



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΜΣ «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ»
ΜΕ ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ «ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ»

Μεταπτυχιακή διπλωματική εργασία

**“Τι ξέρουμε μέχρι σήμερα για τη σχέση μεταξύ επίδοσης ESG και απόδοσης
επιχείρησης: Μια βιβλιογραφική επισκόπηση”**

Λιονής Χαράλαμπος
Αριθμός Μητρώου ΜΧΑΝ2113

Επιβλέπων Καθηγητής:
ΑΝ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ

Λοιπά μέλη Τριμελούς Εξεταστικής Επιτροπής:
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Εμ. ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ,
ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Π. ΑΣΗΜΑΚΟΠΟΥΛΟΣ

ΑΘΗΝΑ

2024

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σε αυτή την εργασία εξετάζεται από πολλές σκοπιές η επενδυτική φιλοσοφία ESG (Environmental Social Governance). Μέσα από ιστορικές πηγές παρουσιάζεται η ίδρυση της φιλοσοφίας αυτής, η εξέλιξη της έως σήμερα και ποιος είναι ο τελικός σκοπός της, άρα και ο λόγος ύπαρξής της.

Θα δούμε τα δομικά στοιχεία του ESG. Συγκεκριμένα το νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο, στο οποίο μπορούν κατ' αρχάς οι επενδύσεις αυτές να αποτελούν νόμιμη επιλογή από τους επενδυτές και διαχειριστές κεφαλαίων, αλλά και την υποχρέωση των εταιρειών στην εφαρμογή πολιτικών και δημοσίευση πληροφοριών ESG. Ως προς τα δομικά στοιχεία θα δούμε ακόμα μεθοδολογίες εταιρειών βαθμολογητών ESG καθώς και τα προβλήματα αυτών των μεθοδολογιών.

Μέσω της επισκόπησης μιας πληθώρας ακαδημαϊκών εμπειρικών μελετών, θα διερευνήσουμε την σχέση κυρίως μεταξύ ESG επίδοσης, χρηματοοικονομικής απόδοσης και χρηματοοικονομικού ρίσκου. Ακόμα θα δούμε τον τρόπο που βλέπουν οι επενδυτές το ESG, δηλαδή τον ρόλο των θεσμικών επενδυτών, των ακτιβιστών επενδυτών, τον χρονικό ορίζοντα των επενδύσεων ESG, την δημοσιοποίηση πληροφοριών ESG, την επένδυση στην αποεπένδυση καθώς και το ESG σε σχέση με την κλιματική αλλαγή.

Το ESG είναι εν μέρει εναντίον της φιλοσοφίας των παραδοσιακών επενδύσεων της ατομικότητας του κέρδους, αφού βασίζεται σε αρχές επενδυτικής ηθικής προς την κατεύθυνση της ευημερίας της κοινωνίας και του περιβάλλοντος.

Λέξεις-κλειδιά: ESG επιδόσεις, χρηματοοικονομική απόδοση επιχείρησης, χρηματοοικονομικό ρίσκο επιχείρησης, ΕΚΕ, κλιματική αλλαγή

ABSTRACT

In this paper, the ESG (Environmental Social Governance) investment philosophy is examined from several perspectives. Historical sources present the beginning of this philosophy, its evolution until today and what is its ultimate purpose, thus its reason for existence.

We will study at the structure of ESG. Specifically, the legislative and regulatory framework, in which these investments can in principle be a legal choice by investors and capital managers, but also the obligation of companies to implement policies and publish information referred to ESG. We will also study at ESG rating company methodologies as well as the problems of these methodologies.

Through the review of a great number of academic studies, we will investigate the relationship between ESG performance, financial performance and financial risk. We will also study how investors view ESG, the role of institutional investors, activist investors, ESG investment time horizons, ESG information disclosure and ESG in relation to climate change.

ESG is partly against the world of traditional investments of the individuality of profit, since they are ethical investments in the direction of the well-being of society and the environment.

Keywords: ESG scores, financial performance, financial risk, CSR, climate change

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΙΝΑΚΕΣ.....	4
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ.....	4
1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
2 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΟ ESG	7
2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	8
2.1.1 ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΥΘΥΝΗ (CSR) ΣΤΟ ESG	8
2.1.2 WHO CARES WINS 2004	11
2.1.3 PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT	12
2.1.4 ΠΡΩΤΗ ΕΚΘΕΣΗ FRESHFIELD 2005	13
2.1.5 FIDUCIARY RESPONSIBILITY 2009.....	16
2.1.6 FIDUCIARY DUTY IN 21ST CENTURY 2016 & 2019 (FINAL REPORT) 18	
2.1.7 FIDUCIARY DUTY. ΕΝΑΣ ΝΟΜΙΚΟΣ ΟΡΟΣ ΜΕ ΦΙΛΟΣΟΦΙΚΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ	19
2.1.8 ΝΕΑ ΕΡΓΑΣΙΑ FRESHFIELD 2021.....	20
2.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ESG	25
3 ΔΟΜΗ ΤΟΥ ESG	29
3.1 ΝΟΜΙΚΟ, ΘΕΣΜΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ESG.....	29
3.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ESG	35
3.2.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ REFINITIV.....	36
3.2.2 ΟΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ESG SCORE ΚΑΙ Η ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΤΟΥΣ.....	39
3.2.3 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΑ ESG SCORE.....	42
4 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ ESG ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.....	45
4.1 ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ESG	45
4.2 ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ESG	51
4.3 Η ΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΟ ESG.....	59
5 ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	68
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	71

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 1. Στάδια προς την τελειοποίηση του IFSI	23
Πίνακας 2. Εξέλιξη της σχέσης μεταξύ υποχρεωτικότητας του στόχου του κέρδους και χρονικού ορίζοντα επένδυσης ανά επενδυτική εποχή.....	25
Πίνακας 3. Κριτήρια αξιολόγησης εταιρείας Refinitiv για κάθε πυλώνα ESG	37
Πίνακας 4. Βαθμοί αξιολόγησης βάσει του τελικού ESG score της Refinitiv	38
Πίνακας 5. Συνοπτικός πίνακας αποτελεσμάτων μελετών που αποτυπώνουν την σχέση χρηματοοικονομικής απόδοσης και επίδοσης ESG	51
Πίνακας 6. Συνοπτικός πίνακας αποτελεσμάτων μελετών που αποτυπώνουν την σχέση χρηματοοικονομικού κίνδυνου και επίδοσης ESG	58
Πίνακας 7. Συνοπτικός πίνακας αποτελεσμάτων μελετών που αποτυπώνουν την στάση των επενδυτών στο ESG	66

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 1. Εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης των πράσινων ομολόγων.....	54
Διάγραμμα 2. Εξέλιξη του αριθμού των πράσινων ομολόγων	54
Διάγραμμα 3. Καμπύλη ωρίμανσης εταιρικών ομολόγων σε σχέση με το ESG score της εταιρείας	56

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση των έως σήμερα ευρημάτων που έχουμε για την σχέση μεταξύ επίδοσης ESG (Environmental Social Governance) και απόδοσης και κινδύνου των επιχειρήσεων.

Όπως εύκολα διαπιστώνεται από τον τίτλο της εργασίας, το αντικείμενο της μελέτης είναι διεπιστημονικό. Εμπλέκεται πλήθος επιστημών όπως η χρηματοοικονομική, η οικονομική, η κοινωνιολογία, η πολιτική, η νομική και άλλες επιστήμες. Υπεισέρχονται δε επί της ουσίας ηθικά ζητήματα, κυρίως ηθικοοικονομικά, που κατά την προσωπική μου άποψη είναι δύσκολη η διερεύνηση της σχέσης ηθικής και οικονομικής. Είναι όμως αυτός και ο λόγος που καθιστά το θέμα κορυφαίο τουλάχιστον για την επιστήμη της χρηματοοικονομικής και αποδεικνύεται αυτό εκ των πραγμάτων, αφού έχουν γραφτεί χιλιάδες ακαδημαϊκές εργασίες, άρθρα σε περιοδικά και βιβλία και το ενδιαφέρον περί αυτού εξελίσσεται συνεχώς.

Προκειμένου λοιπόν να μπορέσουμε να προσφέρουμε κάποια νέα γνώση σε αυτό το θέμα, οφείλουμε να προσπαθήσουμε να διασαφηνίσουμε τον όρο του ESG και να προσπαθήσουμε να τον ορίσουμε. Αυτό θα γίνει από την μελέτη της ιστορίας του όρου, από τα πρωτογενή κείμενα που ιδρύθηκε και προωθήθηκε (OHE).

Αφού ορίσουμε το ESG, θα δούμε τα δομικά στοιχεία του. Αρχικά θα δούμε το νομικό και θεσμικό πλαίσιο που το αφορά και συγκεκριμένα θα δούμε το νομικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής και γενικά τα Διεθνή Νομικά Πλαίσια. Μένοντας στα δομικά στοιχεία, θα δούμε τις μεθοδολογίες αξιολόγησης του ESG από τις κύριες εταιρείες που παρέχουν υπηρεσίες αξιολόγησης.

Στη συνέχεια θα δούμε τον τρόπο που αντιλαμβάνονται οι επιστήμονες της χρηματοοικονομικής επιστήμης τον όρο ESG, μέσα από την μελέτη αντιπροσωπευτικών ακαδημαϊκών εργασιών. Συγκεκριμένα μέσα από την μελέτη αυτή θα δούμε κυρίως ποια είναι η σχέση της βαθμολογίας ESG με την χρηματοοικονομική απόδοση μίας επένδυσης, ποια η σχέση ESG score και χρηματοοικονομικού ρίσκου μίας επένδυσης, ποιος είναι ο χρονικός ορίζοντας επένδυσης ESG, ποια είναι η στάση των επενδυτών απέναντι στο ESG και γενικά την στάση των επενδυτών απέναντι στην καλή εφαρμογή ESG πολιτικών από τις εταιρείες.

Στην Ενότητα 2 θα μελετήσουμε τι είναι το ESG. Αρχικά θα γίνει ιστορική αναδρομή του ESG παραθέτοντας κυρίως αποσπάσματα από εργασίες σταθμούς για την εγκαθίδρυση του όρου. Στη συνέχεια θα ορίσουμε το ESG.

Στην Ενότητα 3 θα μελετήσουμε το ESG ως προς την δομή του, δηλαδή το νομικό πλαίσιο και θεσμικό πλαίσιο που το αφορά, καθώς και τις μεθοδολογίες αξιολόγησής του.

Στην Ενότητα 4 θα δούμε ακαδημαϊκές εργασίες με θέμα το ESG και συγκεκριμένα εργασίες που εξετάζουν την σχέση χρηματοοικονομικής απόδοσης και επίδοσης ESG, την σχέση χρηματοοικονομικού κινδύνου και επίδοσης ESG και την στάση των επενδυτών στο ESG.

Τέλος στην Ενότητα 5 θα δούμε τα συμπεράσματα και την σύνοψη της μελέτης.

2 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΟ ESG

Σε γενικές γραμμές και κατά το ESG ορίζεται ως «Ο τρόπος που επιδρούν οι παράγοντες Περιβάλλοντος, Κοινωνίας και Διακυβέρνησης στις επενδύσεις».

Αναλυτικά οι τρεις πυλώνες του ESG αναφέρονται παρακάτω:

1. Περιβαλλοντικοί (Environmental)

Αυτός ο πυλώνας επικεντρώνεται στις επιπτώσεις μιας επιχείρησης στο περιβάλλον και περιλαμβάνει θέματα όπως:

- Εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου: Μείωση των εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα και άλλων επιβλαβών αερίων.
- Διαχείριση αποβλήτων: Ορθολογική διαχείριση των αποβλήτων και προώθηση της ανακύκλωσης.
- Χρήση φυσικών πόρων: Αποδοτική χρήση νερού και άλλων φυσικών πόρων.
- Βιοποικιλότητα: Προστασία και διατήρηση της βιοποικιλότητας.
- Ενεργειακή αποδοτικότητα: Χρήση ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και μείωση της κατανάλωσης ενέργειας.

