



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

ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΚΑΙ ΚΡΙΤΗΡΙΑ E.S.G.

ΤΟΥ

ΚΟΥΤΣΙΚΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ

ΜΧΑΝ 1913

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΚΥΡΙΑΖΗΣ
ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Α. ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΕΜ. ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ

(Πειραιάς, Ιούλιος 2022)

Περιεχόμενα

Ευρετήριο πινάκων	4
Ευρετήριο γραφημάτων	5
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	6
Κεφάλαιο 2: Θεσμικοί Επενδυτές	8
2.1 Διάκριση επενδυτών: Η έννοια των θεσμικών επενδυτών	8
2.2 Είδη, χαρακτηριστικά και στόχοι θεσμικών επενδυτών	9
2.2.1 Συνταξιοδοτικά ταμεία	9
2.2.2 Αμοιβαία Κεφάλαια	10
2.2.3 Ασφαλιστικές εταιρείες	11
2.2.4 Καταθετικά ιδρύματα (λιανική τραπεζική)	12
2.3 Η αγορά των θεσμικών επενδυτών παγκοσμίως	12
Κεφάλαιο 3: Θέματα Περιβάλλοντος, Κοινωνίας και Εταιρικής Διακυβέρνησης (ESG)	15
3.1 Η έννοια του όρου ESG	15
3.2 Κατευθυντήριες γραμμές δημοσιοποίησης πληροφοριών	17
3.3 Μέτρηση θεμάτων ESG	19
3.3.1 Χαρακτηριστικά	19
3.3.2 Βαθμολόγηση ESG	21
3.3.3 Κριτήρια και βαθμολόγηση από την Refinitiv	22
Κεφάλαιο 4: Βιβλιογραφική ανασκόπηση	24
4.1 Πληροφόρηση σε θέματα ESG	24
4.2 Σχέση μεταξύ ESG και αποδόσεων μετοχών	25
4.3 Σχέση μεταξύ ESG και αμοιβαίων κεφαλαίων	26
Κεφάλαιο 5: Έρευνα πεδίου: Συνέντευξη	30
5.1 Στοιχεία έρευνας	30
5.2 Συνέντευξη	30
Κεφάλαιο 6: Εμπειρική εξέταση της απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με κριτήρια ESG	33

6.1 Μεθοδολογία.....	33
6.1.1 Σκοπός.....	33
6.1.2 Δείγμα	33
6.1.3 Στατιστική ανάλυση.....	33
6.2 Αποτελέσματα έρευνας.....	34
Κεφάλαιο 7: Συμπεράσματα	45
Διεθνής Βιβλιογραφία.....	47
Ελληνική Βιβλιογραφία	49

Ευρετήριο πινάκων

Πίνακας 1: ESG	34
Πίνακας 2: Περιγραφικά για τα αμοιβαία κεφάλαια με ESG	34
Πίνακας 3: Κλάδος εταιρειών των αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουν ESG έναντι των εταιρειών που δεν έχουν	34
Πίνακας 4: Έλεγχος κανονικότητας των δεδομένων	38
Πίνακας 5: Συσχετίσεις (Σύνολο δείγματος εταιρειών με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση)	39
Πίνακας 6: Συσχετίσεις (Οικονομικές εταιρείες με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση).....	40
Πίνακας 7: Συσχετίσεις (Τεχνολογικές εταιρείες με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση)	40
Πίνακας 8: Διαφορές μεταξύ εταιρειών με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των εταιρειών χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση ως προς το SEC 5 Year Performance & Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month (Σύνολο δείγματος).....	41
Πίνακας 9: Διαφορές μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι χωρίς ως προς το SEC 5 Year Performance & Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month (τεχνολογικές εταιρείες).....	44
Πίνακας 11: Διαφορές μεταξύ εταιρειών με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των εταιρειών χωρίς ως προς το SEC 5 Year Performance & Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month (οικονομικές εταιρείες).....	44

Ευρετήριο γραφημάτων

Γράφημα 1: Διαχρονική εξέλιξη του παγκόσμιου μεγέθους των χρηματοοικονομικών στοιχείων που διαχειρίζονται επαγγελματικά.....	13
Γράφημα 2: Παγκόσμια ποσά υπό διαχείριση και σύνολο ανά προϊόν.....	14
Γράφημα 3: Διασπορά μεταξύ ESG & 5 Year Performance.....	37
Γράφημα 4: Διασπορά μεταξύ ESG & Return / Risk for 5 years.....	38
Γράφημα 5: Διαφορές μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι χωρίς ως προς το SEC 5 Year Performance (Σύνολο δείγματος).....	42
Γράφημα 6: Διαφορές μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι χωρίς ως προς το Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month (Σύνολο δείγματος).....	43

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

Οι πρακτικές βιωσιμότητας και εταιρικής διακυβέρνησης εξελίσσονται συνεχώς στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Πολλά μέτρα έχουν τεθεί σε εφαρμογή στην ΕΕ με στόχο την ενθάρρυνση της ενσωμάτωσης των παραγόντων ESG στην επενδυτική διαδικασία των οργανισμών, διασφαλίζοντας παράλληλα, την προστασία των επενδυτών και τα επαρκή δικαιώματα των μετόχων. Η προθυμία των υπευθύνων χάραξης πολιτικής να ξεκινήσουν μια στροφή προς πιο βιώσιμες διαδικασίες είναι σαφής και η τρέχουσα κρίση είναι πιθανό να επιταχύνει αυτή τη μετάβαση. Οι επενδυτές επίσης γίνονται πιο ενεργοί στη διαδικασία δέσμευσης για να επηρεάσουν ενεργά τις αποφάσεις των εταιρειών σε θέματα ESG (CFA Institute, 2021).

Το 2020, η ζήτηση για βιώσιμα προϊόντα από ευρωπαίους επενδυτές, συμπεριλαμβανομένων επενδυτικών αμοιβαίων κεφαλαίων που ακολουθούν περιβαλλοντικές, κοινωνικές και στρατηγικές διακυβέρνησης (ESG), συνέχισε να αυξάνεται σημαντικά. Οι καθαρές ροές σε μετοχές, ομόλογα και μικτά αμοιβαία κεφάλαια ESG στην Ευρωπαϊκή Ένωση επιταχύνθηκαν περαιτέρω καθ' όλη τη διάρκεια του 2020, με αξία 67 δισ. ευρώ (ESMA, 2022). Τόσο οι επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία ESG όσο και σε έκδοση χρέους ESG αναπτύσσονται με ραγδαίους ρυθμούς τα τελευταία έτη και καθοδηγούν τις επενδυτικές στρατηγικές. Αν έως το 2025 υπάρξει μια παγκόσμια ανάπτυξη της τάξης του 15% (το ήμισυ του ρυθμού μεταβολής των τελευταίων πέντε ετών), τα περιουσιακά στοιχεία ESG θα μπορούσαν να ξεπεράσουν τα 50 τρισεκατομμύρια δολάρια. Η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων ESG αναμένεται να φθάσει στα 11 τρισεκατομμύρια δολάρια έως το 2025 (Bloomberg, 2021).

Η αξιολόγηση ESG με την πάροδο του χρόνου εντείνεται και γίνεται όλο και περισσότερο καθοριστική για την λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η βιωσιμότητα και η εκπαίδευση σε ESG θέματα συνεχώς εμπλουτίζεται από νέες τάσεις, κανονιστικές ρυθμίσεις και εργαλεία. Η αυξανόμενη ευαισθητοποίηση σε θέματα ESG αυξάνει και την ανάγκη ορθής και συνεχούς εκπαίδευσης των διοικητικών και ανώτερων στελεχών των επιχειρήσεων. Το τελευταίο διάστημα έχει ενταθεί η έμφαση σε θέματα κλιματικής αλλαγής και διαχείρισης των φυσικών πόρων. Σε γενικές γραμμές οι αξιολογήσεις από εξωτερικούς παρόχους, βελτιώνει την αξιοπιστία, την ακρίβεια και την διαφάνεια των δημοσιοποιήσεων των επιχειρήσεων και αναμένεται να υπάρξει αύξησή τους (CSE, 2021).

Στην ετήσια έκθεση του Center for Sustainability and Excellence αναφέρεται ότι από την ανάλυση 659 εκθέσεων βιωσιμότητας εταιρειών στην Βόρεια Αμερική την περίοδο 2018-2019 διαπιστώθηκε ότι εταιρείες με υψηλές βαθμολογίες ESG παρουσιάζουν υψηλότερες χρηματοοικονομικές επιδόσεις.

Κλάδοι με υψηλό βαθμό γνωστοποίησης θεμάτων ESG είναι οι κλάδοι χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ενέργειας, τροφίμων και προϊόντων υγείας. Θετικό είναι το γεγονός ότι όλο και περισσότερο αυξάνει η εμπλοκή μικρότερων επιχειρήσεων με θέματα ESG. Οι βασικές κατευθυντήριες γραμμές για την κατάρτιση εκθέσεων βιωσιμότητας είναι τα πρότυπα GRI (CSE, 2020).

Η παρούσα εργασία έχει στόχο την διερεύνηση της σημασίας που δίνουν οι επενδυτές σε θέματα ESG και των αποδόσεων των επιχειρήσεων, εστιάζοντας στα αμοιβαία κεφάλαια. Η ανάπτυξη της εργασίας διακρίνεται στο θεωρητικό και το πρακτικό μέρος. Στο θεωρητικό αναλύονται και παρουσιάζονται βασικές έννοιες και θέματα που σχετίζονται με τους θεσμικούς επενδυτές, τα θέματα ESG και τα ευρήματα σχετικών εμπειρικών ερευνών. Το πρακτικό μέρος αναπτύσσεται βάσει δύο προσεγγίσεων. Αρχικά αποτυπώνονται οι απόψεις και η εμπειρία ενός στελέχους της αγοράς, για τις εξελίξεις και τις προοπτικές θεμάτων ESG. Στην συνέχεια μέσω ποσοτικής έρευνας διερευνάται αν τα ESG αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν αποκλίσεις στην απόδοση έναντι των παραδοσιακών αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και ο βαθμός επίδρασης του επιπέδου αναφοράς ESG γνωστοποιήσεων (πιο συγκεκριμένα της βαθμολόγησης ESG από την Refinitiv).

Η εργασία αναπτύσσεται σε επτά κεφάλαια. Στο πρώτο (παρόν) κεφάλαιο αναφέρονται εισαγωγικά στοιχεία, ο σκοπός της εργασίας και η διάρθρωση της εργασίας. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται βασικές έννοιες για τους επενδυτές και ειδικά για τους θεσμικούς επενδυτές όπως τα είδη και οι στόχοι τους καθώς και οι τρέχουσες εξελίξεις στην αγορά των θεσμικών επενδυτών παγκοσμίως. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια του όρου ESG (Περιβάλλον, Κοινωνία και Εταιρική Υπευθυνότητα), οι κατευθυντήριες γραμμές προς τις επιχειρήσεις για την δημοσιοποίηση θεμάτων ESG και η μέτρησή τους. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση, βάσει πρόσφατων ερευνών σχετικά με θέματα ESG και την σχέση τους με τις αποδόσεις των μετοχών και των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η συνέντευξη επί του θέματος που πραγματοποιήθηκε με Διευθυντή της Διεύθυνσης Επενδυτικών Χαρτοφυλακίων της Alpha Bank. Το έκτο κεφάλαιο περιλαμβάνει την ποσοτική έρευνα και συγκεκριμένα την μεθοδολογία και τα αποτελέσματά της. Στο τελευταίο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της εργασίας.

Κεφάλαιο 2: Θεσμικοί Επενδυτές

2.1 Διάκριση επενδυτών: Η έννοια των θεσμικών επενδυτών

Σε γενικές γραμμές οι επενδυτές μπορούν να διακριθούν σε ιδιώτες (μεμονωμένους) και θεσμικούς. Οι θεσμικοί επενδυτές είναι εταιρείες ή άλλα νομικά πρόσωπα που λειτουργούν ως χρηματοοικονομικοί ενδιάμεσοι μεταξύ ιδιωτών και επενδυτικών αγορών. Συχνά αντιπροσωπεύουν μεγάλα ποσά χρημάτων, με αποτέλεσμα οι θεσμικοί επενδυτές να έχουν αποκτήσει μεγάλη σημασία (σε πολλές περιπτώσεις κυριαρχία) στις χρηματοπιστωτικές αγορές παγκοσμίως. Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν επίσης συνεισφέρει σημαντικά στην προώθηση της επενδυτικής γνώσης και των επενδυτικών τεχνικών, υποκινούμενοι από τις προκλήσεις της αποτελεσματικής διαχείρισης μεγάλων ποσών χρημάτων (Maginn et al., 2007).

Οι αποφάσεις επενδυτικής πολιτικής των θεσμικών επενδυτών λαμβάνονται συνήθως από επενδυτικές επιτροπές ή διαχειριστές, με τουλάχιστον ορισμένα μέλη να έχουν επαγγελματικό υπόβαθρο στα χρηματοοικονομικά. Τα μέλη της επιτροπής ή οι καταπιστευματοδόχοι συχνά έχουν επίσης σχέση εμπιστοσύνης με τα ταμεία για τα οποία έχουν επενδυτική ευθύνη (Maginn et al., 2007). Οι θεσμικοί επενδυτές όπως επίσης και οι επαγγελματίες επενδυτές περιορίζονται από κανονισμούς και τη νομοθεσία. Οι επαγγελματίες επενδυτές που διαχειρίζονται χρήματα άλλων ανθρώπων έχουν μια καταπιστευματική ευθύνη να περιορίσουν τις επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία που θα είχαν εγκριθεί από έναν συνετό επενδυτή. Επίσης μπορεί να ισχύουν ειδικές ρυθμίσεις για τους θεσμικούς επενδυτές, όπως για παράδειγμα στις ΗΠΑ όπου τα αμοιβαία κεφάλαια δεν μπορούν να κατέχουν περισσότερο από το 5% των μετοχών οποιασδήποτε εισηγμένης εταιρείας στο χρηματιστήριο (Bodie et al., 2003).

Το φάσμα των επενδυτικών στόχων είναι ευρύ και σίγουρα μπορεί να διαφοροποιηθεί μεταξύ ιδιωτών και θεσμικών επενδυτών. Οι στόχοι ενός μεμονωμένου επενδυτή μπορεί να είναι να συγκεντρώσει κεφάλαια για να αγοράσει ένα σπίτι ή άλλο περιουσιακό στοιχείο, να έχει επαρκή κεφάλαια για να μπορέσει να συνταξιοδοτηθεί σε μια καθορισμένη ηλικία ή να συγκεντρώσει κεφάλαια για να πληρώσει τα δίδακτρα για τις σπουδές των παιδιών του. Ένας μεμονωμένος επενδυτής μπορεί να προσλάβει ένα χρηματοοικονομικό σύμβουλο για τον καθορισμό των επενδυτικών στόχων και την διαχείριση των επενδύσεών του (Fabozzi & Peterson Drake, 2009).

Οι στόχοι των θεσμικών επενδυτών μπορούν να ταξινομηθούν στις ακόλουθες δύο ευρείες κατηγορίες: α) στόχοι που δεν βασίζονται στην ευθύνη και β) στόχοι με γνώμονα την ευθύνη. Οι θεσμικοί επενδυτές που ανήκουν στην

πρώτη κατηγορία μπορούν να διαχειρίζονται τα περιουσιακά τους στοιχεία χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η ικανοποίηση οποιωνδήποτε υποχρεώσεων. Ένα παράδειγμα θεσμικού επενδυτή που δεν καθοδηγείται από υποχρεώσεις είναι μια ρυθμιζόμενη εταιρεία επενδύσεων (αμοιβαίο κεφάλαιο). Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει θεσμικούς επενδυτές που πρέπει να ανταποκριθούν σε συμβατικά καθορισμένες υποχρεώσεις. Μια υποχρέωση είναι μια ταμειακή δαπάνη που πρέπει να πραγματοποιηθεί σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή για να ικανοποιηθούν οι συμβατικοί όροι μιας εκδοθείσας υποχρέωσης. Ένας θεσμικός επενδυτής ενδιαφέρεται τόσο για το ποσό όσο και για το χρονοδιάγραμμα των υποχρεώσεων, επειδή τα περιουσιακά του στοιχεία πρέπει να παράγουν τις ταμειακές ροές για να καλύψει τυχόν πληρωμές που έχει υποσχεθεί να πραγματοποιήσει έγκαιρα (Fabozzi & Peterson Drake, 2009).

