους, οι εταιρείες μπορούν να προκαλέσουν αρνητικές εξωτερικές συνέπειες μέσω της ρύπανσης και της εξάντλησης των φυσικών πόρων, με συναφείς επιβλαβείς επιπτώσεις στα οικοσυστήματα, το κλίμα και την ανθρώπινη υγεία, μεταξύ άλλων. Οι περιβαλλοντικοί παράγοντες περιλαμβάνουν μέτρα για την προστασία και ελαχιστοποίηση των κινδύνων για το περιβάλλον και προσπάθειες για τη βιωσιμότητα των πόρων. Παραδείγματα περιλαμβάνουν τη μείωση των εκπομπών αερίων θερμοκηπίου, τη συμμόρφωση με τους κυβερνητικούς κανονισμούς για τη ρύπανση και τη διατήρηση και διαχείριση πόρων μέσω των πρακτικών διαχείρισης νερού και αποβλήτων και εξοικονόμησης ενέργειας.

**Κοινωνικοί παράγοντες.** Το κοινωνικό εύρος των κριτηρίων ESG σχετίζεται με τις θετικές επιπτώσεις και ευκαιρίες που μπορεί να προσφέρει μια εταιρεία στην κοινωνία, καθώς και τη διαχείριση τυχόν κοινωνικών κινδύνων. Αυτοί οι παράγοντες μπορούν να εφαρμοστούν γενικά στην κοινωνία, επηρεάζοντας τον τρόπο με τον οποίο οι εταιρείες χρησιμοποιούν την εταιρική τους επιρροή για να ωφελήσουν την κοινωνία και το πώς η κοινωνία με τη σειρά της βλέπει την εταιρεία και τη φήμη της. Οι παράγοντες μπορεί επίσης να ισχύουν πιο συγκεκριμένα σε κοινωνικές πτυχές μιας εταιρείας, όπως οι σχέσεις μεταξύ της εταιρείας και των εργαζομένων της και η εφαρμογή ασφαλών εργασιακών πρακτικών και προτύπων, με επιπτώσεις στις αξίες της εταιρείας. Οι κοινωνικοί παράγοντες περιλαμβάνουν την κοινωνική και πολιτική αξιολόγηση των επιπτώσεων της επιχειρηματικής δράσης, τα μέτρα υγείας και ασφάλειας και τις σχέσεις της διοίκησης με τους εργαζομένους.

**Παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης.** Αυτοί σχετίζονται με τη δομή και τις πρακτικές διαχείρισης των εταιρειών και μπορούν να θεωρηθούν ως δέσμευση για επιχειρηματική ηθική και ορθή επιχειρηματική συμπεριφορά. Οι εταιρείες μπορούν να προσελκύσουν μακροπρόθεσμες επενδύσεις δείχνοντας την προθυμία τους να ευθυγραμμιστούν με τα συμφέροντα των μετόχων και της διοίκησης. Παραδείγματα παραγόντων διακυβέρνησης περιλαμβάνουν τα μέτρα διαφάνειας και η εταιρική διακυβέρνηση.

## 1.2. Αιτίες για την υιοθέτηση των ESG παραγόντων

Οι επιχειρηματίες έχουν ισχυρά κίνητρα για να εξετάσουν τις επενδύσεις ESG για τις βασικές επιχειρηματικές στρατηγικές τους. Ωστόσο, δεν είναι πάντα σαφές το πώς οι παράγοντες ESG σχετίζονται με την επιχειρηματική απόδοση και τα σχετικά οφέλη. Σε αυτό το θέμα είναι αφιερωμένο το δεύτερο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, ωστόσο, στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να σημειωθεί ότι το βασικό πλεονέκτημα των παραγόντων ESG είναι ότι μπορούν να ωφελήσουν ταυτόχρονα τις εταιρείες και την κοινωνία. Αρκετές αιτίες συνέβαλαν στην αύξηση του ενδιαφέροντος για τις επενδύσεις ESG. Σήμερα οι παράγοντες ESG διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στον κύριο όγκο των επενδύσεων, αντανakλώντας την θέληση των χρηματοοικονομικών αγορών να ενσωματώσουν την έννοια των παραγόντων ESG, και ταυτόχρονα, οι επενδυτές απαιτούν όλο και περισσότερο την δημιουργία δεικτών που σχετίζονται με τους παράγοντες ESG των εταιριών (Friede et al., 2015).

Ο πρώτος παράγοντας είναι ότι οι επενδυτές προτιμούν όλο και περισσότερο τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις, επειδή οι βραχυπρόθεσμες επενδύσεις συχνά συνδέονται με υψηλότερους κινδύνους. Οι μακροπρόθεσμες επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται ευκολότερα από τους επενδυτές που έχουν περισσότερες πληροφορίες για τις εταιρείες και με αυτήν την έννοια, οι παράγοντες ESG μπορούν να αποτελούν μεγάλο μέρος αυτών των πληροφοριών (Friede et al., 2015).

Η παροχή μιας γνώσης για τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας είναι ο δεύτερος παράγοντας που ωθεί την επένδυση με βάση τα κριτήρια ESG. Η αξιολόγηση της αναμενόμενης απόδοσης μιας εταιρείας υπερβαίνει απλώς την αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων της. Οι επενδυτές πρέπει να βασίζονται σε μια συνολική αξιολόγηση μιας εταιρείας για να προσδιορίσουν την αγοραία αξία της. Οι προσπάθειες μιας εταιρείας να επενδύσει στο ανθρώπινο κεφάλαιο μέσω της κατάρτισης των εργαζομένων, η υιοθέτηση εκ μέρους της πρότυπων προϊόντων και κανονισμών ασφάλειας και η δημιουργία φήμης για δίκαιες πρακτικές εργασίας - μεταξύ πολλών άλλων παραγόντων ESG που αναφέρθηκαν προηγουμένως - μπορούν να συμβάλουν στον καθορισμό της βιωσιμότητας μιας επενδυτικής απόφασης (Halbritter & Dorfleitner, 2015).

Τέλος, οι επιχειρηματίες, οι κυβερνήσεις, τα μέσα ενημέρωσης και το κοινό έχουν γίνει ισχυροί υποστηρικτές των επενδύσεων ESG, τροφοδοτώντας την ταχεία ανάπτυξή τους. Η αυξανόμενη ζήτηση από περιβαλλοντικά και κοινωνικά συνειδητούς καταναλωτές και πελάτες σε όλο τον κόσμο έχει ωθήσει

τις εταιρείες να είναι πιο υπεύθυνες για τις εργασιακές τους πρακτικές και τις επιπτώσεις των δραστηριοτήτων τους στην κοινωνία και το περιβάλλον. Ως αποτέλεσμα, οι εταιρείες δίνουν μεγαλύτερη έμφαση σε παράγοντες και δείκτες ESG και βελτιώνουν τη διαφάνεια καθώς υποβάλλουν εκθέσεις για να αποδείξουν τη δέσμευσή τους και να παραμείνουν ανταγωνιστικές με άλλες εταιρείες (Halbritter & Dorfleitner, 2015).

### **1.3. Η επίδραση των ESG Παραγόντων στην λειτουργία της επιχείρησης**

Ενώ η ευαισθητοποίηση για τα οφέλη μιας επένδυσης ESG αυξάνεται, πολλοί επιχειρηματίες παραμένουν χωρίς πλήρη γνώση σχετικά με τη σχέση μεταξύ της επένδυσης ESG και της οικονομικής απόδοσης ή για το πώς μπορούν να συμπεριλάβουν την επένδυση ESG στις βασικές επιχειρηματικές στρατηγικές τους. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αμφιβολίες για το κατά πόσον οι επενδύσεις ESG μπορούν να αυξήσουν τα κέρδη και να οδηγήσουν σε «υπεραπόδοση» των εταιρειών. Ωστόσο, η επένδυση ESG δεν οδηγεί σε αντιστάθμιση με κέρδος, αλλά συμβαδίζει με τα επιχειρηματικά κίνητρα και δημιουργεί αξία για τις επιχειρήσεις. Η επένδυση ESG μπορεί, ως εκ τούτου, να οδηγήσει σε υπεραπόδοση μέσω ποικίλων μηχανισμών.

Πρώτον, η επένδυση ESG βοηθά τις επιχειρήσεις να μειώσουν το κόστος και να αυξήσουν τα έσοδα και τα κέρδη τους. Οι εταιρείες ESG είναι, κατά μέσο όρο, πιο κερδοφόρες από τις εταιρείες εκτός ESG. Οι παράγοντες ESG είναι απίθανο να επηρεάσουν αρνητικά την οικονομική απόδοση των επιχειρήσεων. Ο λόγος είναι ότι τα μέτρα για την ενίσχυση της απόδοσης των παραγόντων ESG γενικά δεν αντιτίθενται και δεν εμποδίζουν τις δραστηριότητες κερδοφορίας των εταιρειών. Η προώθηση των παραγόντων ESG δεν επηρεάζει τις προσπάθειες για τόνωση της κερδοφορίας. Αντ' αυτού, οι παράγοντες αυτοί προσθέτουν αξία για τις εταιρείες, οδηγώντας τις σε μια win - win κατάσταση. Οι εταιρείες και οι επενδυτές, καθώς και η κοινωνία και η κυβέρνηση, έχουν κίνητρο να κερδίζουν από την έμφαση στην απόδοση των ESG παραγόντων (Korwatanasakul & Majoe, 2019).

Ο δεύτερος μηχανισμός είναι ότι οι παράγοντες ESG συμβάλλουν άμεσα και έμμεσα στην αύξηση της βιωσιμότητας των εταιρειών και μπορούν να επιτρέψουν στις επιχειρήσεις να ξεπεράσουν τους ανταγωνιστές τους, αυξάνοντας το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα. Οι εταιρείες που δεν συνειδητοποιούν ότι θα μπορούσαν να επωφεληθούν από την ενσωμάτωση της επένδυσης ESG στις επιχειρηματικές τους στρατηγικές, δεν λαμβάνουν

υπόψη τα σημαντικά οφέλη για την επιχειρηματική απόδοση, καθώς και τη διακυβέρνηση, τις κοινωνικές, τις εταιρικές και άλλες ευεργετικές τους ιδιότητες.

Επιπλέον, οι παράγοντες ESG συνδέονται με τη χαμηλότερη μεταβλητότητα στην απόδοση της εταιρείας, καθώς μπορούν να οδηγήσουν σε καλύτερη διαχείριση κινδύνων μέσω της αυξημένης ευαισθητοποίησης της μάρκας και, συνεπώς, του μειωμένου κινδύνου φήμης και της αστάθειας που αυτός συνεπάγεται. Οι μη χρηματοοικονομικοί δείκτες όπως οι πληροφορίες σχετικά με τις πρακτικές διαχείρισης επιτρέπουν στους επενδυτές να πραγματοποιήσουν πιο εμπειρισταωμένες εκτιμήσεις κινδύνου που διαφορετικά δεν θα ήταν δυνατές χρησιμοποιώντας μόνο χρηματοοικονομικές πληροφορίες. Αυτή η μεσοπρόθεσμη έως μακροπρόθεσμη σταθερότητα είναι σημαντική για τις επιχειρήσεις όταν εξετάζουν τη διαχείριση κινδύνων και οι επενδυτές τείνουν να αποφεύγουν να επενδύουν σε εταιρείες με κακή βιωσιμότητα, καθώς μπορεί να σηματοδοτεί αυτό αδύναμες εργασιακές πρακτικές και χαμηλή εμπλοκή με τις κοινότητες και την κοινωνία (Korwatanasakul & Majoe, 2019).

Τέλος, η επένδυση ESG μπορεί να βοηθήσει στη δημιουργία και την ενθάρρυνση της συνεργασίας εντός εταιρειών. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω της συλλογικής εργασίας προς τους στόχους που καθοδηγούνται από τους παράγοντες ESG, κάτι που συχνά απαιτεί διαλειτουργική συνεργασία. Οι παράγοντες ESG μπορούν να αυξήσουν άμεσα τη συνεργασία μέσω της αυξημένης παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας που προκύπτει από την καλύτερη διαχείριση και τη βελτιωμένη διατήρηση του προσωπικού και την ικανοποίηση των εργαζομένων, μεταξύ άλλων (Lee, 2018).

Δεδομένου ότι προήλθε από τη χρηματοπιστωτική αγορά, η επένδυση ESG θεωρείται συνήθως κατάλληλη μόνο για χρηματοοικονομικούς επενδυτές. Ωστόσο, οι παράγοντες ESG πρέπει να αποτελούν προτεραιότητα για όλα τα είδη επενδυτών, συμπεριλαμβανομένων εκείνων στην πραγματική οικονομία ή τις επιχειρήσεις. Οι παράγοντες ESG είναι σημαντικοί ως δείκτης των μακροπρόθεσμων δεσμεύσεων μιας εταιρείας και, ως εκ τούτου, αποτελούν ένα σημαντικό μήνυμα προς τους επενδυτές. Καθώς οι παράγοντες ESG προωθούν τους επιχειρηματικούς στόχους, η ενσωμάτωση στόχων που σχετίζονται με την ESG νοοτροπία στις εταιρικές στρατηγικές μπορεί να συμβάλει στην προστιθέμενη αξία στις εταιρείες και να τους επιτρέψει να διαφοροποιηθούν από τους αντιπάλους τους. Το ESG μπορεί να είναι κρίσιμο για τη μεγιστοποίηση του κέρδους για όλες τις εταιρείες. Η νοοτροπία ESG μπορεί ακόμη και να βοηθήσει νέες εταιρείες και τις πολύ μικρές, μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις να γίνουν πιο παραγωγικές και ανταγωνιστικές, ενισχύοντας τη φήμη τους. Επομένως, όλες οι εταιρείες, ανεξάρτητα από το μέγεθός τους ή από το εάν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, πρέπει να ενσωματώσουν τις επενδύσεις ESG στις βασικές επιχειρηματικές στρατηγικές

τους και να την θεωρήσουν ουσιαστικό μέρος των αναπτυξιακών στρατηγικών τους (Lee, 2018).

## **1.4. Μέτρηση της εφαρμογής των παραγόντων ESG**

### **1.4.1. Πάροχοι αξιολογήσεων και δεικτών ESG.**

Οι πάροχοι αξιολογήσεων ESG περιλαμβάνουν εκείνες τις εταιρείες που παρέχουν αξιολογήσεις ιδίων κεφαλαίων και χρεών βάσει των γνωστοποιήσεών τους που προσφέρουν ρητά ή έμμεσα μετρήσεις βιωσιμότητας και πληροφορίες που βοηθούν στον προσδιορισμό των βαθμολογιών ESG. Ορισμένες από τις αξιολογήσεις βασίζονται σε πολύ ποσοτικές μεθοδολογίες, χρησιμοποιώντας πολλές μετρήσεις υποκατηγοριών με βάση προσδιορισμένα ποσοτικά δεδομένα, είτε αυτά προσφέρονται από εταιρικούς εκδότες, είτε λαμβάνονται από άλλες πηγές δεδομένων του κλάδου. Οι μεγάλοι πάροχοι αξιολογήσεων ESG περιλαμβάνουν τις εταιρείες MSCI, Sustainalytics, Bloomberg, Thomson Reuters και RobecoSAM. Επίσης, οι παραδοσιακοί οργανισμοί αξιολόγησης όπως οι Moody's, S&P και Fitch παρέχουν επίσης μορφές αξιολόγησης ESG (Boffo & Patalano, 2020).

Ορισμένοι πάροχοι αξιολογήσεων είναι επίσης πάροχοι δεικτών, όπως για παράδειγμα, οι εταιρίες MSCI, FTSE Russell, Bloomberg, Thomson Reuters, Vigeo Eiris, κ.λπ. Η χρήση τέτοιων δεικτών αυξάνεται ραγδαία ως μέσο παρακολούθησης της σχετικής απόδοσης διαφόρων χαρτοφυλακίων αγοράς με εφαρμογή των κριτηρίων ESG, από τα οποία με θεσμικό τρόπο, οι επενδυτές μπορούν να συγκρίνουν την απόδοση. Αυτοί οι πάροχοι δεικτών προσφέρουν μια σειρά συλιζαρισμένων σημείων αναφοράς που με τη σειρά τους επιτρέπουν την ανάπτυξη προϊόντων αμοιβαίων κεφαλαίων για επένδυση, καθώς και για τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων ως σημείο αναφοράς για να συγκρίνουν την ικανότητά τους να δημιουργούν αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο (Boffo & Patalano, 2020).

## 1.4.2. Βασικά κριτήρια και δείκτες ESG.

Οι προσεγγίσεις βαθμολογίας δεικτών ξεκινούν με την εξέταση σχετικών κριτηρίων σε καθέναν από τους παράγοντες E, S και G για την περαιτέρω διασαφήνιση τους. Οι περιβαλλοντικοί παράγοντες μπορούν να περιλαμβάνουν πρωτοβουλίες χρήσης φυσικών πόρων, εκπομπών άνθρακα, ενεργειακής απόδοσης, ρύπανσης και αειφορίας. Οι κοινωνικοί παράγοντες μπορούν να περιλαμβάνουν ζητήματα που σχετίζονται με το εργατικό δυναμικό (υγεία, ποικιλομορφία, εκπαίδευση) και ευρύτερα κοινωνικά ζητήματα όπως τα ανθρώπινα δικαιώματα, το απόρρητο των δεδομένων και η εμπλοκή της κοινότητας. Ένα κακό περιβαλλοντικό ιστορικό μπορεί να κάνει μια εταιρεία ευάλωτη σε νομικές ενέργειες ή σε κανονιστικές κυρώσεις. Η κακή μεταχείριση των εργαζομένων μπορεί να οδηγήσει σε υψηλή συχνότητα απουσίας των τελευταίων από την εργασία τους, χαμηλότερη παραγωγικότητα και αδύναμες σχέσεις με τους πελάτες. Επιπλέον, η αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να ενθαρρύνει ανήθικες συμπεριφορές που σχετίζονται με τις αμοιβές, τις λογιστικές παρατυπίες και τις παρατυπίες αποκάλυψης δεδομένων και την απάτη (Boffo & Patalano, 2020).

Δεδομένων των επιρροών των παρόχων αξιολόγησης, οι διαφορές στις μεθοδολογίες αξιολόγησης και το επίπεδο διαφάνειας τους στις τελικές αποφάσεις αξιολόγησης που ενσωματώνουν επίσης ποιοτικές κρίσεις, είναι κρίσιμες για την κατανόηση της ανθεκτικότητας της αλυσίδας χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης του ESG.

Κάθε πάροχος κατατάσσει διαφορετικές πτυχές της βιωσιμότητας των εταιρειών που αξιολογεί. Αυτές οι πτυχές συγκεντρώνονται στη συνέχεια για να δημιουργήσουν μια βασική μέτρηση, η οποία συνήθως ορίζει ένα από τα στοιχεία που υποστηρίζουν τους πυλώνες (E, S και G). Αυτές οι μετρήσεις είναι το αποτέλεσμα της συγκέντρωσης διαφορετικών στοιχείων, τα οποία μετρούν συγκεκριμένες πτυχές του τρόπου με τον οποίο μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τους πόρους της.

Οι MSCI και Sustainalytics δηλώνουν ότι οι υπηρεσίες τους έχουν σχεδιαστεί για να βοηθήσουν τους επενδυτές να εντοπίσουν και να κατανοήσουν οικονομικά σημαντικούς κινδύνους και ευκαιρίες ESG, προκειμένου να ενσωματώσουν αυτούς τους παράγοντες στη διαδικασία κατασκευής και διαχείρισης χαρτοφυλακίου τους.

Η Thomson Reuters χρησιμοποιεί περισσότερες από 400 διαφορετικές μετρήσεις ESG, από τις οποίες επιλέγεται ένα υποσύνολο 186 πεδίων, με το ιστορικό να χρονολογείται από το 2002. Οι μετρήσεις ESG ομαδοποιούνται έπειτα σε δέκα κατηγορίες (Χρήση πόρων, Εκπομπές, Καινοτομία, εργατικό



δυναμικό, ανθρώπινα δικαιώματα, κοινότητα , ευθύνη προϊόντος, διαχείριση, μέτοχοι και στρατηγική ΕΚΕ) που συνδυάζονται για τη διαμόρφωση των τριών πυλώνων του Περιβάλλοντος, της Κοινωνικής διάστασης και της διάστασης της Διακυβέρνησης.

Το Bloomberg παρέχει ιδιόκτητα δεδομένα ESG που παρέχουν επιλογή μετρήσεων με ιδιαίτερη προσοχή στις μετρήσεις περιβαλλοντικών και κοινωνικών επιπτώσεων Σε αυτήν την περίπτωση, οι οικονομικοί κλάδοι ομαδοποιούνται σε ευρείες κατηγορίες για επιλογή μετρήσεων: υψηλότερες, μεσαίες και χαμηλότερες περιβαλλοντικές επιπτώσεις και υψηλότερες και χαμηλότερες κοινωνικές επιπτώσεις, ενώ οι μετρήσεις διακυβέρνησης είναι οι ίδιες για κάθε κλάδο.

**Πίνακας 1. Βασικοί δείκτες αξιολόγησης των παραγόντων ESG**

Άξονας	Thomson Reuters	MSCI	Bloomberg
Περιβαλλοντικός	Χρήση πρώτων υλών	Κλιματική αλλαγή	Εκπομπές αερίων άνθρακα
	Εκπομπές αερίων	Φυσικές πρώτες ύλες	Αποτελέσματα στην κλιματική αλλαγή
	Καινοτομία	Μόλυνση και διαχείριση αποβλήτων	Μόλυνση
		Ευκαιρίες για περιβαλλοντική συμμόρφωση	Διαχείριση και διάθεση αποβλήτων
			Ανανεώσιμες πηγές ενέργειας
			Μείωση χρήσης πόρων
Κοινωνικός	Ανθρώπινο δυναμικό	Ανθρώπινο κεφάλαιο	Εφοδιαστική αλυσίδα
	Ανθρώπινα δικαιώματα	Αξιοπιστία προϊόντος	Διακρίσεις διαφόρων τύπων
	Κοινωνική υπευθυνότητα παραγωγικής διαδικασίας	Δικαιώματα μειοψηφίας μετόχων	Πολιτική συνεισφορά
		Κοινωνικές ευκαιρίες	Ποικιλομορφία

			Ανθρώπινα δικαιώματα
			Σχέσεις με την τοπική κοινότητα
Διακυβέρνηση	Μάνατζμεντ	Εταιρική διακυβέρνηση	Αθροιστική ψήφος
	Ενδιαφερόμενα μέρη	Εταιρική συμπεριφορά	Αποζημίωση εκτελεστικών διευθυντών
	Στρατηγική ΕΚΕ		Δικαιώματα των μετόχων
			Αμυντικές διαδικασίες εξαγοράς
			Ανεξάρτητοι διευθυντές
Σύνολο μέτρων	186	34	>120

Πηγή: Boffo & Patalano (2020).

## 1.5. Βιβλιογραφική επισκόπηση για τους παράγοντες ESG

Όταν εστιάζει κανείς στη βιβλιογραφία σχετικά με τις αξιολογήσεις ESG και τις επενδύσεις ESG, είναι δυνατόν να αναλύσει διαφορετικά ενδιαφέροντα αποτελέσματα. Οι μελέτες που επικεντρώνονται σε επενδυτικές στρατηγικές ESG, όπως είναι για παράδειγμα, ο αρνητικός έλεγχος και η επιλογή Best-in-Class, βρίσκουν διαφορετική επίδραση στις αποδόσεις χαρτοφυλακίου των επενδυτών που εφαρμόζουν αυτές τις στρατηγικές. Σε ορισμένες περιπτώσεις, χαρτοφυλάκια που δεν επενδύουν σε ESG αποδίδουν καλύτερα από τα χαρτοφυλάκια που ενσωματώνουν βαθμολογίες ESG. Επομένως, σε αυτήν την ενότητα παρέχεται μια ολοκληρωμένη ανασκόπηση της βιομηχανικής και της ακαδημαϊκής έρευνας που αναλύει τα δεδομένα ESG προκειμένου να γίνει κατανοητό το πώς επηρεάζονται οι επιδόσεις και οι αποδόσεις.

Η εμπειρική έρευνα, είτε προέρχεται απευθείας από εταιρείες επενδύσεων είτε από αναλυτές από την πλευρά των πωλήσεων, είτε σε συνεργασία με τον ακαδημαϊκό χώρο, έδειξε κάποια θετικά αποτελέσματα σε όρους απόδοσης της αγοράς ή της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Για παράδειγμα, έρευνα της Bank of America σε συνεργασία με την Merrill Lynch, το 2019 και μια αντίστοιχη της JP Morgan, το 2016, μεταξύ άλλων παρείχαν στα κεντρικά τους συμπεράσματα μια θετική συσχέτιση μεταξύ ESG και απόδοσης, ενώ η ακαδημαϊκή έρευνα δείχνει γενικά αρνητική συσχέτιση. Αυτό

θα μπορούσε να εξαρτάται από τον πάροχο των βαθμολογιών ESG, το χρονοδιάγραμμα, τη στρατηγική και τους διαφορετικούς παράγοντες που επηρεάζουν την έρευνα.

Λαμβάνοντας υπόψη τις διαφορές των βαθμολογιών ESG μεταξύ διαφορετικών παρόχων, οι Berg et al. (2019) προσπαθούν να κατανοήσουν από τι εξαρτώνται και πώς αυτό επηρεάζει τις επιδόσεις και παρέχουν μια απάντηση σε αυτήν την ερώτηση, με μια επισκόπηση του πώς και γιατί οι αξιολογήσεις ESG διαφέρουν μεταξύ των παρόχων. Η έρευνα προτείνει ότι οι βαθμολογίες ποικίλλουν λόγω του εύρους, της στάθμισης και της απόκλισης μέτρησης. Το τελευταίο, εξηγεί περισσότερο από το 50% των διαφορών ESG. Αυτές οι διαφορές στη μέτρηση καθιστούν δύσκολο για τους επενδυτές να εντοπίσουν τις υπεραποδόσεις και αυτές τις επενδύσεις με πραγματικά μικρότερη απόδοση.