2. Κοινωνικοί (Social)

Αυτός ο πυλώνας εστιάζει στις κοινωνικές επιδράσεις και στις σχέσεις της επιχείρησης με τους εσωτερικούς και εξωτερικούς της εμπλεκόμενους. Περιλαμβάνει θέματα όπως:

- Εργασιακές συνθήκες: Εξασφάλιση ασφαλών και υγιεινών συνθηκών εργασίας.
- Δικαιώματα εργαζομένων: Προώθηση της ισότητας και των δικαιωμάτων των εργαζομένων, όπως η ίση αμοιβή και η απουσία διακρίσεων.
- Εκπαίδευση και ανάπτυξη: Παροχή ευκαιριών για εκπαίδευση και επαγγελματική ανάπτυξη.
- Κοινότητα και κοινωνική ευθύνη: Συμμετοχή και στήριξη των τοπικών κοινοτήτων.
- Προστασία των καταναλωτών: Διασφάλιση της ασφάλειας και της ποιότητας των προϊόντων και των υπηρεσιών.

3. Διακυβέρνηση (Governance)

Αυτός ο πυλώνας αφορά τον τρόπο με τον οποίο διοικείται και ελέγχεται η επιχείρηση. Περιλαμβάνει θέματα όπως:

- Διαφάνεια: Παροχή σαφούς και ειλικρινούς πληροφόρησης προς τους μετόχους και το κοινό.
- Διοικητικό συμβούλιο: Διασφάλιση της ανεξαρτησίας και της ποικιλομορφίας του διοικητικού συμβουλίου.
- Ηθική επιχειρηματική πρακτική: Καταπολέμηση της διαφθοράς και της δωροδοκίας.

- Πολιτική συμμετοχή: Διαφάνεια στις πολιτικές δωρεές και στη συμμετοχή σε δημόσιες πολιτικές.
- Διαχείριση κινδύνων: Αποτελεσματική ταυτοποίηση, εκτίμηση και διαχείριση των επιχειρηματικών κινδύνων.

Αυτοί οι πυλώνες βοηθούν τις επιχειρήσεις να αξιολογήσουν και να βελτιώσουν τις επιδόσεις τους σε τομείς που είναι κρίσιμοι για την αειφορία και την κοινωνική υπευθυνότητα.

Για να προσεγγίσουμε όμως καλύτερα την έννοια ESG, θα προσπαθήσουμε να μελετήσουμε αρχικά την ιστορία του. Για να αντλήσουμε πληροφορίες θα ανατρέξουμε στις πρωτογενείς πηγές, που αυτές είναι οι εκθέσεις και εργασίες από διάφορες ομάδες εργασίας του ΟΗΕ, κυρίως του UNEPFI (United Nations Environment Programme Finance Initiative, Πρωτοβουλία Χρηματοδότησης του Προγράμματος για το Περιβάλλον των Ηνωμένων Εθνών) και PRI (Principles for Responsible Investment, Αρχές Υπεύθυνης Επένδυσης).

2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Ο όρος πρωτοειπώθηκε και προωθήθηκε από διάφορες ομάδες εργασίας (working group) του ΟΗΕ. Έχει σημασία να ερευνήσουμε την αρχή και την εξέλιξη του όρου μέσα από πρωτογενείς πηγές, δηλαδή μελετώντας τις επίσημες εκθέσεις και εργασίες του ΟΗΕ περί του όρου ESG.

Ακόμα το ESG δεν προέκυψε εν κενώ. Πριν από αυτό υπήρχε τουλάχιστον σαν προβληματισμός μέσω της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (CSR), από την οποία θα ξεκινήσουμε την ιστορική αναδρομή.

2.1.1 ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΥΘΥΝΗ (CSR) ΣΤΟ ESG

Πριν την εμφάνιση του όρου ESG, υπήρχε η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (Corporate Social Responsibility, CSR) όπου είναι οι πρακτικές και οι πολιτικές που υιοθετούν οι επιχειρήσεις για να προωθήσουν τη βιώσιμη ανάπτυξη, να βελτιώσουν την κοινωνική ευημερία και να μειώσουν τις αρνητικές περιβαλλοντικές επιπτώσεις των δραστηριοτήτων τους.

Η CSR εμφανίστηκε ως δομημένη θεωρία και σύνολο πρακτικών διοίκησης εταιρειών, μέσω των παρακάτω ακαδημαϊκών εργασιών.

- Howard R. Bowen. Θεωρείται ο «πατέρας του CSR». Το έργο του έθεσε τα θεμέλια για την έννοια ότι οι επιχειρήσεις έχουν κοινωνικές ευθύνες πέρα από το κέρδος. Χαρακτηριστικό έργο του το βιβλίο "Social Responsibilities of the Businessman" (1953)

- R. Edward Freeman. Έθεσε τα θεμέλια της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών, υπογραμμίζοντας τη σημασία της συμπερίληψης των συμφερόντων όλων των εμπλεκόμενων μερών στις επιχειρηματικές αποφάσεις. Σημαντικότερο έργο του το βιβλίο "Strategic Management: A Stakeholder Approach" (1984)
- Archie B. Carroll. Ανέπτυξε την "Πυραμίδα του CSR", η οποία διακρίνει τις ευθύνες των επιχειρήσεων σε τέσσερα επίπεδα: οικονομικές, νομικές, ηθικές και φιλανθρωπικές. "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders" (1991)
- Thomas M. Jones. Συνέβαλε στην ανάπτυξη της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών (stakeholder theory), που υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων φορέων, όχι μόνο των μετόχων. Άρθρο "Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics" (1995)
- John Elkington. Εισήγαγε την έννοια του "Triple Bottom Line", η οποία ενσωματώνει την οικονομική, κοινωνική και περιβαλλοντική απόδοση ως τρεις ισότιμες διαστάσεις της επιχειρηματικής επιτυχίας. Βιβλίο "Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business" (1997)
- Kramer and Porter. Εισήγαγαν την έννοια της "Κοινής Αξίας" (Creating Shared Value - CSV), υποστηρίζοντας ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να επιτύχουν οικονομική επιτυχία ενσωματώνοντας κοινωνικές και περιβαλλοντικές στρατηγικές. "The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility" (2006).

Η CSR εμφανίζεται στο πεδίο της διοίκησης επιχειρήσεων και της επενδυτικής ως η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών (Stakeholder theory). Εναντιώνεται στην κλασική θεωρία και επενδυτική φιλοσοφία των μετόχων (Shareholder Theory) όπου λέει ότι ο πρωταρχικός στόχος μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας για τους μετόχους της. Κύριος εκφραστής της θεωρίας των μετόχων είναι ο οικονομολόγος Milton Friedman με το χαρακτηριστικό άρθρο του "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits" στο περιοδικό "The New York Times Magazine" το 1970. Σε αυτό το άρθρο, υποστήριξε ότι η μοναδική κοινωνική ευθύνη μιας επιχείρησης είναι να αυξάνει τα κέρδη της για τους μετόχους της, αρκεί να λειτουργεί εντός του νόμου και των ηθικών κανόνων.

Περισσότερα σχετικά με την συζήτηση σχετικά με την CSR, ο Bradshaw (1971) δήλωσε ότι «κάποια μέρα οι επιχειρηματίες θα κριθούν για το πόσο καλά επιτυγχάνουν κοινωνικούς στόχους καθώς και στόχους κέρδους. Κάποια μέρα όλα τα προϊόντα θα κοστολογηθούν ώστε να αντικατοπτρίζουν το πλήρες κοινωνικό κόστος». Ο Bradshaw το 1971 υπό την ηγεσία του, η ομάδα διαχείρισης σχεδίασε έναν νέο κανόνα πρόσληψης: Εάν στα δύο άτομα, και τα δύο ίσα σε ικανότητες, έκαναν αίτηση για μια θέση εργασίας αλλά ο ένας ήταν λευκός και ο άλλος μαύρος, θα προσλαμβανόταν ο μαύρος. Ξεκίνησε επίσης ένα πρόγραμμα για να διασφαλίσει ότι ολόκληρη η εταιρεία θα έχει μια πιο διαφοροποιημένη βάση εργαζομένων. Όσον αφορά την ποικιλομορφία των φύλων, ο Bradshaw δήλωσε:

«Σχετικά με το Women's Lib, έχουμε στην εταιρεία μας μια κυρία της οποίας το μοναδικό καθήκον είναι να ελέγχει τις πολιτικές και τις πρακτικές του προσωπικού μας και να κάνει προτάσεις και συστάσεις ώστε οι γυναίκες στην εταιρεία μας να έχουν ένα άρτιο διάλειμμα». Bradshaw (1971).

Ο Freeman (1984) έθεσε τα θεμέλια της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών (stakeholder theory), υπογραμμίζοντας τη σημασία της συμπερίληψης των συμφερόντων όλων των εμπλεκόμενων μερών στις επιχειρηματικές αποφάσεις. Σημαντικότερο έργο του είναι το βιβλίο του Freeman (1984)

Οι βασικές Αρχές της Θεωρίας του Freeman είναι:

- Διαχείριση των Ενδιαφερόμενων: Η επιχείρηση πρέπει να διαχειρίζεται τις σχέσεις με όλους τους ενδιαφερόμενους, επιδιώκοντας να ικανοποιήσει τις ανάγκες και τις προσδοκίες τους.

- Δημιουργία Αξίας: Η επιχείρηση πρέπει να δημιουργεί αξία όχι μόνο για τους μετόχους, αλλά και για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη.

- Ηθική και Υπευθυνότητα: Η επιχείρηση πρέπει να λειτουργεί με ηθικές αρχές και να αναλαμβάνει την ευθύνη για τις επιπτώσεις των δράσεων της στην κοινωνία και το περιβάλλον.

- Μακροπρόθεσμη Προοπτική: Η στρατηγική της επιχείρησης πρέπει να έχει μακροπρόθεσμη προοπτική, λαμβάνοντας υπόψη τη βιωσιμότητα και τη μακροπρόθεσμη ευημερία όλων των ενδιαφερόμενων μερών.

Η προσέγγιση του Freeman αναγνωρίζει ότι η επιτυχία μιας επιχείρησης εξαρτάται από την ικανότητά της να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τις σχέσεις με όλους τους ενδιαφερόμενους και να προάγει την ευημερία της κοινωνίας συνολικά.

Το CSR ως αντίληψη εγκαθιδρύθηκε ιδιαίτερα από το 2019, όταν το Business Roundtable (2019) άλλαξε τη δήλωση του εταιρικού του σκοπού για να τονίσει τον ρόλο των ενδιαφερόμενων μερών στην εταιρεία. Η αναθεωρημένη δήλωση περιλαμβάνει τα ακόλουθα:

- Να Προσφέρουμε αξία στους πελάτες μας

- Να Επενδύουμε στους υπαλλήλους μας

- Να Αντιμετωπίζουμε δίκαια και ηθικά τους προμηθευτές μας

- Υποστήριξη των κοινοτήτων στις οποίες εργαζόμαστε

- Δημιουργία μακροπρόθεσμης αξίας για τους μετόχους, οι οποίοι παρέχουν το κεφάλαιο που επιτρέπει στις εταιρείες να επενδύουν, να αναπτύσσονται και να καινοτομούν

Βλέπουμε ότι από την δεκαετία του '70 εξελίχθηκε και εξελίσσεται, μέσω του ESG, η επενδυτική νοοτροπία από την υπεροχή των μετόχων, στην κοινωνική ευθύνη των επιχειρήσεων η οποία είναι μη χρηματική.

Ενδεικτικό της διαμάχης, ακόμα και στις μέρες μας, μεταξύ υπεροχής των μετόχων και κοινωνικής ευθύνης, είναι η πρόταση τροποποίησης του Υπουργείου Εργασίας των ΗΠΑ (Department of Labor, DOL) το 2020, όπου ουσιαστικά πήρε θέση κατά των ESG επενδύσεων λέγοντας ότι «ESG ή άλλοι παράγοντες με παρόμοιο προσανατολισμό είναι χρηματικοί παράγοντες μόνο εάν παρουσιάζουν οικονομικούς κινδύνους ή ευκαιρίες που οι ειδικευμένοι επαγγελματίες επενδύσεων θα αντιμετώπιζαν ως ουσιαστικά οικονομικά ζητήματα σύμφωνα με τις γενικά αποδεκτές επενδυτικές θεωρίες». Η πρόταση αυτή δέχθηκε σφοδρή κριτική αφού συγκέντρωσε πάνω από 8.600 επιστολές σχολίων, το 95% των οποίων ήταν αντίθετα με τον νέο κανονισμό.