2.2 Είδη, χαρακτηριστικά και στόχοι θεσμικών επενδυτών

Οι θεσμικοί επενδυτές διαχειρίζονται μεγάλα ποσά κεφαλαίων στο πλαίσιο της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας (Reilly & Brown, 2012). στην πράξη υπάρχουν διάφορες ομάδες θεσμικών επενδυτών οι οποίοι μπορεί να είναι (Fabozzi & Peterson Drake, 2009):

- Συνταξιοδοτικά ταμεία (Pension funds).
- Καταθετικά ιδρύματα (όπως εμπορικές τράπεζες, ενώσεις ταμειουτηρίου και δανείων, πιστωτικές ενώσεις).
- Ασφαλιστικές εταιρείες (όπως εταιρείες ασφάλισης ζωής, ακινήτων, κλπ).
- Ελεγχόμενες εταιρείες επενδύσεων (αμοιβαία κεφάλαια – Mutual funds).
- Κληροδοτήματα και ιδρύματα

Στην συνέχεια παρουσιάζονται οι στόχοι, τα χαρακτηριστικά και οι περιορισμοί για τις κυριότερες κατηγορίες θεσμικών επενδυτών.

2.2.1 Συνταξιοδοτικά ταμεία

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία λαμβάνουν εισφορές από μια επιχείρηση, τους υπαλλήλους ή και στους δύο. Τα κεφάλαια επενδύονται με σκοπό να δοθεί στους εργαζομένους είτε εφάπαξ πληρωμή είτε υπόσχεση ροής εισοδήματος μετά τη συνταξιοδότησή τους. Τα προγράμματα καθορισμένων εισφορών (defined contribution plans) είναι στην πραγματικότητα λογαριασμοί ταμειουτηρίου που δημιουργεί η εταιρεία για τους υπαλλήλους της. Ο εργοδότης συνεισφέρει κεφάλαια στο πρόγραμμα, αλλά ο εργαζόμενος φέρει όλο τον κίνδυνο της επενδυτικής απόδοσης του ταμείου. Αυτά τα προγράμματα ονομάζονται καθορισμένης εισφοράς επειδή η μόνη υποχρέωση της

επιχείρησης είναι να κάνει τις προβλεπόμενες εισφορές στον λογαριασμό συνταξιοδότησης του εργαζομένου. Ο εργαζόμενος είναι υπεύθυνος για τη κατεύθυνση της διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων, συνήθως επιλέγοντας μεταξύ πολλών επενδυτικών κεφαλαίων στα οποία μπορούν να τοποθετηθούν τα περιουσιακά στοιχεία. Τα κέρδη από επενδύσεις σε αυτά τα συνταξιοδοτικά προγράμματα δεν φορολογούνται έως ότου αποσυρθούν τα κεφάλαια, συνήθως μετά τη συνταξιοδότηση (Bodie et al., 2003). Τα συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων εισφορών δεν υπόσχονται καθορισμένες παροχές αλλά μόνο συγκεκριμένες εισφορές στο πρόγραμμα. Ως αποτέλεσμα, τα οφέλη των εργαζομένων εξαρτώνται από το μέγεθος των εισφορών που γίνονται στο συνταξιοδοτικό ταμείο και τις αποδόσεις που αποκτώνται από τις επενδύσεις του ταμείου (Reilly & Brown, 2012).

Σε προγράμματα καθορισμένων παροχών / οφέλους (defined benefit plans), αντίθετα, ο εργοδότης έχει υποχρέωση να παρέχει ένα συγκεκριμένο ετήσιο ποσό συνταξιοδότησης. Αυτό το ποσό ορίζεται από έναν τύπο που συνήθως λαμβάνει υπόψη τα έτη υπηρεσίας και το επίπεδο του μισθού ή των μισθών. Οι πληρωμές είναι υποχρέωση του εργοδότη και τα περιουσιακά στοιχεία στο συνταξιοδοτικό ταμείο παρέχουν εξασφαλίσεις για τις παροχές που υποσχέθηκαν. Εάν η επενδυτική απόδοση των περιουσιακών στοιχείων είναι κακή, η επιχείρηση υποχρεούται να καλύψει το έλλειμμα συνεισφέροντας πρόσθετα περιουσιακά στοιχεία στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Σε αντίθεση με τα προγράμματα καθορισμένων εισφορών, ο κίνδυνος που περιβάλλει την απόδοση της επένδυσης στα προγράμματα καθορισμένων παροχών βαρύνει την επιχείρηση (Bodie et al., 2003). Έτσι, ο χορηγός ενός προγράμματος καθορισμένων παροχών δημιουργεί μια υποχρέωση έναντι του εαυτού του και κατά τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων του συνταξιοδοτικού προγράμματος, ο διαχειριστής περιουσιακών στοιχείων πρέπει να κερδίσει μια απόδοση επαρκή για την κάλυψη αυτών των μελλοντικών συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων (Fabozzi & Peterson Drake, 2009).

2.2.2 Αμοιβαία Κεφάλαια

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο συγκεντρώνει χρηματικά ποσά από επενδυτές, τα οποία στη συνέχεια επενδύονται σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει τον δικό του επενδυτικό στόχο, όπως η ανατίμηση του κεφαλαίου, το υψηλό τρέχον εισόδημα ή το εισόδημα από την αγορά χρήματος. Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δηλώνει τον επενδυτικό του στόχο και οι επενδυτές επιλέγουν τα κεφάλαια στα οποία θα επενδύσουν. Τα αμοιβαία κεφάλαια αντιμετωπίζουν δύο βασικούς περιορισμούς. Ο ένας σχετίζεται με τους περιορισμούς που θέτονται από την νομοθεσία για την προστασία των

επενδυτών και ο άλλος σχετίζεται με τις επιλογές που γίνονται από τους διαχειριστές του αμοιβαίου κεφαλαίου (Reilly & Brown, 2012).

Τα αμοιβαία κεφάλαια απαλλάσσουν τους ιδιώτες επενδυτές από πολλά από τα διοικητικά βάρη της διαχείρισης μεμονωμένων τίτλων και προσφέρουν επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Προσφέρουν επίσης πλεονεκτήματα που είναι διαθέσιμα μόνο σε επενδυτές μεγάλης κλίμακας, όπως χαμηλότερο κόστος συναλλαγών. Από την άλλη πλευρά, τα κεφάλαια αξιολογούνται με προμήθειες διαχείρισης και επιβαρύνονται με άλλα έξοδα, τα οποία μειώνουν το ποσοστό απόδοσης του επενδυτή. Τα αμοιβαία κεφάλαια εξαλείφουν επίσης μέρος του ελέγχου του ατόμου σχετικά με το χρονοδιάγραμμα πραγματοποίησης κεφαλαιακών κερδών (Bodie et al., 2003).

Τα ακτιβιστικά hedge funds είναι επενδυτές που αγοράζουν μετοχές εταιρειών για να δραστηριοποιηθούν με διαφορετικό τρόπο. Τα ακτιβιστικά hedge funds στοχεύουν να επενδύσουν σε επιχειρήσεις και στη συνέχεια να αναλάβουν ενέργειες που ενισχύουν την τιμή των μετοχών των εταιρειών πριν πουλήσουν τις μετοχές για κέρδος αμέσως μετά. Μεταξύ άλλων αιτημάτων, το κάνουν αυτό απαιτώντας από τις εταιρείες να μειώσουν το κόστος, να περιορίσουν τις επενδύσεις, να αναδιαρθρώσουν περιουσιακά στοιχεία και να αναδιανείμουν μετρητά στους μετόχους. Ενώ οι μεμονωμένοι επενδυτές δεν έχουν τη δύναμη να κάνουν αυτές τις αλλαγές, τα ακτιβιστικά hedge funds μπορούν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις τους καλώντας άλλους μετόχους να υποστηρίξουν τα αιτήματά τους. Οι στρατηγικές των ακτιβιστικών hedge funds περιγράφονται από τους ιδιοκτήτες μερικές φορές ως επιθετικές και αποσταθεροποιητικές (Desjardine & Durand, 2021).

2.2.3 Ασφαλιστικές εταιρείες

Οι επενδυτικοί στόχοι και οι περιορισμοί για μια ασφαλιστική εταιρεία εξαρτώνται από το εάν είναι ασφαλιστική εταιρεία ζωής ή ασφαλιστική εταιρεία ζημιών (όπως ακίνητα και ατυχήματα) (Reilly & Brown, 2012). Οι εταιρείες ασφάλισης ζωής γενικά επενδύουν για να αντισταθμίσουν τις υποχρεώσεις τους, οι οποίες καθορίζονται από τα συμβόλαια που συντάσσουν. Η εταιρεία μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο επενδύοντας σε περιουσιακά στοιχεία που θα αποδώσουν περισσότερα σε περίπτωση που η ασφαλιστική κάλυψη γίνει ακριβότερη (Bodie et al., 2003). Οι ασφαλιστικές εταιρείες ζωής διαθέτουν ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών προϊόντων. Ένα ευρέως διαδεδομένο προϊόν είναι ένα συμβόλαιο εγγυημένης επένδυσης για το οποίο μια ασφαλιστική εταιρεία εγγυάται ένα επιτόκιο / απόδοση για τα κεφάλαια που της δίνονται από έναν πελάτη. Όσον αφορά το προϊόν, ο επενδυτικός στόχος του διαχειριστή περιουσιακών στοιχείων είναι να κερδίσει απόδοση μεγαλύτερη από το εγγυημένο επιτόκιο (Fabozzi & Peterson Drake, 2009). Οι εταιρείες ασφάλισης

ζημιών, όπως οι ασφάλειες ακινήτων και ατυχημάτων, έχουν επενδυτικά κεφάλαια κυρίως επειδή πληρώνουν αποζημιώσεις αφού εισπράξουν ασφάλιστρα. Συνήθως, είναι συντηρητικοί στη στάση τους απέναντι στον κίνδυνο. Ένα κοινό σημείο στους στόχους των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων και των ασφαλιστικών εταιρειών είναι η ανάγκη αντιστάθμισης προβλέψιμων μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Οι επενδυτικές στρατηγικές απαιτούν συνήθως την αντιστάθμιση αυτών των υποχρεώσεων με ομόλογα διαφόρων λήξεων (Bodie et al., 2003).

2.2.4 Καταθετικά ιδρύματα (λιανική τραπεζική)

Οι τράπεζες για να έχουν κεφάλαια για δανεισμό, πρέπει να προσελκύουν επενδυτές σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον επιτοκίων. Ανταγωνίζονται με άλλες τράπεζες αλλά και με εταιρείες που προσφέρουν άλλα επενδυτικά μέσα, από ομόλογα έως κοινές μετοχές. Η επιτυχία μιας τράπεζας βασίζεται κυρίως στην ικανότητά της να παράγει αποδόσεις που υπερβαίνουν το κόστος χρηματοδότησής της. Μια τράπεζα προσπαθεί να διατηρήσει μια θετική διαφορά μεταξύ του κόστους των κεφαλαίων της και των αποδόσεων των περιουσιακών της στοιχείων. Εάν οι τράπεζες προβλέπουν πτώση των επιτοκίων, θα προσπαθήσουν να επενδύσουν σε πιο μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία για να κλειδώσουν τις αποδόσεις αναζητώντας βραχυπρόθεσμες καταθέσεις, των οποίων το κόστος τόκων αναμένεται να μειωθεί με την πάροδο του χρόνου. Όταν οι τράπεζες αναμένουν αύξηση των επιτοκίων, θα προσπαθήσουν να κλειδώσουν μακροπρόθεσμες καταθέσεις με κόστος σταθερού επιτοκίου, ενώ θα επενδύσουν κεφάλαια βραχυπρόθεσμα για να προλάβουν τα αυξανόμενα επιτόκια. Ο κίνδυνος τέτοιων στρατηγικών είναι ότι μπορεί να προκύψουν απώλειες εάν μια τράπεζα προβλέψει εσφαλμένα την κατεύθυνση των επιτοκίων. Η επιθετικότητα της στρατηγικής μιας τράπεζας θα σχετίζεται με το μέγεθος του κεφαλαίου της και την επίβλεψη των ρυθμιστικών αρχών (Reilly & Brown, 2012).

2.3 Η αγορά των θεσμικών επενδυτών παγκοσμίως

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 η σημασία των θεσμικών επενδυτών αυξάνει όλο και περισσότερο στις επενδύσεις (Boubakri et al., 2011). Σήμερα οι θεσμικοί επενδυτές (επενδυτικά κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες και συνταξιοδοτικά ταμεία) είναι μεγάλοι συλλέκτες των αποταμιεύσεων και προμηθευτές κεφαλαίων στις χρηματοοικονομικές αγορές. Ο ρόλος τους ως χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές και η επίδρασή τους στις επενδυτικές στρατηγικές έχει γιγαντωθεί τα τελευταία έτη (OECD, 2020).

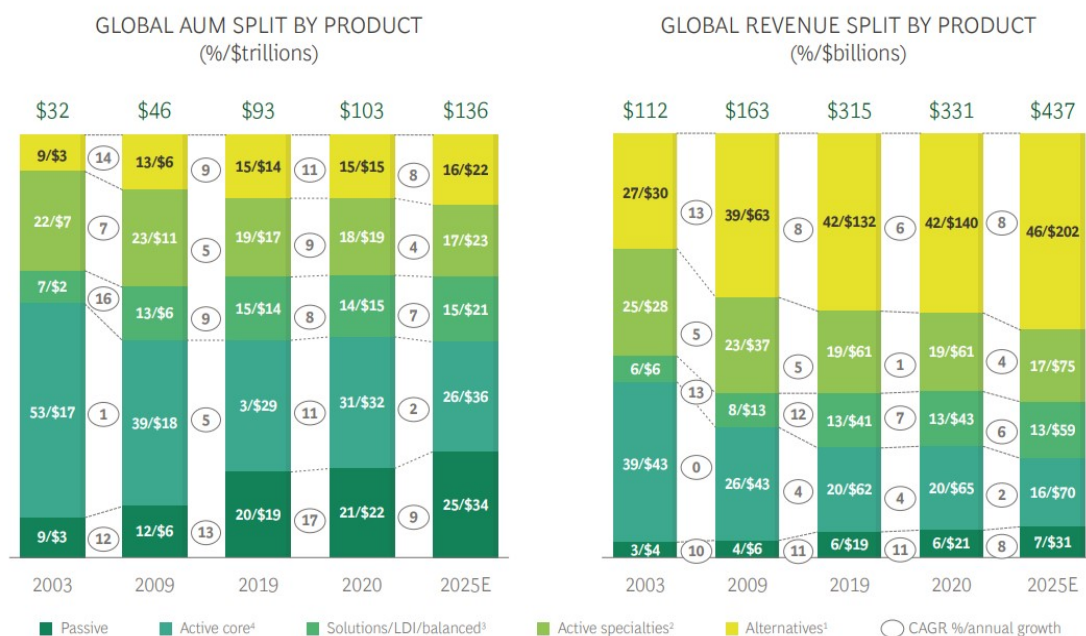
Ο κλάδος της διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων μετά την παγκόσμια πανδημία βρέθηκε σε θέση ισχύος, με τα περιουσιακά στοιχεία να αυξάνονται κατά 11% το 2020 και συνολικές επενδύσεις το έτος 103 τρισεκατομμύρια δολάρια. Τα χαρτοφυλάκια λιανικής, αντιπροσωπεύουν το 41% των παγκόσμιων περιουσιακών στοιχείων στα 42 τρισεκατομμύρια δολάρια, με αύξηση κατά 11% το 2020. Οι θεσμικές επενδύσεις αυξήθηκαν με παρόμοιο ρυθμό φτάνοντας τα 61 τρισεκατομμύρια δολάρια, ή το 59% της παγκόσμιας αγοράς. Οι μικροεπενδυτές ήταν ο κύριος μοχλός της καθαρής εισροής, συνεισφέροντας το 4,4% του καθαρού νέου κεφαλαίου το 2020, διπλάσιο από το μέγεθος της συνεισφοράς των θεσμικών επενδυτών (2,2%). Η μεγαλύτερη περιοχή διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων στον κόσμο, ήταν η Βόρεια Αμερική και σημείωσε άλλη μια χρονιά διψήφια ανάπτυξης το 2020, με τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία να αυξάνονται κατά 12% φτάνοντας τα 49 τρισεκατομμύρια δολάρια. Ισχυρή ήταν επίσης η ανάπτυξη στην Ευρώπη (10%), την Ασία-Ειρηνικό (11%) και τη Μέση Ανατολή και την Αφρική (12%) (Heredia et al., 2021).