Αυτά τα ευρήματα μπορούν να συμπληρωθούν και να τονιστεί ο τρόπος με τον οποίο γίνονται κατανοητές οι μετρήσεις και τα αποτελέσματά τους. Οι Khan et al. (2015) αναπτύσσουν ένα σύνολο δεδομένων βιώσιμων επενδύσεων που ταξινομούνται για κάθε κλάδο. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι εταιρείες με ισχυρή βαθμολογία σε θέματα υλικής αειφορίας έχουν καλύτερη μελλοντική απόδοση από τις εταιρείες με κατώτερες αξιολογήσεις για τα ίδια θέματα. Αυτό θα εξηγούσε τις διαφορές στις αξιολογήσεις ESG από τους παρόχους, καθώς υπάρχει μεγάλη διαφωνία ως προς την ουσία και τον τρόπο μέτρησής.

Από αυτήν την άποψη, είναι σημαντικό να γίνει κατανοητό το πώς η διαφωνία αξιολόγησης ESG επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών. Επομένως, οι Gibson et al. (2019) εξέτασαν ένα δείγμα εταιρειών του δείκτη S & P 500 για να αποδείξουν εμπειρικά την υπόθεσή τους. Αυτό που βρίσκουν είναι μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ της διασποράς αξιολογήσεων ESG και των αποδόσεων μετοχών, πράγμα που σημαίνει ότι η υψηλότερη διαφωνία μεταξύ των παρόχων έχει ως αποτέλεσμα την υπερτίμηση των αποθεμάτων και συνεπώς χαμηλότερες συνολικές αποδόσεις.

Όσον αφορά την απόδοση θα πρέπει να προκύψουν συμπεράσματα τόσο από έρευνες από τον ακαδημαϊκό χώρο, όσο και από τον χώρο των επιχειρήσεων. Η έρευνα από την MSCI, μια εταιρεία έρευνας επενδύσεων, αξιολογεί τα θεμέλια της επένδυσης ESG, χωρισμένα σε τέσσερα διαφορετικά έγγραφα. Επιδιώκεται να δοθεί απάντηση στον τρόπο με τον οποίο η ESG επηρεάζει την αποτίμηση των μετοχών, τον κίνδυνο και τις επιδόσεις, το πώς να τα ενσωματώσει σε σημεία αναφοράς και σε παθητικά και ενεργά χαρτοφυλάκια. Οι ερευνητικές εργασίες παρέχουν μια διορατική εικόνα για τα διάφορα θέματα που αναφέρονται (IOSCO, 2020).

Η πρώτη έρευνα βρίσκει έναν θετικό σύνδεσμο μεταξύ της ESG και της εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης, ενώ η δεύτερη παρέχει μια ανάλυση ιδίων κεφαλαίων ESG. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι ο αποκλεισμός γενικά αύξησε τον συνολικό κίνδυνο, αλλά αυτό αντισταθμίστηκε από τον θετικό αντίκτυπο στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις λόγω της ολοκλήρωσης του ESG. Συνολικά, η ενσωμάτωση των παραγόντων ESG υπερέβαλε τις επιπτώσεις του αποκλεισμού στους αναλυθέντες δείκτες.

Αρκετά ακαδημαϊκά άρθρα στην σχετική βιβλιογραφία αναλύουν την εφαρμογή διαφορετικών στρατηγικών στα χαρτοφυλάκια προκειμένου να γίνει κατανοητό το πώς επηρεάζονται οι επιδόσεις. Οι Auer & Schuhmacher (2016) αναλύουν τις επιδόσεις των χαρτοφυλακίων ESG χρησιμοποιώντας δεδομένα από το Sustainalytics για διάφορες περιοχές στις ΗΠΑ, την ΕΕ και την Ασία για μια περίοδο από το 2004 έως το 2012. Ανέλυσαν διαφορετικές συνθέσεις χαρτοφυλακίων και το αποτέλεσμα ήταν ότι η ενεργή επιλογή μετοχών ESG δεν παρέχει ανώτερη απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο σε σύγκριση με τις παθητικές παραδοσιακές στρατηγικές. Επιπλέον, στην Ευρώπη, οι επενδυτές τείνουν να πληρώνουν περισσότερα για το SRI (Socially Responsible Investment), καθιστώντας το δαπανηρό για αυτούς και, επομένως, έχουν χαμηλή απόδοση σε σύγκριση με χαρτοφυλάκια εκτός ESG.

Περισσότερα στοιχεία υπογραμμίζουν τον τρόπο με τον οποίο το ασφάλιστρο αποτίμησης που καταβάλλεται για εταιρείες με ισχυρές αξιολογήσεις βιωσιμότητας έχει αυξηθεί με την πάροδο του χρόνου ως συνάρτηση της θετικής γενικά κοινής γνώμης σχετικά με τους ESG παράγοντες (Serafeim, 2018). Η έρευνα χρησιμοποιεί δεδομένα από τα εργαστήρια MSCI και TruValue για να αναλύσει το πώς τα κριτήρια ESG και η κοινή γνώμη αλληλοσυνδέονται και ποια είναι τα επακόλουθα αποτελέσματα αυτής της σύνδεσης. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, το δημόσιο συναίσθημα επηρεάζει τις απόψεις των επενδυτών σχετικά με την αξία των δραστηριοτήτων εταιρικής βιωσιμότητας και συνεπώς και την τιμή που καταβάλλεται για την εταιρική βιωσιμότητα αλλά και τις επενδυτικές αποδόσεις των χαρτοφυλακίων που λαμβάνουν υπόψη δεδομένα ESG.

Επιπλέον, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι εποπτικές αρχές έχουν ενσωματώσει την ESG σε εκθέσεις που στοχεύουν στη δημιουργία μιας ομαλότερης μετάβασης σε μια πιο πράσινη οικονομία. Ανάμεσά τους η ΕΚΤ και το NGFS (Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System) έχουν δημοσιεύσει διαφορετικές εκθέσεις, μία εκ των οποίων αποτελεί οδηγό για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου της κεντρικής τράπεζας. Στην ανάλυσή τους παρέχουν μια επισκόπηση κινδύνου-απόδοσης του SRI, η οποία αναφέρει διάφορες μελέτες στο θέμα της ESG. Οι Bannier et al. (2019) δημοσίευσαν μια εργασία σε συνεργασία με το Κέντρο Χρηματοοικονομικών Σπουδών, αναλύοντας τα χαρτοφυλάκια των βαθμολογιών ESG στις ΗΠΑ και την

Ευρώπη. Δείχνουν ότι ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές με υψηλή βαθμολογία ESG μειώνει τον εταιρικό κίνδυνο.

## **2. Η επίδραση των παραγόντων ESG στην απόδοση των επιχειρήσεων. Βιβλιογραφική επισκόπηση**

### **2.1. Η σημασία των παραγόντων ESG για τις επιχειρήσεις**

Στην εποχή της επιδίωξης υψηλής ποιότητας ανάπτυξης και βιώσιμης ανάπτυξης, το περιβάλλον, η κοινωνική και η εταιρική διακυβέρνηση (ESG) έχει γίνει το επίκεντρο όλων. Από τη μία πλευρά, από μια μικρό- προοπτική, η εταιρική βιωσιμότητα έχει γίνει ένα από τα βασικά ερευνητικά θέματα. Τα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως οι μέτοχοι, οι επενδυτές, οι κυβερνήσεις και οι ρυθμιστικοί οργανισμοί έχουν δείξει αυξημένο ενδιαφέρον σε θέματα ESG (Escrig-Ormedo et al., 2013). Ειδικά μετά την εμφάνιση της επιδημίας COVID-19, η αναγνώριση και η προσοχή των παγκόσμιων επενδυτών στο ESG και οι βιώσιμες επενδύσεις έχουν αυξηθεί σε υψηλότερο βαθμό και οι παγκόσμιες επενδύσεις ESG έχουν σημειώσει ραγδαία ανάπτυξη.

Σύμφωνα με τα στατιστικά στοιχεία της Morningstar, από τον Ιανουάριο έως τον Ιούλιο του 2020, οι παγκόσμιες εισροές προϊόντων μετοχικού κεφαλαίου με θέμα το ESG (ETF) ανήλθαν σε 38,8 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ, αντιπροσωπεύοντας αύξηση 2,13 φορές από την ίδια περίοδο το 2019. Η Amundi, η μεγαλύτερη εταιρία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων στην Ευρώπη, διαπίστωσε στη μελέτη της το 2018 ότι το ESG έχει γίνει φίλτρο για την επιλογή χαρτοφυλακίων. Αυτή η στρατηγική επιλέγει τα καλύτερα προϊόντα στην κατηγορία των μετοχών και πωλεί μετοχές με χαμηλή απόδοση σε έναν από τους κύριους παράγοντες ESG, η οποία δημιουργεί 3,3% επιπλέον απόδοση στην αγορά της Βόρειας Αμερικής και 6,6% στην αγορά της Ευρωζώνης (Torre et al., 2020).

Ταυτόχρονα, οι κυβερνητικές υπηρεσίες και οι ρυθμιστικοί φορείς σε διάφορες χώρες αποδίδουν μεγάλη σημασία στους κανονισμούς και τις κατευθυντήριες γραμμές για την πολιτική ESG. Ο δείκτης του χρηματιστηρίου Nasdaq των ΗΠΑ εξέδωσε «ESG Reporting Guide 1.0» και «ESG Reporting Guide 2.0» το 2017 και το 2019, αντίστοιχα, με στόχο την παροχή καθοδήγησης σχετικά με την αποκάλυψη πληροφοριών ESG των εισηγμένων εταιρειών και με στόχο να εμπνεύσει την εμπλοκή στο ESG των μικρών και των μεσαίων επιχειρήσεων. Η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει εφαρμόσει υποχρεωτική εφαρμογή των ESG σε βάση «συμμόρφωσης ή εξήγησης». Η Ρυθμιστική Επιτροπή Κινητών Αξιών της Κίνας αναθέωρησε τις «Κατευθυντήριες Γραμμές Διακυβέρνησης των Εισηγμένων Εταιρειών» για να απαιτήσει σαφώς και άμεσα από τις εισηγμένες εταιρείες να «αποκαλύπτουν περιβαλλοντικές πληροφορίες

και επιδόσεις κοινωνικής ευθύνης, όπως συμμετοχή στη μείωση της φτώχειας» και «πληροφορίες σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση».

Από την άλλη πλευρά, από μακροοικονομική προοπτική, η έννοια του ESG είναι σύμφωνη με πέντε βασικούς μακροοικονομικούς στόχους. Την «ανάπτυξη που είναι καινοτόμα, συντονισμένη, πράσινη, ανοιχτή και χωρίς αποκλεισμούς». Ο Jiafu Hu, αντιπρόεδρος της Ένωσης Διαχείρισης Ενεργητικού της Κίνας επεσήμανε ότι μια πλήρης αλυσίδα ESG θα πρέπει να καλύπτει «τη λήψη πολυμερών αποφάσεων από την πολιτική έως την επενδυτική πρακτική, από την οικονομία έως τη χρηματοδότηση, από παραγωγικές επιχειρήσεις σε χρηματοοικονομικά επενδυτικά ιδρύματα και σχηματίζοντας συνεργατικά αποτελέσματα από την πολιτική στην πράξη ». Σε αυτήν την αλυσίδα, η κυβέρνηση και οι ρυθμιστικές αρχές προωθούν τη βελτίωση των πολιτικών και την καθοδήγηση των διαδρομών του ESG, και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι επενδυτές αποδίδουν σημασία στις επενδύσεις ESG για να εμπνεύσουν τις επιχειρήσεις να διεξάγουν καλύτερα δραστηριότητες ESG που προωθούν τη μετάβαση ολόκληρης της κοινωνίας, επιτυγχάνοντας τελικά τον ενάρετο κύκλο της οικονομίας, της κοινωνίας και της φύσης.

## **2.2. Θετικές και αρνητικές επιπτώσεις των παραγόντων ESG στην εταιρική απόδοση**

Η βιβλιογραφία σχετικά με τη σχέση μεταξύ των δραστηριοτήτων των ESG και της σταθερής απόδοσης έχει μακρά και πλούσια ιστορία. Οι περισσότερες έρευνες πιστεύουν ότι η αποκάλυψη πληροφοριών, η βαθμολογία και άλλες δραστηριότητες ESG έχουν θετική επίδραση στην απόδοση της επιχείρησης. Μερικοί μελετητές έχουν μελετήσει τον αντίκτυπο του ESG στην απόδοση από την άποψη της λειτουργικής απόδοσης. Μεταξύ των μελετών, πολλές έχουν δείξει ότι οι δραστηριότητες ESG έχουν πράγματι μειώσει το κόστος χρηματοδότησης των εταιρειών, μειώνοντας έτσι τη συμπεριφορά ανάληψης επιχειρηματικών κινδύνων, πράγμα που σημαίνει ότι εταιρείες με καλές δεσμεύσεις ESG αποκτούν μεγαλύτερη σταθερότητα και ελαστικότητα όσον αφορά τη λειτουργία και χρηματοδότηση (Oikonomou et al., 2014).

Οι Deng et al. (2013) επεσήμαναν ότι οι αγοραστές με υψηλή συμμετοχή στο ESG έχουν υψηλότερες αποδόσεις στις συγχωνεύσεις, καθώς και καλύτερη απόδοση λειτουργίας μετά τις συγχωνεύσεις. Οι Ashwin et al. (2016) διαπίστωσαν ότι, σε σύγκριση με τους ανταγωνιστές του ίδιου κλάδου, οι αποδόσεις των μετοχών εταιρειών που ενσωματώνουν παράγοντες ESG έχουν

λιγότερη μεταβλητότητα. Μερικοί μελετητές ερεύνησαν τον αντίκτυπο του ESG στην απόδοση από την άποψη της διαχείρισης κινδύνων. Το ESG έχει καταστεί σημαντική πηγή εταιρικού κινδύνου και μέτρο ποιότητας διαχείρισης.

Οι Sharfman & Fernando (2008) διαπίστωσαν ότι οι αποτελεσματικές στρατηγικές διαχείρισης κινδύνου του ESG μπορούν να βελτιώσουν την ευελιξία των εταιρειών να ανταποκριθούν στην οικονομική ύφεση, μειώνοντας έτσι τους συστημικούς κινδύνους της εταιρείας. Οι Sassen et al. (2016) διαπίστωσαν επίσης ότι οι υψηλότερες συνολικές βαθμολογίες ESG οδηγούν σε χαμηλότερο συνολικό κίνδυνο. Τα ερευνητικά συμπεράσματα των Oikonomou et al. ήταν παρόμοιοι με αυτό (2014). Οι Kim et al. (2014) διαπίστωσαν ότι τα ESG συσχετίζονται αρνητικά με τον κίνδυνο μελλοντικής πτώσης των τιμών των μετοχών.

Οι Neitzert & Petras διερεύνησαν δείγμα 3392 τραπεζών σε 121 χώρες και διαπίστωσαν ότι η συμμετοχή τους σε δείκτες σχετικούς με τα κριτήρια ESG μειώνει τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο χαρτοφυλακίου (2018). Ορισμένοι μελετητές, μελέτησαν τον αντίκτυπο των ESG στην απόδοση από την άποψη των εξωτερικών ενδιαφερομένων. Οι Eccles et al. (2014) επεσήμαναν ότι επειδή οι εταιρείες με υψηλή βιωσιμότητα λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη, είναι πιο πιθανό να προσελκύσουν μακροπρόθεσμους επενδυτές.

Οι Crifo et al. (2015) διαπίστωσαν ότι σε ορισμένες γαλλικές εταιρείες, η στάση τους απέναντι στα ESG επηρεάζει τις αποφάσεις των επενδυτών ιδιωτικών μετοχών να επενδύσουν σε αυτές. Η πρακτική ή η πολιτική που δείχνει ότι οι εταιρείες δεν αναλαμβάνουν κοινωνική ευθύνη στον περιβαλλοντικό τομέα μειώνει την πιθανότητα οι επενδυτές ιδιωτικών μετοχών να επενδύσουν σε αυτές κατά 30,8%. Επιπλέον, οι Deslée et al. (2016) διαπίστωσαν ότι οι βαθμολογίες ESG έχουν θετική συσχέτιση με τις εταιρικές πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Οι Dhaliwal et al. (2012) διαπίστωσαν ότι η έκδοση ανεξάρτητων εκθέσεων Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης σχετίζεται με χαμηλότερα σφάλματα προβλέψεων.

Όπως σημειώθηκε και παραπάνω, πιθανώς το πιο συζητημένο ερώτημα στη βιβλιογραφία των ESG όλων των τύπων είναι το αν οι επιλογές της διοίκησης σε σχέση με την εταιρική ευθύνη αυξάνουν ή μειώνουν την εταιρική απόδοση και την εταιρική αξία ή εάν οι εταιρείες με μεγαλύτερη απόδοση και αξία έχουν μεγαλύτερη ικανότητα να κάνουν καλύτερες επιλογές ESG / CSR (Corporate Social Responsibility).

Οι Albuquerque et al. (2018), υπονοούν ότι οι παράγοντες ESG μπορεί να αυξήσουν την εταιρική αξία, επειδή οι πελάτες θέλουν να αγοράσουν από εταιρείες που έχουν καλή φήμη στην εταιρική ευθύνη, οι εργαζόμενοι είναι πιο παραγωγικοί όταν εργάζονται για τέτοιες εταιρείες ή για άλλες αιτίες. Αντίθετα,



υποστηρίχθηκε επίσης ότι οι δραστηριότητες ESG αντιπροσωπεύουν προβλήματα πρακτόρευσης και ότι οι εταιρικοί διευθυντές εμπλέκονται σε αυτές τις δραστηριότητες προκειμένου να βελτιώσουν τη δική τους χρησιμότητα και όχι την ευημερία των μετόχων (Benabou & Tirole, 2010).

Οι Hong et al. (2012) υποστηρίζουν ότι τα εφέ επιλογής είναι πιθανό να είναι μεγαλύτερα από τα άμεσα αποτελέσματα από την CSR. Το αποδίδουν αυτό στην πιθανότητα ότι η οριακή απόδοση του διαχειριστή από τη διεξαγωγή δραστηριοτήτων προκειμένου να βελτιώσει τις αξιολογήσεις CSR και να μειώσει το κόστος κεφαλαίου τους είναι πιθανό να είναι μικρότερη κάτω από συνθήκες υπό τις οποίες η εταιρεία έχει πρόσβαση σε χρηματοδότηση. Επιπλέον οι μακροοικονομικές συνθήκες είναι τέτοιες που οι επενδυτές έχουν τάση για υψηλότερο κίνδυνο.

Το ερώτημα της αντίστροφης αιτιότητας προκύπτει επίσης. Μερικοί υποθέτουν ότι εταιρείες με μεγαλύτερη αξία ή απόδοση έχουν την ικανότητα και τους πόρους να παρέχουν καλύτερη απόδοση ESG. Για παράδειγμα, οι Hong et al. (2012) υποστηρίζουν ότι η καλή οικονομική απόδοση προκαλεί υψηλή εταιρική ευθύνη. Τα αποδεικτικά στοιχεία τους προέρχονται κυρίως από την εξέταση των αποτελεσμάτων των αποδόσεων τα οποία επικεντρώνονται στις διαφορές των επιπτώσεων μεταξύ των εταιρειών που είναι εκ των προτέρων περιορισμένες έναντι των επιχειρήσεων χωρίς περιορισμένες επιλογές.

Στην ανάλυσή τους χρησιμοποίησαν για πρώτη φορά το Internet bubble (φούσκα του διαδικτύου) ως ένα θετικό σοκ στις αποτιμήσεις, και βρίσκουν μια προσωρινή αύξηση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης μεταξύ των εταιρειών που καθίστανται χωρίς περιορισμούς σε σχέση με τις εταιρείες που ήταν ήδη χωρίς περιορισμούς πριν από τη φούσκα. Στη συνέχεια, διαπιστώνουν ότι η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη αυξάνεται μαζί με τις αποδόσεις των μετοχών για περιορισμένες εταιρείες σε σύγκριση με τις λιγότερο περιορισμένες εταιρείες.

Δεδομένου ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες με περισσότερους πόρους είναι οι εταιρείες που τείνουν να έχουν ισχυρότερα προφίλ ESG, αυτό το ερώτημα αντίστροφης αιτιότητας είναι σημαντικό. Αλλά μπορεί επίσης να σημαίνει ότι στο σημερινό περιβάλλον, οι μεγαλύτερες και πιο επιτυχημένες εταιρείες έχουν περισσότερες εσωτερικές και εξωτερικές πιέσεις για να συμβάλουν στην κοινωνία, αυξάνοντας κατά συνέπεια τις δραστηριότητες και το προφίλ ESG τους.

Ένας μεγάλος αριθμός μελετών σε πολλούς κλάδους προσπάθησαν να απαντήσουν σε αυτό το ερώτημα. Σύμφωνα με μια μελέτη των Friede et al. (2015), έχουν δημοσιευτεί περισσότερες από 2.000 εμπειρικές ακαδημαϊκές μελέτες (σε τομείς όπως η οργάνωση επιχειρήσεων, η λογιστική, τα χρηματοοικονομικά και τα οικονομικά). Οι συγγραφείς διεξάγουν μια μετά-ανάλυση αυτής της βιβλιογραφίας και καταλήγουν στο συμπέρασμα, σύμφωνα

με το οποίο, περίπου το 90% των μελετών βρίσκουν μια μη αρνητική επίδραση των ESG παραγόντων στην οικονομική απόδοση. Το πιο σημαντικό, είναι ότι η μεγάλη πλειοψηφία των μελετών αναφέρει θετικά ευρήματα.

Οι μελέτες στη χρηματοδότηση χρησιμοποιούν μια ποικιλία τεχνικών και μετρήσεων για να εξετάσουν τη σχέση μεταξύ της απόδοσης της επιχείρησης ή της αξίας και των επιλογών ESG των επιχειρήσεων. Μεταξύ αυτών είναι οι βραχυπρόθεσμες αντιδράσεις της αγοράς σε γεγονότα, τα επίπεδα αποτίμησης και οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των μετοχών.

Ορισμένες μελέτες αμφισβητούν το κατά πόσο το να έχει μια εταιρία ένα ισχυρότερο προφίλ ESG οδηγεί πραγματικά σε οφέλη για την εταιρεία. Για παράδειγμα, οι Di Giuli & Kostovetsky (2014) εξετάζουν τις σχέσεις μεταξύ των αλλαγών στις βαθμολογίες CSR των εταιρειών (μετρούμενες με την κλίμακα KLD) για τρία χρόνια και την αύξηση των εσόδων τους κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Δεν βρίσκουν κάποια στατιστικά σημαντική σχέση. Βρίσκουν επίσης μια σημαντικά αρνητική σχέση μεταξύ των αλλαγών στις βαθμολογίες CSR των εταιρειών και των αλλαγών στο ROA ή στις αποδόσεις των μετοχών, μετρούμενες για 3 χρόνια.

Ερμηνεύουν αυτά τα αποτελέσματα με προσοχή, για να υποδηλώσουν ότι τυχόν οφέλη για τους ενδιαφερόμενους από την κοινωνική ευθύνη προκύπτουν ως άμεσο βάρος της αξίας της εταιρίας. Καταλήγουν επίσης στο συμπέρασμα ότι όταν οι επιχειρήσεις επεκτείνουν τις πολιτικές ΕΚΕ τους. Το επακόλουθο αποτέλεσμα είναι η μελλοντική υποαπόδοση των μετοχών και μια μακροπρόθεσμη επιδείνωση της απόδοσης των επενδύσεων. Υποστηρίζουν ότι η χαμηλή απόδοση των μετοχών είναι «άμεση αντίδραση της αγοράς στην ΕΚΕ με καθυστέρηση που προκύπτει από καθυστερήσεις στη μάθηση των επενδυτών σχετικά με τις αλλαγές στην πολιτική ΕΚΕ».

Οι Hillman & Keim (2001) βρήκαν μια σημαντικά αρνητική συσχέτιση μεταξύ της συμπεριφοράς της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (CSR) και της προστιθέμενης αξίας της αγοράς στη μελέτη τους για 500 εισηγμένες εταιρείες στο Standard & Poor's (S&P). Οι Brammer & Millington (2010) διαπίστωσαν επίσης ότι η ΕΚΕ έχει σημαντικά αρνητικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών στην έρευνα σε 451 εισηγμένες εταιρείες στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Οι Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel (2019) βρήκαν μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των αποτελεσμάτων ESG και των οικονομικών επιδόσεων στις χώρες της Λατινικής Αμερικής. Οι Brammer et al. (2006) διαπίστωσαν ότι η υψηλότερη συμμετοχή των ESG στις επιχειρήσεις προκαλεί χαμηλότερη αξία μετόχων. Μερικοί μελετητές εξήγησαν τον αρνητικό αντίκτυπο των ESG στην σταθερή αξία από την άποψη του κόστους πρακτόρευσης και των υπερβολικών επενδύσεων. Η επένδυση ESG μπορεί να θεωρηθεί ως κόστος πρακτόρευσης,

δηλαδή, οι διαχειριστές πραγματοποιούν επενδύσεις ESG εις βάρος των μετόχων για τη βελτίωση της φήμης των διαχειριστών.