Τελικά το 2022 το DOL επέτρεψε την χρήση παραγόντων ESG μέσω του «τελικού κανόνα» (DOL, 2022) όπου αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι «εξυπηρετούν (το ESG) εξίσου τα οικονομικά συμφέροντα του σχεδίου στον κατάλληλο χρονικό ορίζοντα». Το DOL χρησιμοποίησε το γνωστό επιχείρημα που είδαμε στην έκθεση FRESHFIELD 2005, ότι δηλαδή η επένδυση σε ESG παράγοντες μπορεί να είναι μη χρηματική βραχυπρόθεσμα, αλλά είναι χρηματική μακροπρόθεσμα.

2.1.2 WHO CARES WINS 2004

Ιστορικά ο όρος ESG εισήχθη το 2004 με την έκθεση (report) «Who cares wins» (αυτός που φροντίζει νικά ή αυτός που νοιάζεται νικά) από την ομάδα εργασίας Global Compact του ΟΗΕ. Το Οικουμενικό Σύμφωνο (Global Compact) των Ηνωμένων Εθνών είναι ένα μη δεσμευτικό σύμφωνο για να πείσει τις επιχειρήσεις σε όλο τον κόσμο να υιοθετήσουν βιώσιμες και κοινωνικά υπεύθυνες πολιτικές και να αναφέρουν την εφαρμογή τους, το Οικουμενικό Σύμφωνο του ΟΗΕ είναι η μεγαλύτερη πρωτοβουλία εταιρικής βιωσιμότητας και εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στον κόσμο.

Η έκθεση αυτή είναι το αποτέλεσμα μιας κοινής πρωτοβουλίας 18 θεσμικών επενδυτών από 9 κράτη που προσκλήθηκαν από τον Γενικό Γραμματέα του Οργανισμού Ηνωμένων Εθνών Κόφι Ανάν. Η έκθεση που ιδρύεται η έννοια ESG είναι πολύ σημαντική και παρακάτω παρουσιάζονται τα βασικότερα σημεία αυτής της έκθεσης.

Ο σκοπός της έκθεσης ήταν να «αναπτύξει κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις για την καλύτερη ενσωμάτωση των περιβαλλοντικών, κοινωνικών και εταιρικής διακυβέρνησης θεμάτων στην διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, Χρηματομεσιτικές υπηρεσίες χρεογράφων και έρευνας». Στη συνέχεια αναφέρεται ότι «οι εταιρείες που αποδίδουν καλύτερα σχετικά με αυτά τα θέματα [ESG] μπορούν να αυξήσουν την αξία (value) των μετόχων τους... αυτά τα ζητήματα [ESG] μπορούν να έχουν ισχυρό αντίκτυπο στη φήμη και στο brand, που είναι σημαντικό μέρος της εταιρικής αξίας (value)».

Οι κατευθυντήριες γραμμές για την εφαρμογή των ESG θεμάτων δίνεται σε οικονομικούς αναλυτές (Analysts), χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εταιρείες,

επενδυτές, διαχειριστές ασφαλιστικών ταμείων, οικονομικοί σύμβουλοι, ρυθμιστικές αρχές και χρηματιστήρια.

Στο κείμενο γίνεται ξεκάθαρα αναφορά σε ηθικές αρχές. «Χρησιμοποιώντας αυτόν τον ευρύτερο ορισμό [ESG] της υλιστικής πραγματικότητας (materiality), πτυχές που σχετίζονται με ηθικές κατευθυντήριες γραμμές μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση στην αξία (value) των επενδύσεων». Στην συνέχεια αναφέρει ότι οι επιτυχημένες επενδύσεις εξαρτώνται από μία υγιή πολιτισμένη κοινωνία (society), που εξαρτάται από έναν βιώσιμο πλανήτη.

2.1.3 PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT

Το 2005 οι επιτροπές UNEPFI και Global Compact του ΟΗΕ ένωσαν τις δυνάμεις τους για την παραγωγή του Principles For Responsible Investment (PRI) (2005), μίας έκθεσης που θέτει τις «αρχές για υπεύθυνη επένδυση». Στην ερώτηση τι είναι υπεύθυνη επένδυση δίνεται ο ορισμός (definition) «ορίζεται ως η στρατηγική και πρακτική της ενσωμάτωσης ESG παραγόντων στις επενδυτικές αποφάσεις και στην ιδιοκτησία». Αμέσως παρακάτω αναφέρεται ότι ο όρος υπεύθυνη επένδυση είναι ευρύτερος αυτός της βιώσιμης και της ηθικής επένδυσης. Το επιχείρημα για να κατανοήσουμε ότι ο όρος υπεύθυνη επένδυση είναι ανώτερη της ηθικής είναι ότι «πολλοί κάνουν τους ηθικούς στόχους ως πρωταρχικό σκοπό», αλλά η «υπεύθυνη επένδυση είναι αυτή που πρέπει να επιδιώκεται από κάποιον που εστιάζει μόνο στην οικονομική απόδοση... για να υπάρχει αποτέλεσμα στον πραγματικό κόσμο». Δηλαδή με λίγα λόγια η ηθική γίνεται πράξη μέσω της υπεύθυνης επένδυσης, γι' αυτό και είναι ανώτερη η υπεύθυνη επένδυση από την ηθική. Ή θα έλεγε κανείς ότι η ηθική είναι κατώτερη γιατί δεν είναι πρακτική, δεν έχει αποτέλεσμα στον «πραγματικό κόσμο», ενώ η υπεύθυνη επένδυση είναι ανώτερη γιατί είναι πρακτική και έχει αποτέλεσμα στον πραγματικό κόσμο.

Κλείνοντας αναφέρει τις έξι (6) αρχές της υπεύθυνης επένδυσης:

1. Θα ενσωματώσουμε θέματα ESG στην ανάλυση των επενδύσεων στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων.
2. Θα είμαστε ενεργοί ιδιοκτήτες και θα ενσωματώνουμε θέματα ESG στις ιδιοκτησιακές πολιτικές μας και στις πρακτικές μας.
3. Θα αναζητήσουμε τις κατάλληλες αποκάλυψη στοιχείων ESG από τις οντότητες στις οποίες επενδύουμε.
4. Θα προωθήσουμε την αποδοχή και εφαρμογή των Αρχών στον επενδυτικό κλάδο.
5. Θα εργαστούμε μαζί για να ενισχύουμε την αποτελεσματικότητά μας εφαρμόζοντας τις Αρχές.

6. Θα αναφέρουμε ο καθένας μας τις δραστηριότητες και την πρόοδο μας προς την κατεύθυνση της εφαρμογής των Αρχών.

2.1.4 ΠΡΩΤΗ ΕΚΘΕΣΗ FRESHFIELD 2005

Τον ίδιο έτος το 2005, με πρωτοβουλία του UNEPFI (United Nations Environment Programme Finance Initiative, Πρωτοβουλία Χρηματοδότησης του Προγράμματος των Ηνωμένων Εθνών για το Περιβάλλον), ανατέθηκε σε μία από τις κορυφαίες δικηγορικές εταιρείες στον κόσμο, την Freshfields Bruckhaus Deringer (2005), να απαντήσει ερευνώντας την ερώτηση: «Είναι η ενσωμάτωση ESG θεμάτων στην επενδυτική πολιτική επιτρεπτή οικειοθελώς, θα μπορούσε να απαιτηθεί νομικά ή παρεμποδίζεται από νόμους και κανονισμούς...;». Πρόκειται για την δημιουργία ενός νομικού πλαισίου για την ένταξη ESG θεμάτων στις θεσμικές επενδύσεις. Αξίζει να δούμε κάποια σημεία της εργασίας για να εμβαθύνουμε στην φιλοσοφία του ESG.

Στην έκθεση γίνεται εξαρχής λόγος περί ηθικής. Γίνεται προσπάθεια να διάκριση της έννοια του δικαίου και της ηθικής λέγοντας «η ηθική συνήθως είναι συνώνυμη του να μην παραβιάζεται ο νόμος. Η ηθική συμπεριφορά είναι κάτι παραπάνω από το μην παραβιάζεις τον νόμο. Γι' αυτό υπάρχει η ηθική, για να μας πει τι είναι καλό και τι είναι σωστό (right)».

Αμέσως μετά την παραπάνω διαπίστωση, σχεδόν ορίζει την ηθική λέγοντας ότι «η ηθική επεκτείνεται πέρα από το καλύτερο συμφέρον των αποταμιευτών. Εδώ έρχεται στο προσκήνιο ... η καταπιστευματική ευθύνη (fiduciary responsibility). Τι θα αξίζει ένα ή τρία τοις εκατό επιπλέον η κληρονομιά εάν η κοινωνία στην οποία πρόκειται να απολαύσουν τη σύνταξη και στην οποία θα ζήσουν οι απόγονοί τους επιδεινωθεί. Η ποιότητα ζωής και η ποιότητα του περιβάλλοντος αξίζουν κάτι, έστω και αν δεν μπορούν να αναχθούν σε οικονομικά ποσοστά». Ο όρος fiduciary responsibility είναι ο όρος - έννοια κλειδί για την παραπέρα θεσμοθέτηση και δημιουργίας νομικού πλαισίου των επενδύσεων ESG. Θα αναλυθεί παρακάτω με αναφορές σε ακαδημαϊκές εργασίες και εκθέσεις του ΟΗΕ πως εκλαμβάνεται και εξελίσσεται – γίνεται πράξη νομικά ο όρος αυτός.

Στην συνέχεια η συντάξασα εταιρεία Freshfields Bruckhaus Deringer αποποιείται της ευθύνης του ορισμού «αφηρημένα του καλού και του σωστού» και περιορίζει την ευθύνη της στον καθορισμό του νομικού πλαισίου για την εφαρμογή ηθικών αξιών, όπως αυτά αποφασίζονται στα συμβούλια του ΟΗΕ.

Το αποτέλεσμα της εργασίας είναι το συμπέρασμα ότι «... η ενσωμάτωση των εκτιμήσεων ESG σε μια επενδυτική ανάλυση, έτσι ώστε να προβλεφθεί πιο αξιόπιστα η οικονομική απόδοση είναι σαφώς επιτρεπτό και αναμφισβήτητα απαιτείται σε όλες τις δικαιοδοσίες». Δηλαδή στην εργασία υποστηρίζεται αφενός ότι δεν υπάρχουν νομικά κωλύματα για την ενσωμάτωση ESG θεμάτων στην επενδυτική ανάλυση, αλλά το σημαντικότερο είναι ότι η ενσωμάτωση ESG θεμάτων θα πρέπει να απαιτείται δια νόμου. Ανοίγει έτσι νομικό παράθυρο επί

της ουσίας για την απαγόρευση λειτουργίας μιας εταιρείας με κακό ESG score, γιατί αφού απαιτείται να ενσωματώνεται ESG θέματα στην επενδυτική απόφαση, για να κρίνουν οι επενδυτές ποια εταιρεία λειτουργεί ηθικά ή όχι ηθικά, στην συνέχεια ίσως θα δούμε να επεκτείνεται το πνεύμα αυτό και στην απαγόρευση εταιρειών που λειτουργούν ανήθικα. Η υποχρεωτικότητα της ενσωμάτωσης ESG θεμάτων στις εταιρείες είναι σε εξέλιξη έως τις μέρες μας.

Ένα σημαντικό σημείο της έκθεσης, κατά την γνώμη μου, είναι η υποβάθμιση της χρηματοοικονομικής επιστήμης από επιστήμη σε τέχνη λέγοντας ότι «Όπως πολλές επαγγελματικές δραστηριότητες, η λήψη επενδυτικών αποφάσεων είναι μάλλον τέχνη παρά επιστήμη: δεν υπάρχει φόρμουλα που να εγγυάται ένα συγκεκριμένο αποτέλεσμα».