Γράφημα 1: Διαχρονική εξέλιξη του παγκόσμιου μεγέθους των χρηματοοικονομικών στοιχείων που διαχειρίζονται επαγγελματικά



Πηγή: BCG, (2021), Global Asset Management 2021, σελ. 6

Γράφημα 2: Παγκόσμια ποσά υπό διαχείριση και σύνολο ανά προϊόν



Πηγή: BCG, (2021), Global Asset Management 2021

Στο παραπάνω γράφημα η κατηγορία εναλλακτικές επενδύσεις (κίτρινο χρώμα) περιλαμβάνει hedge funds, private equity, real estate, υποδομές, εμπορεύματα, ιδιωτικό χρέος και ρευστά εναλλακτικά αμοιβαία κεφάλαια. Τα έσοδα από ιδιωτικά κεφάλαια και αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου δεν περιλαμβάνουν προμήθειες απόδοσης. Η κατηγορία εξειδικευμένων επενδύσεων ενεργούς διαχείρισης περιλαμβάνουν μετοχές (ξένες, παγκόσμιες, αναδυόμενες αγορές, μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης) και περιουσιακά στοιχεία σταθερού εισοδήματος. Η κατηγορία λύσεις/ισορροπημένα περιλαμβάνουν στοχευμένες επενδύσεις με βάση την ημερομηνία, την διάρκεια ωρίμανσης, κλπ. Η κατηγορία καθαρής ενεργητικής διαχείρισης διαχειρίζεται ενεργά εγχώρια ίδια κεφάλαια μεγάλης κεφαλαιοποίησης, εγχώριο δημόσιο και εταιρικό χρέος, αγορά χρήματος και δομημένα προϊόντα (Heredia et al., 2021).

Η αγορά των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων υπό διαχείριση από το 2009 έως το 2020 υπερδιπλασιάστηκε και στις θεσμικές επενδύσεις αναμένεται να διατηρηθεί ο ισχυρός ρυθμός ανάπτυξης καθώς η ζήτηση είναι μεγάλη για διάφορα προϊόντα. Οι θεσμικοί επενδυτές παρουσιάζουν έντονο ενδιαφέρον για επενδύσεις για την αντιστάθμιση του κινδύνου από τις μεταβολές των επιτοκίων, αλλά και την διασφάλιση επαρκούς ρευστότητας (Heredia et al., 2021).

Κεφάλαιο 3: Θέματα Περιβάλλοντος, Κοινωνίας και Εταιρικής Διακυβέρνησης (ESG)

3.1 Η έννοια του όρου ESG

Τα τελευταία έτη προτεραιότητα είναι η βιώσιμη ανάπτυξη και οι κυβερνήσεις, η κοινωνία των πολιτών και οι επιχειρήσεις προωθούν νέες πρακτικές για την επίτευξή της. Στο πλαίσιο των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης που έχουν θεσπιστεί από τα Ηνωμένα Έθνη έχει μεταβληθεί και ο ρόλος των επιχειρήσεων στο νέο περιβάλλον που διαμορφώνεται. Οι επιχειρήσεις όλο και περισσότερο, μετρούν, δημοσιοποιούν και διαχειρίζονται τους κινδύνους και προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες που σχετίζονται με τη βιώσιμη ανάπτυξη (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022).

Ως ESG αναφέρονται τα εταιρικά θέματα που σχετίζονται με το περιβάλλον (Environment), την κοινωνία (Social) και την εταιρική διακυβέρνηση (Governance) και μπορούν να επηρεάσουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει μακροπρόθεσμη αξία. Αυτό για τις επιχειρήσεις συνεπάγεται την ενσωμάτωση στην λήψη αποφάσεων και τη στρατηγική μη χρηματοοικονομικών παραγόντων. Ενώ πολλές φορές οι δείκτες ESG είναι μη χρηματοοικονομικοί, μπορούν να επηρεάσουν την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων και ο τρόπος διαχείρισής τους από τις επιχειρήσεις μπορεί να έχει χρηματοοικονομικές συνέπειες για αυτές (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022).

Η δημοσιοποίηση εταιρικών πληροφοριών έχει ως βασικό στόχο να διευκολύνει τους επενδυτές να λάβουν αποφάσεις. Οι πληροφορίες σε θέματα ESG τους παρέχουν χρήσιμη πληροφόρηση για τις δραστηριότητες, την ανταγωνιστική θέση και τη μακροπρόθεσμη στρατηγική τους. Όλο και περισσότερος αριθμός ερευνών καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η χρηματοοικονομική απόδοση των επιχειρήσεων σχετίζεται στενά με την απόδοση των δεικτών ESG, καταδεικνύοντας το αυξανόμενο ενδιαφέρον των επενδυτών με θέματα ESG (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022).

Κάθε επιχείρηση χρησιμοποιεί πόρους και ενέργεια και επηρεάζει και επηρεάζεται από το περιβάλλον. Τα θέματα που σχετίζονται με το περιβάλλον μπορεί να αναφέρονται στην ενέργεια που καταναλώνεται, την απόρριψη αποβλήτων, τους απαιτούμενους πόρους, τις επιπτώσεις στα έμβια όντα, τις εκπομπές άνθρακα και την κλιματική αλλαγή. Οι επιχειρήσεις είναι αναπόσπαστο κομμάτι της κοινωνίας και τα θέματα που σχετίζονται με αυτή αναφέρονται στις σχέσεις που έχει η επιχείρηση με τους ανθρώπους και τους οργανισμούς που δραστηριοποιείται και περιλαμβάνουν τις εργασιακές σχέσεις, τη διαφορετικότητα και την ένταξη. Κάθε εταιρεία από μόνη της αποτελεί μια ξεχωριστή νομική οντότητα που απαιτεί διακυβέρνηση, δηλαδή τη θέσπιση ενός

συστήματος, πρακτικών ελέγχων και διαδικασιών, ώστε να πραγματοποιηθεί η διαχείριση, η λήψη αποτελεσματικών αποφάσεων, η συμμόρφωση με τη νομοθεσία και η κάλυψη των αναγκών των εξωτερικών ενδιαφερόμενων. Όπως τα θέματα ESG είναι αναπόσπαστο κομμάτι πλέον της λειτουργίας των επιχειρήσεων έτσι και τα επιμέρους στοιχεία ESG είναι μεταξύ τους αλληλένδετα. Για παράδειγμα, τα κοινωνικά κριτήρια επικαλύπτονται με περιβαλλοντικά κριτήρια και διακυβέρνηση όταν οι εταιρείες επιδιώκουν να συμμορφωθούν με τους περιβαλλοντικούς νόμους και τις ευρύτερες ανησυχίες για τη βιωσιμότητα (Henisz et al., 2019).

Οι περιβαλλοντικοί, κοινωνικοί και εταιρικής διακυβέρνησης παράγοντες μπορούν με πολλούς τρόπους να δημιουργήσουν αξία σε μια επιχείρηση. Ανώτερες επιδόσεις σε παράγοντες ESG μπορούν να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις να επιτύχουν ισχυρή ανάπτυξη και να αξιοποιήσουν νέες αγορές και να επεκταθούν σε υπάρχουσες. Όταν οι κυβερνητικές αρχές εμπιστεύονται τους εταιρικούς παράγοντες, είναι πιο πιθανό να τους επιβραβεύσουν με πρόσβαση, εγκρίσεις και άδειες που προσφέρουν νέες ευκαιρίες για ανάπτυξη. Τα θέματα ESG μπορούν επίσης να καθορίσουν τις προτιμήσεις των καταναλωτών. Ένα ακόμα πλεονέκτημα μιας αποτελεσματικής εκτέλεσης ESG μπορεί να είναι η μείωση των λειτουργικών δαπανών. Η αναγνώριση ευκαιριών εκμετάλλευσης βιώσιμων υλών και πόρων μπορεί να αποτελέσει πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και να οδηγήσει σε βελτίωση των διαδικασιών παραγωγής, την ανακύκλωση, την επαναχρησιμοποίηση απορριμμάτων από την παραγωγή, την μείωση της κατανάλωσης ενέργειας, κλπ, στοιχείων που μπορεί να μειώσουν το λειτουργικό κόστος (Henisz et al., 2019).

Η δημιουργία αξίας για τις επιχειρήσεις μπορεί να σχετίζεται μειωμένες ρυθμιστικές και νομικές παρεμβάσεις. Ένα ισχυρό πλαίσιο ESG μπορεί να επιτρέψει στις επιχειρήσεις να επιτύχουν μεγαλύτερη στρατηγική ελευθερία και να μειώσουν τις ρυθμιστικές πιέσεις. Παράλληλα δεδομένης της αυξανόμενης σημασίας των θεμάτων ESG μπορεί να δημιουργήσει ευκαιρίες για κρατικές επιδοτήσεις. Η δημιουργία αξίας μπορεί να προέλθει από την αύξηση της παραγωγικότητας των εργαζόμενων. Όσο ισχυρότερη είναι η αντίληψη ενός εργαζόμενου ότι η εργασία του έχει αντίκτυπο τόσο μεγαλύτερο είναι το κίνητρο για εργασία. Η αίσθηση ενός ανώτερου σκοπού μπορεί να εμπνεύσει τους εργαζόμενους να αποδώσουν καλύτερα. Η δημιουργία ενός αποδοτικού συστήματος ESG μπορεί να βοηθήσει τις επιχειρήσεις να προσελκύσουν και να διατηρήσουν ποιοτικούς υπαλλήλους, να ενισχύσουν τα κίνητρά τους και να αυξήσουν την παραγωγικότητά τους συνολικά. Τέλος η αποτελεσματική εφαρμογή πρακτικών ESG μπορεί να δημιουργήσει αξία μέσω της βελτιστοποίησης των επενδύσεων και των περιουσιακών στοιχείων. Οι επενδύσεις σε πιο ελπιδοφόρες και βιώσιμες ευκαιρίες μπορούν να ενισχύσουν τις αποδόσεις των επιχειρήσεων και να αποτρέψουν απώλειες που μπορεί να

προέρχονται από χαμηλής αποδοτικότητας επενδύσεις λόγω μακροπρόθεσμων περιβαλλοντικών ζητημάτων (Henisz et al., 2019),

3.2 Κατευθυντήριες γραμμές δημοσιοποίησης πληροφοριών

Η σημασία των ESG αυξάνει σημαντικά με την πάροδο του χρόνου και οι επιχειρήσεις σε παγκόσμιο επίπεδο υποχρεούνται στην αναφορά ESG. Παρόλα αυτά δεν έχει υπάρξει ακόμα κάποια δεσμευτική αναφορά ESG ή κάποια σχετική τυποποίηση. Από το 2018 και μετά σε παγκόσμιο επίπεδο έχουν δημοσιοποιηθεί περισσότερα από 170 ρυθμιστικά μέτρα για θέματα ESG. Από το σύνολο των ESG κανονισμών που εκδόθηκαν, περίπου το 65% προέρχεται από την Ευρώπη. Στο πλαίσιο της δέσμευσης της ΕΕ για την αλλαγή του κλίματος και πολιτικής της για την βιώσιμη ανάπτυξη έχει υιοθετηθεί ένα ευρύ φάσμα πρωτοβουλιών ESG. Σε αυτό εντάσσεται η Οδηγία για την μη χρηματοοικονομική πληροφόρηση (NFRD), το ευρωπαϊκό σύστημα ταξινόμησης για περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες και ο κανονισμός για τη δημοσιοποίηση της βιώσιμης χρηματοδότησης (SFDR) που υποχρεώνει τις εταιρείες να υποβάλλουν εκθέσεις για μια μεγάλη κατηγορία μετρήσεων που σχετίζονται με το ESG (Έξαρχος, 2021).

Επίσης βάσει της πολιτικής ESG των ΗΠΑ αναμένεται να θεσπιστούν περισσότεροι κανόνες για την αποκάλυψη εταιρικών στοιχείων και πράξεων. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC) προχώρησε στην ανασκόπηση της εταιρικής ενημέρωσης σχετικά με την προστασία του κλίματος, ενώ η FED εντάχθηκε και στο παγκόσμιο δίκτυο για την ενδυνάμωση του πράσινου αποτυπώματος του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας των G20 αναμένεται να προχωρήσει στην εκπόνηση σχεδίων για την δημιουργία ειδικής ομάδας σχετικά με τις χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις σχετικά με το κλίμα TCFD. Τέλος και τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (IFRS) εξετάζουν μέσω διαβουλεύσεων αν θα δημιουργηθούν πρότυπα αναφοράς βιωσιμότητας. Γενικά οι επιχειρήσεις θα πρέπει να επιδιώκουν την υιοθέτηση των 17 στόχων της αειφόρου ανάπτυξης (SDGs) σύμφωνα με τα πρότυπα των αρχών ESG (Έξαρχος, 2021).

Οι βασικότεροι ευρωπαϊκοί κανονισμοί για θέματα ESG είναι (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022):

- Η Οδηγία για τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών (NFRD 2014/95/ΕΕ). Βάσει αυτής της οδηγίας καθορίζονται οι απαιτήσεις για την γνωστοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και πληροφοριών σχετικά με τη διαφοροποίηση από μεγάλες εταιρείες δημοσίου

συμφέροντος (που απασχολούν περισσότερους από 500 εργαζόμενους). Για την επέκταση του πεδίου εφαρμογής σε όλες τις εισηγμένες εταιρείες (πλην των πολύ μικρών) και την λεπτομερέστερη παρουσίαση των απαιτήσεων δημοσιοποίησης τον Απρίλιο του 2021 προτάθηκε η αντικατάσταση της Οδηγίας NFRD με την Οδηγία για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών για την εταιρική βιωσιμότητα (CSRD).

- Κανονισμός περί γνωστοποιήσεων αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (SFDR). Ο συγκεκριμένος κανονισμός δημοσιεύτηκε στο τέλος του 2019 και σε μεγάλο βαθμό τέθηκε σε ισχύ τον Μάρτιο του 2021 και αποτελεί μέρος του σχεδίου δράσης για τη βιώσιμη χρηματοδότηση. Ο κανονισμός αφορά ένα ευρύ φάσμα εταιρειών του χρηματοπιστωτικού κλάδου και σχετίζεται με ένα σύνολο γνωστοποιήσεων σχετικά με τη βιωσιμότητα και την ενσωμάτωση των κινδύνων βιωσιμότητας στην επενδυτική διαδικασία καθώς και την εξέταση αρνητικών επιπτώσεων από επενδύσεις σε παράγοντες βιωσιμότητας.
- Ευρωπαϊκό σύστημα ταξινόμησης για περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες (EU Taxonomy). Ο κανονισμός δημοσιεύτηκε τον Ιούνιο του 2020 και τέθηκε σε εφαρμογή ένα μήνα αργότερα. Στόχος του συστήματος είναι να παράσχει ένα πλαίσιο καθοδήγησης για τον βαθμό περιβαλλοντικής βιωσιμότητας συγκεκριμένων οικονομικών δραστηριοτήτων.