Οι Buchanan et al. (2018) χρησιμοποιούν τη βαθμολογία Bloomberg ESG ως μέτρο CSR (που είναι στην πραγματικότητα ένα μέτρο της ποιότητας της αποκάλυψης της πληροφορίας σχετικά με τους παράγοντες ESG και όχι της ποιότητας ESG), ορίζοντας μια δυαδική ταξινόμηση της υψηλής έναντι της χαμηλής ΕΚΕ με βάση το αν οι εταιρείες αποκαλύπτουν ή όχι αυτές τις πληροφορίες. Εκεί βρίσκουν μια αρνητική και σημαντική εκτίμηση συντελεστή για έναν όρο αλληλεπίδρασης μεταξύ του μέτρου CSR, των δεικτών κρίσης και του Tobin's Q. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι συγκρούσεις στην εταιρεία έγιναν πιο σοβαρές και το επακόλουθο κόστος υπέρ των επενδύσεων ΕΚΕ προκάλεσε τις εταιρείες αυτές να βιώσουν μεγαλύτερη πτώση στις εταιρικές τους αξίες.

Δύο άλλες μελέτες παρέχουν αποτελέσματα που θέτουν ερωτήματα σχετικά με τα οφέλη των ESG για όλες τις εταιρείες και όλους τους τύπους ESG. Εξετάζοντας την αντίδραση της αγοράς σε γεγονότα που σχετίζονται με τα ESG, οι Masulis & Reza (2014) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το χρηματιστήριο αντιδρά αρνητικά στην ανακοίνωση εταιρικών φιλανθρωπικών συνεισφορών. Οι Servaes & Tamayo (2013) βρίσκουν αλληλεπίδραση μεταξύ της CSR και της εταιρικής αξίας για τις εταιρείες το οποίο εξαρτάται από το επίπεδο της διαφήμισης. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι επενδύσεις ΕΚΕ βλάπτουν την εταιρική αξία (ή δεν σχετίζονται με την αξία) για εταιρείες που δεν τις διαφημίζουν. Όπως φαίνεται παρακάτω, παρέχουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι οι δραστηριότητες ΕΚΕ ωφελούν εταιρείες που τις διαφημίζουν.

Στην εξέταση των κρατικών εταιρειών, οι Hsu et al. (2018) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι περιβαλλοντικές επιλογές τέτοιων εταιρειών δεν έχουν αρνητικές επιπτώσεις στην αξία των μετόχων όταν μετριοούνται χρησιμοποιώντας είτε το Tobin's Q είτε τη μακροπρόθεσμη κερδοφορία. Μια άλλη μελέτη που καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει αρνητική επίδραση από τις δραστηριότητες ESG είναι αυτή των Humphrey et al. (2012) που χρησιμοποιεί μια ιδιόκτητη βάση δεδομένων αξιολόγησης CSP για εταιρείες στο Ηνωμένο Βασίλειο και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν σημαντικές διαφορές στον κίνδυνο και τις προσαρμοσμένες επιδόσεις των βρετανικών εταιρειών με υψηλές ή χαμηλές βαθμολογίες CSP. Καταλήγουν επίσης στο συμπέρασμα ότι «οι επενδυτές και οι διαχειριστές είναι σε θέση να εφαρμόσουν μια επενδυτική ή επιχειρηματική στρατηγική CSP χωρίς να επιφέρουν σημαντικό οικονομικό κόστος (ή όφελος) σε όρους κινδύνου ή απόδοσης».

Ορισμένες ακόμη μελέτες εξετάζουν τη σχέση μεταξύ των αξιολογήσεων ESG των εταιρειών και των μετρήσεων της εταιρικής απόδοσης ή της αξίας της

εταιρείας. Παραδείγματα εργασιών που βρίσκουν θετικές συσχετίσεις περιλαμβάνουν τους Gillan et al. (2010) που εξετάζουν τη σχέση μεταξύ των αξιολογήσεων ESG των εταιρειών και της απόδοσης των εταιρειών χρησιμοποιώντας τις επτά κατηγορίες της κλίμακας KLD. Διαπιστώνουν ότι εταιρείες με υψηλότερη βαθμολογία ESG έχουν υψηλότερη λειτουργική απόδοση και σταθερή αξία, μετρώντας την εταιρική αξία με τον δείκτη Tobin's Q.

Οι Borghesi et al. (2014) καταφέρνουν να βρουν υψηλότερα αποτελέσματα KLD για εταιρείες με ισχυρότερη λειτουργική απόδοση και εταιρείες με μεγαλύτερη ελεύθερη ταμειακή ροή. Χρησιμοποιώντας έξι από τις επτά κατηγορίες του KLD ως πληρεξούσιο για βαθμολογίες CSR (εταιρική διακυβέρνηση, κοινότητα, ποικιλομορφία, σχέσεις υπαλλήλων, περιβάλλον και προϊόν, παραλείποντας τα ανθρώπινα δικαιώματα). Οι Gao & Zhang (2015) βρίσκουν επίσης μια θετική συσχέτιση μεταξύ των αποτελεσμάτων CSR σε εταιρικό επίπεδο και του Tobin's Q, το οποίο υποδηλώνει ότι οι εταιρείες με υψηλότερες βαθμολογίες EKE συνδέονται με καλύτερη οικονομική απόδοση. Επίσης, εστιάζοντας στον Tobin's Q, οι Ferrell et al. (2016) βρήκαν μια θετική σχέση μεταξύ CSR και της απόδοσης της εταιρείας.

Αρκετές μελέτες παρέχουν στοιχεία σύμφωνα με την άποψη ότι οι εταιρείες με υψηλότερες βαθμολογίες ESG έχουν υψηλές αξίες και χαμηλές αποδόσεις μετοχών. Οι Hong & Kacperczyk (2009) εξετάζουν τις διαφορές στην ιδιοκτησία, τις αποτιμήσεις και τις αποδόσεις των «αμαρτωλών» μετοχών (μετοχές που σχετίζονται με αλκοόλ, καπνό ή τυχερά παιχνίδια). Διαπιστώνουν ότι οι «αμαρτωλές» μετοχές (μετοχές χαμηλής CSR) έχουν χαμηλούς δείκτες αποτίμησης και έχουν υψηλές αποδόσεις. Αυτό συμβαδίζει με ορισμένους επενδυτές που αποφεύγουν αυτές τις μετοχές λόγω κοινωνικών κανόνων και των επακόλουθων επιπτώσεων στις τιμές σε τμηματοποιημένες αγορές.

Οι Amiraslani et al. (2017) βρίσκουν υψηλές τιμές και χαμηλές αποδόσεις στα ομόλογα εταιρειών με υψηλά επίπεδα CSR. Οι Bolton & Kacperczyk (2019) διαπιστώνουν ότι οι εταιρείες με χαμηλή ένταση εκπομπών CO<sub>2</sub> έχουν χαμηλές αποδόσεις μετοχών. Αποδίδουν το αποτέλεσμα στη «βραχυχρόνια σκέψη» και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες EKE έχουν χαμηλό κόστος κεφαλαίου. Σύμφωνα με τους Servaes & Tamayo (2013), η EKE δημιουργεί αξία, αλλά μόνο για επιχειρήσεις με σημαντική διαφήμιση. Χρησιμοποιώντας μια διαφορετική μεθοδολογία και έλεγχο για ενδογένεια, οι Albuquerque et al. (2018) βρίσκουν επίσης μια σχέση μεταξύ της εταιρικής αξίας και της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης για εταιρείες που την διαφημίζουν.

Ακόμη μια άλλη προσέγγιση στο ερώτημα της αξίας είναι αυτή που υιοθέτησαν οι Chang et al. (2019) που αναλύουν τη σχέση μεταξύ της εταιρικής αξίας και των πρακτικών EKE εξετάζοντας εάν η αξία ενός επιπλέον δολαρίου σε μετρητά είναι μεγαλύτερη για εταιρείες με υψηλή CSR από ό, τι για εταιρείες

με χαμηλά επίπεδα ΕΚΕ. Διαπιστώνουν ότι ένα επιπλέον δολάριο μετρητών οδηγεί σε μεγαλύτερες αλλαγές στην αξία της εταιρείας για εταιρείες με υψηλές βαθμολογίες CSR από αυτές με χαμηλές βαθμολογίες CSR και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η CSR οδηγεί σε υψηλότερη εταιρική αξία.

Μια εναλλακτική προσέγγιση για να εκτιμηθεί εάν το ESG και η ΕΚΕ συμβάλλει στην σταθερή αξία είναι να εξετάσει κανείς τις αποδόσεις των μετοχών, είτε μακροπρόθεσμα είτε βραχυπρόθεσμα. Για παράδειγμα, οι Dimson et al. (2015) παρατηρούν θετικές αποδόσεις μετά από επιτυχείς δεσμεύσεις επενδυτών που αντιμετωπίζουν τις ανησυχίες περί ESG. Εξετάζοντας επίσης τις αποδόσεις μετοχών, ο Edmans (2011) υποστηρίζει την άποψη ότι η ΕΚΕ δημιουργεί αξία, διαπιστώνοντας ότι το σημάδι της σχέσης μεταξύ αποδόσεων και CSR (όπως μετράται από την ικανοποίηση των εργαζομένων) είναι θετικό.

Οι Lins et al. (2017) εξετάζουν την απόδοση των εταιρειών ΕΚΕ, ιδίως σε περιόδους κρίσεων στις οποίες η εμπιστοσύνη στις εταιρείες είναι χαμηλή. Διαπιστώνουν ότι οι εταιρείες ΕΚΕ έχουν υψηλότερη λειτουργική απόδοση και κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με άλλες εταιρείες σε περιόδους χαμηλής εμπιστοσύνης. Οι Cornett et al. (2016) εξετάζουν ένα δείγμα τραπεζών των ΗΠΑ και εκτιμούν μια θετική σχέση μεταξύ της ΕΚΕ και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών.

Οι Statman & Glushkov (2009) εξετάζουν εάν τα χαρτοφυλάκια εταιρειών με υψηλότερες βαθμολογίες ξεπερνούν τις επιχειρήσεις με χαμηλότερες βαθμολογίες. Συνεπώς, υπονοώντας μια δοκιμή των αξιολογήσεων ESG / CSR και της εταιρικής αξίας. Χρησιμοποιώντας τις αξιολογήσεις KLD για δείγμα αμερικανικών εταιριών, οι συγγραφείς βρίσκουν μια θετική σχέση μεταξύ των αξιολογήσεων ESG / CSR και της εταιρικής απόδοσης. Ωστόσο, αυτά τα αποτελέσματα θα πρέπει να έρχονται σε αντίθεση με εκείνα των Humphrey et al. (2012) που αναφέρθηκαν νωρίτερα που δεν βρίσκουν διαφορά μεταξύ επιχειρήσεων με υψηλές ή χαμηλές βαθμολογίες ESG / CSR και της απόδοσης για τις εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου.

Μια περαιτέρω προσέγγιση για τον έλεγχο του κατά πόσον τα προφίλ ESG / CSR σχετίζονται με μεγαλύτερη αξία συνίσταται στην ανάλυση των αντιδράσεων του χρηματιστηρίου σε γεγονότα ESG / CSR. Για παράδειγμα, εξετάζοντας τον τρόπο με τον οποίο η αγορά αντιδρά σε θετικά ή αρνητικά νέα σχετικά με τους παράγοντες ESG ή για δράσεις ΕΚΕ, ο Kruger (2015) χρησιμοποιεί αντιδράσεις στο χρηματιστήριο σε πάνω από 2000 θετικά και αρνητικά γεγονότα βιωσιμότητας για αμερικανικές εταιρείες και διαπιστώνει ότι η χρηματιστηριακή αγορά επεξεργάζεται θετικά και αρνητικά γεγονότα με διαφορετικό τρόπο βραχυπρόθεσμα.

Συγκεκριμένα, η ανάλυσή του δείχνει ότι τα αρνητικά γεγονότα βιωσιμότητας οδηγούν σε έντονη αρνητική αντίδραση στην αγορά, με τις ισχυρότερες αντιδράσεις σε γεγονότα που αφορούν το περιβάλλον ή τις κοινότητες. Δεν βρίσκει σημαντική αντίδραση στην αγορά για θετικά γεγονότα. Ωστόσο, διαπιστώνει επίσης ότι το ενημερωτικό περιεχόμενο θετικών και αρνητικών συμβάντων αειφορίας είναι πολύ διαφορετικό. Μια συστηματική ανάλυση έδειξε ότι σε σύγκριση με τα θετικά γεγονότα, τα αρνητικά γεγονότα περιέχουν περισσότερες νομικές και ποσοτικές πληροφορίες. Τα αρνητικά γεγονότα φαίνεται να περιέχουν περισσότερες «σκληρές» πληροφορίες. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματά του για τα αρνητικά γεγονότα συνάδουν με την άποψη ότι η μη βιώσιμη εταιρική συμπεριφορά είναι δαπανηρή για τους μετόχους.

Ο Flammer (2015) εξετάζει την αντίδραση των μετοχών σε προτάσεις ΕΚΕ. Τα στοιχεία της έρευνας αυτής δείχνουν ότι αυτές οι προτάσεις δημιουργούν αξία μέσω των επιπτώσεών τους στην παραγωγικότητα και τις πωλήσεις. Οι Barko et al. (2018) εξετάζουν τις αποδόσεις των εταιρειών σε επενδύσεις που οι μέτοχοι προωθούν βελτιώσεις ESG. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι οι εταιρείες που αντιμετωπίζουν αυτές τις δεσμεύσεις ESG κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις από τις μη συνεργαζόμενες ομότιμες εταιρείες.

Οι Deng et al. (2013) προσεγγίζουν το ερώτημα εάν η ΕΚΕ προσθέτει αξία εξετάζοντας την εταιρική αξία γύρω από τις ανακοινώσεις συγχωνεύσεων για εταιρείες υψηλού έναντι χαμηλού CSR. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η ανακοίνωση συγχώνευσης είναι ένα απροσδόκητο γεγονός που στη συνέχεια επιτρέπει στον ερευνητή να χρησιμοποιήσει τις αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση και ενδεχομένως να μετριάσει το κοινό πρόβλημα αντίστροφης αιτιότητας που υπάρχει σε πολλές μελέτες που αναλύουν τη σχέση μεταξύ CSR και εταιρικής αξίας. Υποστηρίζουν επίσης ότι η φήμη της εταιρείας ως προς την παρακολούθηση των σιωπηρών συμβάσεών της θα πρέπει να σχετίζεται με τη φήμη ΕΚΕ της εταιρείας και να εκφράζεται κατά τη διάρκεια της ίδιας της διαδικασίας συγχώνευσης. Με βάση τις θετικές αντιδράσεις της αγοράς στις εταιρείες με υψηλότερα αποτελέσματα CSR, οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η CSR βελτιώνει την εταιρική αξία.

Δύο μελέτες εξετάζουν τις αντιδράσεις του χρηματιστηρίου στην καθαρή θέση μιας εταιρείας κατά την έκδοση πράσινων ομολόγων, τα οποία είναι τίτλοι σταθερού εισοδήματος που εκδίδονται για τη χρηματοδότηση έργων φιλικών προς το περιβάλλον. Παρόλο που συμβάλλουν στο περιβάλλον και ενδεχομένως στην αξιολόγηση ESG μιας εταιρείας, αυτά τα ομόλογα δεν εκδίδονται απαραίτητα από εταιρείες με υψηλή βαθμολογία ΕΚΕ.

Οι Tang & Zhang (2018) εξετάζουν εάν η έκδοση πράσινων ομολόγων είναι επωφελής για τους υφιστάμενους μετόχους μιας εταιρείας. Οι συγγραφείς

βρίσκουν θετικές αντιδράσεις στο χρηματιστήριο για εταιρείες που ανακοινώνουν ότι εκδίδουν πράσινα ομόλογα και, στη συνέχεια, αυτές οι εταιρείες εμφανίζουν αυξημένη ρευστότητα μετοχών και αυξημένη θεσμική ιδιοκτησία. Σύμφωνα με αυτά τα αποτελέσματα, η Flammer (2018) συμπεραίνει επίσης ότι η έκδοση πράσινων ομολόγων είναι επωφελής για τους μετόχους, καθώς σχετίζεται με θετικές αντιδράσεις στο χρηματιστήριο και αλλαγές στις εταιρικές στρατηγικές.

### **2.3. Αιτίες για τα συγκρουόμενα αποτελέσματα της εμπειρικής διαπίστωσης της σχέσης των κριτηρίων ESG και της εταιρικής απόδοσης**

Οι Yusoff et al. (2018) επικεντρώνονται στην περιβαλλοντική ευθύνη. Η ζήτηση για δεδομένα περιβαλλοντικής απόδοσης αυξάνεται από τις ομάδες ενδιαφερομένων, γεγονός που δείχνει ότι απαιτείται περισσότερη σχετική πληροφόρηση. Η εισαγωγή υποχρεωτικών απαιτήσεων από την κυβέρνηση για περιβαλλοντικές αναφορές αυξάνει σε κάθε περίπτωση την περιβαλλοντική αναφορά από εταιρείες. Πολλές χώρες έχουν επενδύσεις που λαμβάνουν υπόψη μη χρηματοοικονομικούς παράγοντες, όπως τα ζητήματα ESG, που επιτρέπουν καλύτερες συνθήκες και περισσότερη διαφάνεια.

Οι Lundstrom & Svensson (2014) δηλώνουν ότι η κατάσταση των χρηματοπιστωτικών αγορών σε όλο τον κόσμο τα τελευταία χρόνια έχει δείξει ότι οι επενδυτές έχουν αρχίσει να εστιάζουν σε μη χρηματοοικονομικούς παράγοντες στη διαδικασία επιλογής του χαρτοφυλακίου τους, συμπεριλαμβανομένων των παραγόντων ESG. Αυτοί οι παράγοντες θεωρούνται λογικοί εάν συμπεριληφθούν στο πλαίσιο ενός μαθηματικού υπολογισμού για τη βελτιστοποίηση του χαρτοφυλακίου μιας εταιρείας, επειδή:

- (i) οι επενδυτές δίνουν μεγάλη προσοχή στους παράγοντες αυτούς και

- (ii) οι εταιρείες που δίνουν βάση στους παράγοντες ESG αποδίδουν καλύτερα από αυτές που δεν το κάνουν.

Οι Tarmuji et al. (2016) υποστηρίζουν ότι η υπεύθυνη διαχείριση των παραγόντων ESG χτίζει την ακεραιότητα της εταιρείας και την εμπιστοσύνη των ενδιαφερομένων. Οι εταιρείες σε αρκετές χώρες που αποκαλύπτουν τις πρακτικές ESG στα μέσα ενημέρωσης έχουν τη φήμη ότι είναι κερδοφόρες και ανταγωνιστικές.

Η Thomson Reuters / Refinitiv (2019) αναγνωρίζει την ολοένα και πιο κρίσιμη σημασία των διαφανών, ακριβών και συγκρίσιμων παραγόντων ESG

για τον χρηματοπιστωτικό κλάδο». Οι βαθμολογίες ESG που διατυπώθηκαν από την Thomson Reuters / Refinitiv έχουν σχεδιαστεί για να μετρήσουν με διαφάνεια και με αντικειμενικό τρόπο την απόδοση, τη δέσμευση και την αποτελεσματικότητα των παραγόντων ESG σε μια εταιρεία χρησιμοποιώντας 10 δείκτες: χρήση πόρων, εκπομπές, καινοτομία, εργατικό δυναμικό, ανθρώπινα δικαιώματα, κοινότητα, ευθύνη προϊόντος, διαχείριση, μέτοχοι και στρατηγική εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (EKE).

Λαμβάνοντας υπόψη τη σημασία του ESG, πολλοί μελετητές έχουν διερευνήσει την επίδραση του σχετικά με την απόδοση των επιχειρήσεων, αλλά έχουν καταλήξει σε διαφορετικά ερευνητικά συμπεράσματα: Μερικοί μελετητές έχουν διαπιστώσει ότι το ESG συσχετίζεται θετικά με την εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση και την εταιρική αξία. Μια άλλη ομάδα μελετητών διαπίστωσε ότι το ESG συσχετίζεται αρνητικά με την εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση και την αξία. Επιπλέον, ορισμένοι μελετητές έχουν διαπιστώσει ότι το ESG ή μια συγκεκριμένη διάσταση του ESG δεν έχει καμία σχέση με την εταιρική οικονομική απόδοση (Cek & Eyuroglu, 2020).

Πιστεύεται ότι τα διαφορετικά συμπεράσματα μπορεί να οφείλονται στις ακόλουθες πτυχές: Πρώτον, η αποκάλυψη πληροφοριών ESG στερείται συγκρισιμότητας μεταξύ χωρών, βιομηχανιών και τομέων όσον αφορά τα πρότυπα, το πεδίο εφαρμογής και την εστίαση, με αποτέλεσμα την έλλειψη ποσοτικών, αξιόπιστων, αντικειμενικών και συγκρίσιμων δεδομένων. Αυτό οδηγεί αναπόφευκτα σε διαφορετικά ερευνητικά συμπεράσματα.

Δεύτερον, η βιομηχανική φύση των ερευνητικών αντικειμένων είναι διαφορετική. Καθώς υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις επιχειρηματικές δραστηριότητες, ο αντίκτυπος της αποκάλυψης ESG μπορεί να είναι διαφορετικός για τις επιχειρήσεις σε περιβαλλοντικά ευαίσθητες βιομηχανίες και σε μη περιβαλλοντικά ευαίσθητες βιομηχανίες (De Klerk et al., 2015).

Τρίτον, οι αναδυόμενες αγορές και οι ανεπτυγμένες αγορές βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια ανάπτυξης. Σε σύγκριση με τις ώριμες ανεπτυγμένες χώρες, πολλές χώρες αναδυόμενων αγορών βρίσκονται ακόμη στα αρχικά στάδια της οικονομικής ανάπτυξης. Συνήθως δίνουν μεγαλύτερη προσοχή στην κλίμακα και την ταχύτητα της οικονομικής ανάπτυξης, καθώς και σε σχετικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες, οι οποίοι συχνά οδηγούν σε παραμέληση των ζητημάτων ESG. Αυτή η ασυνέπεια στο στάδιο της ανάπτυξης αντικατοπτρίζεται στο γεγονός ότι στις ανεπτυγμένες χώρες, τα ενδιαφερόμενα μέρη όπως οι μέτοχοι, οι πιστωτές, οι ρυθμιστικές αρχές και τα μέσα ενημέρωσης δίνουν μεγαλύτερη προσοχή στις πληροφορίες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (EKE) από αυτές στις αναπτυσσόμενες χώρες, γεγονός που οδηγεί σε διαφορές των αποτελεσμάτων της εφαρμογής του ESG (Ali et al., 2017).



Ωστόσο, οι περισσότερες από τις υπάρχουσες μελέτες ερευνούν ανεπτυγμένες αγορές, και μόνο περιορισμένες μελέτες διερευνούν αναδυόμενες αγορές, μεταξύ των οποίων λίγες μελέτες επικεντρώνονται στα αντιφατικά χαρακτηριστικά ανάπτυξης των ζητημάτων ESG.

Προφανώς, τα τρέχοντα ερευνητικά συμπεράσματα σχετικά με τη σχέση μεταξύ των δραστηριοτήτων ESG και της εταιρικής απόδοσης δεν είναι συνεπή. Αυτό μπορεί να οφείλεται στις τρέχουσες διαφορές στις απαιτήσεις αποκάλυψης πληροφοριών ESG, στα συστήματα αξιολόγησης και στις ερευνητικές μεθόδους μεταξύ διαφορετικών χωρών. Από τη μία πλευρά, από την άποψη της επίδρασης της πληροφορίας, ένας από τους πιο σημαντικούς λόγους για τους οποίους οι επιχειρήσεις ασχολούνται με περιβαλλοντικά, κοινωνικά θέματα και με δραστηριότητες διακυβέρνησης είναι για να μειώσουν τον εταιρικό κίνδυνο, να βελτιώσουν τις επιδόσεις της αγοράς και να βελτιώσουν την ικανότητα της εταιρικής αιφόρου ανάπτυξης (Lokuwaduge & Heenetigala, 2017).

Προκειμένου να επιτευχθεί αυτός ο σκοπός, εκτός από τη ρύθμιση της δικής τους περιβαλλοντικής, κοινωνικής συμπεριφοράς και συμπεριφοράς εταιρικής διακυβέρνησης, είναι πιο σημαντικό για τις επιχειρήσεις να διερευνήσουν το πώς να μεταβιβάσουν τις πληροφορίες της ενεργού δέσμευσής τους για δραστηριότητες ESG σε εξωτερικούς φορείς, μειώνοντας έτσι τους περιβαλλοντικούς κινδύνους από τις επιχειρήσεις και πετυχαίνοντας έτσι, την ενίσχυση της απόδοσης στην αγορά. Σύμφωνα με τη θεωρία σηματοδότησης, η αποκάλυψη πληροφοριών ESG μπορεί να φέρει καλύτερη εταιρική φήμη, επηρεάζοντας έτσι την εμπιστοσύνη των πελατών και βοηθώντας την εταιρεία να δημιουργήσει μια πιο σταθερή σχέση με ανώτερους υπαλλήλους, επενδυτές και πελάτες (Okra et al., 2019).

Αυτό βοηθά στη μείωση του κόστους συναλλαγής και των συγκρούσεων διανομής μεταξύ των σημαντικότερων ενδιαφερομένων και παρέχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για την απόκτηση και αξιοποίηση περιβαλλοντικών πόρων, επηρεάζοντας τελικά θετικά την εταιρική αξία. Εν τω μεταξύ, με βάση την προοπτική της θεωρίας που βασίζεται στους πόρους και της στρατηγικής διαχείρισης, οι δραστηριότητες ESG μπορούν να σχηματίσουν μοναδικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα για τις εταιρείες και αποτελούν επίσης πηγές εταιρικών ευκαιριών, καινοτομίας και ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων, οι οποίες συμβάλλουν στη δημιουργία βιώσιμων εταιρικών αξιών (Husted & de Sousa-Filho, 2017).