Επί της ουσίας, στην συνέχεια της έκθεσης, δεν αναφέρεται κάτι σπουδαιότερο από αυτά που αναφέρθηκαν ήδη, πέρα από εμβάθυνση σε νομικούς όρους που δεν ενδιαφέρει την παρούσα έρευνα.

Αξίζει να αναφερθούμε σε ένα ενδιαφέρον σημείο της εργασίας. Στην ταξινόμηση των επιχειρημάτων αυτών που δεν δέχονται την αξία των ESG επενδύσεων (αρνητών, deniers). Λέω με σαφήνεια ότι οι παρακάτω απόψεις αναφέρονται στην έκθεση και δεν είναι οι προσωπικές μου απόψεις. Αυτή η ταξινόμηση έχει ως εξής:

Νεοκλασικά επιχειρήματα

--Οποιαδήποτε απόκλιση από την μονόπλευρη επιδίωξη της μεγιστοποίησης του κέρδους είναι «καθαρός και ανόθευτος σοσιαλισμός», κάτι που θα μπορούσε «να υπονομεύσει πλήρως τα ίδια τα θεμέλια της ελεύθερης κοινωνίας μας».

Εδώ ταυτίζεται η ποσότητα του κέρδους με την ελευθερία

--Οι επιχειρηματίες που υπόκεινται σε «μια κοινωνική ευθύνη άλλη από την επίτευξη μέγιστων κερδών για τους μετόχους» δεν μπορούν να γνωρίζουν ποια συμφέροντα να υπηρετήσουν.

Δηλαδή όταν απουσιάζει ο σκοπός του κέρδους και του ποσοτικού στόχου μίας επιχείρησης, τότε οι ηθικές αξίες είναι υποκειμενικές και απουσιάζει η κατεύθυνση.

--Τα θέματα ESG είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθούν και αντιπροσωπεύουν επενδύσεις σε άυλα περιουσιακά στοιχεία. Η αξία αυτών των άυλων στοιχείων δεν αποτυπώνεται κανονικά στα συμβατικά λογιστικά συστήματα και ως εκ τούτου θα πρέπει να εξαιρούνται από τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

Πάλι το ίδιο επιχείρημα με παραπάνω, δηλαδή ότι δεν ποσοτικοποιείται το ήθος στις λογιστικές καταστάσεις.

--«Η κοινωνική επένδυση είναι μια επισφαλής επενδυτική φιλοσοφία που δεν μπορεί παρά να αντικατοπτρίζει τις προσωπικές, οικονομικές, κοινωνικές και/ή πολιτικές προτιμήσεις του επενδυτή. Όπως είναι η ανθρώπινη φύση, οι διαχειριστές θα μπαίνουν πάντα στον πειρασμό να ασκήσουν την κοινωνική

επένδυση κατά παρέκκλιση του καταπιστευτικού τους καθήκοντος της αδιαίρετης πίστης».

Το ίδιο επιχείρημα με παραπάνω, ότι δηλαδή το ήθος είναι υποκειμενικό και άρα δεν πρέπει να υπεισέρχεται στις επενδύσεις.

--«Υπάρχει ένα διαρθρωτικό και πνευματικό εμπόδιο στον κλάδο διαχείρισης επενδύσεων (τουλάχιστον στις ΗΠΑ) που οδηγεί σε μείωση του κόστους των περιβαλλοντικών θεμάτων – βραχυπρόθεσμα (επίσης γνωστή ως επενδυτική μυωπία). Όταν οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου προσλαμβάνονται και πληρώνονται με εντολές για να έχουν καλύτερη απόδοση κατά τα επόμενα λίγα τρίμηνα ή έτος, τείνουν να αγνοούν μακροπρόθεσμα ζητήματα που έχουν τεράστιο μελλοντικό κόστος για τους επενδυτές τους, την κοινωνία και τις εταιρείες χαρτοφυλακίου».

Εδώ το επιχείρημα είναι ότι οι χρηματαγορές πιέζουν για βραχυχρόνιο ή μέχρι μεσοπρόθεσμο κέρδος και όχι για μακροπρόθεσμο. Η εφαρμογή ηθικών αξιών αναγνωρίζεται ότι δίνουν κέρδος, αλλά μακροπρόθεσμα.

Ευρύτερα κοινωνικά επιχειρήματα

--Η αρχή του «βέλτιστου συμφέροντος» των δικαιούχων δεν περιορίζεται στο οικονομικό όφελος. Το να λάβουμε υπόψη τα ζητήματα ESG είναι κάτι περισσότερο από την οικονομική απόδοση: είναι να ζητήσουμε από τις επιχειρήσεις να απομακρυνθούν από την προτεραιότητα του κέρδους έναντι όλων των άλλων.

Το ίδιο επιχείρημα με παραπάνω με άλλα λόγια.

--Ορισμένοι επενδυτές πιστεύουν ότι έχουν την υποχρέωση να ενεργήσουν για να προωθήσουν την τήρηση των διεθνών συνθηκών και κανόνων, ιδιαίτερα εκείνων που προάγουν τη βιώσιμη ανάπτυξη και την πολιτική σταθερότητα. Επιπλέον, ευρέως διαφοροποιημένα ταμεία του δημόσιου τομέα των οποίων οι δικαιούχοι είναι ο φορολογούμενος υποστηρίζουν ότι η εξωτερική ανάθεση του κόστους της κακής εταιρικής απόδοσης ESG σε άλλες εταιρείες ή στο κράτος δεν είναι προς το συμφέρον του ταμείου και των δικαιούχων του. Οι επενδυτές έχουν ηθική ευθύνη να υποστηρίζουν και να ενθαρρύνουν τις εταιρείες να επιτύχουν υψηλότερα πρότυπα εταιρικής ευθύνης σύμφωνα με νόμιμες αρχές δεοντολογίας. «Οι επενδυτές, ως ιδιοκτήτες των εταιρειών στις οποίες επενδύουν, έχουν ηθική υποχρέωση να ενεργήσουν για να μετριάσουν τυχόν αρνητικές κοινωνικές ή περιβαλλοντικές επιπτώσεις αυτών των εταιρειών».

Εδώ το επιχείρημα είναι ότι το κόστος της αξιολόγησης ESG από άλλες εταιρείες δεν είναι προς το συμφέρον της εταιρείας. Αυτή η ευθύνη πρέπει να βαρύνει τους επενδυτές, που η κρίση τους για το που θα επενδύσουν είναι δωρεάν. Δηλαδή γίνεται λόγος για το ποιος θα αναλάβει το κόστος της αξιολόγησης.

Ταξινομώντας με σύντομο τρόπο τα παραπάνω επιχειρήματα έχουμε:

- 1) Το κέρδος ισούται με την ελευθερία. Το κέρδος είναι ήθος από μόνο του και το αντίστροφο, δηλαδή χωρίς αυτό δεν υπάρχει και ήθος.
- 2) Το καλό και ηθικό δεν είναι απόλυτο, είναι σχετικό. Επομένως η απουσία του σκοπού του κέρδους και η παρουσία αντί αυτού του ήθους, θα δημιουργήσει χάος και απώλεια προσανατολισμού στις εταιρείες.
- 3) Για αυτούς που αναγνωρίζουν ότι το ήθος παράγει κέρδος, το κέρδος που παράγεται είναι μακροπρόθεσμο και όχι βραχυ-μεσοπρόθεσμο, που αυτό πολλές φορές είναι ανεπιθύμητο.
- 4) Η αξιολόγηση ESG κοστίζει και δεν συμφέρει.

Στις επόμενες τρεις παραγράφους και μέχρι την επόμενη υποενότητα, παραθέτω τα δικά μου σχόλια επί της έκθεσης, δηλαδή αυτά που γράφω δεν αναφέρονται μέσα στην έκθεση αυτούσια.

Θα σχολιάσω χωρίς να εμβαθύνω ότι κανένα από τα παραπάνω επιχειρήματα που είναι ενάντια στο ESG δεν είναι ισχυρά. Τα περισσότερα από αυτά βλέπουν ότι το πρόβλημα των ESG επενδύσεων είναι η συσχέτιση του κέρδους με την ηθική, δηλαδή υποστηρίζουν ότι το κέρδος των επιχειρήσεων θα πρέπει να είναι άσχετο με την ηθική αλλά βέβαια μέσα στα πλαίσια του νόμου. Τα επιχειρήματα αυτά συμβάλουν παρ' όλα αυτά αρκετά στην διερεύνηση της αλήθειας.

Κλείνοντας με την εργασία της εταιρείας Freshfields Bruckhaus Deringer θέλω να τονίσω ότι, από όσο μελέτησα το θέμα ESG δεν έχω βρει πιο εμπειριστατωμένη μελέτη επί του θέματος ESG. Έχει πολύ καλή δομή και έκφραση, και σκοπεύει στην επίλυση συγκεκριμένων ερωτημάτων, τόσο με ηθικό τρόπο αρχικά, αλλά και με νομικούς όρους στην συνέχεια. Θεωρείται ως εργασία σταθμός για τα ESG θέματα. Η μόνη καλύτερη έκθεση από την έκθεση Freshfield του 2005, είναι η έκθεση Freshfield του 2021 όπου ασχολείται με τον ορισμό της νέας επενδυτικής φιλοσοφίας IFSI, που θα δούμε παρακάτω.

Τα επόμενα χρόνια έγιναν από το UNEPFI πολλές προσπάθειες για την συνέχιση (Follow Up) και επιβολή δια νόμου των αποτελεσμάτων της εργασίας Freshfield. Δηλαδή να μην υπάρχουν νομικά εμπόδια στην εφαρμογή ESG πολιτικών στις επενδύσεις και να υπάρχουν νομικά εμπόδια στην μη εφαρμογή ESG πολιτικών στις επενδύσεις. Αυτά τα Follow up θα αναφερθούν επιγραμματικά γιατί δεν προσφέρουν τίποτα παραπάνω στην πνεύμα των όσων ειπώθηκαν ήδη στην πρώτη εργασία. Απλά έχουν ενδιαφέρον για να δει κάποιος την εξέλιξη του νομικού πλαισίου εφαρμογής του ESG, το πως σιγά αλλά σταθερά το νομικό πλαίσιο των χωρών εξελίσσεται προς την ολοκλήρωση του οράματος της εργασίας Freshfield. Σημειώνεται ότι ακόμα είναι σε εξέλιξη η προσπάθεια αυτή της πλήρους εφαρμογής.

2.1.5 FIDUCIARY RESPONSIBILITY 2009

Το 2009 έγινε το πρώτο follow up την έκθεση Freshfield του 2005 με μία εργασία που είχε τίτλο Fiduciary Responsibility «Νομικές και πρακτικές πτυχές της ενσωμάτωσης ESG στις επενδύσεις». Όπως ήδη λέχθηκε ο όρος Fiduciary Responsibility (UNEPFI, Fiduciary responsibility, 2009) είναι αυτός που χρησιμοποιείται ηθικο-νομικά για την θεσμοθέτηση του όρου ESG στις επενδύσεις.

Χαρακτηριστικό γνώρισμα της εργασίας αυτής είναι η αίσθηση του κατεπείγοντος που δίνει στην εφαρμογή ESG θεμάτων. Στην εισαγωγή ο Αχίμ Στάινερ Αναπληρωτής Γενικός Γραμματέας και Εκτελεστικός Διευθυντής των Ηνωμένων Εθνών λέει ότι «Η επένδυση σε μια πράσινη οικονομία είναι ο τρόπος για να βγει ο κόσμος από την τρέχουσα δυσφορία της βραχυπρόθεσμης σκέψης και τη μη βιώσιμη καφέ οικονομία». Στη συνέχεια η ομάδα εργασίας στην εισαγωγή αναφέρει «Οι αναλυτές ESG προβλέπουν μια κρίση των φυσικών πόρων που αναμένεται να προέλθει από έναν ευρέως κατανοητό συνδυασμό σημαντικής πληθυσμιακής αύξησης, ταχείας οικονομικής ανάπτυξης, εξάντλησης των μη ανανεώσιμων πόρων και φυσικών περιορισμών στην παραγωγική ικανότητα». Εδώ εκτός των άλλων κινδύνων αναφέρεται ως κίνδυνος η πληθυσμιακή αύξηση των ανθρώπων.