Υπάρχουν κάποια πρότυπα / πλαίσια για την αναφορά / δημοσιοποίηση πληροφοριών ESG που παρέχουν τις κατευθυντήριες γραμμές για τις επιχειρήσεις. Τα σημαντικότερα διεθνή πρότυπα αναφοράς είναι (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022):

- Global Reporting Initiative (GRI) που παρέχει κατευθυντήριες γραμμές προς τις εταιρείες για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών που αφορούν τη βιώσιμη ανάπτυξη και τις ευρύτερες οικονομικές, περιβαλλοντικές και κοινωνικές επιπτώσεις τους. Η διάρθρωση των προτύπων είναι αρθρωτά αλληλένδετη και δίνει τη δυνατότητα επικαιροποίησης κάποιων χωρίς να απαιτείται η αναθεώρηση του συνόλου τους. Τα πρότυπα διακρίνονται σε καθολικά, θεματικά και ειδικά. Τα καθολικά πρότυπα παρέχουν οδηγίες για τον τρόπο χρήσης τους από τις εταιρείες, τη δημοσιοποίηση πληροφοριών και την προσέγγιση των επιχειρήσεων για την διαχείριση των σχετικών θεμάτων. Τα θεματικά πρότυπα καλύπτουν οικονομικά, περιβαλλοντικά και κοινωνικά θέματα, παρέχοντας προτεινόμενους σχετικούς δείκτες που οι επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιήσουν για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών.
- Sustainability Accounting Standards Board (SASB) που αποτελεί ένα μη κερδοσκοπικό οργανισμό που αναπτύσσει λογιστικά πρότυπα για τη βιώσιμη ανάπτυξη. Τα πρότυπα αυτά διακρίνονται ανά κλάδο και παρέχουν προτεινόμενους δείκτες για τη δημοσιοποίηση ουσιαστικών πληροφοριών

για τη βιωσιμότητα. Σε αυτά περιλαμβάνονται 26 ζητήματα βιωσιμότητας που διακρίνονται σε πέντε άξονες βιώσιμης ανάπτυξης, το περιβάλλον, το κοινωνικό κεφάλαιο, το ανθρώπινο κεφάλαιο, του επιχειρηματικό μοντέλο και τη καινοτομία καθώς και την ηγεσία και τη διακυβέρνηση.

- International Integrated Reporting Council (IIRC) που έχει αναπτύξει το πλαίσιο IR και αποτελείται από ρυθμιστικές αρχές, επενδυτές, εταιρείες, φορείς ανάπτυξης προτύπων και ΜΚΟ. Στόχος του πλαισίου είναι η άμεση δημιουργία ενοποιημένης δημοσιοποίησης πληροφοριών σχετικά με τη δημιουργία αξίας και τη σχέση της με το χρηματοοικονομικό, κατασκευαστικό, ανθρώπινο, πνευματικό, φυσικό και κοινωνικό κεφάλαιο. Οι προτεινόμενες αρχές και τα στοιχεία αποτελούν τη βάση για την δημιουργία μιας ενοποιημένης έκθεσης.
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) που παρέχει συστάσεις για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών σχετικά με τους οικονομικούς κινδύνους και τις ευκαιρίες που σχετίζονται με το κλίμα. Ενώ οι συστάσεις είναι εθελοντικές αποτελούν τη βάση για συνεπή και αξιόπιστη δημοσιοποίηση πληροφοριών και ενθαρρύνουν τη διαφάνεια και την ανταλλαγή πληροφοριών.
- Carbon Disclosure Project (CDP) που αποτελεί ένα μη κερδοσκοπικό οργανισμό και παρέχει ένα σύστημα δημοσιοποίησης των επενδυτικών αποφάσεων και τη διαχείριση των επιπτώσεων ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος της κλιματικής αλλαγής στα χαρτοφυλάκιά του. Το σύστημα διακρίνεται σε τρεις θεματικές κατηγορίες σχετικά με την κλιματική αλλαγή, την ασφάλεια των υδάτων και τη διαχείριση των δασικών εκτάσεων. Η σχετική δημοσιοποίηση πληροφοριών βασίζεται σε ένα σύνολο ερωτήσεων, η απάντηση των οποίων από τις εταιρείες αποτυπώνει την δραστηριότητά τους, την συνεισφορά τους και τις στρατηγικές για τον μετριασμό των σχετικών κινδύνων.
- Οικουμενικό Σύμφωνο των Ηνωμένων Εθνών (UNGC) αποτελεί ένα πλαίσιο για τις εταιρείες να υιοθετήσουν μια σειρά από δέκα βασικές αρχές σχετικά με τα ανθρώπινα δικαιώματα, τα εργασιακά πρότυπα, το περιβάλλον και την καταπολέμηση της διαφθοράς. Το πλαίσιο αυτό δεν έχει τόσο ρυθμιστικό χαρακτήρα αλλά αποτελεί ένα μέσο για τη διευκόλυνση του διαλόγου και την προώθηση των στόχων βιώσιμης ανάπτυξης.

3.3 Μέτρηση θεμάτων ESG

3.3.1 Χαρακτηριστικά

Οι επιχειρήσεις οφείλουν να προσδιορίζουν όλα τα ουσιαστικά θέματα ESG που αφορούν την λειτουργία τους και στην συνέχεια να επιλέξουν τους

δείκτες που θα χρησιμοποιηθούν για την μέτρηση και την παρακολούθηση της επίδοσής τους. Οι πληροφορίες που δημοσιοποιούνται από τις επιχειρήσεις, κατά το μέτρο του δυνατού, θα πρέπει να παρέχουν και ποσοτικά, συγκρίσιμα και μακροπρόθεσμα στοιχεία, που θα αποτυπώνουν τον βαθμό ενσωμάτωσης των θεμάτων ESG στην λειτουργία τους. Σκόπιμο επίσης είναι να γνωστοποιείται η χρησιμοποιούμενη μεθοδολογία και ο τρόπος υπολογισμού των δεικτών αλλά και η σύνδεση των αποδόσεων των δεικτών με τις χρηματοοικονομικές και μη επιδόσεις τους. Ιδιαίτερης σημασίας είναι τα παρεχόμενα στοιχεία να είναι αντικειμενικά και αμερόληπτα. Για αυτό τις σχετικές γνωστοποιήσεις θα πρέπει να περιλαμβάνονται όλοι οι δείκτες και όχι μόνο αυτοί στους οποίους επιτυγχάνονται υψηλές επιδόσεις, με την συγκάλυψη όσων δεν παρουσιάζουν ευνοϊκές για τις επιχειρήσεις πληροφορίες. Προς όφελος των επιχειρήσεων είναι να παρουσιάζονται και οι δείκτες με όχι τόσο καλές επιδόσεις, συνοδευόμενοι από εξηγήσεις σχετικά με την προσέγγιση για την βελτίωσή τους στο μέλλον. Επίσης τα παρεχόμενα στοιχεία θα πρέπει να καλύπτουν όλο το εύρος των δραστηριοτήτων της επιχείρησης και του ομίλου (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022).

Για να ενσωματωθούν αποτελεσματικά τα θέματα ESG σε μια επιχείρηση είναι απαραίτητη η συμμετοχή της ανώτατης διοίκησης και του διοικητικού συμβουλίου για τον προσδιορισμό της στρατηγικής και τον καθορισμό των κύριων δεικτών επίδοσης (KPI). Η τακτική παρακολούθηση της επίδοσης και η ενημέρωση του διοικητικού συμβουλίου είναι απαραίτητη ώστε να ασκείται η εποπτεία αποτελεσματικά και να εγκρίνεται η ετήσια δημοσιοποίηση των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Προς το παρόν οι εταιρείες δεν είναι υποχρεωμένες να λαμβάνουν εξωτερική διασφάλιση των πληροφοριών ESG που δημοσιοποιούν. Παρόλα αυτά αν το περιεχόμενο των εκθέσεων τους ελέγχεται εξωτερικά ενισχύεται η αξιοπιστία τους. Επίσης σύμφωνα με την οδηγία CSRD στο μέλλον θα απαιτείται ο έλεγχος της ακρίβειας των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Η συχνότητα δημοσιοποίησης των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών θα πρέπει είναι ετήσια και να γίνεται εντός έξι μηνών από το τέλος της οικονομικής χρήσης. Η πληροφόρηση σχετικά με θέματα ESG μπορεί να πραγματοποιείται μέσω διαφόρων καναλιών, όπως (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022):

- Αυτόνομες εκθέσεις, Απολογισμών βιώσιμης ανάπτυξης
- Τις χρηματοοικονομικές εκθέσεις στις οποίες μπορούν να ενσωματώνονται αναφορές σχετικά με ουσιαστικά θέματα ESG
- Ενοποιημένους απολογισμούς (integrated reports) στους οποίους θα προσδιορίζεται ο τρόπος δημιουργίας αξία από την εφαρμοζόμενη στρατηγική, την διακυβέρνηση και την εταιρική επίδοση.

3.3.2 Βαθμολόγηση ESG

Η βαθμολόγηση ESG είναι μια μέτρηση ή αξιολόγηση της απόδοσης μιας δεδομένης εταιρείας, αμοιβαίου κεφαλαίου ή μετοχής σε σχέση με θέματα Περιβαλλοντικής, Κοινωνικής και Διακυβέρνησης (ESG). Τα κριτήρια αξιολόγησης διαφέρουν μεταξύ των διαφορετικών πλατφορμών αξιολόγησης που εκδίδουν βαθμολογίες ESG. Ωστόσο, όλα εμπίπτουν σε μία ή περισσότερες από τις κατηγορίες E - περιβάλλον, S - κοινωνία ή G – εταιρική διακυβέρνηση. Οι πλατφόρμες αξιολόγησης ESG καθορίζουν μια στάθμιση για κάθε κριτήριο μέτρησης. Στη συνέχεια, αξιολογούν την απόδοση ενός οργανισμού με βάση κάθε κριτήριο. Η τελική βαθμολογία ESG ενός οργανισμού είναι συνήθως ένα άθροισμα-προϊόν των αξιολογήσεων των κριτηρίων και των σταθμίσεών τους (Miller, 2022).

Συνήθως οι εταιρείες υιοθετούν κοινά πλαίσια και αρχές (όπως GRI, SASB, κλπ) για την γνωστοποίηση πληροφοριών στις εκθέσεις τους. Όταν οι εταιρείες αποκαλύπτουν πληροφορίες ESG χωρίς τη χρήση κατάλληλου πλαισίου και συχνά παρέχουν παραπλανητικές πληροφορίες, το φαινόμενο αναφέρεται ως Greenwashing. Οι γνωστοποιήσεις που παρέχουν οι εταιρείες σχετικά με θέματα ESG αποτελούν την βάση για την σχετική αξιολόγησή τους. Βάσει αυτών των πληροφοριών, που επανεξετάζονται και μπορεί να συνδυάζονται με συνεντεύξεις αλλά και σύγκριση με άλλες μετρήσεις προκύπτουν οι βαθμολογίες ESG για τις εταιρείες. Οι αξιολογητές ESG συμβάλλουν στη γεφύρωση του χάσματος μεταξύ των αποκαλύψεων ενός οργανισμού και της ερμηνείας του ευρύτερου κοινού για τις συμπεριφορές και τις επιδόσεις ESG ενός οργανισμού. Οι βαθμολογίες χρησιμοποιούνται επίσης από την κοινότητα των οικονομικών αναλυτών για να βοηθήσουν στην ενημέρωση των αποφάσεων κατανομή κεφαλαίων (Miller, 2022).

Αυτά τα συστήματα βαθμολόγησης μπορεί να προέρχονται από εταιρείες χρηματοδότησης και επενδύσεων, ομάδες συμβούλων, φορείς καθορισμού προτύπων, ΜΚΟ, ακόμη και κρατικούς φορείς (Miller, 2022). Οι μεγαλύτεροι πάροχοι αξιολόγησης ESG θεωρούνται οι MSCI και Sustainalytics, κυρίως λόγω της ευρείας κάλυψής τους. Οι Bloomberg και Refinitiv (πρώην Thomson Reuters), καθώς και οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όπως οι Moody's, S&P και Fitch παρέχουν επίσης αξιολογήσεις ESG. Ενώ οι αξιολογήσεις ESG που παρέχονται από ανεξάρτητες εταιρείες έρευνας μπορούν να βοηθήσουν τους επενδυτές να κατανοήσουν καλύτερα τους κινδύνους ESG, οι μετρήσεις αυτές ενέχουν κάποιους κινδύνους λόγω των δεδομένων που χρησιμοποιούνται (καθώς μπορεί να μην είναι αξιόπιστα) αλλά και της διαφορετικής στάθμισης που λαμβάνουν τα διάφορα κριτήρια. Έτσι οι εταιρείες μπορεί να λαμβάνουν πολύ διαφορετικές βαθμολογίες από διαφορετικούς παρόχους (Gabi, 2021).

3.3.3 Κριτήρια και βαθμολόγηση από την Refinitiv

Οι βαθμολογίες ESG από τη Refinitiv κυκλοφόρησαν το 2015 ως βελτίωση και αντικατάσταση των παλαιών αξιολογήσεων ASSET4, ενός εξειδικευμένου παρόχου δεδομένων ESG που εξαγοράστηκε από την Thomson Reuters το 2009 για να αποτελέσει τη βάση της βαθμολόγησης ESG. Οι βαθμολογίες ESG από τη Refinitiv έχουν σχεδιαστεί για να μετρούν με διαφάνεια και αντικειμενικότητα τη σχετική απόδοση, τη δέσμευση και την αποτελεσματικότητα ESG μιας εταιρείας σε 10 κύρια θέματα, με βάση τα δεδομένα που αναφέρονται από τις εταιρείες. Επίσης παρέχουν μια συνολική Συνδυασμένη Βαθμολογία ESG (ESGC) η οποία είναι μειωμένη για σημαντικές διαμάχες ESG που επηρεάζουν τις εταιρείες. Οι αξιολογήσεις είναι διαθέσιμες για σχεδόν 9.000 εταιρείες παγκοσμίως, με δεδομένα που χρονολογούνται από το 2002. Για την ευκολότερη κατανόησή οι βαθμολογίες παρέχονται σε εκατοστιαία βάση, αλλά είναι επίσης διαθέσιμες τόσο σε ποσοστά όσο και σε βαθμούς γραμμάτων από D- έως A+ (Refinitiv, 2020).

Η βαθμολογία ESG και η συνδυασμένη βαθμολογία των εταιρειών από την Refinitiv προκύπτει από την αξιολόγηση των παρακάτω κατηγοριών (Refinitiv, 2020):

Συνδυασμένη βαθμολόγηση ESG:

- Βαθμολόγηση ESG

Περιβάλλον:

1. Χρήση πόρων
2. Ατμοσφαιρικές εκπομπές
3. Καινοτομία

Κοινωνία:

4. Εργατικό δυναμικό
5. Ανθρώπινα δικαιώματα
6. Κοινότητα
7. Υπευθυνότητα προϊόντων

Εταιρική διακυβέρνηση:

8. Διοίκηση
9. Μέτοχοι
10. Στρατηγική εταιρικής κοινωνικής υπευθυνότητας (CSR)

- Βαθμολόγηση αποκλίσεων και στις 10 προαναφερθείσες κατηγορίες

Η μεθοδολογία που εφαρμόζει η Refinitiv για την βαθμολόγηση και την κατάταξη των εταιρειών είναι σχετική και διακρίνεται ανά κλάδο. Η εκατοστιαία βαθμολόγηση στους τομείς των 10 κατηγοριών και των σχετικών αποκλίσεων ανά κατηγορία προκύπτει βάσει των ακόλουθων παραγόντων (Refinitiv, 2020):

- Πόσες εταιρείες έχουν χειρότερη επίδοση από την βαθμολογία της εξεταζόμενης εταιρείας
- Πόσες εταιρείες έχουν την ίδια βαθμολογία με την βαθμολογία της εξεταζόμενης εταιρείας
- Πόσες εταιρείες έχουν βαθμολόγηση

Οι βαθμολογίες ESG υπολογίζονται με βάση τα βάρη των δέκα κατηγοριών (διαφορετικών ανά κλάδο), τα οποία υπολογίζονται και ενημερώνονται δυναμικά. Η βαθμολόγηση της Refinitiv βασίζεται σε περισσότερα από 500 διαφορετικά κριτήρια ESG (Refinitiv, 2021).