Από την άλλη πλευρά, από την άποψη της επίδρασης κόστους, με βάση την υπόθεση της εναλλακτικής υποκατάστασης, ο νεοκλασικός οικονομολόγος Friedman πίστευε ότι οι πόροι των επιχειρήσεων είναι περιορισμένοι, οπότε οι δραστηριότητες ESG των επιχειρήσεων καταναλώνουν αναπόφευκτα πόρους που πρέπει να χρησιμοποιηθούν για τη βελτίωση των οικονομικών

συμφερόντων των μετόχων. Επομένως, αυτό οδηγεί σε αυξημένο κόστος και μειωμένα κέρδη των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα την εξασθένιση της κατάστασης των επιχειρήσεων στον ανταγωνισμό (Friedman, 2007).

Ειδικά για περιβαλλοντικές δραστηριότητες, οι περισσότερες εταιρείες είναι υποχρεωμένες να πραγματοποιήσουν ολοκληρωμένη μετατροπή και αναβαθμίσεις για τον αρχικό εξοπλισμό και τις διαδικασίες τους, προκειμένου να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις περιβαλλοντικής προστασίας που ορίζονται από τη χώρα ή τον κλάδο, οι οποίες δημιουργούν βαρύτερη επιβάρυνση σε αυτές και στη συνέχεια επηρεάζουν το επίπεδο απόδοσης της επιχείρησης. Προκειμένου να διατηρήσουν μια καλή κοινωνική εικόνα και να βελτιώσουν το δικό τους επίπεδο διακυβέρνησης, οι εταιρείες πρέπει να βελτιώσουν και να βελτιστοποιήσουν τη δομή διακυβέρνησής τους εκτός από τις απαραίτητες εισροές κόστους, οι οποίες αναπόφευκτα επηρεάζουν την απόδοση των επιχειρήσεων σε κάποιο βαθμό, ιδίως τις βραχυπρόθεσμες επιδόσεις (Weber, 2014).

### **3. Η επίδραση των παραγόντων ESG στην τραπεζική απόδοση. Βιβλιογραφική επισκόπηση**

Οι περιβαλλοντικές και κοινωνικές πρακτικές και οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης είναι σημαντικές για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη του τραπεζικού τομέα. Η καλή απόδοση των παραγόντων ESG παίζει σημαντικό ρόλο στη μείωση του χρηματοοικονομικού κινδύνου και στην ενίσχυση της δέσμευσης των τραπεζών για την σωστή εταιρική διακυβέρνηση και για υιοθέτηση περιβαλλοντικά ορθών πρακτικών (Chollet & Sandwidi, 2018). Εάν ο κίνδυνος είναι χαμηλός, μειώνεται η οικονομική αβεβαιότητα, γεγονός που οδηγεί σε βελτίωση της συμμετοχής στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη. Οι οικονομικές επιδόσεις διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις μακροπρόθεσμες αποφάσεις της διοίκησης, καθώς οι τράπεζες που αναφέρουν υψηλά επίπεδα κερδοφορίας δεν ανησυχούν για την βραχυπρόθεσμη επιβίωσή τους και μπορούν να υποστηρίξουν τις δραστηριότητες Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης.

Οι Nizam et al. (2019) ανέφεραν ότι ο καθορισμός πολιτικών ESG είναι μια διαδικασία που συνεπάγεται κόστος για τον καθορισμό του πλαισίου ESG, τη δέουσα επιμέλεια και τις τρέχουσες πολιτικές αποκάλυψης. Η δημιουργία μιας ισχυρής απόδοσης ESG αναμένεται να δημιουργήσει κόστος που θα αντισταθμιστεί από τη σταθερότητα των εσόδων, τους χαμηλότερους επιχειρηματικούς κινδύνους, τα θετικά αποτελέσματα απόδοσης και τη σημαντική προστιθέμενη αξία.

Προηγούμενες μελέτες στη βιβλιογραφία έχουν αναλύσει την απόδοση του ESG. Μια μελέτη των Buallay et al. (2020) σε 882 τράπεζες τόσο από τις ανεπτυγμένες όσο και από τις αναπτυσσόμενες χώρες μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, διαπίστωσε ότι η απόδοση του ESG είχε σημαντικό ρόλο στη βελτίωση τόσο της λογιστικής αξίας, όσο και της αξίας αγοράς των τραπεζών που βρίσκονται σε αναπτυσσόμενες χώρες. Αυτά τα αποτελέσματα παρέχουν υποστήριξη για τη θεωρία δημιουργίας αξίας που συνδέεται με μη χρηματοοικονομικούς δείκτες ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης, διαχείρισης κινδύνου και περιβαλλοντικών και κοινωνικών επιδόσεων.

Τα αποτελέσματα των Shakil et al. (2019) σε 93 τράπεζες από αναδυόμενες αγορές έδειξαν θετική σχέση μεταξύ της περιβαλλοντικής / κοινωνικής απόδοσης των τραπεζών και της οικονομικής απόδοσής τους. Επιπλέον, οι Buallay et al. (2020) διαπίστωσαν ότι ορισμένες αναπτυσσόμενες χώρες πρόκειται να γίνουν ουσιαστικοί συντελεστές στην παγκόσμια βιωσιμότητα.

Σε μια άλλη μελέτη, οι Szegedi et al. (2020) ανέφεραν ότι το Πακιστάν, μια αναδυόμενη χώρα, προσπάθησε να αναπτύξει την οικονομική του κουλτούρα, υιοθετώντας πρακτικές Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης. Αυτές οι πρακτικές αναλύθηκαν επίσης στην Τουρκία, μια αναδυόμενη χώρα, από τους Akdogan et al. (2020). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η κοινωνική δομή και το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης αντιπροσωπεύουν βασικούς παράγοντες για την κατανόηση της ΕΚΕ.

Οι Ehrenhard & Fiorito (2018) ανέλυσαν τις ηθικές αξίες των 25 μεγαλύτερων ευρωπαϊκών τραπεζών μετά την οικονομική κρίση. Η ακεραιότητα και η εστίαση των πελατών ήταν οι πιο κοινές αξίες. Οι εταιρικές αντιπαραθέσεις συνεπάγονται τη διευκόλυνση της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες, των σκοτεινών δραστηριοτήτων, των μη εξουσιοδοτημένων συναλλαγών, της φοροδιαφυγής, της χειραγώγησης των διατραπεζικών επιτοκίων τόσο των Libor όσο και των Euribor, και τη διευκόλυνση διαφορετικών συναλλαγών είτε με ιδιώτες είτε με εταιρείες από χώρες που υπόκεινται σε κυρώσεις. Από την άλλη πλευρά, τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι τράπεζες με κοινωνικές αρχές χωρίς αποκλεισμούς όπως η αλληλεγγύη, η ισότητα και ο σεβασμός δεν αντιμετώπισαν κανένα μεγάλο σκάνδαλο.

Διαφορετικοί συγγραφείς μελέτησαν την απόδοση ESG σε αναλυτικό επίπεδο. Οι Buallay et al. (2019) διαπίστωσαν ότι οι ενδιαφερόμενοι των τραπεζών στην Ευρωπαϊκή Ένωση λαμβάνουν υπόψη τις περιβαλλοντικές πρακτικές όταν αποφασίζουν για επενδύσεις, και τα αποτελέσματα δείχνουν ότι αυτό έχει φέρει πλούτο στον τραπεζικό τομέα. Οι Jo et al. (2015) ισχυρίστηκαν ότι οι πελάτες στην Ευρώπη αντιδρούν επίσης πιο θετικά στην περιβαλλοντική διαχείριση. Έτσι, ένα μεγαλύτερο και πιο σημαντικό αποτέλεσμα παρατηρείται στην περίπτωση των ευρωπαϊκών τραπεζών σε σύγκριση με άλλες περιοχές, όπως η Ασία. Αν και είναι αλήθεια ότι ο τραπεζικός τομέας δεν δημιουργεί σοβαρά ζητήματα σχετικά με τη ρύπανση του περιβάλλοντος, οι Miralles-Quirós et al. (2019) διαπίστωσαν ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες επιδιώκουν εξοικονόμηση ενέργειας, νερού και χρήσης χαρτιού.

Σύμφωνα με τη θεωρία της νομιμότητας και τα δικαιώματα του κοινού πρέπει να λαμβάνονται υπόψη από τις εταιρείες, εκτός από τα δικαιώματα των μετόχων. Έτσι, αρκετοί συγγραφείς διαπίστωσαν ότι η συμμετοχή στο ESG μπορεί να ενισχύσει τη νομιμότητα μιας τράπεζας, αποδεικνύοντας ότι η κερδοφορία συμβαδίζει με την κάλυψη των αναγκών και των προσδοκιών των ενδιαφερομένων. Ωστόσο, οι δραστηριότητες ΕΚΕ είναι μερικές φορές αμφιλεγόμενες λόγω του υψηλού κόστους που προκύπτει στη διαδικασία (Shen et al., 2016).

Η κοινωνική ευθύνη είναι ένας μηχανισμός που έχει σημαντική συμβολή στην αποκατάσταση της αμαυρωμένης φήμης των τραπεζών μετά την οικονομική κρίση από το 2008. Αντί της μονοκατευθυντικής επικοινωνίας και

των παραδοσιακών στρατηγικών νομιμοποίησης, οι τράπεζες πρέπει να αποκαλύψουν επαρκείς πληροφορίες σχετικά με την αποτελεσματική συμμετοχή με τους ενδιαφερόμενους. Έτσι, οι Venturelli et al. (2018) διαπίστωσαν ότι η συμμετοχή των ενδιαφερομένων αντιπροσωπεύει μια βασική στρατηγική διαδικασία και έναν καλό δείκτη που αποδεικνύει τη δέσμευση των τραπεζών στην εταιρική κοινωνική ευθύνη. Επιπλέον, ικανοποιώντας τις ανάγκες των ενδιαφερομένων, οι εταιρείες μπορούν να αυξήσουν την κερδοφορία τους και να βελτιώσουν τη φήμη τους.

Η αναφορά βιωσιμότητας επικεντρώνεται στη δημιουργία μελλοντικής αξίας, αλλά οι ενέργειες ΕΚΕ χωρίς κατάλληλη αποκάλυψη θα είχαν μικρή ή καθόλου συμβολή στην οικονομική απόδοση των τραπεζών. Η αποκάλυψη ΕΚΕ παίζει σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις τοποθέτησης χρέους μιας εταιρείας. Σε μια μελέτη που πραγματοποιήθηκε στον τραπεζικό τομέα της Γκάνας, οι εταιρικές πρακτικές κοινωνικής ευθύνης βρίσκονται ως ένα στρατηγικό εργαλείο που μπορεί να συμβάλει στην οικονομική απόδοση (Ofori et al., 2014). Αντίθετα, οι Esteban-Sanchez et al. (2017) ισχυρίστηκαν ότι μια στρατηγική προσέγγιση για την ΕΚΕ δεν εφαρμόζεται πάντα από τις τράπεζες. Οι σχέσεις με τους εργαζομένους έχουν θετικό αντίκτυπο στην οικονομική απόδοση, ενώ η συμμετοχή της κοινότητας και η ευθύνη των προϊόντων συνδέονται αρνητικά με την οικονομική απόδοση.

Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης μιας χώρας είναι σε θέση να βελτιώσει την ποιότητα των κερδών αυξάνοντας την εποπτεία των εταιρειών και μειώνοντας τη διαχείριση των κερδών. Οι Esteban-Sanchez et al. (2017) αναφέρουν θετική σχέση μεταξύ ποιότητας διακυβέρνησης και οικονομικών επιδόσεων. Επίσης, η αποκάλυψη της εταιρικής διακυβέρνησης είναι σημαντική στον τραπεζικό τομέα. Βέλτιστα επίπεδα αποκάλυψης διακυβέρνησης εντοπίζονται από την Buallay (2019) σε τράπεζες που βρίσκονται σε χώρες με υψηλό ΑΕΠ. Τέτοιες γνωστοποιήσεις ωστόσο, είναι δαπανηρές καθώς απαιτούν μεγάλη προετοιμασία, όπως παρατηρήθηκε από τους Johansen & Plenborg (2013).

Σύμφωνα με τη θεωρία της πρακτόρευσης, η ευθυγράμμιση μεταξύ των συμφερόντων των διευθυντών και των μετόχων αντιπροσωπεύει έναν μηχανισμό ισχυρής εταιρικής διακυβέρνησης, που ενισχύει την αξία της εταιρείας. Οι Grove et al. (2011) εφάρμοσαν αυτή τη θεωρία στον τραπεζικό τομέα, αναμένοντας διαφορές μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και άλλων βιομηχανικών εταιρειών, λόγω του ρυθμιστικού περιβάλλοντος που αφορά συγκεκριμένα τις τράπεζες των ΗΠΑ.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι υπάρχει ανάγκη για μια εκτεταμένη έκδοση της θεωρίας πρακτορείων που θα περιγράψει καλύτερα τον τραπεζικό τομέα. Κατά συνέπεια, οι συγκρούσεις ενδέχεται να προκύψουν σε διαφορετικές καταστάσεις και μπορούν να μειωθούν ενώ δημιουργείται

εμπιστοσύνη στις σχέσεις με τα ενδιαφερόμενα μέρη. Οι Esteban-Sanchez et al. (2017) βασίζονται επίσης στη θεωρία των ενδιαφερομένων μερών για να εξηγήσουν την υπευθυνότητα των τραπεζών όχι μόνο στους μετόχους αλλά και σε ένα ευρύτερο κοινό.

Διάφοροι λογιστικοί δείκτες που σχετίζονται με την κερδοφορία, τη ρευστότητα ή τη χρηματοοικονομική σταθερότητα των εταιρειών είναι σημαντικοί και χρησιμοποιούνται τακτικά από τους δανειολήπτες, όπως παρατηρούν οι Trpeska et al. (2017) σε μια μελέτη που πραγματοποιήθηκε σε τράπεζες στην ΠΓΔΜ. Αρκετές μελέτες ανέλυσαν τη σχέση μεταξύ της απόδοσης ESG και διαφορετικών μεταβλητών που μετρούν την οικονομική απόδοση, όπως το μέγεθος, η ρευστότητα ή η κεφαλαιακή επάρκεια. Στις περισσότερες περιπτώσεις, το μέγεθος μετράται ως ο λογάριθμος των συνολικών περιουσιακών στοιχείων ή του αριθμού των εργαζομένων. Η οικονομική απόδοση μπορεί να επηρεαστεί είτε από εσωτερικούς είτε από εξωτερικούς παράγοντες. Ένα παράδειγμα εξωτερικού παράγοντα θα ήταν η πολιτική παρέμβαση, όπως παρατηρήθηκε από τους Samiul et al. (2019).

Οι Beccalli et al. (2015) ανέλυσαν 103 ευρωπαϊκές εισηγμένες τράπεζες για την περίοδο 2000-2011. Τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία αντιπροσωπεύουν έναν σημαντικό δείκτη οικονομιών κλίμακας στο τραπεζικό σύστημα. Οι εξαιρετικά μεγάλες τράπεζες θεωρούνται επίσης «πολύ μεγάλες για να αποτύχουν» και έχουν πρωταρχικό ενδιαφέρον κατά την ανάλυση οικονομιών κλίμακας. Το κόστος της αποκάλυψης ESG μπορεί να μειωθεί στην περίπτωση των μεγαλύτερων τραπεζών, επειδή έχουν επίσης οικονομίες κλίμακας στη διαδικασία διακυβέρνησης.

Ο Buallay et al. (2020) παρατήρησε ότι οι μεγάλες τράπεζες παρακολουθούνται στενότερα και βρίσκονται υπό μεγαλύτερη πίεση. Τέτοιες τράπεζες μπορούν να αποκτήσουν καλύτερη οικονομική απόδοση, καθώς είναι πιο αποτελεσματικές και έχουν περισσότερους πόρους, συμπεριλαμβανομένης της δυνατότητας πρόσληψης ειδικευμένων διευθυντών (Buallay, 2019). Επίσης, οι Platonova et al. (2018) συνέδεσαν την απόδοση του ESG με την οικονομική απόδοση και διαπίστωσαν ότι η αποτελεσματική χρήση των πόρων είναι αποτέλεσμα κοινωνικής ευθύνης στις ισλαμικές τράπεζες.

Ο δείκτης ρευστότητας αντιπροσωπεύει έναν άλλο καθοριστικό παράγοντα οικονομιών κλίμακας. Ένας υψηλότερος λόγος οδηγεί σε χαμηλότερο κίνδυνο ρευστότητας, επομένως σε μεγαλύτερες οικονομίες κλίμακας, όπως παρατηρείται από τους Beccalli et al. (2015). Στην ίδια μελέτη για τις ευρωπαϊκές τράπεζες, οι συγγραφείς τόνισαν τη σημασία της κεφαλαιακής δύναμης, αναφέροντας ότι οι αυστηρότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις οδηγούν σε μείωση του κόστους, ειδικά στην περίπτωση των μεγαλύτερων τραπεζών.

Επίσης, η κεφαλαιακή επάρκεια αποτελεί μοχλό της ευθύνης μιας τράπεζας που σηματοδοτεί την οικονομική ευρωστία. Επιπλέον, τα ευρήματα των Pinto & Picoto (2018) δείχνουν ότι η κεφαλαιακή επάρκεια των ευρωπαϊκών τραπεζών διαχειρίστηκε μέσω προβλέψεων για απώλεια δανείων μετά την οικονομική κρίση του 2008. Αυτές οι απώλειες έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην ποιότητα του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα.

## **4. Οι παράγοντες και τα κριτήρια ESG στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα**

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται κριτικά πληροφορίες σχετικά με τα κριτήρια που έχουν υιοθετήσει οι τέσσερις συστημικές τράπεζες της Ελλάδας τα τελευταία χρόνια. Αρχικά παρουσιάζονται συνοπτικά οι δείκτες που έχει υιοθετήσει το Χρηματιστήριο Αθηνών και στην συνέχεια, γίνεται αναφορά σε κάθε μία από τις τέσσερις τράπεζες

### **4.1. Οι δείκτες του Χρηματιστηρίου Αθηνών**

Αρχικά, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι δείκτες που έχει υιοθετήσει το ΧΑΑ είναι δυνατόν να χωριστούν στους γενικούς δείκτες, που αφορούν το σύνολο της οικονομίας και τους κλαδικούς δείκτες. Μια επιπλέον διάκριση είναι αυτή, σύμφωνα με την οποία, οι γενικοί δείκτες διακρίνονται σε βασικούς και προηγμένους. Για κάθε δείκτη έχουν αναπτυχθεί οδηγίες δημοσιοποίησης, ώστε να κατανοήσουν οι εταιρείες το είδος των πληροφοριών που χρειάζεται να δημοσιεύουν. Στην συνέχεια, παρουσιάζονται τρεις πίνακες με τους δείκτες αυτούς.

Σημειώνεται ότι οι Βασικοί δείκτες, αποτελούν γενικούς δείκτες, τους οποίους θα πρέπει να δημοσιοποιούν όλες οι εταιρίες και αφορούν σε γενικά θέματα των τριών διαστάσεων των θεμάτων ESG. Ο επόμενος πίνακας αναφέρει αυτούς τους δείκτες.



**Πίνακας 2. Οι Βασικοί δείκτες (core metrics) για τους ESG παράγοντες**

<b>Περιβάλλον</b>	<b>C-E1</b>	Άμεσες εκπομπές (Scope 1)
	<b>C-E2</b>	Έμμεσες εκπομπές (Scope 2)
	<b>C-E3</b>	Κατανάλωση ενέργειας εντός του οργανισμού
<b>Κοινωνία</b>	<b>C-S1</b>	Γυναίκες εργαζόμενες
	<b>C-S2</b>	Γυναίκες εργαζόμενες σε διευθυντικές θέσεις
	<b>C-S3</b>	Δείκτες κινητικότητας προσωπικού
	<b>C-S4</b>	Κατάρτιση εργαζομένων
	<b>C-S5</b>	Πολιτική ανθρωπίνων δικαιωμάτων
	<b>C-S6</b>	Συλλογικές συμβάσεις εργασίας
	<b>C-S7</b>	Αξιολόγηση προμηθευτών
<b>Εταιρική Διακυβέρνηση</b>	<b>C-G1</b>	Εποπτεία βιώσιμης ανάπτυξης
	<b>C-G2</b>	Πολιτική επιχειρηματικής δεοντολογίας
	<b>C-G3</b>	Πολιτική ασφάλειας δεδομένων

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, 2019.

Από την άλλη πλευρά, οι προηγμένοι δείκτες αναφέρονται σε πιο σύνθετα θέματα ESG, ώστε κυρίως αυτές οι επιχειρήσεις που έχουν ήδη αποφασίσει να ασχοληθούν με τα πρότυπα ESG να είναι σε θέση να γνωστοποιούν τα αποτελέσματά τους με κατάλληλο τρόπο. Οι δείκτες αυτοί παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

**Πίνακας 3. Προηγμένοι δείκτες (advanced metrics) για τους ESG παράγοντες**

<b>Περιβάλλον</b>	<b>A-E1</b>	Άλλες έμμεσες εκπομπές (Scope 3)
	<b>A-E2</b>	Κίνδυνοι και ευκαιρίες από την κλιματική αλλαγή
<b>Κοινωνία</b>	<b>A-S1</b>	Συμμετοχή ενδιαφερομένων μερών
	<b>A-S2</b>	Δαπάνες κατάρτισης εργαζομένων
	<b>A-S3</b>	Μισθολογική διαφορά μεταξύ των δύο φύλων
	<b>A-S4</b>	Αναλογία αμοιβής διευθύνοντος συμβούλου - εργαζομένων
	<b>A-S5</b>	Έσοδα από βιώσιμα προϊόντα
<b>Εταιρική Διακυβέρνηση</b>	<b>A-G1</b>	Επιχειρηματικό μοντέλο
	<b>A-G2</b>	Ουσιαστικά θέματα
	<b>A-G3</b>	Στόχοι ESG
	<b>A-G4</b>	Μεταβλητές αμοιβές
	<b>A-G5</b>	Εξωτερική διασφάλιση

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, 2019.

Τέλος, οι κλαδικοί δείκτες αναφέρονται στις ειδικές συνθήκες του κάθε κλάδου. Αξίζει να σημειωθεί ότι έχουν κατασκευαστεί ειδικά για να εκφράσουν τους κινδύνους και τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι διάφοροι κλάδοι που εκπροσωπούνται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Συνοπτικά, οι δείκτες αυτοί παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

**Πίνακας 4. Κλαδικοί δείκτες (sector-specific metrics) για τους ESG παράγοντες**

<b>Περιβάλλον</b>	<b>SS-E1</b>	Στρατηγική διαχείρισης εκπομπών
	<b>SS-E2</b>	Εκπομπές ατμοσφαιρικών ρύπων
	<b>SS-E3</b>	Κατανάλωση νερού
	<b>SS-E4</b>	Διαχείριση νερού
	<b>SS-E5</b>	Διαχείριση αποβλήτων
	<b>SS-E6</b>	Περιβαλλοντικές επιπτώσεις συσκευασιών
	<b>SS-E7</b>	Ακυρώσεις και καθυστερήσεις εργασιών
	<b>SS-E8</b>	Κρίσιμες πρώτες ύλες
	<b>SS-E9</b>	Χημικές ουσίες σε προϊόντα
<b>Κοινωνία</b>	<b>SS-S1</b>	Ανακλήσεις προϊόντων
	<b>SS-S2</b>	Απόρρητο πελατών
	<b>SS-S3</b>	Νομικά αιτήματα για δεδομένα χρηστών
	<b>SS-S4</b>	Παραβιάσεις εργατικού δικαίου
	<b>SS-S5</b>	Πρόστιμα παραβίασης ασφάλειας δεδομένων και απορρήτου
	<b>SS-S6</b>	Επίδοση σε θέματα υγείας και ασφάλειας
	<b>SS-S7</b>	Πρακτικές μάρκετινγκ
	<b>SS-S8</b>	Ικανοποίηση πελατών
	<b>SS-S9</b>	Μηχανισμός διαχείρισης παραπόνων πελατών
	<b>SS-S10</b>	Ενσωμάτωση παραγόντων ESG στις επιχειρηματικές δραστηριότητες
<b>Εταιρική Διακυβέρνηση</b>	<b>SS-G1</b>	Παραβιάσεις επιχειρηματικής δεοντολογίας
	<b>SS-G2</b>	Πολιτική καταγγελίας δυσλειτουργιών

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, 2019.

## 4.2. Οι ESG παράγοντες στην Εθνική τράπεζα

Από τον Ιανουάριο του 2020 η Εθνική τράπεζα αποτελεί μέλος του παγκόσμιου δικτύου υπεύθυνων επενδύσεων (PRI) και σύμφωνα με αυτή τη δέσμευση, ενσωματώνει σταδιακά και συνεχώς στην επενδυτική της πολιτική και στρατηγική σε όλες τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων (asset classes) κριτήρια και στόχους ESG. Με αυτήν την έννοια, η τράπεζα έχει υιοθετήσει μια συγκεκριμένη στρατηγική, η οποία στοχεύει στο να συνδυάσει από την μία πλευρά, την ανάλυση θεμελιωδών χρηματοοικονομικών μεγεθών και από την άλλη πλευρά, τα κριτήρια ESG. Η τράπεζα έχει υιοθετήσει ένα συνδυασμό επενδυτικών στρατηγικών ESG και στις τρεις κύριες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων (Μετοχές, Επενδύσεις Σταθερού Εισοδήματος, Funds of Funds) συμπεριλαμβανομένων (Εθνική Τράπεζα, 2021):

- ✓ ESG Βαθμολογίες (Scores)
- ✓ ESG Φίλτρα (Filters)

Η Επενδυτική Στρατηγική ESG της τράπεζας εμπεριέχει ένα συνδυασμό των ακόλουθων επιμέρους στρατηγικών ESG:

- ✓ Αρνητική- Στρατηγική Αποκλεισμού ESG (Απόλυτος, υπό όρους, περιορισμός έκθεσης).
- ✓ Θετική Στρατηγική / Best in Class ESG.
- ✓ Στρατηγική ESG και Έλεγχος βάσει Κανόνων.