Στη συνέχεια αναφέρει την τοποθέτηση του Προέδρου των ΗΠΑ Μπαράκ Ομπάμα για τις επενδύσεις ESG «Η ώρα της καθυστέρησης τελείωσε. Η ώρα της άρνησης (denial) έχει τελειώσει. Όλοι πιστεύουμε αυτό που μας λένε οι επιστήμονες εδώ και χρόνια, ότι αυτό είναι θέμα κατεπείγοντος και εθνικής ασφάλειας και πρέπει να αντιμετωπιστεί με σοβαρό τρόπο. Αυτό σκοπεύω να κάνει η διοίκησή μου». Εδώ ευθέως γίνεται λόγος, από τον Πρόεδρο του ισχυρότερου κράτους στον κόσμο, της έννοιας του κατεπείγοντος. Επίσης γίνεται λόγος για το τέλος της άρνησης. Εδώ εννοεί το τέλος της άρνησης της επένδυσης ESG ως ιδέα. Δηλαδή με άλλα λόγια λέει ότι υπάρχουν δύο αντιμαχόμενες πλευρές, οι θετικιστές και οι αρνητές του ESG, και ότι θα αναλάβει δράση (ο Πρόεδρος) ώστε να τελειώσουν οι αρνητές και να επικρατήσουν οι θετικιστές της ιδέας. Οι δράσεις ενός κράτους γενικά είναι να νομοθετεί και να φροντίζει ώστε να εκτελούνται οι νόμοι. Άρα ο Πρόεδρος μας λέει ότι θα νομοθετήσει προς αυτή την κατεύθυνση. Σημειώνεται ότι όρος «αρνητές [του ESG]» (deniers) εμφανίζεται πρώτη φορά στην έκθεση Freshfield.

Στη συνέχεια ο πρόεδρος του ΟΗΕ Μπαν Κι Μουν λέει «Η παγκόσμια οικονομία χρειάζεται κάτι περισσότερο από μια γρήγορη λύση, χρειάζεται μια βασική διόρθωση. Αν μάθαμε κάτι από την οικονομική κρίση, είναι ότι πρέπει να βάλουμε τέλος στην ανήθικη και ανεύθυνη συμπεριφορά και στην τυραννική απαίτηση για βραχυπρόθεσμο κέρδος. Το τίμημα μιας παγκόσμιας διάσωσης μπορεί να φαίνεται υψηλό, αλλά θα χωριά δίπλα στο τεράστιο ανθρώπινο και οικονομικό κόστος της καθυστέρησης της δράσης για την κλιματική αλλαγή. Το να συνεχίζεις να ρίχνεις τρισεκατομμύρια δολάρια σε επιδοτήσεις ορυκτών καυσίμων είναι σαν να επενδύεις σε ακίνητα subprime. Η υποδομή μας με βάση τον άνθρακα είναι σαν ένα τοξικό περιουσιακό στοιχείο που απειλεί ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο παγκόσμιων αγαθών – από τη δημόσια υγεία μέχρι την επισιτιστική ασφάλεια.

Πρέπει να κατευθύνουμε τις επενδύσεις μακριά από τις βρώμικες βιομηχανίες ενέργειας».

Παραθέτω, χωρίς σχόλια, σε σημεία τα βασικά που αναφέρθηκαν παραπάνω για να καταλάβει κανείς σύντομα το πνεύμα της έκθεσης:

- Αχίμ Στάινερ Αναπληρωτής Γενικός Γραμματέας και Εκτελεστικός Διευθυντής των Ηνωμένων Εθνών. «Η επένδυση σε μια πράσινη οικονομία είναι ο τρόπος για να βγει ο κόσμος από την τρέχουσα δυσφορία της βραχυπρόθεσμης σκέψης και τη μη βιώσιμη καφέ οικονομία».

- Πρόεδρος των ΗΠΑ Μπαράκ Ομπάμα: «Η ώρα της καθυστέρησης τελείωσε. Η ώρα της άρνησης έχει τελειώσει. Όλοι πιστεύουμε αυτό που μας λένε οι επιστήμονες εδώ και χρόνια, ότι αυτό είναι θέμα κατεπείγοντος και εθνικής ασφάλειας και πρέπει να αντιμετωπιστεί με σοβαρό τρόπο. Αυτό σκοπεύω να κάνει η διοίκησή μου».

- Πρόεδρος του ΟΗΕ Μπαν Κι Μουν. «Η παγκόσμια οικονομία χρειάζεται κάτι περισσότερο από μια γρήγορη λύση, χρειάζεται μια βασική διόρθωση. Αν μάθαμε κάτι από την οικονομική κρίση, είναι ότι πρέπει να βάλουμε τέλος στην ανήθικη και ανεύθυνη συμπεριφορά και στην τυραννική απαίτηση για βραχυπρόθεσμο κέρδος. Το τίμημα μιας παγκόσμιας διάσωσης μπορεί να φαίνεται υψηλό, αλλά θα ωχριά δίπλα στο τεράστιο ανθρώπινο και οικονομικό κόστος της καθυστέρησης της δράσης για την κλιματική αλλαγή. Το να συνεχίζεις να ρίχνεις τρισεκατομμύρια δολάρια σε επιδοτήσεις ορυκτών καυσίμων είναι σαν να επενδύεις σε ακίνητα subprime. Η υποδομή μας με βάση τον άνθρακα είναι σαν ένα τοξικό περιουσιακό στοιχείο που απειλεί ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο παγκόσμιων αγαθών – από τη δημόσια υγεία μέχρι την επισιτιστική ασφάλεια. Πρέπει να κατευθύνουμε τις επενδύσεις μακριά από τις βρώμικες βιομηχανίες ενέργειας».

Όπως εύκολα μπορεί να διαπιστώσει κανείς διαβάζοντας τις παραπάνω δηλώσεις τίθεται θέμα γρήγορης δράσης. Τα θέματα ESG πρέπει να προωθηθούν κατεπείγοντως, μέσα από την δημιουργία νομοθετικού πλαισίου. Χρησιμοποιούνται όροι και επιχειρήματα που αναφέρονται και σε άλλες εκθέσεις παλαιότερα, αλλά αυτή την φορά με έντονο ύφος, χρησιμοποιώντας λέξεις όπως «Ανήθικη ανεύθυνη συμπεριφορά», «τυραννική απαίτηση», «τοξικό περιουσιακό στοιχείο» κτλ. Πλέον θα έλεγε κανείς ότι δεν ωραιοποιούνται οι όροι.

2.1.6 FIDUCIARY DUTY IN 21ST CENTURY 2016 & 2019 (FINAL REPORT)

Τον Ιανουάριο του 2016 ο ΟΗΕ, το PRI και το UNEP FI, ξεκίνησαν ένα τετραετές έργο για να τελειώσει η συζήτηση σχετικά με το εάν η καταπιστευματική υποχρέωση αποτελεί νόμιμο εμπόδιο για την ενσωμάτωση περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβέρνησης ζητημάτων επενδυτικές πρακτικές και λήψη αποφάσεων. Επιχειρείται με αυτήν την έρευνα «να τερματιστεί η συζήτηση

σχετικά με το εάν η Fiduciary Duty αποτελεί νόμιμο εμπόδιο για την ενσωμάτωση ESG θεμάτων στις επενδύσεις.» Το αποτέλεσμα της έρευνας αυτής είναι η έκθεση Fiduciary duty in 21th centure (2016) και Fiduciary duty in 21th centure, Final report (2019).

Η έκθεση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι "Η παράλειψη εξέτασης όλων των παραγόντων μακροπρόθεσμης επενδυτικής αξίας, συμπεριλαμβανομένων των θεμάτων ESG, αποτελεί παράλειψη Fiduciary Duty". Άρα θα πρέπει να νομοθετήσουμε προς την κατεύθυνση της ενσωμάτωσης ESG θεμάτων στις επενδύσεις. Διαπιστώνεται ότι «Παρά τη σημαντική πρόοδο, πολλοί επενδυτές δεν έχουν ακόμη ενσωματώσει πλήρως το ESG στις επενδύσεις τους».

Το 2019 εκδίδεται η τελευταία έκθεση για την Fiduciary Duty. Στην τελευταία έκθεση αναφέρεται ότι και στην έκθεση του 2016, ότι δηλαδή το debate έχει τελειώσει, και νικητής είναι ότι δεν υπάρχουν νομικά εμπόδια στην εφαρμογή ESG θεμάτων. Στην συνέχεια κάνει έρευνα για το κατά πόσο χώρες από όλο τον κόσμο, έχουν ενσωματώσει στην νομοθεσία τους υποχρεωτικότητες για την εφαρμογή θεμάτων ESG. Η έρευνα καταλήγει ότι έχουν γίνει πολλά βήματα αλλά υπάρχουν ακόμα περιθώρια για περαιτέρω νομοθέτησης προς αυτήν την κατεύθυνση.

Παραθέτω, χωρίς σχόλια, σε σημεία τα βασικά που αναφέρθηκαν παραπάνω:

- «Επιχειρείται [μέσω της εργασίας] να τερματιστεί η συζήτηση σχετικά με το εάν η fiduciary duty αποτελεί νόμιμο εμπόδιο για την ενσωμάτωση ESG θεμάτων στις επενδύσεις.»
- «Παρά τη σημαντική πρόοδο, πολλοί επενδυτές δεν έχουν ακόμη ενσωματώσει πλήρως το ESG στις επενδύσεις τους»
- «Δεν υπάρχουν νομικά εμπόδια στην εφαρμογή ESG θεμάτων»

2.1.7 FIDUCIARY DUTY. ΕΝΑΣ ΝΟΜΙΚΟΣ ΟΡΟΣ ΜΕ ΦΙΛΟΣΟΦΙΚΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ

Πολλές εργασίες έχουν γίνει στην κατεύθυνση να αναχθεί ο όρος Fiduciary duty από νομικό όρο σε φιλοσοφικό όρο από ακαδημαϊκούς. Ο λόγος που ίσως γίνεται αυτό, κατά προσωπική μου άποψη, είναι για να επενδυθεί η νομική υπεράσπιση του ESG με ηθικό μανδύα, ενώ δεν υπάρχει καμία ηθική προέκταση, ούτε και φιλοσοφική στον όρο αυτό. Επειδή όμως αναφέρεται συνεχώς ο όρος αυτός και του δίνεται προέκταση, οφείλουμε να μιλήσουμε για αυτόν.

Ο όρος προέρχεται από το Λατινικό "Fiducia" που μεταφράζεται στα Ελληνικά ως πίστη. Ο όρος Fiduciary μεταφράζεται στα Ελληνικά ως κάτι που εμπνέει εμπιστοσύνη και επομένως, το Fiduciary duty μεταφράζεται επακριβώς ως τα καθήκοντα που έχει κάποιος που εμπιστευόμαστε [επειδή μας εμπνέει εμπιστοσύνη]. Ως νομικός όρος το Fiduciary duty μεταφράζεται ως «καταπιστευματικό καθήκον». Το καταπίστευμα προέρχεται από την λέξη «Πίστη» και το πρόθημα «Κατά», όπου θα πει η απόλυτη εμπιστοσύνη σε κάτι.

Νομικά λοιπόν το «καταπιστευματικό καθήκον» είναι τα καθήκοντα κάποιου που τον εμπιστευόμαστε απολύτως να ενεργήσει εκ μέρους μας. Στην περίπτωση των χρηματοοικονομικών τα καθήκοντα του καταπιστευματοδόχου είναι να επενδύσει τα χρήματα του εντολέα, όπου ο εντολέας έχει παραχωρήσει την απόλυτη διαχείριση τους στον καταπιστευματοδόχο, με σκοπό το όφελος του εντολέα.