Κεφάλαιο 4: Βιβλιογραφική ανασκόπηση

4.1 Πληροφόρηση σε θέματα ESG

Οι Cheng et al. (2013) διαπίστωσαν ότι επιχειρήσεις με ανώτερες επιδόσεις σε θέματα Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης έχουν καλύτερη πρόσβαση σε χρηματοδότηση. Το γεγονός αυτό ενδεχομένως απορρέει από το μειωμένο κόστος αντιπροσώπησης (agency cost) λόγω της ενισχυμένης συμμετοχής των ενδιαφερομένων ή / και τη μειωμένη ασυμμετρία πληροφόρησης λόγω αυξημένης διαφάνειας. Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων, οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις με καλύτερες επιδόσεις ΕΚΕ αντιμετωπίζουν σημαντικά χαμηλότερους κεφαλαιακούς περιορισμούς, όπως δυσκολία στην έκδοση χρέους, την άντληση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά και την υψηλή εξάρτηση από τραπεζικό δανεισμό. Τέλος, η διαπιστωθείσα σχέση μεταξύ επιδόσεων ΕΚΕ και χρηματοδότησης προέρχεται τόσο από την κοινωνική όσο και από την περιβαλλοντική διάσταση της ΕΚΕ (Cheng et al., 2013).

Οι Ioannou and Serafeim (2015) ερεύνησαν τον αντίκτυπο των αξιολογήσεων της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (ΕΚΕ) στις εκτιμήσεις των αναλυτών για τις μελλοντικές οικονομικές επιδόσεις των επιχειρήσεων. Όταν οι αναλυτές αντιλαμβάνονται την ΕΚΕ ως κόστος αντιπροσώπησης (agency cost), λόγω της επικράτησης μιας λογικής αντιπροσώπησης, παράγουν απαισιόδοξες συστάσεις για εταιρείες με υψηλές αξιολογήσεις ΕΚΕ. Επιπλέον, οι ερευνητές αναφέρουν ότι με την πάροδο του χρόνου, η εστίαση των ενδιαφερομένων για θέματα ESG, σταδιακά αποδυναμώνει την λογική του κόστους αντιπροσώπησης μετατοπίζοντας τις αντιλήψεις των αναλυτών για τις αξιολογήσεις ΕΚΕ οδηγώντας σε όλο και λιγότερο απαισιόδοξες συστάσεις για εταιρείες με υψηλές αξιολογήσεις ΕΚΕ. Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα εταιρειών που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ για 15 χρόνια, οι ερευνητές επιβεβαίωσαν ότι στις αρχές της δεκαετίας του 1990, οι αναλυτές εξέδιδαν πιο απαισιόδοξες συστάσεις για εταιρείες με υψηλές αξιολογήσεις ΕΚΕ. Ωστόσο, τα πιο πρόσφατα χρόνια οι αναλυτές αξιολογούν προοδευτικά αυτές τις εταιρείες λιγότερο απαισιόδοξα και τελικά τις αξιολογούν αισιόδοξα. Επιπλέον, διαπίστωσαν ότι οι πιο έμπειροι αναλυτές και οι αναλυτές σε χρηματιστηριακές εταιρείες υψηλότερης θέσης είναι οι πρώτοι που αλλάζουν την θέση τους μεταξύ των αξιολογήσεων ΕΚΕ και της αισιοδοξίας των επενδυτικών συστάσεων (Ioannou & Serafeim, 2015).

Οι Katsantonis and Serafeim (2019) προσπάθησαν να διαφωτίσουν διάφορες πτυχές όσον αφορά την μέτρηση ESG και την αναφορά των δεδομένων. Από την έρευνά τους αρχικά διαπιστώθηκε τεράστια ποικιλία και η ασυνέπεια των δεδομένων, των μέτρων και του τρόπου με τον οποίο τα

αναφέρουν οι εταιρείες. Συγκεκριμένα διαπιστώθηκαν περισσότεροι από 20 διαφορετικοί τρόποι με τους οποίους οι εταιρείες αναφέρουν τα δεδομένα υγείας και ασφάλειας των εργαζομένων τους, καταδεικνύοντας πώς τέτοιες ασυνέπειες οδηγούν σε σημαντικά διαφορετικά αποτελέσματα. Επίσης η «συγκριτική αξιολόγηση» ή ο τρόπος με τον οποίο οι πάροχοι δεδομένων ορίζουν τις ομάδες ομότιμων των εταιρειών, μπορεί να είναι καθοριστικής σημασίας για τον προσδιορισμό της κατάταξης της απόδοσης μιας εταιρείας. Η έλλειψη διαφάνειας μεταξύ των παρόχων δεδομένων σχετικά με τα στοιχεία ομάδας ομότιμων και τα παρατηρούμενα εύρη στις μετρήσεις ESG δημιουργεί ασυνέπειες σε ολόκληρη την αγορά και υπονομεύει την αξιοπιστία των αξιολογήσεων. Τέλος οι αποκλίσεις μεταξύ των παρόχων δεδομένων ESG δεν είναι μόνο μεγάλες, αλλά στην πραγματικότητα αυξάνονται όσο αυξάνει η ποσότητα των διαθέσιμων στο κοινό πληροφοριών (Kotsantonis & Serafeim, 2019).

Οι Grewal and Serafeim (2020) επισημαίνουν ότι η πρόβλεψη του βέλτιστου επιπέδου για στόχους βιωσιμότητας μπορεί να είναι λανθασμένη και παραπλανητική αν βασίζεται σε μοτίβα που προέρχονται από τη χρηματοοικονομική λογιστική. Έτσι κατά τη μέτρηση και την διαχείριση με στόχο την βελτίωση σε θέματα ESG θα πρέπει να δίνονται σχετικά κίνητρα στα στελέχη για να επιτυγχάνουν αποτελέσματα βιωσιμότητας. Η δημιουργία εσόδων από κοινωνικές και περιβαλλοντικές επιπτώσεις επιτρέπει την ανάπτυξη αποτελεσματικών εργαλείων βελτιστοποίησης κινδύνου-απόδοσης-επιπτώσεων και τον προσδιορισμό ενός νέου αποτελεσματικού συνόρου για την οικονομία. Αυτό έχει τη δυνατότητα να αλλάξει δραματικά τις ροές κεφαλαίων σε σύγκριση με την τρέχουσα πρακτική της αγοράς που αγνοεί τον αντίκτυπο ή διεξάγει ξεχωριστές ποιοτικές και ποσοτικές αξιολογήσεις. Ακριβώς όπως η χρηματοοικονομική λογιστική υποδομή ήταν απαραίτητη προϋπόθεση για την ανάπτυξη κεφαλαιαγορών μεγάλης κλίμακας, οι σταθμισμένοι με τις επιπτώσεις χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τις κεφαλαιαγορές που βασίζονται στις εκτιμήσεις στις επιπτώσεων (Grewal & Serafeim, 2020).

4.2 Σχέση μεταξύ ESG και αποδόσεων μετοχών

Στην έρευνα των Serafeim and Yoon (2021) εξετάστηκε πως οι πληροφορίες ESG των εταιρειών επιδρούν στις τιμές των μετοχών. Βάσει 111.020 παρατηρήσεων σε 3.126 εταιρείες διαπιστώθηκε ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν μόνο σε ζητήματα που προσδιορίζονται ως οικονομικά σημαντικά για κλάδους με ισχυρά τα λογιστικά πρότυπα βιωσιμότητας και η αντίδραση είναι μεγαλύτερη για θετικές ειδήσεις που σχετίζονται σε θέματα

κοινωνικού κεφαλαίου. Κατά συνέπεια οι επενδυτές διαφοροποιούνται στις αντιδράσεις τους με βάση το αν η είδηση είναι πιθανό να επηρεάσει τα θεμελιώδη μεγέθη μιας εταιρείας και επομένως οι αντιδράσεις τους υποκινούνται από ένα οικονομικό και όχι από μη χρηματικό κίνητρο (Serafeim & Yoon, 2021).

Η σημαντική απόκλιση μεταξύ της βαθμολόγησης ESG από τις διάφορες εταιρείες αξιολόγησης διαπιστώθηκε και στην έρευνα των Christensen et al. (2021). Επίσης επιβεβαιώθηκε και σε αυτή την έρευνα ότι όσο περισσότερο αυξάνουν οι γνωστοποιήσεις θεμάτων ESG από τις εταιρείες τόσο περισσότερο μεγεθύνεται η απόκλιση των αξιολογήσεων. Επιπρόσθετα από την συγκεκριμένη έρευνα διαπιστώθηκε ότι η μεγαλύτερη διαφωνία ESG σχετίζεται με υψηλότερη αστάθεια απόδοσης, μεγαλύτερες απόλυτες κινήσεις τιμών και μικρότερη πιθανότητα έκδοσης εξωτερικής χρηματοδότησης. Συνολικά, τα ευρήματα της έρευνας υπογραμμίζουν ότι η αποκάλυψη ESG γενικά επιδεινώνει τη διαφωνία αξιολόγησης ESG αντί να την επιλύει (Christensen et al., 2021).

Στην έρευνα των Yahya and Vaihekoski (2022) που βασίστηκε σε εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο στις σκανδιναβικές χώρες από το 2010 έως το 2020, διαπιστώθηκε ότι γενικά υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της αποτίμησης της εταιρείας, των συνολικών βαθμολογιών ESG και των βαθμολογιών σχετικά με τα κοινωνικά θέματα και τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Η βαθμολογία ESG και οι βαθμολογίες των περιβαλλοντικών και κοινωνικών θεμάτων σχετίζονται επίσης θετικά με την κερδοφορία της επιχείρησης, με εξαίρεση τη βαθμολογία για την εταιρική διακυβέρνηση. Περαιτέρω αναλύσεις έδειξαν ότι η κατεύθυνση της σχέσης μεταξύ ESG και κερδοφορίας ή αποτίμησης της επιχείρησης μπορεί να διαφέρει σε επίπεδο χώρας. Επιπλέον, διαπιστώθηκε ότι οι βαθμολογίες ESG για περιβαλλοντικά θέματα των επιχειρήσεων σχετίζονται αρνητικά με την κερδοφορία, αλλά υπάρχει μια θετική σχέση με την αποτίμηση της εταιρείας και των περιβαλλοντικών θεμάτων (Yahya & Vaihekoski, 2022).

4.3 Σχέση μεταξύ ESG και αμοιβαίων κεφαλαίων

Βάσει δείγματος από κορυφαίους επαγγελματίες επενδύσεων (που διαχειρίζονται αμοιβαία κεφάλαια) οι Amel-Zadeh and Serafeim (2018) διερεύνησαν τους λόγους και τους τρόπους χρήσης των πληροφοριών ESG από τους επενδυτές. Η συνάφεια με την απόδοση της επένδυσης ήταν το πιο συχνό κίνητρο για τη χρήση δεδομένων ESG, ακολουθούμενη από την σχετική ζήτηση από τους πελάτες και την ανάγκη για τον καθορισμό της στρατηγικής για την επένδυση σε προϊόντα και στη συνέχεια για ηθικούς λόγους. Σημαντικά

εμπόδια στη χρήση των πληροφοριών ESG είναι η έλλειψη προτύπων αναφοράς και ως εκ τούτου η έλλειψη συγκρισιμότητας, αξιοπιστίας, ποσοτικοποίησης και επικαιροποίησης. Μεταξύ των διαφορετικών επενδυτικών στυλ ESG, η αρνητική παρακολούθηση (negative screening), γίνεται αντιληπτή ως η λιγότερο επωφελής επένδυση, ενώ η πλήρης ενσωμάτωση στην αποτίμηση θεωρείται πιο επωφελής. Η πλήρης ενσωμάτωση στην αποτίμηση μεμονωμένων μετοχών είναι η ρητή συμπερίληψη παραγόντων ESG στην παραδοσιακή χρηματοοικονομική ανάλυση μετοχών. Αρνητική παρακολούθηση είναι ο αποκλεισμός ορισμένων τομέων, εταιρειών ή πρακτικών από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ή χαρτοφυλάκιο με βάση συγκεκριμένα κριτήρια ESG. Αντίθετα η θετική παρακολούθηση (positive screening) είναι η συμπερίληψη ορισμένων τομέων, εταιρειών ή πρακτικών σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ή χαρτοφυλάκιο με βάση συγκεκριμένα ελάχιστα κριτήρια ESG. Η χρήση των πληροφοριών ESG ως εργαλείο ελέγχου ήταν πιο εμφανής στους μεγάλους επενδυτές. Οι επενδυτές με υψηλή κατανομή ESG ήταν γενικά πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν οποιοδήποτε από τα επενδυτικά στυλ. Οι Ευρωπαίοι επενδυτές ήταν πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν πληροφορίες ESG για να συνεργαστούν με εταιρείες, σε σύγκριση με τους επενδυτές των ΗΠΑ. Άλλες χρήσεις των πληροφοριών ESG σχετίζονται με πιο εξειδικευμένες επενδυτικές στρατηγικές, όπως οι θεματικές επενδύσεις (21%), δηλαδή επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία που σχετίζονται ειδικά με παράγοντες ESG όπως η καθαρή ενέργεια, η πράσινη τεχνολογία ή η αειφόρος γεωργία, εύρημα που επίσης πιο εμφανές στην Ευρώπη από ότι στις ΗΠΑ. Τέλος οι επενδυτές με υψηλή κατανομή ESG και εκείνοι από την Ευρώπη ήταν γενικά πιο αισιόδοξοι για τον οικονομικό αντίκτυπο των διαφορετικών στρατηγικών ESG (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018).

Οι ρυθμιστικές αρχές, οι ακαδημαϊκοί και τα μέσα χρηματοοικονομικής ενημέρωσης κατά το παρελθόν έχουν εκφράσει ανησυχίες σχετικά με την ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων ESG και τις σημαντικές ροές περιουσιακών στοιχείων σε τέτοια κεφάλαια. Αυτές οι ανησυχίες περιλαμβάνουν ότι η επισήμανση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου με τον όρο «ESG» είναι δυνητικά παραπλανητική, ότι οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων μπορεί να εκμεταλλεύονται τη ζήτηση των επενδυτών για να χρεώσουν υπερβολικές προμήθειες, ότι ο προσανατολισμός προς το ESG θυσιάζει την οικονομική αξία και ότι οι επιλέξιμοι μέτοχοι για ψηφοφορίες από τα αμοιβαία κεφάλαια (πχ για την τροποποίηση ενημερωτικών δελτίων) δεν επιλέγουν ισάξιους πληρεξούσιους. Σε εμπειρική έρευνα των Curtis et al. (2021) μελετήθηκαν οι παραπάνω ανησυχίες. Τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν παρείχαν καμία αιτιολόγηση για ρυθμιστικές παρεμβάσεις. Με απλά λόγια, η ανάλυση αποκάλυψε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια ESG δεν παρουσιάζουν επί του παρόντος ξεχωριστές ανησυχίες ούτε από την άποψη της προστασίας των επενδυτών ούτε από την άποψη των κεφαλαιαγορών. Τα αμοιβαία κεφάλαια που χρησιμοποιούν επενδυτική στρατηγική ESG επενδύουν και ψηφίζουν

διαφορετικά από τα αμοιβαία κεφάλαια που δεν θέλουν να το κάνουν. Τα κεφάλαια ESG δεν φαίνεται να χρεώνουν στους επενδυτές υψηλότερες προμήθειες ή να θυσιάζουν αποδόσεις σε σχέση με τα παραδοσιακά αντίστοιχα (Curtis et al., 2021).