Επιπλέον, η ακόλουθη διαδικασία περιγράφει τα βήματα εφαρμογής της επενδυτικής στρατηγικής ESG της Εταιρείας, ανάλογα με το εκάστοτε φίλτρο που κάθε φορά εφαρμόζεται. Τα φίλτρα αυτά είναι τα εξής (Εθνική Τράπεζα, 2021):

- ✓ 1ο φίλτρο: Αρνητικός έλεγχος (εξαιρέσεις-περιορισμοί έκθεσης / κλάδοι / τομείς / χώρες / περιοχές).
- ✓ 2ο φίλτρο: Εφαρμογή ESG Score βάσει του σκορ του Bloomberg ή άλλου παρόχου δεδομένων και Scoring.
- ✓ 3ο φίλτρο: Θετικός έλεγχος (ενεργητική επιλογή κλάδων/ τομέων).
- ✓ 4ο φίλτρο: Έλεγχος βάσει Κανόνων της Εθνικής Asset Management A.E.Δ.Α.Κ. (Εταιρεία) ESG Universe.
- ✓ 5ο φίλτρο: Χρηματοοικονομική ανάλυση και δημιουργία χαρτοφυλακίου Εταιρείας.

Τέλος, υπογραμμίζεται ότι χρησιμοποιείται και μια επικουρική στρατηγική ενεργητικής συμμετοχής ως ενεργός μέτοχος στις εταιρείες, στις οποίες η Εταιρεία έχει σημαντικό μερίδιο.

Επιπλέον, όσον αφορά στα στοιχεία ESG, όπως αυτά αναφέρονται στην έκθεση Βιώσιμης Ανάπτυξης για το 2019, θα πρέπει να υπογραμμιστεί αρχικά ότι η τράπεζα αξιολογείται από το 2018 και συγκεκριμένα, στον δείκτη Bloomberg Gender-Equality Index 2020 συμπεριελήφθη στην ομάδα των 325 διεθνών εταιρειών που συγκροτούσαν τον «Δείκτη Ισότητας Φύλων» Bloomberg 2020 που καλύπτει 42 χώρες. Η επιτυχία αυτή επαναλαμβάνεται και κατά την αξιολόγηση της Τράπεζας από τον ως άνω Δείκτη και για το έτος 2019, καθώς αξιολογείται θετικά για τρίτη συνεχή χρονιά. Επιπλέον, η Εθνική Τράπεζα αξιολογήθηκε και διατήρησε την παραμονή της στον δείκτη εταιρικής αειφορίας FTSE4Good Emerging Index, πιστοποιώντας για ακόμη μία φορά τη δέσμευσή της στη βιώσιμη ανάπτυξη.

Επιπλέον, η βαθμολογία της τράπεζας μέσω του Ανεξάρτητου Μη-Κερδοσκοπικού Οργανισμού Carbon Disclosure Project, ήταν C “Awareness” (κλίμακα από D- έως A+), βελτιώνοντας την βαθμολογία της σε σχέση με το 2018. Τέλος, η τράπεζα αξιολογήθηκε το 2019 από τον Οίκο ISS Corporate Solutions αναφορικά με τους πυλώνες «Περιβάλλον», «Κοινωνία» και «Διακυβέρνηση». Η Τράπεζα κατατάχθηκε στην ανώτατη Κατηγορία 1 “Highest Rating by Institutional Shareholder Services” για τον πυλώνα «Περιβάλλον» και στην ανώτερη κατηγορία 2 στον πυλώνα «Κοινωνία», ενώ το 2019 αναβαθμίστηκε η αξιολόγηση της Τράπεζας στο επίπεδο «BBB», από «BB» το 2018, αναφορικά με το πλαίσιο κριτηρίων το οποίο εφαρμόζει η MSCI Research κατά την ESG αξιολόγησή της (Εθνική τράπεζα, 2020).

#### **4.3. Οι ESG παράγοντες στην Eurobank.**

Και στην περίπτωση της Eurobank παρατηρούνται σημαντικές επιδόσεις σε θέματα ESG. Ο επόμενος πίνακας παρουσιάζει τα βραβεία και τις διακρίσεις της τράπεζας το περασμένο έτος σε θέματα βιώσιμης ανάπτυξης.

**Πίνακας 5. Διακρίσεις και βραβεία για την Eurobank σε θέματα βιώσιμης ανάπτυξης για το 2020**

The Most Sustainable Companies in Greece 2020	Ελλάδα	QualityNet Foundation
Χρυσό βραβείο στην κατηγορία Τουριστική ανάπτυξη -Συνεισφορά στην τοπική ή εθνική οικονομία	Ελλάδα	Tourism Awards 2020
Χρυσό βραβείο στην κατηγορία Προγραμματαεπιβράβευσης	Ελλάδα	Tourism Awards 2020
Αργυρό βραβείο για τις βιοδιασπώμενες χρεωστικές κάρτες στην κατηγορία Green Banking Service	Ελλάδα	Green Awards 2020

Πηγή: Eurobank, 2021.

Επιπλέον, η Επιτροπή Περιβάλλοντος & Αειφόρου Ανάπτυξης Ομίλου παρέχει την στρατηγική κατεύθυνση για πρωτοβουλίες Αειφόρου Ανάπτυξης και είναι υπεύθυνη για την παρακολούθηση της επίδοσης βασικών δεικτών Αειφορίας και την διασφάλιση της ορθής εφαρμογής των σχετικών πολιτικών και διαδικασιών των συστημάτων διαχείρισης (Ποιότητας, Περιβάλλοντος και Ενέργειας). Επιπρόσθετα, η Eurobank υιοθετεί και ακολουθεί τα διεθνή πρότυπα του οργανισμού Global Reporting Initiative (GRI Standards) για τη σύνταξη Απολογισμών Βιώσιμης Ανάπτυξης.

Επιπρόσθετα, σε σχέση με το Περιβαλλοντικό αποτύπωμα της εταιρίας και τις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής, είχαν τεθεί οι παρακάτω στόχοι:

- ✓ Μείωση κατανάλωσης ηλεκτρικής ενέργειας.
- ✓ Διατήρηση της προμήθειας χαρτιού σε χαμηλά επίπεδα.
- ✓ Ανακύκλωση 100% των κενών μελανοδοχείων εκτύπωσης (Toner/cartridges).
- ✓ Ανακύκλωση 100% των λαμπτήρων/ συσσωρευτών.
- ✓ Ανακύκλωση του 100% του Απόβλητου Ηλεκτρικού και Ηλεκτρονικού Εξοπλισμού.
- ✓ Μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου σε σύγκριση με το έτος βάσης 2014.







Σε σχέση με τα απτά αποτελέσματα του οργανισμού, θα πρέπει να σημειωθούν τα παρακάτω:

- ✓ Μείωση κατά 30% της χρήσης χαρτιού στα καταστήματα της επιχείρησης

- ✓ Ηλεκτρική ενέργεια: 43.674 MWh, που αντιστοιχεί σε μείωση 8% σε σχέση με το 2019 και 35% σε σχέση με το 2014.
- ✓ Προμήθεια χαρτιού: 247.188 κιλά, που αντιστοιχεί σε μείωση 28% σε σχέση με το 2019 και 57% σε σχέση με το 2014.
- ✓ Επιτεύχθηκε 100% ο στόχος της ανακύκλωσης των αποβλήτων κενών μελανοδοχείων εκτύπωσης.
- ✓ Επιτεύχθηκε 100% ο στόχος της ανακύκλωσης των αποβλήτων λαμπτήρων/ συσσωρευτών.
- ✓ Επιτεύχθηκε 100% ο στόχος της ανακύκλωσης των αποβλήτων Ηλεκτρικού και Ηλεκτρονικού Εξοπλισμού.
- ✓ Συνολικές εκπομπές αέριων του θερμοκηπίου: 15.684,14 tCO<sub>2</sub>e, που αντιστοιχεί σε μείωση 10% σε σχέση με το 2019, και 68% σε σχέση με το 2014.

Τέλος, τα παραπάνω αποτυπώνονται και στην βαθμολογία της τράπεζας στους δείκτες ESG, όπως αυτοί παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

#### Πίνακας 6. Βαθμολογία της Eurobank με βάση διεθνείς δείκτες ESG

ESG ratings	Τρέχουσες Αξιολογήσεις *
	<b>BBB</b>
	<b>28,5</b>
	<b>32</b>
	✓
 <i>(ISS ESG Score 1-10, 1 indicates lower risk and better disclosure)</i>	Environment: <b>2</b> Social: <b>3</b> Governance: <b>5</b> <b>Φεβρουάριος 2021</b>
	<b>38</b>

Πηγή: Eurobank, 2021.

#### 4.4. Οι ESG παράγοντες στην Alpha Bank.

Και στην περίπτωση της Alpha Bank παρατηρούνται σημαντικές επιδόσεις σε θέματα ESG. Αξίζει να σημειωθεί ότι από τις τέσσερις τράπεζες, η Alpha είναι αυτή που παρέχει την πληρέστερη πληροφόρηση σχετικά με τους δείκτες και τις παραμέτρους ESG. Ο επόμενος πίνακας παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη των δεικτών ESG στους οποίους συμμετέχει η τράπεζα. Είναι εμφανής η διαχρονική βελτίωση της τράπεζας σχεδόν σε όλους τους διεθνείς δείκτες.

**Πίνακας 7. Βαθμολογία της Alpha bank με βάση διεθνείς δείκτες ESG**



Βαθμολογίες ESG	2016	2017	2018	2019	2020
MSCI ESG Rating (κλίμακα αξιολόγησης CCC-AAA)	B	BB	BBB	A	AA
FTSE4Good Emerging Index	●	●	●	●	●
ISS ESG Quality Score (βαθμολογία 1-10, 1 υποδεικνύει χαμηλότερο κίνδυνο και καλύτερη διαφάνεια)			Π: 2 Κ: 2 Δ: 8	Π: 1 Κ: 2 Δ: 9	Π: 1 Κ: 2 Δ: 4
Vigeo Eiris Best Emerging Market Performers				●	●
Climate Change CDP		C	B	C	C
Bloomberg Gender Equality Index			●	●	●

Πηγή: Alpha bank, 2021.

Εξάλλου, οι επόμενες τρεις πίνακες παρουσιάζουν αναλυτικά τους επιμέρους δείκτες ανά τομέα ESG για την τράπεζα την τελευταία τριετία, σύμφωνα με τα στοιχεία των οποίων γίνεται εμφανής η διαχρονική βελτίωση των επιδόσεων της τράπεζας σχεδόν σε όλους τους τομείς.



**Πίνακας 8. Οι δείκτες Περιβάλλοντος για την Alpha bank την περίοδο 2018- 2019.**

<b>Περιβάλλον</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Κατανάλωση ενέργειας εντός του Οργανισμού (MWh)	<b>68.386</b>	<b>66.414</b>	<b>59.627</b>
Ποσοστό ηλεκτρικής ενέργειας που προέρχεται από Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας (%)	<b>100</b>	<b>92</b>	<b>100</b>
Άμεσες εκπομπές (Scope 1) (tn CO <sub>2</sub> eq)	<b>1.838</b>	<b>2.098</b>	<b>1.793</b>
Έμμεσες εκπομπές (Scope 2) (tn CO <sub>2</sub> eq)	<b>34.918</b>	<b>36.356</b>	<b>32.638</b>
Συνολικές έμμεσες εκπομπές (Scope 3) (tn CO <sub>2</sub> eq)	-	-	<b>548.648</b>
Κατανάλωση πόσιμου νερού (m3)	<b>81.912</b>	<b>76.919</b>	<b>60.505</b>
Ποσότητα χαρτιού που ανακυκλώθηκε (tn)	<b>478</b>	<b>517</b>	<b>485</b>
Ποσοστό ανακύκλωσης αναλωσίμων εκτυπωτών (%)		<b>81</b>	<b>110</b>
Ποσοστό χρεωστικών και πιστωτικών καρτών για τις οποίες αποστέλλεται ηλεκτρονικός μηνιαίος λογαριασμός (e-statements) (%)	<b>32</b>	<b>88</b>	<b>90</b>
Νέες χρηματοδοτήσεις για έργα ανανεώσιμων πηγών ενέργειας κατά τη διάρκεια του έτους (εκατ. Ευρώ) <sup>1</sup>	-	-	<b>179</b>
ISO 14001 (Σύστημα Περιβαλλοντικής Διαχείρισης)	-		

Πηγή: Alpha bank, 2021.

**Πίνακας 9. Οι δείκτες για την Κοινωνία για την Alpha bank την περίοδο 2018- 2019.**

<b>Κοινωνία</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Αριθμός Εργαζομένων	<b>7.793</b>	<b>6.969</b>	<b>6.323</b>
Ποσοστό Εργαζομένων που καλύπτεται από Συλλογικές Συμβάσεις Εργασίας (%)	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Γυναίκες Εργαζόμενες	<b>4.289</b>	<b>3.846</b>	<b>3.489</b>
Γυναίκες Εργαζόμενες σε διευθυντικές θέσεις	<b>289</b>	<b>261</b>	<b>226</b>
Εργαζόμενοι με αναπηρία (ΑμεΑ)	<b>142</b>	<b>122</b>	<b>108</b>
Μισθολογική διαφορά μεταξύ των δύο φύλων (% υπέρ των ανδρών) <sup>2</sup>	-	<b>16</b>	<b>14</b>
Αναλογία αμοιβής Διευθύνοντος Συμβούλου-Εργαζομένων	-	<b>12,72:1</b>	<b>10,83:1</b>
Δείκτης κινητικότητας Εργαζομένων (%)	<b>8,8</b>	<b>13</b>	<b>11,9</b>
Συνολικός αριθμός προσλήψεων Εργαζομένων	<b>138</b>	<b>84</b>	<b>105</b>
Άνδρες	<b>83</b>	<b>50</b>	<b>53</b>
Γυναίκες	<b>55</b>	<b>34</b>	<b>52</b>
Συνολικός αριθμός αποχωρήσεων Εργαζομένων	<b>686</b>	<b>908<sup>3</sup></b>	<b>751<sup>4</sup></b>
Άνδρες	<b>405</b>	<b>431</b>	<b>342</b>
Γυναίκες	<b>281</b>	<b>477</b>	<b>409</b>
Ανθρωποώρες εκπαίδευσης	<b>142.644</b>	<b>134.607</b>	<b>53.777</b>
Εκπαίδευση Εργαζομένων (ώρες εκπαίδευσης ανά Εργαζόμενο)	<b>18,3</b>	<b>19,5</b>	<b>8,5</b>
Άνδρες	<b>17,7</b>	<b>20,4</b>	<b>9,0</b>
Γυναίκες	<b>18,8</b>	<b>19,3</b>	<b>8,5</b>
Δαπάνες κατάρτισης Εργαζομένων (εκατ. Ευρώ)	-	-	<b>1,1</b>
Αριθμός τραυματισμών	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Αριθμός θανάτων	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Ποσοστό Καταστημάτων που είναι προσβάσιμα σε ΑμΕΑ (%)	57	60	65
Ποσοστό εγχρήματων συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν μέσω ψηφιακών δικτύων κατά τη διάρκεια του έτους (%)	85	88	92
Συνολικός αριθμός τεκμηριωμένων παραπόνων που αφορούν σε παραβιάσεις της ιδιωτικότητας των Πελατών και σε απώλειες δεδομένων Πελατών	2	2	1
Περιστατικά μη συμμόρφωσης με νόμους και κανονισμούς για κοινωνικοοικονομικά θέματα	0	0	0
Πρόστιμα που επιβλήθηκαν λόγω μη συμμόρφωσης με το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο κατά την προώθηση και την παροχή προϊόντων / υπηρεσιών	0	0	0
Κοινωνικές επενδύσεις (εκατ. Ευρώ)	2,4	2,4	2,7
Δείκτης Ικανοποίησης Πελατών Alpha Bank (t-NPS, %)	-	-	55

Πηγή: Alpha bank, 2021.

**Πίνακας 10. Οι δείκτες για την Εταιρική Διακυβέρνηση για την Alpha bank την περίοδο 2018- 2019.**

Εταιρική Διακυβέρνηση	2018	2019	2020
Κώδικας Δεοντολογίας	✓	✓	✓
Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης	✓	✓	✓
Πολιτική Προστασίας Δεδομένων Προσωπικού Χαρακτήρα	✓	✓	✓
Πολιτική και Διαδικασίες Αναφορών	✓	✓	✓
Πολιτική Εταιρικής Υπευθυνότητας	✓	✓	✓
Πολιτική Περιβαλλοντικής Διαχείρισης Ομίλου	✓	✓	✓

Πολιτική για την Πρόληψη και Καταστολή της Νομιμοποίησης Εσόδων από Εγκληματικές Δραστηριότητες και της Χρηματοδότησης της Τρομοκρατίας	✓	✓	✓
Πολιτική Αποδοχών για την Alpha Bank και τις άλλες Εταιρίες του Ομίλου	-	✓	✓
Αριθμός Μελών Διοικητικού Συμβουλίου	15	13	13
Ποσοστό γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο (%)	8,3	8,3	15,4
Ποσοστό ανεξάρτητων Μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (%)	38	38	54
Ποσοστό Μη εκτελεστικών ανεξάρτητων Μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (%)	46,7	46,2	61,5
Περιστατικά παραβίασης επιχειρηματικής δεοντολογίας	0	0	0
Καταδικαστικές αποφάσεις εις βάρος της Ανώτατης Διοίκησης για οποιοδήποτε αδίκημα διαφθοράς	0	0	0
Καταδικαστικές αποφάσεις σε βάρος της Ανώτατης Διοίκησης για οποιοδήποτε περιστατικό καταπάτησης των ανθρωπίνων δικαιωμάτων κατά τη διάρκεια του έτους	0	0	0
Εποπτεία βιώσιμης ανάπτυξης σε επίπεδο επιτροπής Διοικητικού Συμβουλίου	✓	✓	✓
Εξωτερική διασφάλιση δημοσιευμένων μη-χρηματοοικονομικών πληροφοριών (βλ. ετήσιους Απολογισμούς Εταιρικής Υπευθυνότητας / Βιώσιμης Ανάπτυξης)	✓	✓	✓

Πηγή: Alpha bank, 2021.

#### 4.5. Οι ESG παράγοντες στην τράπεζα Πειραιώς.

Η τράπεζα Πειραιώς παρέχει σε σχέση με τις υπόλοιπες τράπεζες την μικρότερη πληροφόρηση σχετικά με τους διεθνείς δείκτες ESG, όπως φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί.

**Πίνακας 11. Βαθμολογία της τράπεζας Πειραιώς με βάση διεθνείς δείκτες ESG**

Βαθμολογίες ESG	2018	2019
MSCI ESG Rating (κλίμακα αξιολόγησης CCC-AAA)	BBB	BBB
FTSE4Good Emerging Index	3,6/5	4,1/5
ISS ESG Quality Score (βαθμολογία 1-10, 1 υποδεικνύει χαμηλότερο κίνδυνο και καλύτερη διαφάνεια)	Π: 1 Κ: 1 Δ: 6	Π: 1 Κ: 1 Δ: 4
Vigeo Eiris Best Emerging Market Performers	-	60/100
Climate Change CDP	B	B

Πηγή: Τράπεζα Πειραιώς, 2021.

#### 4.6 Η μελέτη της επίδρασης των ESG παραγόντων στην απόδοση των τραπεζών

Σε αυτήν την ενότητα παρουσιάζεται η περιγραφική και η επαγωγική στατιστική για έξι διαφορετικές μεταβλητές (Share Prices, EBIT, ESG Score, Environment Pillar Score, Governance Pillar Score, Social Pillar Score) και για 100 διαφορετικές εταιρείες- τράπεζες. Τα δεδομένα αφορούν τα έτη 2015 έως και το 2020. Επιπλέον, πρέπει να τονιστεί ότι για τιμές των μετοχών υπολογίστηκε ο μέσος όρος των ημερήσιων τιμών για κάθε έτος. Συνολικά οι δυνητικά διαθέσιμες παρατηρήσεις ήταν 600 στο πλήθος. Πρακτικά ο μέγιστος αριθμός παρατηρήσεων ήταν 598 και ο μικρότερος αριθμός ήταν 563 παρατηρήσεις. Η ανάλυση πραγματοποιήθηκε με την χρήση του στατιστικού προγράμματος SPSS22.0. Στο τέλος της εργασίας υπάρχει ο αναλυτικός πίνακας με τα στοιχεία των 100 τραπεζών που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα.

Πίνακας 1. Περιγραφικά στατιστικά

	N	Ελάχιστη	Μέγιστη	M	TA
Share Prices	598	,32	54950,00	1203,61	6269,302
EBIT	565	-65580108,00	51247344000,00	1314781588,91	6244492223,35
ESG Score	563	11,48	94,32	65,14	17,05
Environment Pillar Score	559	,92	97,53	63,92	26,26
Governance Pillar Score	563	10,37	99,38	65,53	20,21
Social Pillar Score	563	10,96	97,58	66,82	19,28

Σύμφωνα με τον πίνακα 1 παρατηρείται ότι η μέση τιμή για τις μετοχές είναι ίση με 1203,61 (TA = 6269,30). Η μικρότερη τιμή είναι ίση με 0,32 και η μεγαλύτερη είναι ίση με 54950. Ακόμα, η μέση τιμή των κερδών είναι ίση με 1.314.781.588,91 (TA = 624.492.223,35). Η χαμηλότερη τιμή είναι ίση με -65.580.108,00 και η μεγαλύτερη είναι ίση με 51.247.344.000,00. Επιπλέον, η μέση τιμή του ESG είναι ίση με 65,14 (TA = 17,05). Η μεγαλύτερη τιμή είναι ίση με 94,32 και η μικρότερη είναι ίση με 11,48. Ανάλογα αποτελέσματα παρατηρούνται για το περιβαλλοντικό σκορ (M = 63,92, TA = 26,26), το διοικητικό σκορ (M = 65,53, TA = 20,21) και το κοινωνικό σκορ (M = 66,82, TA = 19,28).

Πίνακας 2. Έλεγχος κανονικότητας των δεδομένων

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	p	Statistic	df	p
Share Prices	,425	531	,000	,194	531	,000
EBIT	,450	531	,000	,221	531	,000
ESG Score	,083	531	,000	,965	531	,000
Environment Pillar Score	,133	531	,000	,903	531	,000
Governance Pillar Score	,088	531	,000	,948	531	,000
Social Pillar Score	,069	531	,000	,963	531	,000

Στον πίνακα 2 παρουσιάζεται ο έλεγχος κανονικότητας των δεδομένων με την χρήση των στατιστικών ελέγχων Kolmogorov Smirnov & Shapiro Wilk. Με βάση και τους δύο ελέγχους προκύπτει ότι για καμία μεταβλητή τα δεδομένα δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή ( $p < .01$ ). Αυτό σημαίνει ότι για την ανάλυση συσχέτισης θα χρησιμοποιηθεί ο μη παραμετρικός έλεγχος Spearman's rho.

Πίνακας 3. Συσχετίσεις

	Share Prices	EBIT	ESG Score	Environment Pillar Score	Governance Pillar Score	Social Pillar Score
Share Prices	1,000	,304**	,183**	,086*	,157**	,188**
EBIT	,304**	1,000	-,135**	-,141**	,002	-,190**
ESG Score	,183**	-,135**	1,000	,743**	,699**	,900**
Environment Pillar Score	,086*	-,141**	,743**	1,000	,270**	,733**
Governance Pillar Score	,157**	,002	,699**	,270**	1,000	,372**
Social Pillar Score	,188**	-,190**	,900**	,733**	,372**	1,000

Στον πίνακα 3 παρατηρείται με την χρήση του στατιστικού ελέγχου Spearman's rho ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των τιμών των μετοχών με τα κέρδη ( $r = .304$ ,  $p < .01$ , χαμηλής έντασης), με το ESG σκορ ( $r = .183$ ,  $p < .01$ , ισχνής έντασης), με το περιβαλλοντικό σκορ ( $r = .086$ ,  $p < .05$ , ισχνής έντασης), με το διοικητικό σκορ ( $r = .157$ ,  $p < .01$ , ισχνής

έντασης) και με το κοινωνικό σκορ ( $r = .188$ ,  $p < .01$ , ισχνής έντασης). Ακόμα, παρατηρείται στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση ισχνής έντασης μεταξύ των κερδών με το ESG σκορ ( $r = -.135$ ,  $p < .01$ ), με το περιβαλλοντικό σκορ ( $r = -.141$ ,  $p < .05$ , ισχνής έντασης) και με το κοινωνικό σκορ ( $r = -.190$ ,  $p < .01$ ).