Δηλαδή βάζοντας σε σειρά τα όσα είπαμε παραπάνω έχουμε:

- 1) Ο κάτοχος χρήματος (δικαιούχος ή εντολέας)
- 2) Εμπιστεύεται κάποιον απολύτως (100%) για να διαχειριστεί τα χρήματά του (καταπιστευματοδόχος)
- 3) Προς το συμφέρον του εντολέα και όχι του καταπιστευματοδόχου

Ανώτερη ηθική αξία της καταπιστευματικής ευθύνης (Fiduciary Duty) είναι η ηθική της φροντίδας (Ethics of care). Εδώ συνειρμικά θα θυμηθούμε την πρώτη έκθεση του ΟΗΕ, όπου εισήχθη ο όρος ESG, είχε τίτλο «Who cares Wins». Δηλαδή ο καταπιστευματοδόχος πρέπει να φροντίσει (care) τον εντολέα που τον εμπιστεύεται απολύτως, γιατί προφανώς εάν ο καταπιστευματοδόχος πράττει μη ηθικά ή με κακία, τότε θα ενεργήσει προς το συμφέρον του, κλέβοντας τον εντολέα.

Αυτή η πολύ απλή σχέση, με πρακτικές ηθικές προεκτάσεις, ανάγεται σε φιλοσοφική κοσμοθεωρία από πολλούς ακαδημαϊκούς. Για την ιστορία η φιλοσοφία της φροντίδας επινοήθηκε την δεκαετία του 1980 και χρησιμοποιήθηκε αρχικά από δικαιωματιστές (φεμινίστριες αρχικά) και περιβαλλοντιστές.

Το ESG στηρίζει την ηθική του υπόσταση σε αυτή την φιλοσοφική «κοσμοθεωρία». Όπως χαρακτηριστικά λέγεται από την καθηγήτρια φιλοσοφίας στην οικονομία Mussell H. (2022) «Φέρνοντας την εγγενή σχεσιακή οντολογία στο προσκήνιο, μπορούμε να δούμε πώς ένα σχεσιακό ηθικό πλαίσιο - η Ηθική της Φροντίδας - τοποθετείται καλύτερα για να εξηγήσει την ηθική στο fiduciary»

Δεν θα εμβαθύνουμε άλλο στην φιλοσοφία της φροντίδας, αφού αυτά που είπαμε αρκούν για την κατανόηση της σχέσης της με το ESG. Για περισσότερες πληροφορίες μπορεί να ανατρέξει κανείς στις εργασίες της εμπνεύστριας της φιλοσοφίας της φροντίδας, καθηγήτριας και φεμινίστριας Gilligan C. και της καθηγήτριας της φιλοσοφίας και φεμινίστριας Noddings N. Ειδικά για την ηθική της φροντίδας σε χρηματοοικονομικά θέματα και το ESG, άντλησα πληροφορίες από την εργασία της καθηγήτριας Mussell H. «Theorising the Fiduciary: Ontology and Ethics» (2022).

2.1.8 NEA ΕΡΓΑΣΙΑ FRESHFIELD 2021

Η εταιρεία Freshfield κλήθηκε ξανά το 2021 από το Generation Foundation, PRI και UNEPFI του ΟΗΕ για να εκπονήσει μια νέα πρωτοποριακή και μοναδική εργασία (first-of-its-kind report), όπως έκανε και το 2005. Η εργασία αυτή είναι

σταθμός για τα ESG θέματα, αν και είναι νέα εργασία και δεν έχουν εφαρμοστεί οι κατευθύνσεις της. Κρίνοντας όμως από την πρώτη εργασία Freshfield το 2005, ότι κατεύθυνση δόθηκε τότε, αυτή ακριβώς εφαρμόστηκε από πολλές κυβερνήσεις σε όλον τον κόσμο. Βέβαια από το 2005 έως το 2021 πέρασαν 17 χρόνια και όπως αναφέρεται εξ αρχής στην έκθεση, δεν έχουμε άλλα 17 χρόνια για να εφαρμόσουμε τις νέες κατευθύνσεις της νέα έκθεσης. Πρέπει να εφαρμοστούν γρηγορότερα.

Η εργασία αυτή έχει πολλά ενδιαφέροντα σημεία και είναι μεγάλη σε όγκο (559 σελίδες). Θα γίνει προσπάθεια να εστιάσουμε στην ουσία της.

Στην αρχή προσπαθεί να ορίσει το πρόβλημα σε ηθική βάση λέγοντας «Η ανθρώπινη ευημερία (well being) βασίζεται στη βιωσιμότητα σε περιβαλλοντικά και κοινωνικά συστήματα. Η βιωσιμότητα απειλείται. Αυτό είναι εν μέρει αποτέλεσμα οικονομικής δραστηριότητας και θα δημιουργήσει κινδύνους για τα οικονομικά συστήματα και όλοι όσοι βασίζονται σε αυτά. Η επένδυση είναι μέρος αυτών των συστημάτων και εξαρτάται από αυτά τα συστήματα για τη δημιουργία οικονομικών αποδόσεων. Άρα, υπάρχει ένα ερώτημα εάν χρειάζεται ο επενδυτικός τομέας να επικεντρωθεί περισσότερο στην αντιμετώπιση της βιωσιμότητας, ακόμα κι αν το μόνο κίνητρό του είναι να επιτύχει τον δικό της οικονομικό σκοπό». Η ουσία εδώ με άλλα λόγια είναι ότι, οι επενδύσεις σε οικονομικές δραστηριότητες που βλάπτουν το περιβάλλον, βλάπτουν όλες τις επενδύσεις, γιατί οι επενδύσεις και η οικονομική δραστηριότητα είναι μέρος του περιβάλλοντος.

Να σημειώσω ότι ακατανόητη εδώ είναι η έννοια του περιβαλλοντικού συστήματος, δίπλα στην έννοια του κοινωνικού συστήματος (environmental and social systems). Νοείται το περιβαλλοντικό σύστημα ως το περιβάλλον το ίδιο ή τίθεται το θέμα κατηγοριοποίησης περιβαλλοντικής πολιτικής σε συστημικό πλαίσιο; Δηλαδή κατηγοριοποιείται εν δυνάμει η περιβαλλοντική πολιτική, όπως επί παραδείγματι τα πολιτικά συστήματα σε βασιλεία, αριστοκρατία και Δημοκρατία; Αυτό θα το δείξει ο χρόνος, αν και η άποψη μου είναι ίσως θα δούμε τέτοιου είδους κατηγοριοποιήσεις ακόμα και μεταξύ κρατών στο άμεσο μέλλον.

Αφού τέθηκε το ηθικό ερώτημα - πρόβλημα, αμέσως δίνεται και η λύση. «Ποια είναι η λύση? Η επενδυτική δραστηριότητα στο πλαίσιο της ‘επένδυσης για τον αντίκτυπο στη βιωσιμότητα’, ή ‘IFSI’ (Investing for sustainability impact, Επένδυση με αντίκτυπο στη βιωσιμότητα) είναι ο τρόπος [να δοθεί η λύση]... Ως IFSI περιγράφεται οποιαδήποτε επενδυτική προσέγγιση όπου οι επενδυτές επιδιώκουν σκόπιμα (μέσω των δραστηριοτήτων χρηματοδότησης ή αλλιώς) να επηρεάσουν τι επενδύετε σε επιχειρήσεις και τρίτα μέρη, αντιμετωπίζοντας προκλήσεις που αφορούν τη βιωσιμότητα». Εδώ εισέρχεται για πρώτη φορά ο όρος «επένδυσης για τον αντίκτυπο στη βιωσιμότητα» (investing for sustainability impact) ή IFSI. Είναι η εξέλιξη του όρου «υπεύθυνη επένδυση» σε καθολικότερη βάση. Η νέα βάση της επενδυτικής φιλοσοφίας είναι να μην θίγεται το περιβάλλον, όπου πάνω σε αυτό βασίζονται οι επενδύσεις, όχι μόνο των μεμονωμένων αλλά και όλων των άλλων. Δηλαδή εάν δεν επενδύσω με κριτήρια ESG, και βασικά

μόνο με E, δεν βλέπω μόνο την δική μου επένδυσή αλλά και τις επενδύσεις των άλλων.

Παρακάτω αναφέρεται στον σκοπό της εργασίας. «Στόχος του έργου μας ήταν η διαπίστωση εάν ο νόμος απαιτεί ή επιτρέπει επί του παρόντος την IFSI και να εντοπίσει επιλογές για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής που επιθυμούν για τη διευκόλυνση του IFSI».

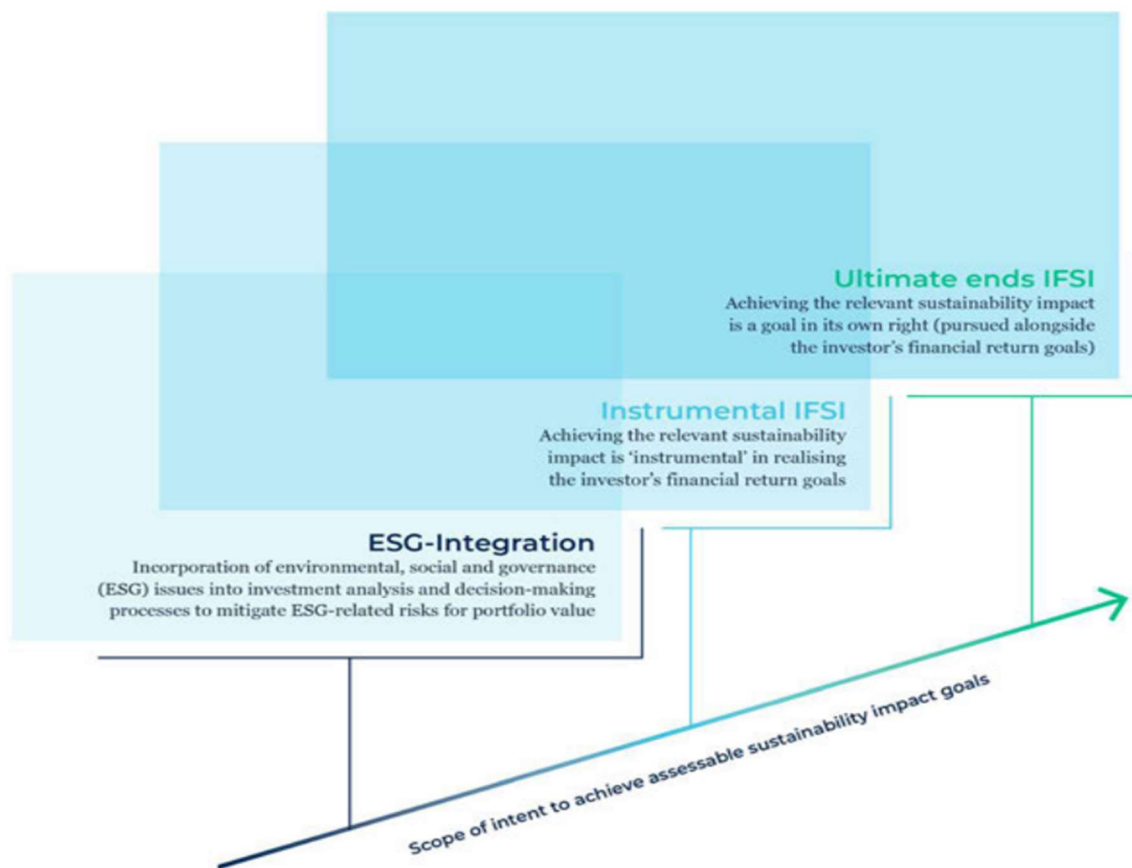
Αμέσως μετά στην εργασία γίνεται λόγος για την ουσία της. «Το IFSI δεν είναι μια νομικά καθορισμένη έκφραση και δεν χρησιμοποιείται σε αυτήν την αναφορά ως όρος νομικός. Ούτε προορίζεται να προσθέσει στην αλφαβητική σούπα (alphabet soup) του κόσμου της βιωσιμότητας. Αντίθετα, εδώ δεν χρησιμεύει παρά ως ένα έννοιολογικό δίκτυο (conceptual net) για την σύλληψη, οποιεσδήποτε δραστηριότητες που αφορούν έναν επενδυτή που εκ προθέσεως προσπαθεί να επηρεάσει τη συμπεριφορά των επενδύσεων ... με αποτελέσματα τη βιωσιμότητα». Εδώ για πρώτη φορά βλέπουμε σε επίσημη έκθεση ότι το πρόβλημα είναι ηθικό και φιλοσοφικό, δηλαδή ότι ο όρος IFSI δεν είναι νομικός, ούτε όρος που προστίθεται στην σούπα των όρων της βιωσιμότητας, αλλά το πρόβλημα είναι εννοιολογικό. Αλλού επίσης αναφέρει ότι σκοπός του ανθρώπου είναι το ευ ζείν (human well being) και αυτό δείχνει ότι είναι πολύ πιθανό αυτοί που έγραψαν το κείμενο αυτό έχουν μελετήσει αρχαία Ελληνική Γραμματεία.