Οι DesJardine and Durand (2020) ερεύνησαν πως τα ακτιβιστικά αμοιβαία κεφάλαια επηρεάζουν τις οικονομικές και κοινωνικές αποδόσεις των επιχειρήσεων. Με δεδομένα από 1.324 ακτιβιστικά αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 2000-2016 διαπιστώθηκε ότι τα οφέλη για τους μετόχους ήταν βραχυπρόθεσμα, αντανακλώντας την άμεση αύξηση τις αγοραίας αξίας και της κερδοφορίας. Όμως αυτές οι αυξήσεις είχαν μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο κόστος, καθώς συνοδεύτηκαν από μειώσεις στις λειτουργικές ταμειακές ροές, στις επενδυτικές δαπάνες και στην κοινωνική απόδοση. Πιο συγκεκριμένα σχετικά με τις κοινωνικές επιδόσεις διαπιστώθηκε ότι CSP δεν μειώθηκε, αλλά παρέμεινε στάσιμο μετά την ιδιοκτησία ακτιβιστών hedge funds, καθώς οι στοχευμένες εταιρείες έθεσαν σε αναμονή τις πρωτοβουλίες CSP αντί να ενισχύουν τις προηγούμενες περιβαλλοντικές και κοινωνικές επενδύσεις τους. Το συνολικό συμπέρασμα της έρευνας καταλήγει ότι τα ακτιβιστικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν ανταγωνιστικές επιπτώσεις στις επιχειρήσεις και την κοινωνία (DesJardine & Durand, 2020).

Η σχέση της απόδοσης των κοινωνικά υπεύθυνων επενδύσεων έχει απασχολήσει τους ερευνητές και όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια. Οι Durán-Santomil et al. (2019) διερεύνησαν το ζήτημα για ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια την περίοδο 2016-2018. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι βαθμολογίες βιωσιμότητας επηρέασαν θετικά την απόδοση, κάτι που συνάδει με την ιδέα ότι τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύονται σε εταιρείες με καλύτερες βαθμολογίες παράγουν καλύτερες επιδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο και μη προσαρμοσμένες στον κίνδυνο. Επίσης διαπιστώθηκε ότι η βαθμολογία βιωσιμότητας το προηγούμενο έτος είναι σημαντική για τις ροές του επόμενου έτους, δηλαδή τα κεφάλαια με υψηλότερη αξιολόγηση λαμβάνουν μεγαλύτερο όγκο κεφαλαίων. Όσον αφορά τον κίνδυνο, το επίπεδο βιωσιμότητας σχετίζεται αρνητικά με την αξία σε κίνδυνο (VaR) των αμοιβαίων κεφαλαίων, καταδεικνύοντας ότι τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλότερης βαθμολογίας προσφέρουν καλύτερη προστασία από ακραίες ζημιές (Durán-Santomil et al., 2019).

Στην Ετήσια Στατιστική Έκθεση 2022 της ESMA παρουσιάστηκαν οι επιδόσεις και το κόστος των επενδυτικών προϊόντων λιανικής στην Ευρωπαϊκή Ένωση για την περίοδο 2020 - 2021. Το 2021 όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια ESG που επενδύουν σε μετοχές το κόστος τους ήταν ελαφρά μικρότερο από τα αμοιβαία κεφάλαια χωρίς την σήμανση ESG, κυρίως λόγω κλαδικών παραγόντων. Επίσης κατά μέσο όρο είχαν καλές αποδόσεις το 2020. Παρόλα αυτά μεταξύ των χωρών της ΕΕ οι ετερογένειες παρέμειναν

καταδεικνύοντας ζητήματα συγκρισιμότητας. Βάσει των αποτελεσμάτων της έρευνας του 2020 είχε διαπιστωθεί ότι τα αμοιβαία κεφάλαια ESG επίσης είχαν ξεπεράσει τα αμοιβαία κεφάλαια που δεν ήταν ESG αλλά τα δεύτερα ήταν φθηνότερα από τα πρώτα (ESMA, 2022).

Οι Ceccarelli et al. (2022) επίσης διερεύνησαν την σχέση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με το βαθμό ενσωμάτωσης θεμάτων ESG στα αμοιβαία κεφάλαια. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν μια θετική ισχυρή συσχέτιση. Μάλιστα τα αμοιβαία κεφάλαια με το υψηλότερο επίπεδο ενοποίησης ESG ξεπερνούσαν τα συγκρίσιμα συμβατικά αμοιβαία κεφάλαια κατά 4 μονάδες βάσης το μήνα όσον αφορά τις αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο. Οι υψηλότερες αποδόσεις συγκεντρώνονταν σε αμοιβαία κεφάλαια που επένδυαν σε εταιρείες όπου η παροχή ανώτερης πληροφόρησης ήταν σημαντική. Επιπρόσθετα διερευνήθηκε γιατί η ενσωμάτωση ESG στα αμοιβαία κεφάλαια αποφέρει θετικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων με υψηλό βαθμό ενσωμάτωσης θεμάτων ESG μόνο αυτά με υψηλές επενδυτικές δεξιότητες, δηλαδή διαχειριστές που γνωρίζουν τα θέματα ESG και ενδεχομένως έχουν πληροφοριακό πλεονέκτημα έχουν υψηλότερες αποδόσεις, καθώς είναι σε θέση να εντοπίζουν επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες (Ceccarelli et al., 2022).

Κεφάλαιο 5: Έρευνα πεδίου: Συνέντευξη

5.1 Στοιχεία έρευνας

Η έρευνα πεδίου αποτελεί ένα είδος έρευνας που επιτρέπει στον ερευνητή να παρατηρεί το αντικείμενο έρευνας στο περιβάλλον που πραγματοποιείται και συνήθως περιλαμβάνει την καταγραφή παρατηρήσεων. Όταν η βαθύτερη κατανόηση και η ανάλυση κάποιου θέματος απαιτεί τη γνώση της σκέψης, των συναισθημάτων, κλπ κάποιου ερωτώμενου, τότε η άντληση των απαραίτητων πληροφοριών επιτυγχάνεται βέλτιστα μέσω των συνεντεύξεων (Χαλικιάς et al., 2015).

Για την διερεύνηση της άποψης των επαγγελματιών της αγοράς σχετικά με τα θέματα ESG πραγματοποιήθηκε συνέντευξη με τον κύριο Ρεμούνδο Πάνο, Διευθυντή της Διεύθυνσης Επενδυτικών Χαρτοφυλακίων της Alpha Bank. Η συνέντευξη βασίστηκε σε ένα σύντομο ερωτηματολόγιο και στην επόμενη ενότητα αποτυπώνονται οι απόψεις και τα σχόλια του ερωτώμενου.

5.2 Συνέντευξη

Σ = Συγγραφέας

E = Ερωτώμενος

Σ: Μπορεί η νέα γενιά επενδυτών (ιδιωτών / θεσμικών) να αποτελέσει το βαρόμετρο μετατόπισης των επενδύσεων από τις παραδοσιακές προς εκείνες που πληρούν τα κριτήρια ESG;

E: Προφανώς είναι μια τάση που φαίνεται εξαιρετικά ισχυρή. Αναφορικά με τους θεσμικούς επενδυτές η υιοθέτηση κριτηρίων ESG είναι τα τελευταία χρόνια, ιδιαίτερα στην Ευρώπη αλλά τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε αγορές της Ασίας, πρακτικά απαραίτητη προϋπόθεση για την επιλογή των επενδύσεων στα χαρτοφυλάκιά τους, καθώς εκτιμάται ότι η ενσωμάτωσή τους συμβάλει σε αύξηση της μεσομακροπρόθεσης βιωσιμότητας και αξίας των επενδύσεων συνδυαστικά με τη μείωση του κινδύνου. Αναφορικά με τους ιδιώτες επενδυτές, η συμπερίληψη κριτηρίων βιωσιμότητας και ESG είναι συνεχώς αυξανόμενη, καθώς συνάδει με το αξιακό σύστημα των νεότερων γενεών που δεν περιορίζεται μόνο στα κριτήρια κινδύνου και απόδοσης.

Σ: Ποιο θεωρείτε πως είναι το μέλλον των αποδόσεων των ESG τοποθετήσεων;

Ε: Οι μεσομακροπρόθεσμες αποδόσεις των επενδύσεων που συμπεριλαμβάνουν κριτήρια ESG αποδεικνύονται συγκριτικά κάπως καλύτερες (χωρίς ωστόσο να διαφοροποιούνται σημαντικά) και με μικρότερες διακυμάνσεις λόγω του καλύτερου προφίλ κινδύνου που ενσωματώνουν (εκτεθειμένες σε λιγότερους κινδύνους).

Σ: Μπορεί ο πόλεμος που ξεκίνησε από την Ρωσία και μπορεί να χαρακτηριστεί ως ενεργειακός, να επηρεάσει τις προβλέψεις αύξησης των ESG τοποθετήσεων;

Ε: Όχι απαραίτητα, ωστόσο θα ενισχύσει κλάδους με χαρακτηριστικά ESG όπως αυτοί που βρίσκονται στη φάση της ενεργειακής μετάβασης όπως και θα ενισχύσει την έμφαση στο S.

Σ: Ευρώπη και Αμερική πρωτοστατούν στην υιοθέτηση των κριτηρίων ESG στις τοποθετήσεις τους. Ο υπόλοιπος κόσμος;

Ε: Η παγκοσμιοποίηση της επενδυτικής διαδικασίας και προκειμένου να είναι επιλέξιμες επενδυτικές τοποθετήσεις ενισχύει την τάση προς το ESG και στις λεγόμενες αναδυόμενες οικονομίες.

Σ: Ποια θεωρείτε πως είναι τα εμπόδια στην ενσωμάτωση δεδομένων ESG κατά τη διαδικασία λήψεως επενδυτικών αποφάσεων τόσο από πλευράς των ιδιωτών όσο κυρίως και από εκείνη των θεσμικών επενδυτών;

Ε: Πρόβλημα αποτελεί η έλλειψη σχετικών προϊόντων σε ορισμένες επενδυτικές κατηγορίες όπως λ.χ, η ομολογιακή συνδυαστικά με τη συνεχώς τροποποιούμενη σχετική νομοθεσία.

Σ: Ποια εκτιμάτε πως είναι τα σημαντικότερα προβλήματα που καλούνται να ξεπεράσουν οι θεσμικοί επενδυτές σχετικά με τις ESG επενδύσεις;

Ε: Ιδιαίτερα σημαντικά προβλήματα είναι η συνεχώς τροποποιούμενη σχετική νομοθεσία και το φαινόμενο του Greenwashing.

Σ: Επιπλέον, θα παρακαλούσα για το σχόλιό σας σχετικά με το παρελθόν, το παρόν και το μέλλον των επενδυτικών τοποθετήσεων που πληρούν τα ESG κριτήρια, από τη σκοπιά των θεσμικών επενδυτών.

Ε: Αναφορικά με τους θεσμικούς επενδυτές η υιοθέτηση κριτηρίων ESG και αρχών Υπευθύνων Επενδύσεων είναι τα τελευταία χρόνια πρακτικά απαραίτητη προϋπόθεση για την επιλογή των επενδύσεων στα χαρτοφυλάκιά τους, καθώς εκτιμάται ότι η ενσωμάτωσή τους συμβάλει σε αύξηση της μεσομακροπρόθεσης βιωσιμότητας και αξίας των επενδύσεων συνδυαστικά με τη μείωση του κινδύνου. Η απουσία υιοθέτησης σχετικών κριτηρίων πρακτικά δεν θα επιτρέψει σταδιακά την αποτελεσματική διάθεση επενδυτικών προϊόντων στο επενδυτικό κοινό, καθιστώντας την κατάταξή τους σε κάποια κλίμακα βιωσιμότητας απαραίτητη προϋπόθεση.

Κεφάλαιο 6: Εμπειρική εξέταση της απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με κριτήρια ESG

6.1 Μεθοδολογία

6.1.1 Σκοπός

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι να μελετήσει αν υπάρχουν διαφορές μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε μετοχές εταιρειών χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση ως προς την απόδοσή τους. Επιπλέον, εξετάστηκε αν το επίπεδο περιβαλλοντικής, κοινωνικής και εταιρικής διακυβέρνησης συσχετίζεται με την απόδοση των εταιρειών.

6.1.2 Δείγμα

Για την διερεύνηση του στόχου της έρευνας συλλέχθηκε δείγμα 1348 αμοιβαίων κεφαλαίων (1277 με ESG score και 71 χωρίς ESG score). Μάλιστα για τα αμοιβαία κεφάλαια με ESG score επιλέχθηκε να έχουν σκορ πάνω από 40. Επιπλέον, πληρούσαν τα ακόλουθα κριτήρια ESG Score, Asset Type is Equity, Fund Total Net Assets (mil) greater than \$1.000 & Base Currency is US Dollar & - Top-10 Investing Sectors (Name & Weight). Τέλος, τα δεδομένα (ESG score, SEC 5 Year Performance (US Dollar), Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar) (πρόκειται για να έναν δείκτη ο οποίος περιλαμβάνει όχι μόνο την απόδοση αλλά και το ρίσκο, μεγαλύτερες τιμές του δείκτη μεγαλύτερη απόδοση με μικρότερο ρίσκο ταυτόχρονα) αντλήθηκαν από την βάση Refinitiv (2022), πρώην Asset4 της Thomson Reuters.

6.1.3 Στατιστική ανάλυση

Η ανάλυση περιλάμβανε διμεταβλητές αναλύσεις (Spearman's rho & MannWhitney) για την απάντηση των ερευνητικών στόχων. Η ανάλυση πραγματοποιήθηκε με το στατιστικό πρόγραμμα SPSS 22.0.

6.2 Αποτελέσματα έρευνας

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της περιγραφικής και της επαγωγικής στατιστικής.

Πίνακας 1: ESG

	N	%
Όχι	71	5,3
Ναι	1277	94,7
Total	1348	100,0

Στον πίνακα 1 παρατηρείται το 94,7% των αμοιβαίων κεφαλαίων να έχουν περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση ενώ το 5,3% των αμοιβαίων δεν έχουν.

Πίνακας 2: Περιγραφικά για τα αμοιβαία κεφάλαια με ESG

Ελάχιστη	Μέγιστο	M	TA
40,00	81,92	63,87	9,24

Στον πίνακα 2 παρατηρείται ότι η μέση τιμή για το ESG είναι ίσο με 63,87 (TA = 9,24). Η μικρότερη τιμή είναι 40 και η μεγαλύτερη είναι 81,92.

Στον πίνακα 3 παρατηρείται το 28,3% των αμοιβαίων κεφαλαίων με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση επενδύουν στον χρηματοπιστωτικό κλάδο έναντι του 26,8% των αμοιβαίων κεφαλαίων χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική διακυβέρνηση. Ακόμα, το 50,7% των αμοιβαίων κεφαλαίων με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση επενδύει στον τεχνολογικό κλάδο έναντι του 31,08% των αμοιβαίων κεφαλαίων χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική διακυβέρνηση.