*Πίνακας 4. Πολλαπλή Γραμμική Παλινδρόμηση*

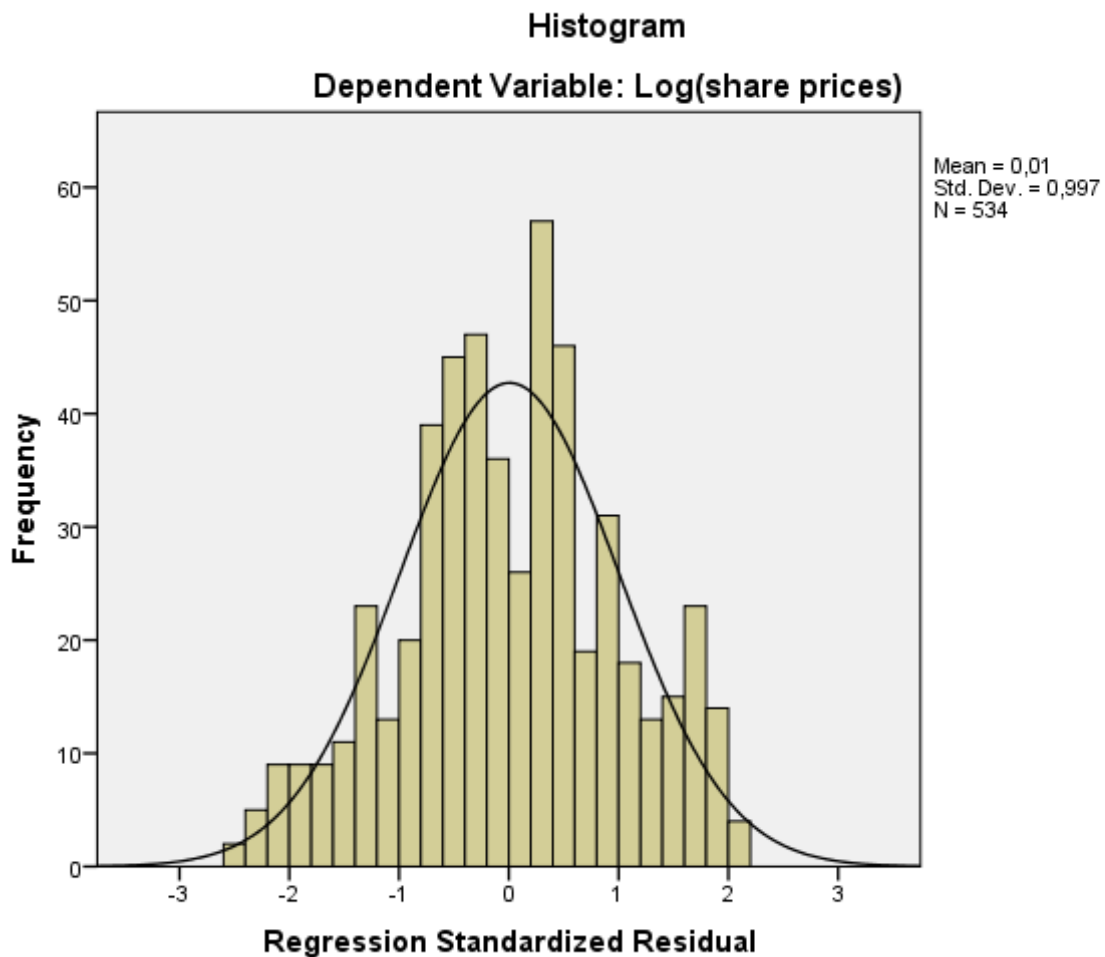
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1 (Constant)	-7,132	,407		-	,000		
ESG Score	-,018	,022	-,336	-,815	,416	,006	173,399
Environment Pillar Score	,001	,003	,021	,223	,823	,110	9,064
Governance Pillar Score	,009	,008	,204	1,095	,274	,028	35,331
Social Pillar Score	,019	,012	,392	1,592	,112	,016	61,827
Log(EBIT)	,999	,048	,666	20,837	,000	,960	1,042
2 (Constant)	-7,123	,405		-	,000		
ESG Score	-,014	,011	-,255	-1,293	,197	,025	39,778
Governance Pillar Score	,007	,004	,168	1,798	,073	,112	8,899
Social Pillar Score	,017	,007	,348	2,350	,019	,045	22,402
Log(EBIT)	,999	,048	,666	20,862	,000	,960	1,042
3 (Constant)	-7,153	,405		-	,000		
Governance Pillar Score	,002	,002	,056	1,623	,105	,835	1,198
Social Pillar Score	,008	,002	,162	4,741	,000	,842	1,188
Log(EBIT)	1,007	,047	,672	21,219	,000	,978	1,023
4 (Constant)	-7,152	,406		-	,000		
Social Pillar Score	,009	,002	,184	5,846	,000	,997	1,003
Log(EBIT)	1,018	,047	,679	21,621	,000	,997	1,003

a. Dependent Variable: Log(share prices)

Στον πίνακα 4 παρουσιάζεται το γραμμικό μοντέλο παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τον λογάριθμο των τιμών των μετοχών και ανεξάρτητες μεταβλητές τον λογάριθμό του EBIT (για να γίνουν όλες οι τιμές θετικές

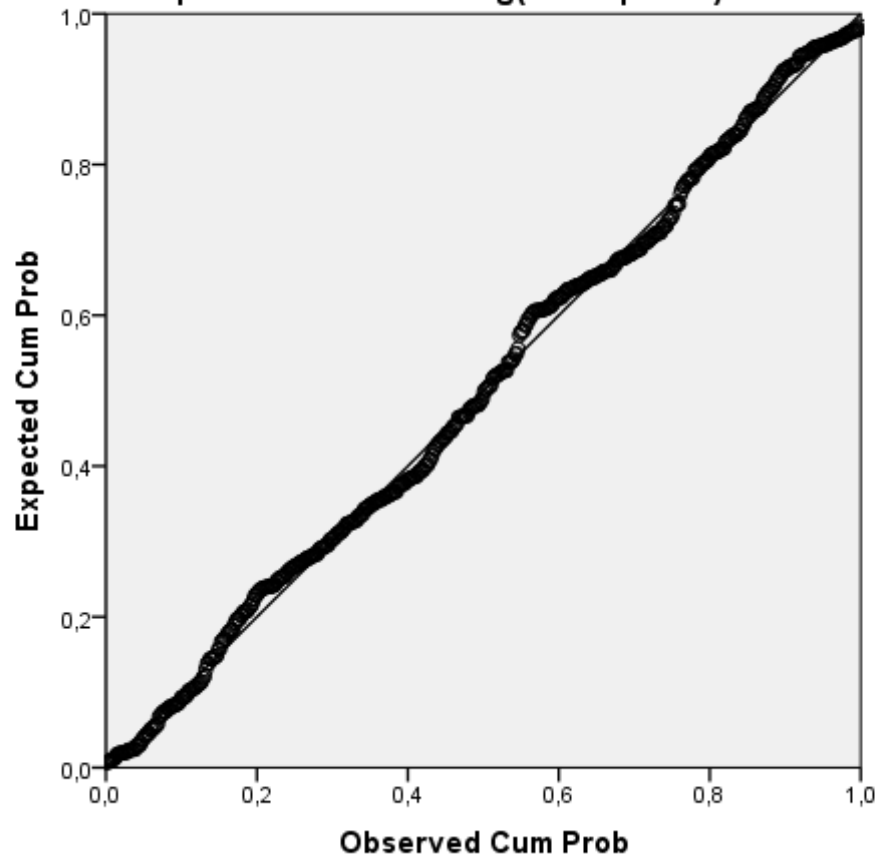


προστέθηκε η τιμή 65580109 και εξαιρέθηκε η παρατήρηση που αντιστοιχούσε στην τιμή 65580108), το συνολικό σκορ ESG, το περιβαλλοντικό σκορ (Environment Pillar Score), το διοικητικό σκορ (Governance Pillar Score) και το κοινωνικό σκορ (Social Pillar Score). Για την εύρεση του βέλτιστου μοντέλου χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος backward. Το τελικό μοντέλο ήταν στατιστικά σημαντικό,  $F(2, 527) = 244.653$ ,  $p = .000$ ,  $R \text{ square} = .481$ . Στατιστικά σημαντικές μεταβλητές ήταν το κοινωνικό σκορ ( $b = .009$ ,  $p < .01$ ) και λογάριθμος των κερδών ( $b = 1.018$ ,  $p < .01$ ). Για μια μονάδα αύξησης του κοινωνικού σκορ αυξάνεται η τιμή της μετοχής κατά 0,009% και για 1% αύξησης των κερδών αυξάνεται η τιμή της μετοχής κατά 1,018%. Το μοντέλο δεν είχε πρόβλημα πολυσυγραμμικότητας ( $VIF < 10$ ), ετεροσκεδαστικότητας (Γράφημα 3) και τα δεδομένα ακολουθούσαν την κανονική κατανομή (Γράφημα 1 & 2).

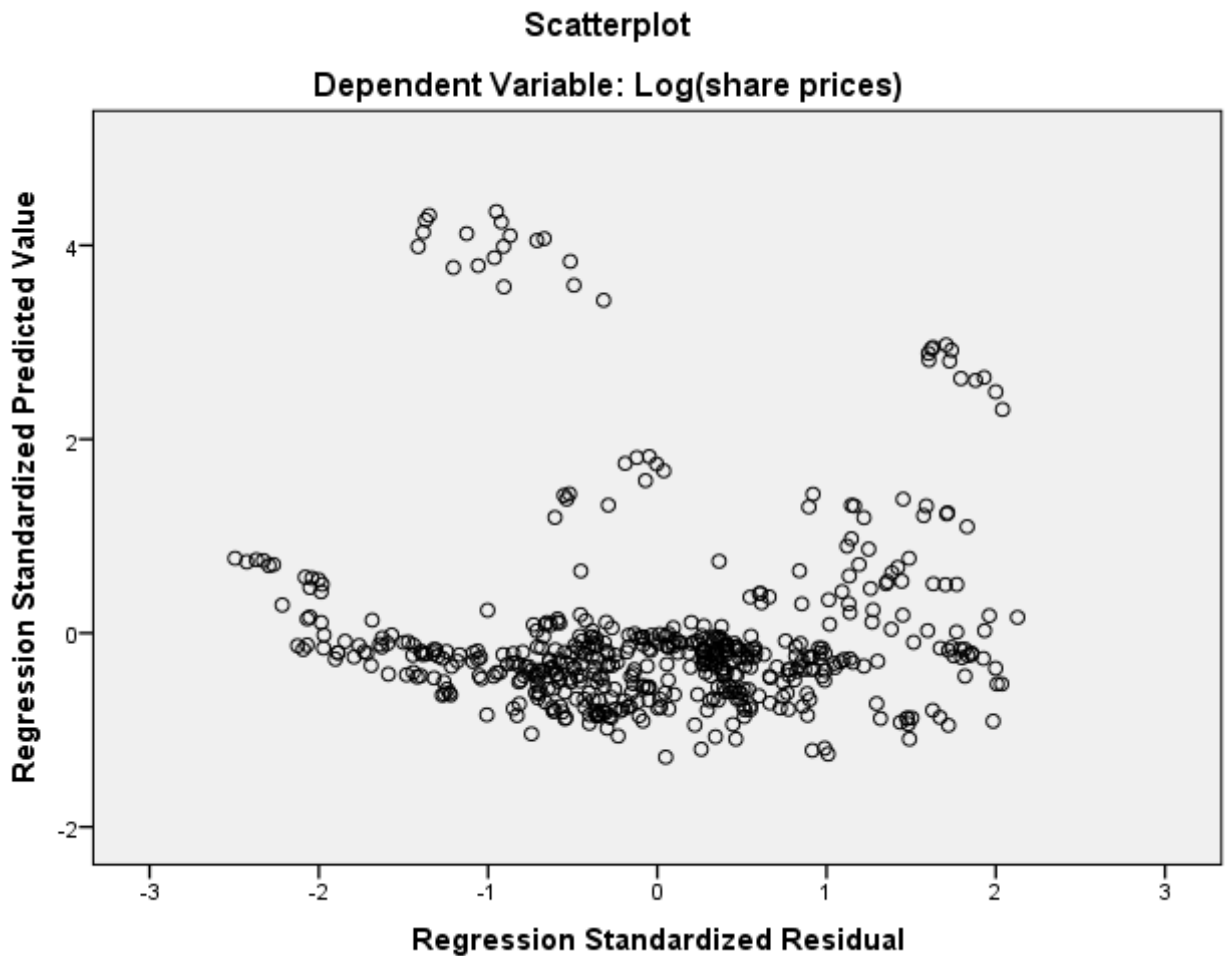


*Γράφημα 1. Ιστόγραμμα κανονικοποιημένων καταλοίπων*

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual  
Dependent Variable: Log(share prices)



Γράφημα 2. P – P plot ελέγχου της κανονικότητας των καταλοίπων



*Γράφημα 3. Scatterplot μεταξύ των κανονικοποιημένων καταλοίπων και των κανονικοποιημένων εκτιμώνων*

### **Συμπεράσματα έρευνας**

Από την ανάλυση που πραγματοποιήθηκε βρέθηκε το σκορ του ESG να κυμαίνεται σε μέτριο επίπεδο. Παρόμοια κατάσταση παρατηρήθηκε για το περιβαλλοντικό σκορ, το διοικητικό σκορ και το κοινωνικό σκορ.

Ακόμα, παρατηρήθηκε ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των τιμών των μετοχών με τα κέρδη, με το ESG σκορ, με το περιβαλλοντικό σκορ, με το διοικητικό σκορ και με το κοινωνικό σκορ. Φαίνεται ότι την κυριότερη επίδραση στις τιμές των μετοχών την έχουν τα κέρδη των εταιρειών ενώ το ESG και οι παράγοντες που το αποτελούν έχουν πολύ μικρή επίδραση. Παρόλα αυτά και οι τέσσερις μεταβλητές έχουν θετική επίδραση που σημαίνει ότι όταν αυξάνονται είτε τα κέρδη ή το ESG σκορ ή κάποιος από τους παράγοντες που το αποτελούν τότε αυξάνονται οι τιμές των μετοχών. Από την πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση προέκυψε ότι δύο από τις τέσσερις μεταβλητές έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στις τιμές των μετοχών, το κοινωνικό σκορ και ο λογάριθμος των κερδών. Πιο συγκεκριμένα βρέθηκε ότι για μια μονάδα αύξησης του κοινωνικού σκορ αυξάνεται η τιμή της μετοχής κατά 0,009% και για 1% αύξησης των κερδών αυξάνεται η τιμή της μετοχής κατά 1,018%.

## Παράρτημα

**Model Summary<sup>e</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,697 <sup>a</sup>	,486	,481	,64581	
2	,697 <sup>b</sup>	,486	,482	,64523	
3	,696 <sup>c</sup>	,484	,481	,64564	
4	,694 <sup>d</sup>	,481	,479	,64664	,103

a. Predictors: (Constant), Log(EBIT), ESG Score, Governance Pillar Score, Environment Pillar Score, Social Pillar Score

b. Predictors: (Constant), Log(EBIT), ESG Score, Governance Pillar Score, Social Pillar Score

c. Predictors: (Constant), Log(EBIT), Governance Pillar Score, Social Pillar Score

d. Predictors: (Constant), Log(EBIT), Social Pillar Score

e. Dependent Variable: Log(share prices)

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	206,416	5	41,283	98,982	,000 <sup>b</sup>
	Residual	218,548	524	,417		
	Total	424,963	529			
2	Regression	206,395	4	51,599	123,940	,000 <sup>c</sup>
	Residual	218,569	525	,416		
	Total	424,963	529			
3	Regression	205,699	3	68,566	164,486	,000 <sup>d</sup>
	Residual	219,264	526	,417		
	Total	424,963	529			
4	Regression	204,601	2	102,300	244,653	,000 <sup>e</sup>
	Residual	220,363	527	,418		
	Total	424,963	529			

a. Dependent Variable: Log(share prices)

b. Predictors: (Constant), Log(EBIT), ESG Score, Governance Pillar Score, Environment Pillar Score, Social Pillar Score

c. Predictors: (Constant), Log(EBIT), ESG Score, Governance Pillar Score, Social Pillar Score

d. Predictors: (Constant), Log(EBIT), Governance Pillar Score, Social Pillar Score

e. Predictors: (Constant), Log(EBIT), Social Pillar Score

## Συμπεράσματα

Οι περιβαλλοντικοί και κοινωνικοί παράγοντες και οι παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης ( Environmental, social, and governance factors, ESG) έχουν αποτελέσει τα τελευταία χρόνια ένα σημαντικό μέρος των παγκόσμιων επενδυτικών αποφάσεων. Η επένδυση με βάση τα ESG κριτήρια περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα μέτρων και λαμβάνει όλο και πιο ευρεία προσοχή και αναγνώριση από τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής, τους επενδυτές και το κοινό για την προώθηση βιώσιμων πρακτικών εργασίας και επιχειρηματικής δράσης.

Ειδικά για τον τραπεζικό τομέα, η εφαρμογή των παραγόντων ESG, τόσο αναφορικά με τις επενδύσεις των τραπεζών, όσο και με την εφαρμογή τους από αυτές κατά την λειτουργία τους, αποτελούν ένα σχετικά πρόσφατο θέμα. Πολλά έχουν γίνει τα τελευταία χρόνια στον τομέα αυτό, με τα τραπεζικά ιδρύματα να προσπαθούν να συντονιστούν με τις διεθνείς εξελίξεις και να προσπαθούν να εντάξουν τους παράγοντες ESG στην καθημερινή τους λειτουργία, μέσα από την συμμετοχή τους σε παγκόσμιους δείκτες παρακολούθησης των επιδόσεων τους.

Το θέμα της συσχέτισης της πιστής εφαρμογής κανόνων ESG με την απόδοση των εταιριών που τους ακολουθούν και ειδικά των τραπεζικών ιδρυμάτων έχει απασχολήσει σε σημαντικό βαθμό την σχετική βιβλιογραφία, χωρίς, ωστόσο να είναι εφικτή μια σαφής καταφατική ή αρνητική σχέση. Σε κάθε περίπτωση, η επιχειρηματική αποδοτικότητα είναι ένα φαινόμενο με πολλαπλές επιδράσεις και δεν είναι εύκολη η εμπειρική διαπίστωση της επίδρασης της εφαρμογής ενός πλαισίου κανόνων πάνω σε αυτήν.

Επιπλέον, ως προς το τελευταίο θα πρέπει να σημειωθεί ότι μέχρι πρόσφατα (για παράδειγμα το 2018) οι παράγοντες αυτοί δεν εφαρμόζονταν συστηματικά και δεν παρέχονταν η περίφημη αποκάλυψη αυτών των πληροφοριών από τις εκθέσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων, καθώς θεωρείται ακόμη πρόωρη η θεσμοθέτηση συγκεκριμένων κανονιστικών απαιτήσεων, όπως συμβαίνει για παράδειγμα για την χρηματοοικονομική πληροφόρηση των επενδυτών. Όλες οι τράπεζες από αυτές που μελετήθηκαν δημοσιεύουν εκθέσεις βιωσιμότητας, χωρίς ωστόσο η ουσία της πληροφόρησης που περιέχεται σε αυτές να είναι ίδια και σταθερή.

Επιπλέον, ως προς την ουσία της βαθμολόγησης των τραπεζών στα θέματα που αφορούν τους παράγοντες ESG και με βάση και την εν λόγω έρευνα θα πρέπει να αναφερθεί ότι παρατηρήθηκε πως υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των τιμών των μετοχών με τα κέρδη, με το ESG σκορ, με το περιβαλλοντικό σκορ, με το διοικητικό σκορ και με το κοινωνικό σκορ. Φαίνεται ότι την κυριότερη επίδραση στις τιμές των μετοχών

την έχουν τα κέρδη των εταιρειών ενώ το ESG και οι παράγοντες που το αποτελούν έχουν πολύ μικρή επίδραση

Εν κατακλείδι, οι παράγοντες ESG φαίνεται ότι τα επόμενα χρόνια αναμένεται να παίξουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο και να καθορίσουν σε μεγάλο βαθμό τον τρόπο λειτουργίας των παραδοσιακών τραπεζικών ιδρυμάτων.



## Βιβλιογραφία

Akdogan, N., Selimoglu, K., Turkcan, M. (2020). Sustainability accounting and corporate social responsibility in Turkey and in its region. *Journal of Accounting and Management Information Systems*. 19(1): 5-32.

Albuquerque, R., Koskinen, C., Zhang, G. (2018). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*. 5(10):4451-4469.

Ali, W., Frynas, J., Mahmood, Z. (2017). Determinants of corporate social responsibility (CSR) disclosure in developed and developing countries: A literature review. *Corp. Soc. Responsib. Environ. Manag.* 24:273–294.

Amiraslani, H., Lins, H. Servaes, A., Tamayo, A. (2017). A matter of trust? The bond market benefits of corporate social capital during the financial crisis. Available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3042634](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3042634). [15/6/2021].

Auer, B., Schuhmacher, B. (2016). Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 59:51-62.

Bannier, C., Bofinger, Y., Rock, B. (2019). Doing safe by doing good : ESG investing and corporate social responsibility in the U.S. and Europe. Available at: <https://www.econstor.eu/handle/10419/200161>. [9/5/2021].

Barko, T., Cremers, L., Renneboog, L. (2018). Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance. Available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2977219](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2977219). [2/6/2021].

Beccalli, E., Anolli, M. Borello, G. (2015). Are European banks too big? Evidence on economies of scale. *Journal of Banking and Finance*. 58: 232-246.

Benabou, R., Tirole, L. (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*. 77. (305):1–19.

Boffo, R., Patalano, R. (2020). ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. Available at: [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf). [4/5/2021].

Bolton, P., Kacperczyk, M. (2019). Do investors care about carbon risk? Available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3398441](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3398441). [5/6/2021].



Borghesi, R., Houston, A., Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*. 26:164–181.

Brammer, S., Brooks, C., Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financ. Manag.* 35:97–116.

Brammer, S., Millington, A. (2010). The Development of Corporate Charitable Contributions in the UK: A Stakeholder Analysis. *J. Manag. Stud.* 41:1411–1434.

Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*. 30(1): 98-115.

Buallay, A. (2019). Sustainability reporting and firm's performance: Comparative study between manufacturing and banking sectors. *International Journal of Productivity and Performance Management*. 69(3):431-445.

Buallay, A., Fadel, M., Alajmi, J., Saudagaran, S. (2020). Sustainability reporting and bank performance after financial crisis. Available at: [https://digitalcommons.tacoma.uw.edu/business\\_pub/128/](https://digitalcommons.tacoma.uw.edu/business_pub/128/). [6/6/2021].

Buchanan, B., Cao, C., Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*. 52:73 – 95.

Cek, K., Eyupoglu, S. (2020). Does environmental, social and governance performance influence economic performance? *J. Bus. Econ. Manag.* 21:1165–1184.

Chang, H., Chen, S., Chen, S., Peng, D. (2019). Commitment to build trust by socially responsible firms: Evidence from cash holdings. *Journal of Corporate Finance*. 56:364 – 387.

Chollet, P., Sandwidi, W. (2018). CSR engagement and financial risk: A virtuous circle? International evidence. *Global Finance Journal*. 38: 65-81.

Cornett, M., Erhemjamts, O., Tehranian, H. (2016). Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis. *Journal of Banking and Finance*. 70:137 – 159.

Crifo, P., Forget, V., Teyssier, S. (2015). The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors. *J. Corp. Financ.* 30:168–194.

De Klerk, M., de Villiers, C., van Staden, C. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices: Evidence from the United Kingdom. *Pac. Account. Rev.* 27:208–228.

Deng, X., Kang, J., Low, B. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics.* 110 (1): 87–109.

Desclée, A., Dynkin, L., Hyman, J., Polbennikov, S. (2016). *Sustainable Investing and Bond Returns; Research Study into the Impact of ESG on Credit Portfolio Performance*. London: Barclays.

Dhaliwal, D., Radhakrishnan, S., Tsang, A., Yang, Y. (2012). Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *Account. Rev.* 87:723–759.

Di Giuli, A., Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics.* 111 (1):158– 180.

Dimson, E., Karaka, O., Li, X. (2015). Active ownership. *The Review of Financial Studies.* 28 (12):3225–3268.

Duque-Grisales, E., Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *J. Bus. Ethics.* 168(4): 55-67.

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

Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics.* 101 (3):621–640.

Ehrenhard, L., Fiorito, L. (2018). Corporate values of the 25 largest European banks: Exploring the ambiguous link with corporate scandals. *Journal of Public Affairs.* 18(1):17-25.

- Escrig-Olmedo, E., Munoz-Torres, M., Fernandez-Izquierdo, M. (2013). Sustainable development and the financial system: Society's perceptions about socially responsible investing. *Bus. Strategy Environ.* 22:410–428.
- Esteban-Sanchez, P., de la Cuesta-Gonzalez, M. Paredes-Gazquez, J. (2017). Corporate social performance and its relation with corporate financial performance: International evidence in the banking industry. *Journal of Cleaner Production.* 162: 1102-1110.
- Ferrell, A., Liang, H., Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics.* 122 (3):585–606.
- Filbeck, G., Holzhauser, H.M. and Zhao, X. (2014). Using Social Responsibility Ratings to Outperform the Market: Evidence from Long-Only and Active-Extension Investment Strategies. *The Journal of Investing.* 23(1):79-96.
- Flammer, C. (2015). Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science.* 61 (11):2549–2568.
- Friede, G., Busch, T. and Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment.* 5(4):210-233.
- Friedman, M. (2007). The social responsibility of business is to increase its profits. In: W., Zimmerli, C., Holzinger, M., Richter, (Eds.). *Corporate Ethics and Corporate Governance Berlin.* Springer. pp. 173–178.
- Gao, L., Zhang, J. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance.* 32:108 – 127.
- Gibson, R., Krueger, Schmidt, P.(2019). ESG Rating Disagreement and Stock Returns. Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-67.
- Gillan, S., Hartzell, A., Koch, L., Starks, K. (2010). Firms' environmental, social and governance ESG choices, performance and managerial motivation. Available at: <http://www.pitt.edu/~awkoch/ESG%20Nov%202010.pdf>. [7/6/2021].
- Grove, H., Patelli, L., Victoravich, L., Xu, P (2011). Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: Evidence from US commercial banks. *Corporate Governance: An International Review.* 19(5): 418-436.
- Halbritter, G., Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility—where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics.* 26:25-35.

Hillman, A., Keim, D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strateg. Manag. J.* 22:125–139.

Hong, H. Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics.* 93(1):15–36.

Hong, H., Kubik, J., Scheinkman, A. (2012). Financial constraints on corporate goodness. Available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1734164](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1734164). [9/6/2021].

Hsu, H., Liang, H., Matos, P. (2018). Leviathan inc. and corporate environmental engagement. Available at: [https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=6227&context=lkcsb\\_research](https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=6227&context=lkcsb_research). [8/6/2021].

Humphrey, E., Lee, D., Shen, Y. (2012). Does it cost to be sustainable? *Journal of Corporate Finance.* 18 (3):626–639.