Στη συνέχεια γίνεται λόγος για τον δρόμο ή τα στάδια προς την ολοκλήρωση του IFSI, από την σκοπιά του τέλους (Ultimate ends). Εδώ παρατηρούμε ότι έχουμε ξανά «Αριστοτελική» λογική προσέγγιση, αναλύοντας το Ultimate ends ή την εντελέχεια μίας έννοιας (Κάθε ον, κατά τον Αριστοτέλη φτάνει στην τελειότητα που απαιτεί η φύση του και τότε από «εν δυνάμει ον» γίνεται «εν ενεργεία ον»). Διαβάζουμε λοιπόν ότι το IFSI θα τελειοποιηθεί μέσα από δύο στάδια.

Το πρώτο στάδιο θα είναι το μετρητικό IFSI (instrumental IFSI), όπου «η επίτευξη του σχετικού στόχου αντίκτυπου στη βιωσιμότητα είναι 'εργαλείο' για την υλοποίηση των στόχων οικονομικής απόδοσης του επενδυτή». Δηλαδή οι επενδύσεις θα βαθμολογούνται με έναν δείκτη IFSI score (ίσως να είναι και το ίδιο το ESG score) με σκοπό την επίτευξη οικονομικού κέρδους. Δηλαδή όπως γίνεται με το ESG score έως σήμερα έτσι θα γίνεται και με το IFSI score. Εδώ να σημειώσουμε ότι η βαθμολογία θα αφορά μόνο το περιβαλλοντικό αντίκτυπο μίας επένδυσης, δηλαδή μόνο με το E του ESG, αφού όπως ειπώθηκε και προηγουμένως η κοινωνία είναι υποσύνολο του περιβάλλοντος και η ευημερία της εξαρτάται από το περιβάλλον. Άρα κατά το σκεπτικό αυτό είναι περιττό το score στον πυλώνα S και G και πράγματι απουσιάζει σχεδόν εντελώς από την έκθεση. Επίσης στον δρόμο προς την τελειοποίηση του IFSI, στην εργασία αναφέρεται ότι το ESG ήταν μέρος του σταδίου αυτού όπου πρέπει να ξεπεραστεί.

Πίνακας 1. Στάδια προς την τελειοποίηση του IFSI

Πηγή: UN Freshfield 2021



Το δεύτερο στάδιο που είναι και το τελευταίο όπου σε αυτό «η επίτευξη του σχετικού στόχου του αντίκτυπου της βιωσιμότητας και του συναφούς γενικού αποτελέσματος βιωσιμότητας είναι ένας ξεχωριστός στόχος, ο οποίος επιδιώκεται παράλληλα με τους στόχους οικονομικής απόδοσης του επενδυτή, αλλά όχι εξ ολοκλήρου ως μέσο για την επίτευξή τους». Εδώ λέγεται ότι η επένδυση δεν θα έχει στόχο το κέρδος, αλλά την βιωσιμότητα. Το κέρδος απλά θα υπάρχει, όπως λέει χαρακτηριστικά, **«παράλληλα»** με άλλους γενικότερους στόχους.

Από τα προαναφερόμενα καταλαβαίνει κανείς ότι τα προβλήματα για την ολοκλήρωση του IFSI είναι πρακτικά δύο και έτσι αναγνωρίζονται στην έκθεση. Το πρώτο πρόβλημα έχει να κάνει με την φύση της ίδιας της χρηματοοικονομικής επιστήμης, δηλαδή πως θα γίνονται επενδύσεις που δεν θα έχουν σκοπό το κέρδος ή όπως λέγεται πως οι επενδυτές θα κάνουν επενδύσεις που θα έχουν «παράλληλο» και όχι πρωταρχικό στόχο το κέρδος. Το δεύτερο είναι νομικής φύσης και έχει να κάνει με την νομιμότητα μίας επένδυσης που δεν έχει σκοπό το κέρδος. Δηλαδή πρακτικά σε περίπτωση που μηνυθεί κάποιος διαχειριστής επένδυσης ότι δεν έπραξε με σκοπό το κέρδος, με ποια επιχειρήματα θα υπερασπίσει τον εαυτό του (ο διαχειριστής).

Το πρώτο πρόβλημα λέγεται ότι θα λυθεί με την συνεννόηση των θεσμικών επενδυτών. Το IFSI πρακτικά εστιάζει σχεδόν αποκλειστικά στον θεσμικούς επενδυτές. Στην εργασία αναφέρεται ότι τα διεθνή περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση (global assets under management AuM) το 2021 ανέρχονταν σε 110 τρις Δολάρια. Εάν οι μεγάλοι διαχειριστές περιουσιών ενσωματώσουν την πολιτική IFSI τότε το πρόβλημα έχει λυθεί. Αυτό εν μέρει έχει επιτευχθεί ήδη αφού λέει η έκθεση ότι από τα 110 τρις, τα 50 τρις δολάρια έχουν ήδη υπενδεδυμένα σε net zero επενδύσεις. Πρακτικά δεν γνωρίζουμε τίποτα για τον τρόπο που θα γίνει αυτή η συνεννόηση μεταξύ των μεγάλων Asset Managers. Ίσως να γίνει μέσω της δημιουργίας και συμμετοχής τους σε ένα ενιαίο υπερταμείο, που θα έχει κοινή επενδυτική κατεύθυνση.

Ως προς το νομικό πρόβλημα, και για αυτούς που θα έχουν ζημιές με τις επενδύσεις IFSI και ενδεχομένως να προσφύγουν στα δικαστήρια εναντίων των διαχειριστών κεφαλαίων τους λέγεται ότι: «Για την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο οποιαδήποτε ενέργεια βοήθησε έναν επενδυτή να εκπληρώσει τα καθήκοντά του, το δικαστήριο θα εστιάσει πιθανώς στη λογική και αποδεικτική αξιοπιστία της εξήγησης του επενδυτή για τη διαφορά που έχει κάνει στο πλαίσιο της συνολικά [ως προς το περιβάλλον], περισσότερο από τον ακριβή ποσοτικό προσδιορισμό του ατομικού αντίκτυπου ή του οφέλους από τη συμμετοχή του... το σύστημα στο σύνολό του πρέπει να είναι βιώσιμο». Δηλαδή εισέρχεται το θέμα της συνολικής προσφοράς στο περιβάλλον έναντι του ατομικού συμφέροντος του επενδυτή. Αυτή θα είναι η υπερασπιστική γραμμή των διαχειριστών κεφαλαίων IFSI και πιθανότατα δούμε δημιουργία νόμων προς αυτή την κατεύθυνση στο μέλλον, εάν δεν υπάρχουν ήδη και δεν το γνωρίζω.

Επίσης για τα νομικά θέματα για αυτούς τους επενδυτές που δεν θα επενδύουν βιώσιμα αναφέρει: «Οι περισσότερες δικαιοδοσίες απαγορεύουν στους επενδυτές να εμπλέκονται σε ορισμένες δραστηριότητες, όπως το ξέπλυμα χρήματος, και η συμμόρφωση με αυτούς τους περιορισμούς μπορεί να ειπωθεί ότι έχει θετικό αποτέλεσμα βιωσιμότητας. Ένα παράδειγμα που απευθύνεται πιο συγκεκριμένα σε επενδυτές, αλλά λιγότερο συνηθισμένο, είναι η νομοθεσία που απαγορεύει τις επενδύσεις σε επιχειρήσεις που κατασκευάζουν πυρομαχικά διασποράς, με στόχο την παύση της κατασκευής... Η απαγόρευση της υποστήριξης για δραστηριότητες που δεν ευθυγραμμίζονται με τους SDG έχει ισοδύναμο αντίκτυπο με μια συλλογική απόφαση τελικού σκοπού της IFSI από τους επενδυτές για την επίτευξη μείωσης αυτών των δραστηριοτήτων. Σε ορισμένες δικαιοδοσίες υπάρχουν επίσης θετικές νομικές υποχρεώσεις που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα σε σχέση με τη χρήση επενδυτικών εξουσιών». Εδώ εξισώνεται η κατασκευή πυρομαχικών διασποράς με τις μη βιώσιμες επενδύσεις και λέει όπως απαγορεύονται οι πρώτες έτσι θα μπορούσαν να απαγορευτούν και δεύτερες. Ότι δεν θα ενσωματώνει την φιλοσοφία IFSI εν δυνάμει απαγορεύεται.

Μένοντας στα νομικά θέματα, και στις δράσεις που πρέπει να γίνουν από τις κυβερνήσεις συμβουλεύει «αναθεωρήστε τη νομοθεσία περί ανταγωνισμού και τους κανόνες για το χειρισμό ευαίσθητων πληροφοριών ως προς τις τιμές, τη

συνεννόηση των μετόχων και τη συλλογική δράση σε σχέση με μια νομική οντότητα και τους κανόνες για την επίταξη ψήφων των μετόχων, για να διασφαλίσετε ότι δεν περιορίζουν άσκοπα τη δραστηριότητα διαχείρισης σε παράγοντες βιωσιμότητας». Επισημαίνω ότι γίνεται λόγος για επίταξη ψήφους μετόχων σε περίπτωση που μία εταιρεία δεν επενδύει βιώσιμα. Επίσης θα σχολιάσω εδώ, ότι καλούνται οι πολιτικοί να λάβουν δράση για αναθεώρηση της νομοθεσίας περί ανταγωνισμού και συνεννόηση ως προς τις τιμές.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η εξέλιξη της σχέσης μεταξύ υποχρεωτικότητας του στόχου του κέρδους και χρονικού ορίζοντα επένδυσης ανά επενδυτική εποχή, για επεξήγηση των όσων αναφέρθηκαν παραπάνω.

Πίνακας 2. Εξέλιξη της σχέσης μεταξύ υποχρεωτικότητας του στόχου του κέρδους και χρονικού ορίζοντα επένδυσης ανά επενδυτική εποχή

Πηγή: Ιδία ανάλυση

ΧΡΟΝΙΚΟΣ ΟΡΙΖΟΝΤΑΣ			
	ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΟΣ	ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΟΣ	
ΚΕΡΔΟΣ	Προ ESG	Υποχρεωτικά Ναι	Υποχρεωτικά Ναι
	ESG	Αβέβαιο	Υποχρεωτικά Ναι
	IFSI	Αβέβαιο	Αβέβαιο

Στην εργασία τονίζεται πολλές φορές η ανάγκη δημιουργίας νέα θεωρίας χαρτοφυλακίου που θα περιλαμβάνει υποχρεωτικά όρους βιωσιμότητας. Σε αυτή την νέα θεωρία θα πρέπει να τιμολογείται ο αντίκτυπος του συστημικού κινδύνου από την κλιματική αλλαγή ή «εκτίμηση των πιθανών δυσμενών επιπτώσεων για την αξία και την απόδοση του χαρτοφυλακίου, εάν δεν αντιμετωπιστούν αυτοί οι κίνδυνοι [της κλιματικής αλλαγής]». Η αξία του χαρτοφυλακίου πρέπει να τιμολογείται ως προς τις εν δυνάμει ζημιές που θα είχε υποστεί εάν δεν λαμβάνονταν αποφάσεις εναντίον της κλιματικής αλλαγής και όπως λέγεται χαρακτηριστικά «το όφελος του χαρτοφυλακίου δεν μπορεί να μετρηθεί επακριβώς». Για παράδειγμα εάν κάποιος ζημιώνεται από επενδύσεις IFSI, τελικά ίσως να μην ζημιώνεται γιατί η ζημιά του θα ήταν μεγαλύτερη εάν δεν επένδυε προς την κατεύθυνση net zero.