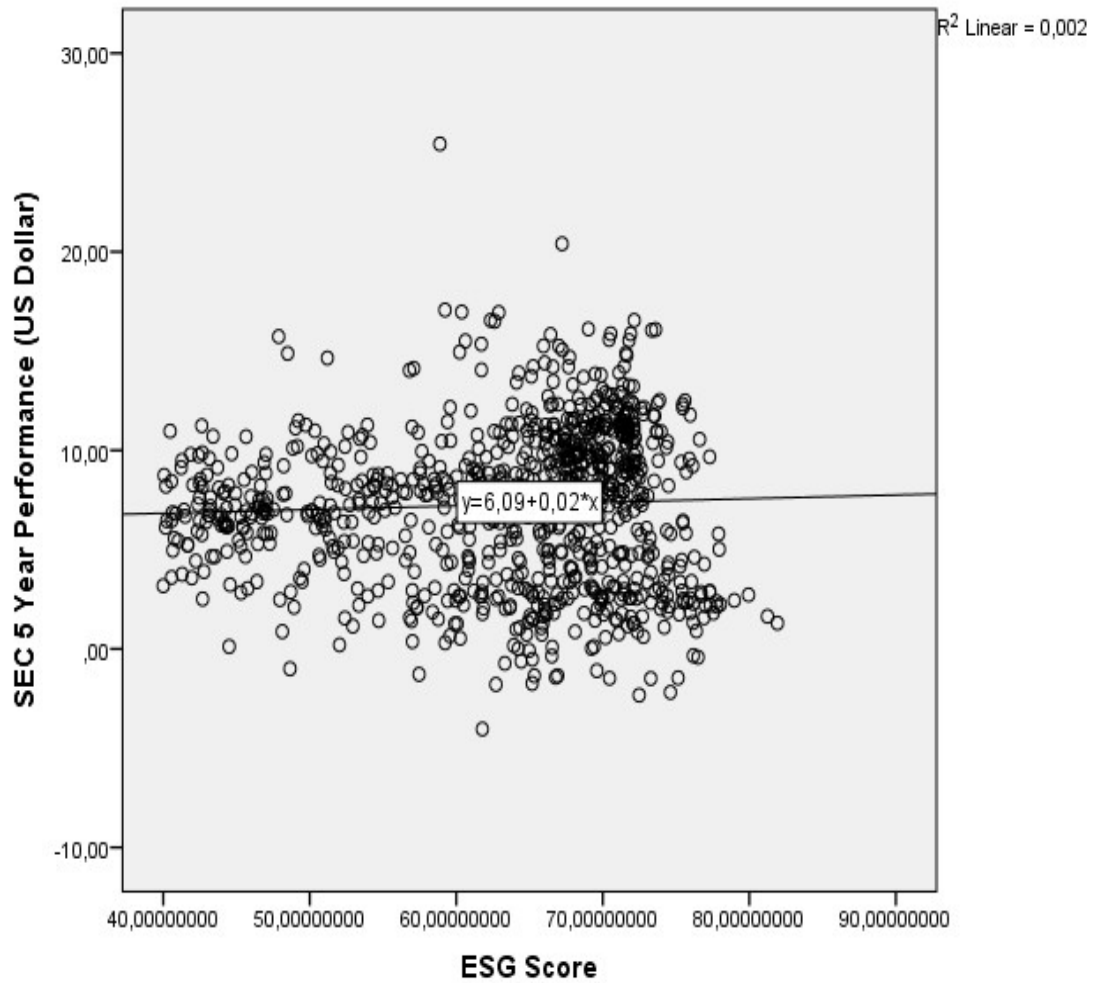
Πίνακας 3: Κλάδος εταιρειών των αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουν ESG έναντι των εταιρειών που δεν έχουν

	ESG			
	No	Yes	Total	
Unregistered	N	9	1	10
	%	12,7%	0,1%	0,7%
Automation	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%

Banks	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Basic Materials	N	2	8	10
	%	2,8%	0,6%	0,7%
Consumer Cyclical	N	1	28	29
	%	1,4%	2,2%	2,2%
Consumer Discretionary	N	0	3	3
	%	0,0%	0,2%	0,2%
Consumer Non-Cyclical	N	1	9	10
	%	1,4%	0,7%	0,7%
Consumer Staples	N	0	2	2
	%	0,0%	0,2%	0,1%
eCommerce	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Electric Utilities	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Enabling Technologies	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Energy	N	2	12	14
	%	2,8%	0,9%	1,0%
Fertilizers & Agricultural Chemicals	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Financials	N	19	361	380
	%	26,8%	28,3%	28,2%
Health Care	N	2	70	72
	%	2,8%	5,5%	5,3%
Industrials	N	2	75	77
	%	2,8%	5,9%	5,7%
Industrials & Business Services	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Information Technology	N	2	28	30
	%	2,8%	2,2%	2,2%
Non classified Equity	N	1	0	1
	%	1,4%	0,0%	0,1%
Not classified – Non Equity	N	8	1	9
	%	11,3%	0,1%	0,7%
Oncology	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Others	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Pharmaceuticals	N	0	3	3
	%	0,0%	0,2%	0,2%
Pharmaceuticals & Medical Technology	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%

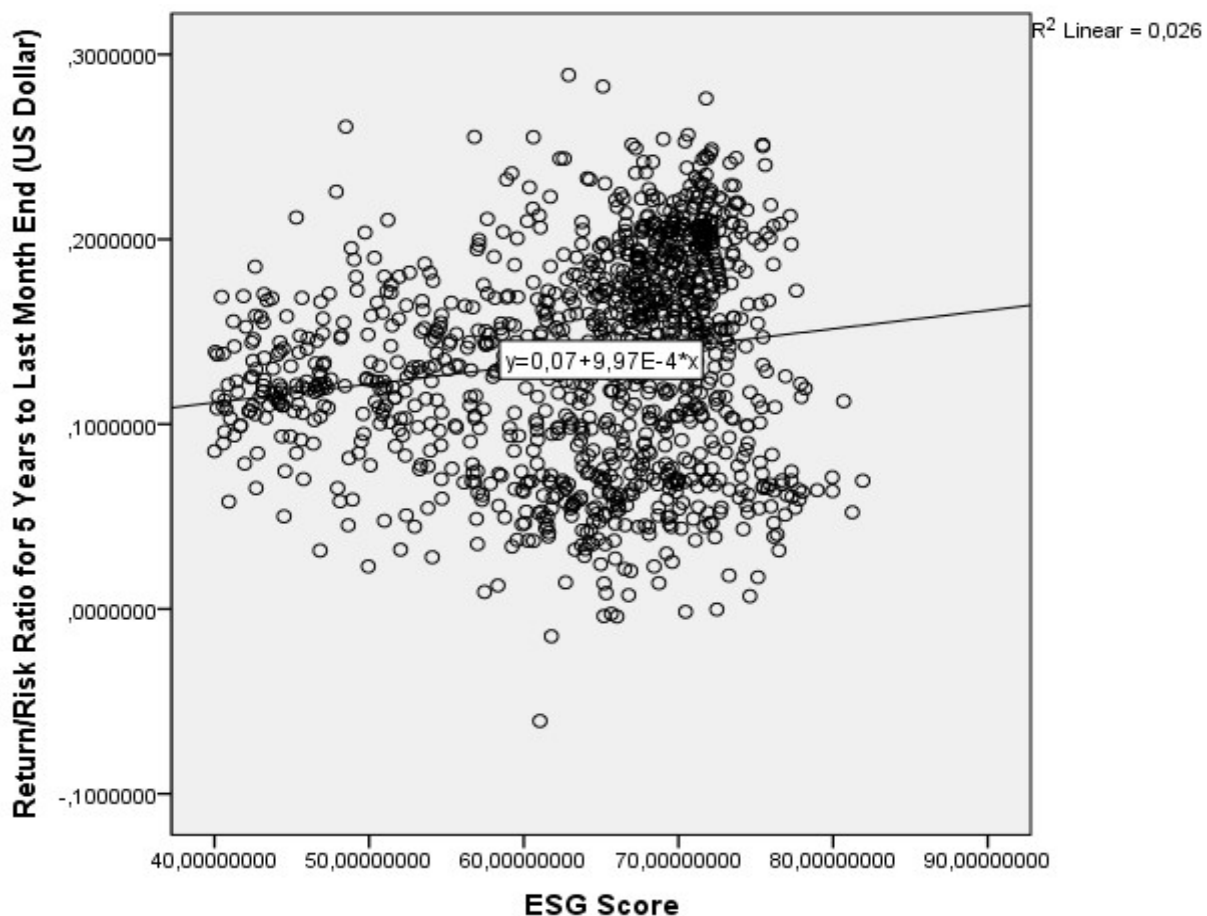
Real Estate	N	0	2	2
	%	0,0%	0,2%	0,1%
Security Services	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Semi & Hardware	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Semiconductors	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Semiconductors & Semiconductor Equipment	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Technology	N	22	647	669
	%	31,0%	50,7%	49,6%
Timberland	N	0	1	1
	%	0,0%	0,1%	0,1%
Utilities	N	0	12	12
	%	0,0%	0,9%	0,9%
Total	N	71	1277	1348
	%	100,0%	100,0%	100,0%

Γράφημα 3: Διασπορά μεταξύ ESG & 5 Year Performance



Στο γράφημα 3 παρατηρείται ότι υπάρχει ισχνή ένταση σχέσης μεταξύ του ESG score & του SEC 5 Year Performance. Πιο συγκεκριμένα παρατηρείται ότι υπάρχει ελαφριά ανοδική τάση του SEC 5 Year Performance καθώς αυξάνει το σκορ του ESG.

Γράφημα 4: Διασπορά μεταξύ ESG & Return / Risk for 5 years



Στο γράφημα 4 παρατηρείται ότι υπάρχει ισχνή ένταση σχέσης μεταξύ του ESG score & του Return / Risk Ratio for 5 Years to Last Month End. Πιο συγκεκριμένα παρατηρείται ότι υπάρχει ελαφριά ανοδική τάση του Return / Risk Ratio for 5 Years to Last Month End καθώς αυξάνει το σκορ του ESG.

Πίνακας 4: Έλεγχος κανονικότητας των δεδομένων

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	p	Statistic	df	p
ESG	0,541	959	0,000	0,185	959	0,000
SEC 5 Year Performance (US Dollar)	0,050	959	0,000	0,990	959	0,000
Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar)	0,053	959	0,000	0,987	959	0,000

Στον πίνακα 4 παρουσιάζεται ο έλεγχος κανονικότητας των δεδομένων με την χρήση των στατιστικών ελέγχων Kolmogorov Smirnov & Shapiro -Wilk. Βάσει των ελέγχων αυτών τα δεδομένα δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή ($p < .05$). Για αυτό τον λόγο χρησιμοποιούνται παρακάτω οι μη παραμετρικοί έλεγχοι Spearman's rho & MannWhitney. Στους επόμενους τρεις πίνακες παρουσιάζονται οι συσχετίσεις για το σύνολο του δείγματος, τις χρηματοπιστωτικές εταιρείες και τις τεχνολογικές εταιρείες ξεχωριστά (οι δύο τελευταίοι κλάδοι εταιρειών επιλέχθηκαν λόγω του πλήθους του δείγματος τους). Ο δείκτης συσχέτισης του Spearman's δείχνει αν οι μεταβλητές συσχετίζονται μεταξύ τους θετικά ή αρνητικά, ο δείκτης λαμβάνει τιμές από - 1 έως 1, θετικές τιμές υποδηλώνουν θετική συσχέτιση ενώ αρνητικές τιμές υποδηλώνουν αρνητικές τιμές.

Πίνακας 5: Συσχετίσεις (Σύνολο δείγματος εταιρειών με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση)

			ESG Score	SEC 5 Year Performance (US Dollar)	Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar)
Spearman's rho	ESG Score	Correlation Coefficient	1,000	,082*	,219**
		Sig. (2-tailed)	.	,012	,000
		N	1277	925	1190
	SEC 5 Year Performance (US Dollar)	Correlation Coefficient	,082*	1,000	,966**
		Sig. (2-tailed)	,012	.	,000
		N	925	961	959
	Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar)	Correlation Coefficient	,219**	,966**	1,000
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	.
		N	1190	959	1247

Στον πίνακα 5 παρατηρείται ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των εταιρειών με ESG score & του Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar) ($r = .219, p < .01$).

Στον πίνακα 6 παρατηρείται ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ των οικονομικών εταιρειών με ESG score & του SEC 5 Year Performance (US Dollar) ($r = -.273, p < .01$).

Πίνακας 6: Συσχετίσεις (Οικονομικές εταιρείες με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση)

			ESG Score	SEC 5 Year Performance (US Dollar)	Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar)
Spearman's rho	ESG Score	Correlation Coefficient	1,000	-,273**	-,152**
		Sig. (2-tailed)	.	,000	,005
		N	361	304	341
	SEC 5 Year Performance (US Dollar)	Correlation Coefficient	-,273**	1,000	,962**
		Sig. (2-tailed)	,000	.	,000
		N	304	304	304
	Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar)	Correlation Coefficient	-,152**	,962**	1,000
		Sig. (2-tailed)	,005	,000	.
		N	341	304	341

Πίνακας 7: Συσχετίσεις (Τεχνολογικές εταιρείες με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση)

			ESG Score	SEC 5 Year Performance (US Dollar)	Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar)
Spearman's rho	ESG Score	Correlation Coefficient	1,000	,346**	,439**
		Sig. (2-tailed)	.	,000	,000
		N	647	456	598

SEC 5 Year Performance (US Dollar)	Correlation Coefficient	,346**	1,000	,941**
	Sig. (2-tailed)	,000	.	,000
	N	456	456	454
Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar)	Correlation Coefficient	,439**	,941**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	.
	N	598	454	598

Στον πίνακα 7 παρατηρείται ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των τεχνολογικών εταιρειών με ESG score & του Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar) ($r = .439$, $p < .01$) αλλά και του SEC 5 Year Performance (US Dollar) ($r = .346$, $p < .01$).

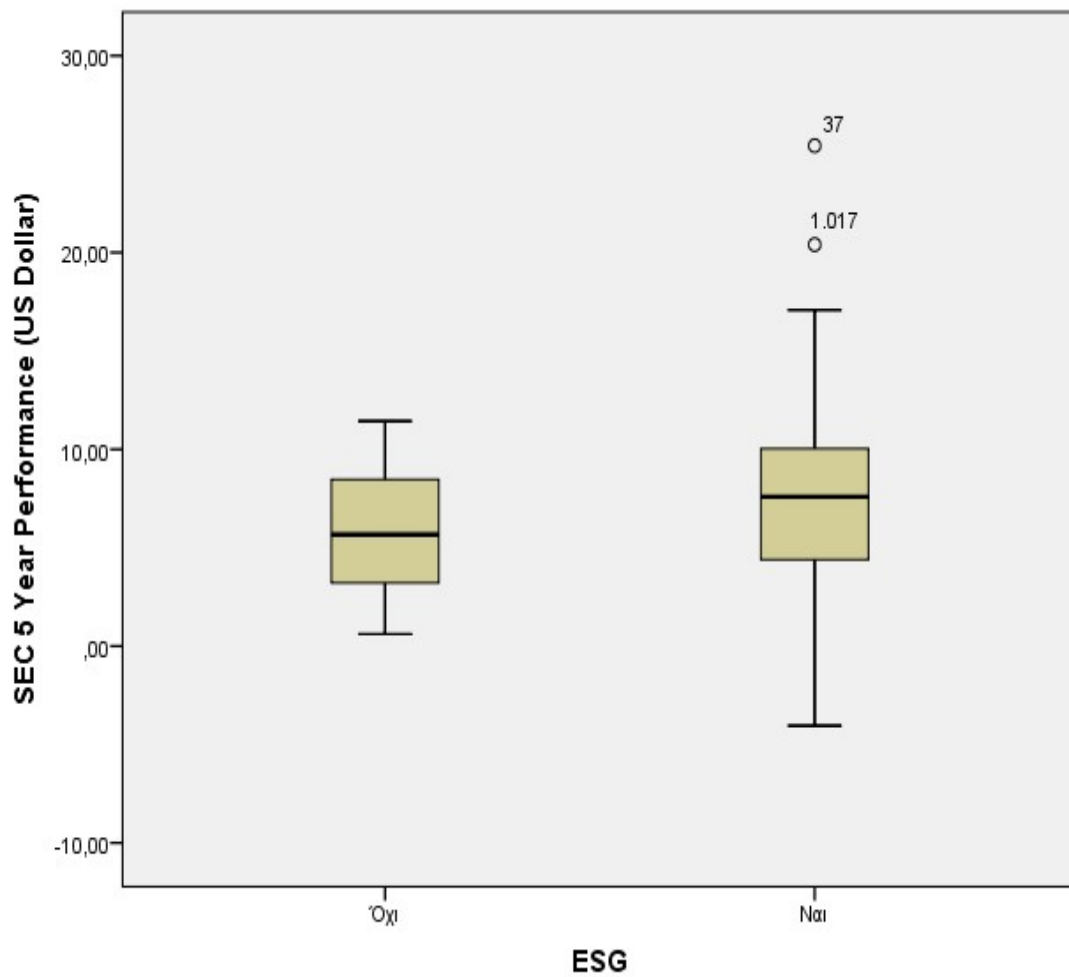
Πίνακας 8: Διαφορές μεταξύ εταιρειών με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των εταιρειών χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση ως προς το SEC 5 Year Performance & Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month (Σύνολο δείγματος)