Husted, B., de Sousa-Filho, M. (2017). The impact of sustainability governance, country stakeholder orientation, and country risk on environmental, social, and governance performance. *J. Clean. Prod.* 155:93–102.

IOSCO (2020), Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO. Available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD652.pdf>. [8/5/2021].

Jo, H., Kim, H., Park, K. (2015). Corporate environmental responsibility and firm performance in the financial services sector. *Journal of Business Ethics.* 131(2): 257-284.

Johansen, R. Plenborg, T. (2013). Prioritising disclosures in the annual report. *Accounting and Business Research.* 43(6): 605-635.

Khan, M., Serafeim, A., Yoon, F. (2015). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2575912>. [4/5/2021].

Kim, Y., Li, H., Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *J. Bank. Financ.* 43:1–13.

Korwatanasakul, U., Majoe, A. (2019). ESG Investment: Towards Sustainable Development in ASEAN and Japan. Tokyo: ASEAN– Japan Centre.

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

Kumar, N., Smith, C., Badis, L., Wang, N., Ambrosy, P., Tavares, R. (2016). ESG factors and risk-adjusted performance: A new quantitative model. *J. Sustain. Financ. Invest.* 6:292–300.

Lee, J. (2018). Improving the Efficiency of Environment, Social, and Governance Investments. *Development Asia*. <https://development.asia/insight/improving-efficiency-environment-social-and-governance-investments>. [2/5/2021].

Lins, V., Servaes, A., Tamayo, A. (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.

Lokuwaduge, S., Heenetigala, K. (2017). Integrating environmental, social and governance (ESG) disclosure for a sustainable development: An Australian study. *Bus. Strategy Environ.* 26:438–450.

Lundstrom, E., Svensson, C. (2014). Including ESG Concerns in the Portfolio Selection Process. Available at: <http://kth.diva-portal.org/smash/get/diva2:725585/FULLTEXT01>. [8/6/2021].

Masulis, W., Reza, S. (2014). Agency problems of corporate philanthropy. *The Review of Financial Studies*. 28(2):592–636.

Miralles-Quirós, M., Miralles-Quiros, J., Hernández, J. (2019). ESG performance and shareholder value creation in the banking industry: International differences. *Sustainability*. 11(5):1404-1410.

Neitzert, F., Petras, M. (2019). Corporate Social Responsibility and Bank Risk. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3456754>. [10/6/2021].

Nemoto, N., Morgan, P. (2020). Environmental, social, and governance investment. Opportunities and Risks for Asia. Available at: <https://www.adb.org/publications/environmental-social-governance-investment-opportunities-risks-asia>. [1/5/2021].

Nizam, E., Ng, A., Dewandaru, G., Nagayev, R., Nkoba, A. (2019). The impact of social and environmental sustainability on financial performance: A global analysis of the banking sector. *Journal of Multinational Financial Management*. 49: 35-53.

Ofori, F., Nyuur, B., Darko, D. (2014). Corporate social responsibility and financial performance: Fact or fiction? A look at Ghanaian banks. *Acta Commercii*. 14(1): 1-11.

Oikonomou, I., Brooks, C., Pavelin, S. (2014). The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt. *Financ. Rev.* 49:49–75.

Okpa, I., John, A., Nkwo, J., Okarima, N. (2019). Implications of Environmental, Social and Governance Dimensions of CSR Practice on Firms' Profitability, Value and Cash flows in the UK. *J. Bus. Manag.* 21:1–10.

Pinto, I., Ng, W. (2018). Earnings and capital management in European banks – Combining a multivariate regression with a qualitative comparative analysis. *Journal of Business Research.* 89: 258-264.

Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R. Mohammad, S. (2018). The impact of corporate social responsibility disclosure on financial performance: Evidence from the GCC Islamic banking sector. *Journal of Business Ethics.* 151(2): 451-471.

Sassen, R., Hinze, A., Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *J. Bus. Econ.* 86:867–904.

Serafeim, G. (2018). Public Sentiment and the Price of Corporate Sustainability. *Financial Analysts Journal.* 76 (2): 26-46.

Servaes, H., Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science.* 59 (5):1045–1061.

Shakil, H., Mahmood, N., Tasnia, M., Munim, H. (2019). Do environmental, social and governance performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks. *Management of Environmental Quality: An International Journal.* 30(6): 1331-1344.

Sharfman, M., Fernando, C. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strateg. Manag. J.* 29:569–592.

Shen, H., Wu, W., Chen, H., Fang, H. (2016). To engage or not to engage in corporate social responsibility: Empirical evidence from global banking sector. *Economic Modelling.* 55: 207-225.

Statman, M., Glushkov, D. (2009). The wages of social responsibility. *Financial Analysts Journal.* 65 (4):33–46.

Szegedi, K., Khan, Y., Lentner, C. (2020). Corporate social responsibility and financial performance: Evidence from Pakistani listed banks. *Sustainability.* 12(10): 1-19.

Tang, Y., Zhang, Y. (2018). Do shareholders benefit from green bonds?  
Available at:

<https://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v61y2020ics0929119918301664.html>.  
[16/6/2021].

Tarmuji, I., Maelah, H., Tarmuji, N. (2016). The Impact of Environmental, Social, and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*. 7(3): 67–74.

Thomson Reuters/ Refinitiv. (2019). Environmental, Social, and Governance (ESG) Scores. Available at: [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf). [8/6/2021].

Torre, M., Mango, F., Cafaro, A., Leo, S. (2020). Does the ESG Index Affect Stock Return? Evidence from the Eurostoxx 50. *Sustainability*. 12:63-87.

Trpeska, M., Atanasovski, A., Bozinovska, Z. (2017). The relevance of financial information and contents of the new audit report for lending decisions of commercial banks. *Journal of Accounting and Management Information Systems*. 16(4):455-471.

Venturelli, A., Cosma, S., Leopizzi, R. (2018). Stakeholder engagement: An evaluation of european banks. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 25(4):690-703.

Weber, O. (2014). Environmental, social and governance reporting in China. *Bus. Strategy Environ*. 23:303–317.

Yusoff, H., Hazwani, K., Ghani, D. (2018). Environmental Reporting Practices of Top Public Listed Companies: Analyzing the Pre-Post CSR Framework. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*. 2(1): 50–64.

			Share Prices	EBIT	ESG Score Environment	Governance	Social F	
JP MORGAN CHASE	1	2015	64,305	35247000	77,71	79,8	79,69	80,42
	2	2016	76,16	40235000	81,39	81,22	79,62	88,22
	3	2017	96,615	43134000	82,99	62,47	80,56	90,7
	4	2018	102,28	49886000	76,45	58,18	71,62	85,26
	5	2019	118,51	54600000	81,84	81,67	80,43	82,91
	6	2020	133,235	41543000	81,67	80,95	81,92	81,7
BANK OF AMERICA	8	2015	17,36	30238000	68,49	92,73	57,49	70,6
	9	2016	19,465	33081000	69,8	93,23	53,92	76,05
	10	2017	25,81	38990000	73,84	87,74	44,7	90,96
	11	2018	27,08	48068000	75,39	86,73	55,07	86,85
	12	2019	29,93	46662000	81,15	86,52	67,72	89,33
	13	2020	32,765	24303000	81,62	82,78	69,63	89,98
INDUSTRIAL & COM	15	2015	4,725	37706000	72,87	73,16	89,94	65,16
	16	2016	4,495	378145000	71,64	75,79	83,19	67,55
	17	2017	5,305	381833000	66,96	48,85	75,38	66,1
	18	2018	5,745	399697000	66,83	52,13	80,95	60,85
	19	2019	5,585	426135000	65,38	48,92	77,96	61,03
	20	2020	5,435	420928000	61,09	48,41	70,53	57,91
CHINA CON.BANK 'H	22	2015	5,84	315395000	55,03	76,45	58,05	51,37
	23	2016	5,64	311756000	59,87	79,67	66,46	54,84
	24	2017	6,585	319513000	62,99	61,45	73,1	56,1
	25	2018	6,83	332755000	63,93	58,89	74,6	57,65
	26	2019	6,595	356019000	63,38	59,83	74,85	56,08
	27	2020	6,31	366548000	66,16	60,39	83,1	55,55
CHINA MERCHANTS	29	2015	17,29	83149000	52,78	71,71	65,33	42,93
	30	2016	17,795	93360000	50,78	74,33	43,97	54,41
	31	2017	23,31	112368000	60,76	52,63	57,92	65,18
	32	2018	27,11	130700000	61,34	55,02	62,96	62
	33	2019	31,39	142804000	55,34	55,29	46,76	61,59
	34	2020	40,765	143220000	50,59	56,15	29,32	64,41
WELLS FARGO & CO	36	2015	54,59	36297000	79,86	83,94	87,21	76,2
	37	2016	54,735	36280000	81,51	91,36	85,64	77,17
	38	2017	57,89	33292000	83,53	86,29	89,46	78,42
	39	2018	53,375	36958000	83,01	84,05	84,93	81,3
	40	2019	49,94	33864000	72,85	83,01	53,41	84,01
	41	2020	41,99	5302000	69,64	80,07	48,5	81,95
AGRICULTURAL BAN	43	2015	3,47	243750000	40,82	64,09	57,6	26,64
	44	2016	3,165	242322000	47,65	68,85	69,28	31,3
	45	2017	3,465	266490000	58,62	51,5	88,61	38,92
	46	2018	3,715	290613000	49,66	48,57	72,99	33,04
	47	2019	3,645	314070000	56,47	52,61	89,25	33,8
	48	2020	3,415	320702000	53,98	51,51	72,28	41,41
CITIGROUP	50	2015	52,93	29865000	80,16	85,07	81,79	82,31
	51	2016	55,59	26366000	81,3	87,11	85,13	82,34
	52	2017	66,92	29393000	88,46	95	84,72	89,27
	53	2018	63,235	32205000	85,33	93,41	80,91	86,2
	54	2019	65,975	32860000	85,25	92,91	83,91	83,99
	55	2020	70,775	18931000	85,63	90,79	91,23	80,06
ROYAL BANK OF CAN	57	2015	77,195	12863000	71,17	94	46,27	83,79
	58	2016	82,51	13526000	69,02	94,23	40,77	83,73
	59	2017	96,76	14942000	74,12	88,26	52,3	85,85
	60	2018	98,045	16082000	77,36	86,66	62,56	85,41
	61	2019	98,095	16279000	82,62	85,79	68,98	91,6
	62	2020	103,67	14792000	81,8	82,92	69,13	90,66
HSBC HOLDINGS	64	2015	572,4	16180469	73,51	96,02	83,22	61,1
	65	2016	596,55	9156799	79,82	96,23	95,09	65,5
	66	2017	711,7	16285732	81,55	89,79	91,32	72,06
	67	2018	706,7	19080869	84,45	88,85	88,74	80,07
	68	2019	619,4	16899522	86,13	88,7	94,66	79,19
	69	2020	485,375	7922995	80,98	85,9	91,58	71,86
UKRSIBBANK	71	2015	7					
	72	2016	7					
	73	2017	7					
	74	2018	7					
	75	2019	7					
	76	2020	7					
HSBC HOLDINGS	78	2015	67,95	191271368				
	79	2016	62,075	95552565				
	80	2017	71,1	165281787				
	81	2018	72,375	198988891				
	82	2019	62,825	169345849				
	83	2020	50,8	79422976				
TORONTO-DOMINION	85	2015	54,875	9560000	73,84	94,33	48,7	87,31
	86	2016	60,23	11041000	74,48	93,98	52,58	86,23
	87	2017	69,935	12712000	78,82	86,51	65,28	86,41
	88	2018	70,755	14110000	78,48	85,61	65,8	85,61
	89	2019	70,345	13624000	75,21	85,27	57,26	85,31
	90	2020	72,375	12493000	77,19	83,28	65,25	84,08
COMMONWEALTH I	92	2015	85,35925	17556000	78,56	91,16	94,29	64,66
	93	2016	83,97	17563000	81,52	90,97	92,7	72,17
	94	2017	81,375	18782000	81,7	86,81	92,62	72,28
	95	2018	76,365	18794000	82,39	85,01	90,96	75,41
	96	2019	76,145	17647000	85,37	83,83	90,69	81,95
	97	2020	81,005	14262000	87,18	81,69	89,92	86,79
HDFC BANK	99	2015	508,545	185579890	61,97	61,26	71,68	63,21
	100	2016	573,735	228774432	60,26	64,31	66,89	64,04
	101	2017	769,65	299490250	64,78	30,83	78,6	64,61
	102	2018	994,05	380065424	63,42	30,76	77,03	63,02
	103	2019	1173,075	468159911	68,22	57,38	74,01	67,17
	104	2020	1357,45	495016658	72,69	59,09	81,9	69,96
BANK OF CHINA 'A'	106	2015	508,545	185579890	37,48	70,55	32,78	36,05
	107	2016	573,735	228774432	45,99	70,03	36,96	51,08
	108	2017	769,65	299490250	57,38	57,24	59,74	55,7
	109	2018	994,05	380065424	55,56	58,87	60,4	51,08
	110	2019	1173,075	468159911	53,74	59,35	58,88	48,39
	111	2020	1357,45	495016658	57,35	58,46	49,52	62,71



US BANCORP	113	2015	43,81	8974000	42,78	67,14	30,32	49,52
	114	2016	47,02	9122000	51,13	74,16	32,68	63,35
	115	2017	52,475	8620000	52,49	54,14	35,44	64,39
	116	2018	49,64	10063000	51,46	54,17	34,51	62,98
	117	2019	52,495	10181000	52,32	56,24	38,77	61,02
	118	2020	52,94	7116000	52,95	54,81	41,07	61,02
SBERBANK OF RUSS	120	2015	78,08	469700000	42,78	67,14	30,32	49,52
	121	2016	137,255	811200000	51,13	74,16	32,68	63,35
	122	2017	199,225	1,051E+09	52,49	54,14	35,44	64,39
	123	2018	205,75	1,151E+09	51,46	54,17	34,51	62,98
	124	2019	220,525	1,227E+09	52,32	56,24	38,77	61,02
	125	2020	263,2	1,034E+09	52,95	54,81	41,07	61,02
MITSUBISHI UFJ FIN	127	2015	710,8	1,808E+09	73,86	87,37	90,21	59,23
	128	2016	738,65	1,703E+09	77,8	87,59	91	66,89
	129	2017	773,3	1,526E+09	82,21	81,63	89,24	77,27
	130	2018	682,15	1,674E+09	77,21	81,72	82,29	72,2
	131	2019	565,55	1,515E+09	77,47	81,61	82,23	72,81
	132	2020	524,65	1,259E+09	74,52	75,43	81,37	69,28
TRUIST FINANCIAL	134	2015	38,35	3419000	46,35	18,32	64,72	46,47
	135	2016	42,415	3994000	50,81	24,21	70,26	50,56
	136	2017	48,37	3821000	56,94	8,08	67,96	63,12
	137	2018	46,52	4854000	59,32	8,19	74,89	62,87
	138	2019	49,82	5014000	59,56	13,02	74,22	62,42
	139	2020	52,125	6410000	56,61	17,34	66,03	61,17
BNP PARIBAS	141	2015	50,745	12883000	91,5	95,89	84,64	96,38
	142	2016	56,39	13494000	91,75	93,41	85,81	97,11
	143	2017	61,4	13889000	94,25	95,57	89,13	97,58
	144	2018	50,8625	12489000	94,17	95,2	90,72	96,37
	145	2019	46,1525	14482000	94,21	94,91	90,68	96,56
	146	2020	47,9675	12235000	94,32	94,11	92,21	95,92
BK.OF NOVA SCOTIA	148	2015	61,14	9253000	83,42	89,13	67,39	94,57
	149	2016	65,365	9630000	75,61	89,22	46,49	94,31
	150	2017	77,94	10502000	73,61	83,93	40,01	94,99
	151	2018	74,585	11320000	73,18	82,51	40,92	93,89
	152	2019	70,7	11564000	81,87	93,22	62,68	92,51
	153	2020	71,075	8753000	85,25	93,68	76,54	89,12
PNC FINL.SVS.GP.	155	2015	93,27	6149000	72,63	76,92	93,97	60,65
	156	2016	106,135	6117000	80,39	80,55	89,21	79,45
	157	2017	130,625	6557000	79,05	61,09	88,42	77,46
	158	2018	130,6	7949000	78,94	59,75	86,62	78,94
	159	2019	138,27	8142000	75,4	58,59	80,46	76,6
	160	2020	154,315	4147000	77,09	57,76	83,27	78,21
INDUSTRIAL BANK 'A'	162	2015	16,785	75917000	0	0	0	0
	163	2016	16,605	86494000	0	0	0	0
	164	2017	16,565	93143000	29,69	16,1	16,31	43,35
	165	2018	15,965	95784000	32,58	22,44	19,19	45,25
	166	2019	17,37	102315000	38,84	24,35	26,02	52,36
	167	2020	20,335	104394000	36,48	25,86	24,92	47,95
WESTPAC BANKING	169	2015	33,2479	15859000	89,2	91,31	88,4	90,34
	170	2016	33,08	14970000	90,19	93,98	85,52	93,99
	171	2017	31,975	15793000	88,21	87,94	80,16	94,12
	172	2018	28,195	16985000	85,89	85,64	78,74	91,15
	173	2019	24,635	15668000	84,05	83,93	77,86	88,57
	174	2020	21,8	8178000	81,7	80,55	72,7	88,56
NATIONAL AUS.BAN	176	2015	30,4946	14658000	86,78	95,22	91,02	82,42
	177	2016	29,87775	14405000	90,01	95,36	89,2	90,57
	178	2017	30,12	14011000	87,98	89,42	85,06	89,69
	179	2018	26,82	14175000	86,45	87,76	84,07	87,81
	180	2019	24,35	13013000	81,73	87,66	70,44	88,2
	181	2020	23,615	8194000	83,53	81,22	80,07	86,7
PING AN BANK 'A'	183	2015	10,495	34332000	0	0	0	0
	184	2016	9,545	39269000	0	0	0	0
	185	2017	11,2	44515000	27,9	12,68	33,96	27,93
	186	2018	11,34	47751000	32,75	17,45	36,09	34,77
	187	2019	12,915	50717000	30,02	23,68	28,91	32,66
	188	2020	17,895	52663000	40,17	28,61	24,15	55,16
AUS.AND NZ.BANKING	190	2015	30,01	14350000	87,17	80,78	98,99	85,21
	191	2016	29,175	12014000	89,92	83,74	99,38	90,37
	192	2017	29,58	0	89,21	64,03	98,19	90,01
	193	2018	26,6	0	87,49	62,9	98,19	86,86
	194	2019	24,545	0	88,39	65,54	94,62	90,51
	195	2020	23,665	5553000	87	64,12	91,83	90,14
BANCO SANTANDEF	197	2015	5,13475	10481000	85,56	91,71	85,51	84,98
	198	2016	4,39385	11713000	88,56	91,54	87,87	89,72
	199	2017	4,90625	13057000	88,99	86,88	86,17	91,65
	200	2018	4,50795	14971000	90,39	84,04	93,73	89,81
	201	2019	3,69105	13461000	89,94	84,86	92,12	89,84
	202	2020	3,0563	-1319000	86,13	82,18	88,13	85,83
AL RAJHI BANK	204	2015	33,745	558ER: 4540,	29,5	18,32	64,76	12,48
	205	2016	37,79	0	31,23	21,14	63,57	16,83
	206	2017	41,505	0	31,31	0,92	69,4	12,49
	207	2018	49,57	0	28,97	1,07	52,1	20,29
	208	2019	60,845	0	36,74	3,6	71,97	20,79
	209	2020	69,35	0	0	0	0	0
BANK OF MONTREAL	211	2015	80,13	5512000	77,8	92,36	64,63	84,31
	212	2016	87,325	5911000	79,44	92,16	67,13	86,21
	213	2017	98,58	6801000	69,59	94,71	29,81	91,17
	214	2018	94,89	7636000	82,89	96,56	61,93	94,13
	215	2019	94,915	7551000	82,68	94,93	62,06	94,09
	216	2020	98,71	6666000	86,65	95,49	74,19	93,13
BANK CENTRAL ASIA	218	2015	2642,5	2,302E+10	57,1	34,82	59,69	66,99
	219	2016	2880	2,621E+10	62,94	66,94	57,31	75,63
	220	2017	3740	2,955E+10	71,78	30,98	83,04	75,46
	221	2018	4790	3,308E+10	74,27	55,55	76,64	77,97
	222	2019	5942,5	3,671E+10	79,03	60,28	84,59	80,45
	223	2020	6727,5	3,389E+10	87,65	60,69	89,82	93,89
ICICI BANK	225	2015	278,93	281862443	54,24	63,95	59,7	52,22
	226	2016	235,59	247431763	42,51	48,81	36,39	57,17
	227	2017	273,045	238630573	46,24	9,01	40,43	61,25
	228	2018	335,225	199501425	51,89	7,82	57,73	60,44
	229	2019	451,325	171188516	65,19	51,43	65,73	68,79
	230	2020	535,9	278633584	66,87	51,93	67,06	71,07

DBS GROUP HOLDIN	232	2015	18,645	5884000	53,6	55,98	63,74	55,23
	233	2016	17,015	5800000	56,71	62,2	71,03	56,29
	234	2017	21,095	6037000	67,3	55,02	87,66	56,09
	235	2018	24,27	8014000	68,73	58,62	79,04	64,17
	236	2019	24,785	9421000	75,37	92,3	84,22	64,02
	237	2020	25,46	6325000	75,07	91,38	82,75	64,77
INTESA SANPAOLO	239	2015	2,755	7905000	77,87	94,67	58,43	88,28
	240	2016	2,757	6503000	77,65	94,35	57,02	89,29
	241	2017	2,598	10837000	74,54	89,28	47,83	89,65
	242	2018	2,3549	7814000	77,23	88,56	49,89	93,78
	243	2019	2,14415	7714000	72,49	88,61	37,19	93,42
	244	2020	2,13055	3880000	88,43	97,01	78,17	93,39
SUMITOMO MITSUI	246	2015	4490,5	1,469E+09	40,15	55,41	59,73	29,58
	247	2016	4533	1,168E+09	63,04	66,76	94,07	49,21
	248	2017	4664	1,184E+09	61,96	32,57	90,87	49,5
	249	2018	4256,5	1,379E+09	62,37	36,07	93,94	47,09
	250	2019	3841,5	1,473E+09	61,97	36,48	90,22	48,86
	251	2020	3613	1,2E+09	62,63	37,86	94,34	46,8
KOTAK MAHINDRA F	253	2015	674,675	55687491	56,35	51	64,08	61,98
	254	2016	723,475	64820155	46,86	57,14	40,13	60,34
	255	2017	864,95	85611120	63,41	50,92	62,2	67,92
	256	2018	1128,225	105404338	64,87	49,76	73,62	62,9
	257	2019	1467,4	123416645	62,73	50,24	59,66	68,59
	258	2020	1834,825	126837109	58,67	50,75	51,03	66,52
SHAI.PUDONG DEV.	260	2015	11,875	77017000	0	0	0	0
	261	2016	12,625	89474000	0	0	0	0
	262	2017	12,53	95623000	39,2	11,54	62,99	29,96
	263	2018	11,195	95072000	51,27	13,29	89,43	34,59
	264	2019	11,085	100697000	32,88	25,68	37,72	31,46
	265	2020	11,025	99450000	49,34	67,64	52,33	41,86
ING GROEP	267	2015	11,64	9608000	77,04	90,63	72,98	77,21
	268	2016	12,91	9009000	82,6	93,05	91,38	74,71
	269	2017	14,3475	10106000	68,59	87,79	51,27	75,6
	270	2018	12,3675	9803000	71,98	86,68	62,27	74,76
	271	2019	10,049	9869000	74,21	86,26	74,02	70,84
	272	2020	9,1645	6171000	74,91	83,3	78,13	70,13
JAPAN POST BANK	274	2015	1750	685295000	34,77	22,08	62,48	23,67
	275	2016	1576,5	619692000	38,87	24,63	68,15	27,89
	276	2017	1435	579739000	41,48	12,01	67,11	31,44
	277	2018	1338,5	557985000	51,19	18,33	73,34	44,65
	278	2019	1130	431955000	52	25,59	70,97	45,9
	279	2020	948,5	428850000	53,36	25,91	76,64	44,42
CANADIAN IMP.BK.(	281	2015	95,515	4405000	72,96	93,59	45,6	87,99
	282	2016	100,375	5150000	68,9	93,67	36,12	87,03
	283	2017	116,05	6022000	74,15	86,57	43,17	93,02
	284	2018	112,11	6880000	73,67	85,87	44,73	91,13
	285	2019	104,87	6667000	74,34	85,63	47,19	90,77
	286	2020	108,39	5109000	77,32	82,6	57,54	90,15
STATE BANK OF IND	288	2015	269,225	310731500	35,73	61,13	11,48	50,72
	289	2016	239	230706134	40,12	61,91	17,41	55,8
	290	2017	280,05	55626007	41,49	41,89	18,59	58,01
	291	2018	301,5	-65580108	46,37	49,74	24,84	61,02
	292	2019	316,675	153240561	44,81	52,74	27,12	55,34
	293	2020	304,7	375083551	49,14	69,25	18,04	65,87
BARCLAYS	295	2015	231,2	2196000	80,32	82,85	82,38	82,85
	296	2016	221,175	3291000	71,54	76,34	59,25	84,58
	297	2017	213,29	3626000	79,68	57,78	79,18	86,41
	298	2018	176,825	3754000	88,49	89,27	89,64	87,43
	299	2019	165,08	4963000	86,86	90,2	84,35	87,71
	300	2020	163,16	3803000	82,16	90,07	71,65	87,49
QATAR NATIONAL B	302	2015	14,695	12593862	40,49	21,29	60	37,23
	303	2016	13,995	14054086	41,05	21,89	53,81	43,49
	304	2017	13,705	14957632	45,21	3,1	63,57	44,11
	305	2018	16,05	15553019	70,72	55,68	81,52	67,24
	306	2019	20,045	16741992	71,78	55,58	73,68	75,1
	307	2020	19,21	14464846	68,59	55,63	77,41	65,95
FIRST ABU DHABI B	309	2015	10,225	6146077	61,82	75,67	59,82	64,01
	310	2016	8,84	6309057	58,1	70,56	57,38	60,57
	311	2017	10	10721943	64,51	52,82	69,7	64,14
	312	2018	12,035	14387078	71,32	55,53	73,21	74,53
	313	2019	14,46	15135307	65,33	57,35	68,29	65,5
	314	2020	13,865	12846511	59,37	51,9	55,3	64,49
CREDIT AGRICOLE	316	2015	10,82	10877000	61,78	92,92	51,79	61,17
	317	2016	11,33	8713000	60,9	92,91	51,37	60,04
	318	2017	12,79	10239000	67,96	93,63	48,84	74,4
	319	2018	11,615	10716000	65,44	92,83	46,92	70,93
	320	2019	11,1775	10258000	72,77	95,31	57,14	77,57
	321	2020	11,6225	8272000	72,45	94,66	59,42	75,46
LLOYDS BANKING G	323	2015	74,445	4321000	82,37	93,81	70,42	88,9
	324	2016	67,79	6901000	79,4	93,85	71,14	82,71
	325	2017	65,285	7022000	80,46	87,81	73,22	83,57
	326	2018	59,955	7582000	73,9	87,44	58,99	80,8
	327	2019	57,175	6840000	79,76	87,64	75,56	80,51
	328	2020	49,47	3637000	83,97	84,54	87,71	81,1
BANK RAKYAT INDO	330	2015	2251,195	3,44E+10	54,9	53,53	60,23	61,12
	331	2016	2253,63	3,747E+10	65,5	63,94	70,9	71,8
	332	2017	2914,6	4,333E+10	71,62	55,29	73,65	74,88
	333	2018	3560,935	4,882E+10	82,06	78,71	89,52	77,61
	334	2019	3931,66	5,125E+10	80,84	78,52	84,95	78,53
	335	2020	4180,44	3,358E+10	74,56	76,74	57,66	86,2
THE SAUDI NATION	337	2015	35,685	9593368	0	0	0	0
	338	2016	31,37	10455460	0	0	0	0
	339	2017	32,555	10680085	0	0	0	0
	340	2018	42,245	11424930	39,34	0	85,43	17,3
	341	2019	48,6	13359325	38,53	0	82,82	17,57
	342	2020	46	13125294	36,85	0	83,58	13,64
NORDEA BANK	344	2015	92,1	76911605	65,12	87,85	78,15	51,93
	345	2016	97,3	75844783	65,15	84,3	57,9	68,16
	346	2017	100,3	66761882	64,35	73,12	51,55	71,1
	347	2018	86,94	70446592	74,38	75,69	79,4	70,36
	348	2019	75,11	55691600	64,84	75,3	53,75	69,85
	349	2020	71,43	53755119	73,03	73,9	81,2	66,84