	ESG							p
	Όχι			Ναι			U	
	M	Δ	TA	M	Δ	TA		
SEC 5 Year Performance (US Dollar)	5,82	5,67	3,23	7,26	7,59	3,89	12891,000	,021
Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar)	,12	,12	,05	,14	,14	,06	27559,000	,017

Σημείωση: M = μέση τιμή, Δ = διάμεσος, TA = τυπική απόκλιση, U = η τιμή της συνάρτησης MannWhitney

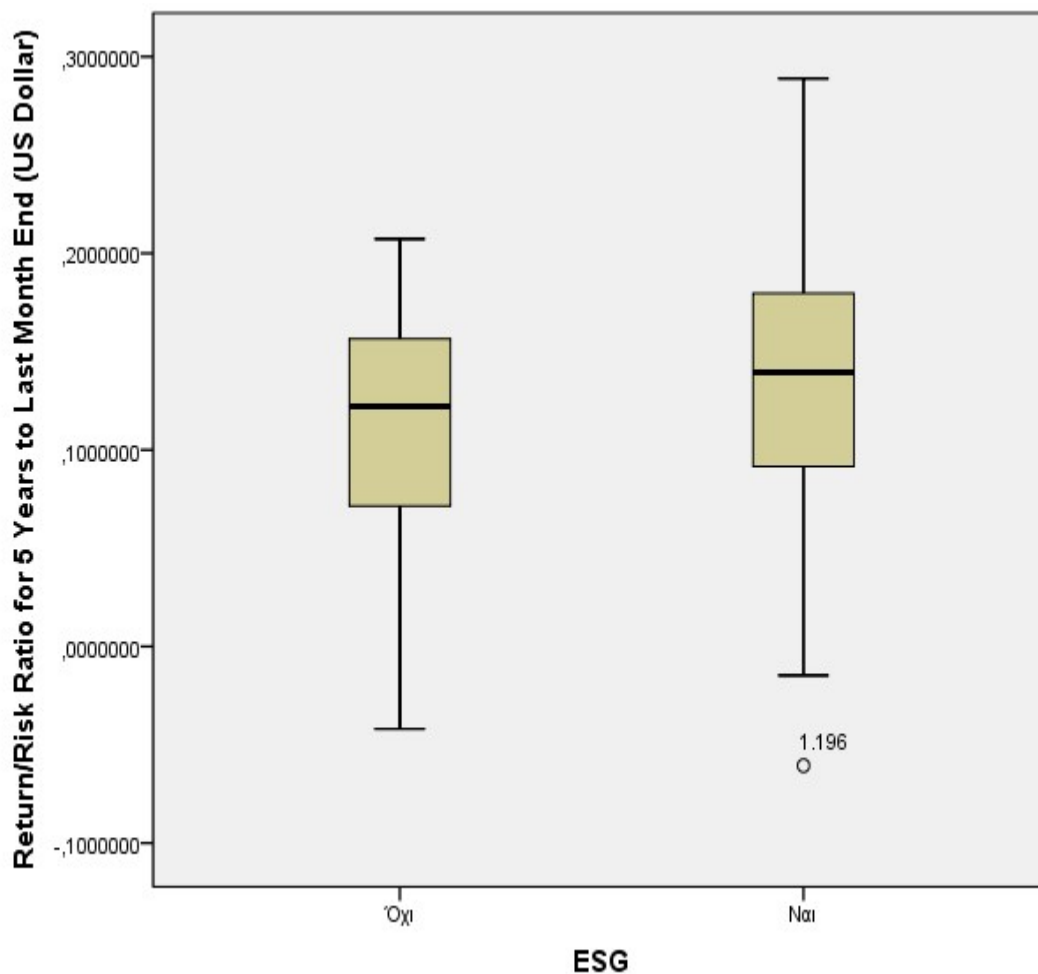
Σύμφωνα με τον πίνακα 8 παρατηρείται ότι τα αμοιβαία κεφάλαια με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των αμοιβαίων κεφαλαίων χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση να παρουσιάζουν υψηλότερο SEC 5 Year Performance (7,26 έναντι 5,82) & Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month (Σύνολο δείγματος) (0,14 έναντι 0,12).

Γράφημα 5: Διαφορές μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι χωρίς ως προς το SEC 5 Year Performance (Σύνολο δείγματος)



Στο γράφημα 5 παρατηρείται να βρίσκεται σε υψηλότερο επίπεδο η κατανομή του SEC 5 Year Performance (US Dollar) για την περίπτωση εταιρειών με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των εταιρειών χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση.

Γράφημα 6: Διαφορές μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι χωρίς ως προς το Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month (Σύνολο δείγματος)



Στο γράφημα 6 παρατηρείται να βρίσκεται σε υψηλότερο επίπεδο η κατανομή του Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar) για την περίπτωση εταιρειών με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των εταιρειών χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση.

Πίνακας 9: Διαφορές μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι χωρίς ως προς το SEC 5 Year Performance & Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month (τεχνολογικές εταιρείες)

	ESG							
	Όχι			Ναι			U	p
	M	Δ	TA	M	Δ	TA		
SEC 5 Year Performance (US Dollar)	6,65	5,90	2,97	8,86	9,67	3,96	1725,500	,029
Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar)	,14	,13	,04	,16	,17	,06	3891,500	,099

Σημείωση: M = μέση τιμή, Δ = διάμεσος, TA = τυπική απόκλιση, U = η τιμή της συνάρτησης MannWhitney

Σύμφωνα με τον πίνακα 9 παρατηρείται ότι οι εταιρείες με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των εταιρειών χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση να παρουσιάζουν υψηλότερο SEC 5 Year Performance (8,86 έναντι 6,65).

Πίνακας 10: Διαφορές μεταξύ εταιρειών με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των εταιρειών χωρίς ως προς το SEC 5 Year Performance & Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month (οικονομικές εταιρείες)

	ESG							
	Όχι			Ναι			U	p
	M	Δ	TA	M	Δ	TA		
SEC 5 Year Performance (US Dollar)	4,72	4,54	3,19	5,41	5,90	2,69	1569,000	,411
Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar)	,09	,11	,06	,11	,11	,04	2545,500	,397

Σημείωση: M = μέση τιμή, Δ = διάμεσος, TA = τυπική απόκλιση, U = η τιμή της συνάρτησης MannWhitney

Σύμφωνα με τον πίνακα 10 παρατηρείται ότι οι εταιρείες με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των εταιρειών χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση να παρουσιάζουν παρόμοιο SEC 5 Year Performance & Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month.

Κεφάλαιο 7: Συμπεράσματα

Από την ανάλυση που πραγματοποιήθηκε βρέθηκε ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των εταιρειών με ESG score & του Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar). Δηλαδή, η περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση συσχετίζεται θετικά με την απόδοση. Ακόμα, βρέθηκε ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ των οικονομικών εταιρειών με ESG score & του SEC 5 Year Performance (US Dollar) (πιθανώς αυτό να οφείλεται στο γεγονός ότι η απόδοση των χρηματοπιστωτικών εταιρειών δεν είναι σταθερή ανά έτος με αποτέλεσμα κάποιες χρονιές που είναι «κακές» η σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών να είναι αρνητική) και παράλληλα βρέθηκε ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των τεχνολογικών εταιρειών με ESG score & του Return/Risk Ratio for 5 Years to Last Month End (US Dollar) αλλά και του SEC 5 Year Performance (US Dollar).

Επιπρόσθετα, βρέθηκε ότι οι εταιρείες με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι των εταιρειών χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση να παρουσιάζουν υψηλότερο SEC 5 Year Performance & Return / Risk Ratio for 5 Years to last Month. Ανάλογο αποτέλεσμα βρέθηκε για τις τεχνολογικές εταιρείες σε σχέση με το SEC 5 Year Performance. Αυτό πιθανόν να οφείλεται στο γεγονός ότι οι τεχνολογικές εταιρείες έχουν γενικά καλύτερη απόδοση έναντι του συνόλου των εταιρειών. Για τις χρηματοπιστωτικές εταιρείες δεν βρέθηκαν διαφορές για κανέναν από τους δύο δείκτες μεταξύ εταιρειών με περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση έναντι εταιρειών χωρίς περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση.

Τα τελευταία χρόνια, η έρευνα έχει δείξει ότι πολλοί παράγοντες ESG, όπως οι περιβαλλοντικές πρακτικές, μπορούν να έχουν άμεσο ή έμμεσο σημαντικό αντίκτυπο στις οικονομικές επιδόσεις των εταιρειών (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018) (Serafeim & Yoon, 2021; Ceccarelli et al., 2022) και θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη από τους διαχειριστές επενδύσεων. Αυτοί οι παράγοντες δεν μπορούν πλέον να θεωρούνται ως απλά κοινωνικά ή ηθικά ζητήματα. Η πρόκληση για τους διαχειριστές επενδύσεων είναι να εντοπίσουν και να λάβουν υπόψη τους σχετικούς παράγοντες ESG για τις βιομηχανίες και τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν. Αν και αυτό μπορεί να περιπλέκεται από την έλλειψη βιομηχανικών προτύπων που θα πρέπει να καθοδηγούν την αναφορά ESG και καθιστούν όλο και πιο ασαφές το περιβάλλον αναφοράς ESG (Kotsantonis & Serafeim, 2019; Curtis et al., 2021). Δεδομένης της σημασίας παραγόντων ESG για την δημιουργία αξίας στις επιχειρήσεις και στους επενδυτές, όχι μόνο βραχυπρόθεσμα αλλά και μακροπρόθεσμα, οι αρμόδιοι φορείς και οι επενδυτές θα πρέπει να εστιάσουν στην δημιουργία ενός ενιαίου

πλασίου αναφοράς ESG ώστε να εκλείψουν παρανοήσεις και εφαρμογή διαφορετικών πρακτικών που αφενός δεν διευκολύνουν τις επιχειρήσεις να αναλάβουν πιο ουσιαστική δράση και αφετέρου δυσκολεύουν τους επενδυτές να λάβουν αποφάσεις.

Διεθνής Βιβλιογραφία

- Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G., 2018. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), pp.87-103.
- Bloomberg, 2021. *Blomberg*. [Online] Available at: HYPERLINK "https://www.bloomberg.com/company/press/esg-assets-rising-to-50-trillion-will-reshape-140-5-trillion-of-global-aum-by-2025-finds-bloomberg-intelligence/" <https://www.bloomberg.com/company/press/esg-assets-rising-to-50-trillion-will-reshape-140-5-trillion-of-global-aum-by-2025-finds-bloomberg-intelligence/> [Accessed 25 Ιούλιος 2022].
- Bodie, Kane & Marcus, 2003. *Essentials of Investments*. 5th ed. The McGraw-Hill Companies.
- Boubakri, N., Cosset, J.-C. & Some, H.Y., 2011. Introduction to Institutional Investors in Global Capital Markets. *International Finance Review*, 12, pp.3-13.
- Ceccarelli, M., Glossner, S., Homanen, M. & Luu, E., 2022. The investment skill of ESG aware mutual funds. *European Financial Management Association*, pp.1-45.
- CFA Institute, 2021. *Corporate Governance and ESG Disclosure in the EU*. London: CFA Institute.
- Cheng, B., Ioannou, I. & Serafeim, G., 2013. Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), pp.1-23.
- Christensen, D., Serafeim, G. & Sikochi, A., 2021. Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. *The Accounting Review*, <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>.
- CSE, 2020. *Sustainability (ESG) Ratings & Reporting Trends North America 2020*. Centre for Sustainability & Excellence.
- CSE, 2021. *What Do Companies With Improved Financial Results Have in Common in Terms of ESG Practices and Frameworks?* Centre for Sustainability & Excellence.
- Curtis, Q., Fisch, J.E. & Robertson, A.Z., 2021. Do ESG Mutual Funds Deliver on Their Promises? *Faculty Scholarship at Penn Law*. 2298, pp.393-450.

- DesJardine, M.R. & Durand, R., 2020. Disentangling the effects of hedge fund activism on firm financial and social performance. *Strategic Management Journal*, 41(6), pp.1054-82.
- Desjardine, M. & Durand, R., 2021. *HEC Paris*. [Online] Available at: HYPERLINK "https://www.hec.edu/en/knowledge/articles/activist-hedge-funds-good-some-bad-others" <https://www.hec.edu/en/knowledge/articles/activist-hedge-funds-good-some-bad-others> [Accessed 22 Ιούλιος 2022].
- Durán-Santomil, P., Otero-González, L., Correia-Domingues, R.H. & Carlos, J., 2019. Does Sustainability Score Impact Mutual Fund Performance? *Sustainability*, 11, pp.1-17.
- ESMA, 2022. *Performance and Costs of EU Retail Investment Products*. ESMA Annual Statistical Report. Paris: European Securities and Markets Authority.
- Fabozzi, F.J. & Peterson Drake, P., 2009. *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Gabi, L., 2021. *Broker Chooser*. [Online] Available at: HYPERLINK "https://brokerchooser.com/how-to-invest/top-esg--rating-providers" <https://brokerchooser.com/how-to-invest/top-esg--rating-providers> [Accessed 20 Ιούλιος 2022].
- Grewal, J. & Serafeim, G., 2020. Research on Corporate Sustainability: Review and Directions for Future Research. *Foundations and Trends in Accounting*, 14(2), pp.73-127.
- Henisz, W., Koller, T. & Nuttall, R., 2019. *McKinsey & Company*. [Online] Available at: HYPERLINK "https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/five-ways-that-esg-creates-value" <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/five-ways-that-esg-creates-value> [Accessed 5 Ιούλιος 2022].
- Heredia, L. et al., 2021. *Global Asset Management 2021*. Boston Consulting Group.
- Ioannou, I. & Serafeim, G., 2015. The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations: Analysts' Perceptions and Shifting Institutional Logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), pp.1053-81.

- Kotsantonis, S. & Serafeim, G., 2019. Four Things No One Will Tell You About ESG Data. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), pp.50-58.
- Maginn, J.L., Tuttle, D.L., McLeavey, D.W. & Pinto, J.E., 2007. *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Miller, N., 2022. CFI. [Online] Available at: HYPERLINK "https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/esg-score/" <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/esg-score/> [Accessed 20 Ιούλιος 2022].
- OECD, 2020. *OECD Institutional Investors Statistics*. Paris: OECD Publishing.
- Refinitiv, 2020. *Refinitiv ESG Scores: Score Enhancements*. Refinitiv.
- Refinitiv, 2021. *Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv*. Refinitiv.
- Reilly, F.K. & Brown, K.C., 2012. *Investment Analysis & Portfolio Management*. 10th ed. Mason: South-Western Cengage Learning.
- Serafeim, G. & Yoon, A., 2021. Which Corporate ESG News does the Market React to? *Forthcoming, Financial Analysts Journal*, Working Paper 21-115(Harvard Business School Accounting & Management).
- Yahya, H.B. & Vaihekoski, M., 2022. ESG and firm performance: Analysis from Nordic countries' perspective. *European Financial Management Association*, pp.1-46.

Ελληνική Βιβλιογραφία

- Έξαρχος, Γ., 2021. CNN Greece. [Online] Available at: HYPERLINK "https://www.cnn.gr/oikonomia/sustainable-news/story/266158/pos-i-diethnis-exaplosi-ton-kanonon-esg-epireazei-tis-ependytikes-epiloges" <https://www.cnn.gr/oikonomia/sustainable-news/story/266158/pos-i-diethnis-exaplosi-ton-kanonon-esg-epireazei-tis-ependytikes-epiloges> [Accessed 5 Ιούλιος 2022].
- Χαλικιάς, Μ., Μανωλέσσου, Α. & Λάλου, Π., 2015. *Μεθοδολογία Έρευνας και Εισαγωγή στη Στατιστική Ανάλυση Δεδομένων με το IBM SPSS STATISTICS*. Αθήνα: Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών ΚΑΛΛΙΠΟΣ.

Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022. *Athex Group*. [Online] Available at:
HYPERLINK "https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/esg-sustainability"
<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/esg-sustainability> [Accessed 5
Ιούλιος 2022].

Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022. *Οδηγός Δημοσιοποίησης Πληροφοριών ESG*.
Αθήνα: Χρηματιστήριο Αθηνών.