MIZUHO FINL.GP.	351	2015	2230	1,102E+09	71,75	89,11	85,4	57,98
	352	2016	2266,5	1,135E+09	70,51	89,21	84,8	56,22
	353	2017	2072	935498000	71,97	82,3	88,91	56,67
	354	2018	1874,5	984906000	77,34	80,24	84,95	70,97
	355	2019	1693	351216000	75,48	80,14	80,29	70,63
	356	2020	1495,25	848620000	75,93	77,61	85,33	68,63
BOC HONG KONG H	358	2015	24,825	29647000	43,82	68,38	35,58	50,75
	359	2016	25,725	30290000	58,87	79,93	67,94	51,67
	360	2017	33,675	36383000	64,9	60,96	82,58	53,22
	361	2018	34,35	40427000	63,69	61,92	67,89	61,15
	362	2019	28,075	40889000	67,82	64,83	74,54	63,81
	363	2020	25,275	33871000	72,24	84,73	75,92	65,94
BBV.ARGENTARIA	365	2015	6,81495	6977000	89,56	94,74	87,13	90,98
	366	2016	6,3382	8690000	87,35	94,67	86,59	87,31
	367	2017	6,7047	8857000	89,74	86,68	90,7	89,93
	368	2018	5,87375	10389000	86,7	85,81	88,44	85,69
	369	2019	4,80925	0	80,94	84,96	78,34	81,66
	370	2020	4,509	0	80,59	93,24	76,04	80,23
OVERSEA-CHINESE I	372	2015	9,63	4904513	33,65	23,4	40,3	37,12
	373	2016	8,86	4348000	45,22	29,78	65,68	40,99
	374	2017	10,655	5419758	52,17	13,9	76,38	45,72
	375	2018	11,825	5904462	47,35	12,9	64,18	45,14
	376	2019	11,12	6001554	51,4	35,54	64,48	46,51
	377	2020	10,52	3939000	53,31	56,65	61,36	46,5
BANK OF NINGBO 'A	379	2015	10,52	12185257	15,3	18,32	25,96	12
	380	2016	11,815	14410424	27,63	21,14	18,86	42,01
	381	2017	14,625	16635545	37,47	38,77	29,29	43,03
	382	2018	16,26	19921813	36,69	37,94	27,4	43,07
	383	2019	21,205	22175839	33,93	45,86	18,39	41,74
	384	2020	30,345	22760000	40,32	46,18	40,02	38,84
HANG SENG BANK	386	2015	138,35	34437000	61,49	84,81	62,46	56,89
	387	2016	145,9	22066000	69,57	84,41	64,92	74,16
	388	2017	169,15	26509000	79,37	66,01	81,57	81,64
	389	2018	184,9	33351000	77,35	65,36	77,89	80,43
	390	2019	168,4	38560000	75,4	65,67	73,29	79,76
	391	2020	147,35	26804000	74,87	92,69	67,71	74,9
DNB BANK	393	2015	110,25	45236000				
	394	2016	119,1	36304000				
	395	2017	140,25	38449000				
	396	2018	145,125	41730000				
	397	2019	151,075	41774000				
	398	2020	166	28963000				
KBC GROUP	400	2015	52,0825	3840000	61,52	83,76	35,12	77,09
	401	2016	58,25	4099000	61,8	90,17	35,25	74,36
	402	2017	64,97	4651000	63,27	93,09	35,38	74,85
	403	2018	63,895	4505000	65,02	91,34	34,85	79,28
	404	2019	61,87	4432000	66,83	91,11	38,03	80,68
	405	2020	62,17	2579000	64,32	89,7	35,76	77,67
NATWEST GROUP	407	2015	52,0825	3840000	74,72	78,54	79,63	74,82
	408	2016	58,25	4099000	79,44	80,05	81,56	83,23
	409	2017	64,97	4651000	81,77	62,08	80,89	88,13
	410	2018	63,895	4505000	79,68	64,34	76,4	86,52
	411	2019	61,87	4432000	77,26	66,01	70,1	85,73
	412	2020	62,17	2579000	78,46	63,64	76,58	84,14
UNITED OVERSEAS I	414	2015	22,07	3779132	49,31	65,27	43,8	51,54
	415	2016	20,005	3770990	64,73	73,84	68,57	62,6
	416	2017	23,425	4096601	65,62	62,77	62,05	69,04
	417	2018	25,51	4720338	66,03	74,18	52,15	73,73
	418	2019	25,49	5126935	72,16	73,07	59,38	81,17
	419	2020	24,5	3442000	71,91	77,91	55,49	82,08
AXIS BANK	421	2015	476,075	128239790	61,37	60,98	70,61	62,86
	422	2016	449,925	147819376	65,02	65,37	78,66	64,79
	423	2017	506,95	78338730	69,3	28,77	81,45	72,24
	424	2018	592,7	24259087	71,23	35,08	78,67	76,33
	425	2019	690,7	106138095	73,4	56,75	79,79	73,6
	426	2020	684,575	73241179	70,25	55,19	72,43	73,05
FIRST REPUBLIC BA	428	2015	59,09	777025	61,37	60,98	70,61	62,86
	429	2016	79,1	917542	65,02	65,37	78,66	64,79
	430	2017	89,39	1077571	69,3	28,77	81,45	72,24
	431	2018	86,77	1292200	71,23	35,08	78,67	76,33
	432	2019	102,175	1447991	73,4	56,75	79,79	73,6
	433	2020	132,19	1648001	70,25	55,19	72,43	73,05
DISCOVER FINANCI	435	2015	59,555	4251000	51,81	22,86	70,66	51,85
	436	2016	62,855	4367000	52,15	23,58	73,84	50,85
	437	2017	74,505	4339000	51,85	6,06	68,6	52,99
	438	2018	67,95	4498000	50,82	6,18	74,64	46,49
	439	2019	71,9	4778000	61,87	9,11	86,53	59,29
	440	2020	87,675	2069000	61,1	11,39	83,29	59,42
CHINA MINSHENG E	442	2015	8,55	75525000	37,81	63,37	31,95	42,72
	443	2016	7,8	80462000	44,76	66,45	37,32	53,63
	444	2017	7,28	95391000	44,2	35,55	38,16	51,08
	445	2018	6,36	99753000	41,46	36,97	38,42	44,96
	446	2019	6,02	103136000	55,35	38,94	40,5	70,9
	447	2020	5,755	73625000	52,21	35,3	34,61	69,9
SVB FINANCIAL GRC	449	2015	117,485	638467	41,09	18,32	69,21	32,6
	450	2016	145,28	677861	47,41	23,49	71,23	43,2
	451	2017	202,715	910736	41,96	2,21	57,74	42,05
	452	2018	211,845	1409524	49,92	2,59	72,36	47,38
	453	2019	220,48	1645537	51,42	7,58	67,97	52,13
	454	2020	319,43505	1766988	40,87	13,22	47,14	44,35
CHINA CITIC BANK	456	2015	7,68	64309000	53,77	45,01	81,53	44,24
	457	2016	6,815	68659000	50,99	47,25	76,99	42,98
	458	2017	6,305	77883000	59,05	55,11	68,42	53,39
	459	2018	5,825	86321000	64,35	56,52	81,62	54,1
	460	2019	5,81	87295000	62,62	56,97	77,99	53,1
	461	2020	5,64	85969000	59,46	34,54	80	51,79

BANK OF COMMS.'A	463	2015	6,62	92149000	47,52	59,03	69,6	32,92
	464	2016	6,105	93795000	47,11	60,54	57,74	41,02
	465	2017	5,99	93201000	60,9	49,31	71,98	56,22
	466	2018	6	97075000	60,36	52,36	67,67	57,38
	467	2019	5,71	99305000	57,59	56,12	59,93	56,32
	468	2020	5,055	100769000	56,27	57,33	52,06	59,03
FIFTH THIRD BANCC	470	2015	20,2375	2610000	51,07	64,01	50,12	52,76
	471	2016	23,535	2370000	58,45	64,9	62,12	59,42
	472	2017	28,655	3132000	64,25	56,18	70,36	62,16
	473	2018	26,935	3239000	65,52	55,22	72,97	63,11
	474	2019	27,135	3736000	70,25	63,54	64,66	76,24
	475	2020	29,155	2263000	78,74	89,56	72,24	80,31
BANCO SANTANDEF	477	2015	14,16	8354748	85,42	81,42	89,25	88,56
	478	2016	21,875	29830166	91,48	92,48	93,73	91,08
	479	2017	29,48	22963055	91,07	83,05	94,61	90,83
	480	2018	35,8	21146272	93,73	81,52	95,68	95,85
	481	2019	44,265	28071170	93,24	84,37	95,78	93,98
	482	2020	45,29	13359310	90,57	78,32	95,78	90,34
SKANDINAVISKA EN	484	2015	94,475	34054000	74,04	89,21	63,04	78,78
	485	2016	92,475	27129000	74,37	89,23	59,53	82,35
	486	2017	95,925	33046000	74,15	84,34	56,53	83,99
	487	2018	91,2	40770000	69,42	92,57	45,96	79,72
	488	2019	87,09	40959000	74,26	92,02	60,31	79,22
	489	2020	86,29	31217000	82,87	90,17	89	76,31
DEUTSCHE BANK	491	2015	21,3165	-3820000	78,01	95,21	60,75	86,71
	492	2016	17,791	1565000	80,49	93,66	70,04	85,77
	493	2017	15,633	3571000	81,46	97,53	69,89	85,2
	494	2018	11,4155	3684000	83,02	96,57	75,95	84,22
	495	2019	6,9495	-202000	88,71	96,54	86,52	88,03
	496	2020	7,9565	2816000	85,07	94,84	80,23	85,74
CHINA EVERBRIGHT	498	2015	4,56	45928000	11,48	43,87	10,37	10,96
	499	2016	4,075	51479000	17,69	47,25	13,43	21,96
	500	2017	3,98	61228000	30,05	19,76	31,33	32,11
	501	2018	3,875	59086000	40,82	29,64	38,63	45,66
	502	2019	4,055	60873000	41,44	52,8	31	45,72
	503	2020	4,2	57658000	40,99	74,28	32,38	37,57
UNICREDIT	505	2015	24,8841	6529818	84,18	91,08	81,83	85,05
	506	2016	19,17645	-7965750	80,63	87,46	76,84	82,92
	507	2017	14,6371	6443821	77,87	83,05	73,82	79,3
	508	2018	12,7352	5688737	87,18	83,27	85,79	89,33
	509	2019	11,457	5335000	86,89	83,81	85,62	88,71
	510	2020	10,334	-300000	87,18	93,84	86,15	86
NATIONAL BANK OF	512	2015	44,875	1912000	47,4	77,52	29,92	52,52
	513	2016	47,42	1514000	46,46	75,9	24,52	55,36
	514	2017	58,625	2524000	52,72	72	39,62	56,62
	515	2018	59,385	2794000	50,98	76,59	20,08	65,96
	516	2019	64,065	2809000	65,34	87,14	35,69	80,52
	517	2020	71,86	2573000	69,69	85,55	38,03	88,05
MALAYAN BANKING	519	2015	8,785	10717590	66,45	71,86	71,64	65,86
	520	2016	8,3	10796975	71,19	74,24	75,81	72,46
	521	2017	9	12227881	76,22	57,54	75,34	82,27
	522	2018	9,65	13118627	83,95	55,98	92,03	86,21
	523	2019	9,07	13312954	82,84	61,03	88,72	84,9
	524	2020	8,55	10341335	86,25	78,19	95,13	82,14
SOCIETE GENERALE	526	2015	38,78	8588000	85,52	94,67	74,6	91,95
	527	2016	44,6575	8897000	88,41	94,48	86,84	89,31
	528	2017	44,8975	7621000	87,76	89,35	82,41	91,18
	529	2018	35,435	6659000	88,26	96,44	82,95	89,73
	530	2019	29,4175	7866000	87,04	96,22	81,93	88,1
	531	2020	24,0185	3607000	86,37	93,22	81,33	88,04
SVENSKA HANDELSE	533	2015	112,615	40336000	55,31	82,38	43,83	58,65
	534	2016	114,72	39907000	59,88	82,48	56,58	59,02
	535	2017	114,385	38168000	57,42	72,83	33,25	70,48
	536	2018	100,83	42014000	60,54	69,47	38,12	74,22
	537	2019	95,415	43100000	67,36	86,17	45,43	77,81
	538	2020	87,895	33180000	74,89	91,24	66,89	75,96
STANDARD CHARTE	540	2015	740,14	-121317	80,05	90,44	63,94	89,9
	541	2016	613,65	1445928	72,72	78,24	48,25	94,39
	542	2017	721,825	3009988	85,55	88,9	72,3	94,19
	543	2018	694,675	3340110	87,23	87,38	77,93	93,93
	544	2019	660,85	4420128	86,94	83,15	78,03	94,52
	545	2020	589,15	2433381	90,1	81,18	86,58	95,25
BANK MANDIRI	547	2015	5006,25	2,845E+10	52,66	27,91	62,77	57,83
	548	2016	5206,25	2,139E+10	57,91	31,83	72,44	61,08
	549	2017	6893,75	3,038E+10	57,98	10,54	58,39	71,45
	550	2018	7687,5	3,836E+10	66,03	15,62	72,12	76,26
	551	2019	7525	4,225E+10	73,63	29,48	67,86	90,63
	552	2020	7000	2,862E+10	79,88	29,98	87,2	89,05
SWEDBANK A	554	2015	191,3	35781000	77,82	88,4	82,31	72,65
	555	2016	203,7	37751000	79,92	87,92	85,35	75,18
	556	2017	209,1	37830000	80,87	82,43	88,36	74,99
	557	2018	197,825	40294000	79,32	81,47	91,2	70,08
	558	2019	168,6	36892000	77,44	82,72	86,61	69,25
	559	2020	141,785	24985000	71,67	80,01	75,29	66,61
REGIONS FINL.NEW	561	2015	10,08	1689000	50,88	43,62	70,77	48,86
	562	2016	11,98	1868000	52,52	53,05	70,34	51,47
	563	2017	15,82	2088000	59,68	30,85	78,76	54,2
	564	2018	15,33	2307000	55,35	47,72	68,96	47,69
	565	2019	15,27	2389000	66,86	71,84	57,52	72,19
	566	2020	16,64	1502000	62,6	75,53	38,06	76,66
EMIRATES NBD	568	2015	7,85	7399197	38,34	55,28	39,45	42,92
	569	2016	7,71	7565453	34,96	63,38	23,1	47,36
	570	2017	8,05	8679190	36,13	21,63	24,07	49,1
	571	2018	8,24	10483215	36,35	26,38	18,88	51,92
	572	2019	10,785	15622665	35,4	39,02	20,57	45,12
	573	2020	11,65	8347155	36,34	38,47	27,35	42,25
PUBLIC BANK	575	2015	3,682	7037196	44,1	56,23	29,85	59,01
	576	2016	3,824	7136396	45,1	59,38	32,59	59,79
	577	2017	4,05	7799612	53,53	29,12	54,31	60,05
	578	2018	4,554	7890351	61,94	70,61	50,34	67,84
	579	2019	4,42	7852610	75,3	80,29	79,82	70,58
	580	2020	4,004	6947865	74,95	76,98	73,85	75,16

KEYCORP	582	2015	13,545	1391000	68,08	74,06	84,6	59,12
	583	2016	15,73	1196000	69,44	77,97	84,74	61,37
	584	2017	19,22	2262000	76,33	59,58	81,91	77,13
	585	2018	17,475	2644000	75,54	59,25	87,57	71,54
	586	2019	17,51	2494000	69,48	59,27	74,78	68,59
	587	2020	18,325	1855000	64,47	57,81	63,89	66,83
FIRSTRAND	589	2015	46,47	29243000	41,22	71,05	32,86	43,39
	590	2016	47,77	30628000	39,06	73,79	28,15	42,41
	591	2017	60,21	33944000	48,77	55,2	31,65	59,33
	592	2018	66,405	37282000	51,03	53,82	42,62	56,33
	593	2019	64,18	42806000	47,5	54,33	29,95	58,26
	594	2020	56,92	25877000	52,97	52,91	54,52	51,86
M&T BANK	596	2015	123,4	1943402	42,41	25,9	51,24	46,11
	597	2016	138,805	2293040	44,4	29,17	60,66	43,15
	598	2017	163,71	2514745	40,92	8,41	46,89	46,03
	599	2018	157,06	2762182	44,27	8,65	56,33	45,87
	600	2019	156,44	2811244	47,3	12,92	63,48	45,55
	601	2020	148,525	1878881	55,68	65,05	50,61	56,64
NATIONAL BANK OF	603	2015	0,605	\$\$\$ER: 4540,	34,78	23,98	62,41	23,18
	604	2016	0,545	0	47,95	61,31	64,64	41,72
	605	2017	0,555	0	56,32	54,37	64,94	50,64
	606	2018	0,66	0	54,93	53,16	63,98	48,88
	607	2019	0,845	0	49,91	53,69	43,65	53,34
	608	2020	0,885	0	65,14	60,62	55,27	73,6
CITIZENS FINANCIAL	610	2015	25,525	1462000	35,96	18,32	55,72	32,05
	611	2016	30,91	1770000	45,07	21,14	67,09	42,18
	612	2017	38,805	2215000	57,5	39,85	62,7	58,85
	613	2018	35,855	2618000	63,99	41,97	80,79	58,2
	614	2019	35,17	2663000	64,32	42,53	75,62	62,44
	615	2020	38,185	1560000	65,06	42,81	80,17	60,55
KUWAIT FINANCE H	617	2015	0,335	\$\$\$ER: 4540,	41,73	24,8	80,26	24
	618	2016	0,32	0	42,61	54,85	63,61	31,88
	619	2017	0,365	0	43,66	24,66	59,7	37,53
	620	2018	0,425	0	30,54	19,75	29,39	34,51
	621	2019	0,565	0	27,8	20,06	25,64	31,61
	622	2020	0,645	0	29,3	2,39	32,05	35,11
CAIXABANK	624	2015	3,6345	1400132	62,44	82,86	40,47	77,21
	625	2016	3,13025	1763059	70,54	86,17	62,29	77,5
	626	2017	3,5145	2310467	81,31	66,67	71,33	92,81
	627	2018	3,5265	2666962	74,94	66,65	55,37	91,54
	628	2019	2,981	2268000	89,41	86,34	90,95	89,19
	629	2020	2,4495	1864000	87,05	82,65	87,54	87,97
BANK OF SHAI. 'A'	631	2015	#ΔIAIP/O!	20074956	0	0	0	0
	632	2016	9,84	22516803	0	0	0	0
	633	2017	8,815	24436046	40,87	6,36	54,97	40,65
	634	2018	8,2	27381520	43,34	10	54,38	45,01
	635	2019	9,05	28100364	42,1	10,8	44,9	49,15
	636	2020	8,665	27788915	50,34	11,03	68,56	48,53
KB FINANCIAL GROU	638	2015	34650	3,227E+09	69,53	61,06	76,36	75,1
	639	2016	37975	3,712E+09	83,66	84,53	76,36	90,23
	640	2017	53100	5,387E+09	87,92	78,04	85,74	92,37
	641	2018	54950	5,995E+09	86,89	78,45	84,5	91,07
	642	2019	47075	6,371E+09	85,91	78,39	88,42	86,27
	643	2020	45525	6,521E+09	84,18	75,74	87,51	84,21
RIYAD BANK	645	2015	14,705	4113400	0	0	0	0
	646	2016	12,08	3539567	0	0	0	0
	647	2017	12,025	4158983	0	0	0	0
	648	2018	16,17	4911776	23,6	0	34,76	22,35
	649	2019	21,88	6243435	36,56	0,94	48,02	38,58
	650	2020	22,05	5702110	35,89	1,08	57,07	30,63
DANSKE BANK	652	2015	176,3	39794000	62,88	86,37	60,65	60,55
	653	2016	199,7	43776000	62,47	86,61	57,36	62,47
	654	2017	227,9	42198000	69,2	85,24	67,85	65,52
	655	2018	185,25	35268000	71,55	87,34	73,58	65,49
	656	2019	118,35	31059000	68,04	86,22	69,17	61,95
	657	2020	104,225	21224000	72,35	83,62	78,81	64,39
HUNTINGTON BCSH	659	2015	10,79	995214	47	18,42	63,22	48,84
	660	2016	12,14	1080552	57,34	29,72	72,68	60,37
	661	2017	13,89	1645000	67,88	39,18	84,21	64,35
	662	2018	13,24	1997000	80,14	71,77	91,97	73,99
	663	2019	13,5	2062000	81,18	71,89	91,22	76,58
	664	2020	13,855	1198000	77,67	69,58	80,35	78,07
GPO FINANCE BANC	666	2015	88,095	\$\$\$ER: 4540,	59,54	64,29	78,76	52,28
	667	2016	98,645	0	60,4	66,06	78,42	55,45
	668	2017	105,065	0	76,44	60,23	89,11	71,96
	669	2018	101,805	0	76,76	80,88	89,14	66,58
	670	2019	100,715	0	84,18	83,32	88,82	81,07
	671	2020	107,79	0	80,68	79,54	85,89	77,22
SHINHAN FINL.GRO	673	2015	42000	4,65E+09	81,19	83,71	88,33	78,14
	674	2016	42400	4,557E+09	76,49	91,72	79,95	71,08
	675	2017	47325	5,234E+09	76,71	86,66	75,66	74,58
	676	2018	44500	6,272E+09	74,2	85,53	65,25	77,4
	677	2019	41475	7,129E+09	77,97	85,38	76,68	76,75
	678	2020	37700	6,735E+09	75,74	82,38	74,42	74,76
BANK OF HGZO. 'A'	680	2015	0	7292193	0	0	0	0
	681	2016	10,69	8899182	0	0	0	0
	682	2017	9,465	11549541	31,69	12,47	45,45	27,29
	683	2018	7,82	12460971	41,52	13,02	49,37	44,09
	684	2019	8,28	13034904	37,47	19,2	36,67	43,36
	685	2020	12,04	12102147	43,51	19,55	53,06	43,54
BANK OF BEIJING 'A'	687	2015	6,82	26186000	0	0	0	0
	688	2016	7,72	30553000	0	0	0	0
	689	2017	7,64	37131000	32,24	15,86	48,06	25,52
	690	2018	6,38	41529000	36,96	17,03	49,03	33,98
	691	2019	5,645	39714000	26,48	17,57	23,09	31,52
	692	2020	5,26	37031000	34,16	17,8	49,38	27,86
BANCO DO BRASIL C	694	2015	19,255	73844330	62,96	91,71	19,74	87,16
	695	2016	21,415	29351734	67,69	94,6	31,89	87,38
	696	2017	29,955	43022683	69,9	88	34,76	90,15
	697	2018	39,155	51678548	67,3	86,62	30,68	88,26
	698	2019	49,655	34640029	75,04	86,85	54,28	86,69
	699	2020	45,81	56173810	74,87	83,25	57,19	85,28