2.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ESG

Σε αυτήν την υποενότητα θα συγκεντρωθούν και θα παρουσιαστούν οι ορισμοί του ESG. Οι πηγές που θα χρησιμοποιηθούν είναι ακαδημαϊκές εργασίες, εκθέσεις του ΟΗΕ καθώς και βιβλία με θέμα το ESG.

- Είναι η ένταξη παραγόντων περιβαλλοντικής, κοινωνικής και εταιρικής διακυβέρνησης (ESG) στις επενδύσεις. Global Compact (2004).

Στο πρώτο κείμενο που εμφανίζεται ο όρος ESG δεν ορίζεται με ακρίβεια.

- [Το ESG είναι] η εκδήλωση ανησυχίας για τις κοινωνικές και περιβαλλοντικές επιπτώσεις στις επενδύσεις και η προώθηση της ευθυγράμμισής τους με την πολιτική των Ηνωμένων Εθνών για Βιώσιμη Ανάπτυξη και τη Συμφωνία του Παρισιού για την κλιματική αλλαγή. Câmara and Morais (2022)

Το ESG εδώ παρουσιάζεται με δύο χαρακτηριστικά. Πρώτα ως «ανησυχία» και δεύτερον ως το μέτρο ευθυγράμμισης μίας επένδυσης με τις πολιτικές του ΟΗΕ και της συμφωνίας του Παρισιού για την κλιματική αλλαγή.

- Το νέο Μάντρα, ειδικά στην Ευρώπη, είναι το ESG. Ένα μάντρα είναι μια ιερή έννοια, ήχος ή φράση, συχνά στα σανσκριτικά, που απαγγέλλεται σε μια μεγάλη ποικιλία θρησκευτικών και πνευματικών παραδόσεων, όπως ο Ινδουισμός, ο Βουδισμός και η Γιόγκα). Hart and Zingales (2017)

Ενδεικτικά αναφέρθηκαν οι παραπάνω ορισμοί από πλήθος άλλων ορισμών. Όπως μπορούμε να δούμε υπάρχει μεγάλη ποικιλία όρων και ορισμών. Μάλιστα η διαμάχη μεταξύ των όρων δεν έχει τελειώσει μέχρι σήμερα. Δεν υπάρχει σαφής συναίνεση σχετικά με την έννοια της βιώσιμης χρηματοδότησης ή τα ακρωνύμια που σχετίζονται με αυτήν όπως το ESG (περιβαλλοντική, κοινωνική και διακυβέρνηση), SRI (κοινωνικά ή βιώσιμα υπεύθυνη επένδυση) και ΕΚΕ (εταιρική κοινωνική ευθύνη). Η έλλειψη σαφήνειας σχετικά με την έννοια αυτών των όρων οδηγεί σε παρεξηγήσεις σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο επηρεάζουν τους επενδυτές, τις εταιρείες και τις αγορές περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που μπορεί να δυσχεράνει την ερμηνεία στοιχείων σχετικά με την επενδυτική συμπεριφορά και τον σχεδιασμό σχετικών κανονισμών. Starks (2022).

Στην έκθεση Freshfield (2021) αλλά και σε πολλά άλλα άρθρα, οι όροι της «βιωσιμότητας» χαρακτηρίζονται υβριστικά ως «σούπα». Λόγω της έλλειψης ισχυρού και σωστού ορισμού από τους ιδρυτές του, ο καθένας αναλόγως με τις προσωπικές του πεποιθήσεις, ορίζει το ESG όπως νομίζει, δημιουργώντας σύγχυση.

Αν και δεν υπάρχει σαφήνεια και συμφωνία στους παραπάνω ορισμούς, υπάρχει η τάση σε γενικές γραμμές, το ESG να ορίζεται ως εξής:

«Το ESG είναι οι επενδύσεις που λαμβάνουν υπόψιν περιβαλλοντικά θέματα (κοινωνικά θέματα και θέματα διακυβέρνησης)».

Για να δούμε εάν είναι ισχυροί οι ορισμοί που έχουν δοθεί, θα τους υποβάλουμε σε διαλεκτικούς ελέγχους.

Καταρχήν θα αναρωτηθούμε εάν το ESG είναι επένδυση ή όχι. Η απάντηση είναι ότι πράγματι το ESG είναι επένδυση. Έχει ως σκοπό το κέρδος, όχι υποχρεωτικά σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, αλλά υποχρεωτικά σε μακροχρόνιο. Βέβαια πουθενά δεν ορίζεται ο επενδυτικός ορίζοντας συγκεκριμένα, δηλαδή δεν ορίζεται πουθενά

η ποσότητα του χρόνου που διαχωρίζει μία επένδυση σε μακροχρόνια και βραχυχρόνια. Νομικά πάντως σίγουρα το ESG είναι επένδυση με σκοπό το κέρδος, και αυτό δηλώνεται στην έκθεση Freshfield (2005).

Ως προς το δεύτερο μέρος του ορισμού, δηλαδή του ότι εάν οι επενδύσεις ESG είναι εκείνες που λαμβάνουν υπόψιν τους περιβαλλοντικά θέματα (ή κοινωνικά ή θέματα διακυβέρνησης), η απάντηση είναι επίσης θετική. Πράγματι οι επενδύσεις ESG λαμβάνουν υπόψιν τους περιβαλλοντικούς παράγοντες. Για παράδειγμα μία επένδυση ESG είναι η επένδυση σε μία εταιρεία με καλό score στον πυλώνα E, που συνεπάγεται ότι η εταιρεία δεν ρυπαίνει το περιβάλλον.

Όμως εδώ ακριβώς θα τεθεί ο προβληματισμός, εάν οι επενδύσεις ESG είναι οι μοναδικές επενδύσεις που λαμβάνουν υπόψιν τους το περιβάλλον ή την κοινωνία ή τα θέματα διακυβέρνησης. Εάν απαντήσουμε σε αυτό το ερώτημα καταφατικά, τότε αυτός ο ορισμός θα ήταν σωστός και επαρκείς, αφού η διαφορά της περιβαλλοντικής ευαισθησίας θα ήταν ειδοποιός διαφορά σε σχέση με άλλες επενδύσεις. Εάν απαντούσαμε αρνητικά τότε ο ορισμός του ESG θα ήταν ανεπαρκής, αφού και άλλες επενδύσεις θα είχαν αυτόν τον προσανατολισμό.

Εύκολα θα απαντήσουμε σε αυτό το πρόβλημα ότι οι επενδύσεις ESG δεν είναι οι μόνες που κάνουν οι επενδυτές, ορμώμενοι από προσωπικές ηθικές αξίες και ειδικά σε περιβαλλοντικές ή κοινωνικές ή διακυβέρνησης ευαισθησίες. Πάντα οι άνθρωποι είχαν και θα έχουν ηθικές προελεύσεις και αναζητήσεις, όπου αυτές θα εκφράζονται εν τέλει σε επενδυτικές επιλογές. Ή θα λέγαμε διαφορετικά, όποιος κάνει επενδύσεις που δεν είναι ESG δεν σημαίνει ότι βλάπτει το περιβάλλον ή ότι είναι αντικοινωνικός ή θέλει οι εταιρίες να είναι ακυβέρνητες.

Άρα το συμπέρασμα είναι ότι ο ορισμός που δίνεται για το ESG κυρίως από τους ιδρυτές του όρου, τον οποίο υιοθετούν και σχεδόν όλοι οι ερευνητές, δεν αποκαλύπτει την ουσία του όρου και την ειδοποιό διαφορά του σε σχέση με άλλες επενδύσεις. Επομένως είναι ορισμός ανίσχυρος και το αποτέλεσμα εκ των υστέρων, είναι η «σούπα» στους όρους της βιωσιμότητας που βρισκόμαστε αντιμέτωποι.

Περνώντας στην προσπάθεια ορισμού του ESG, όπως ειπώθηκε και προηγουμένως οι ESG επενδύσεις είναι επενδύσεις, οπότε έχουν σκοπό το κέρδος. Η ειδοποιός διαφορά με τις παραδοσιακές επενδύσεις, που έχουν μοναδικό σκοπό το κέρδος, είναι ότι οι επενδυτικές επιλογές ESG καθοδηγούνται από την ιδέα της κλιματικής αλλαγής.

Η κλιματική αλλαγή είναι η ιδέα ότι ο άνθρωπος μέσω της καύσης ορυκτών καυσίμων, παράγει αέρια του θερμοκηπίου, όπου αυτά με την σειρά τους συμβάλουν στην αύξηση της θερμοκρασίας της ατμόσφαιρας της Γης. Η αύξηση της θερμοκρασίας της ατμόσφαιρας της Γης δεν μας συμφέρει και άρα πρέπει να δράσουμε, ως ανθρωπότητα, για την σωτηρία της Γης.

Έτσι μέσω των επενδύσεων ESG επιτιθέμεθα εναντίον των μερών του ενεργητικού των επιχειρήσεων, κυρίως καταστρέφοντας ή απαξιώνοντας επί της ουσίας μέσα παραγωγής (αποεπένδυση), καθώς αυτά είναι που λειτουργούν με

ενέργεια που παράγεται μέσω της καύσης ορυκτών καυσίμων. Έτσι εν τέλει σώζουμε το περιβάλλον.

Ένας σύντομος ορισμός του ESG θα μπορούσε να ήταν ο εξής:

«Η ESG επένδυση είναι μία επένδυση με σκοπό την σωτηρία του περιβάλλοντος από την ανθρώπινη οικονομική δραστηριότητα, με τον τρόπο της παύσης χρήσεως της φωτιάς κατά την παραγωγική διαδικασία».

Όπως είδαμε σε προηγούμενη ενότητα, η επενδυτική φιλοσοφία IFSI, αναπτυξιακό στάδιο της οποίας είναι η επένδυση ESG, δεν έχει καθόλου σαν σκοπό το κέρδος. Έχει σαν σκοπό μόνο την σωτηρία του περιβάλλοντος, «επενδύοντας» στην «αποεπένδυση».

3 ΔΟΜΗ ΤΟΥ ESG

Σε αυτήν την ενότητα θα παρουσιάσουμε τα δομικά χαρακτηριστικά του ESG, δηλαδή το θεσμικό - νομικό πλαίσιο ύπαρξης του, τους κανόνες διεθνών οργανισμών καθώς και την μέθοδο των αξιολογητών του. Όσον αφορά στις μεθόδους αξιολόγησης θα παρουσιαστούν τα υπέρ και τα κατά των μεθόδων αυτών.

3.1 ΝΟΜΙΚΟ, ΘΕΣΜΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ESG

Το νομικό πλαίσιο για το ESG περιλαμβάνει κανονισμούς και οδηγίες που στόχο έχουν να ενσωματώσουν κριτήρια βιωσιμότητας και κοινωνικής ευθύνης στις επιχειρηματικές πρακτικές. Ακολουθούν τα κύρια στοιχεία του νομικού, θεσμικού και κανονιστικού πλαισίου.

Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ)

1. Οδηγία περί Αποκάλυψης Μη Χρηματοοικονομικών Πληροφοριών (Non-Financial Reporting Directive NFRD).

Η NFRD είναι μια οδηγία της Ευρωπαϊκής Ένωσης που εισήχθη το 2014. Στόχος της είναι να αυξήσει τη διαφάνεια και τη συνέπεια των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών που δημοσιεύουν οι μεγάλες εταιρείες. Η οδηγία αφορά κυρίως τις μεγάλες δημόσιες επιχειρήσεις με περισσότερους από 500 εργαζόμενους και απαιτεί από αυτές να αποκαλύπτουν πληροφορίες σχετικά με τις πολιτικές τους, τα αποτελέσματα και τους κινδύνους σε τέσσερις βασικούς τομείς:

Περιβάλλον: Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου, χρήση ενέργειας, κατανάλωση υδάτων και διαχείριση αποβλήτων.

Κοινωνικά θέματα και εργατικό δυναμικό: Συνθήκες εργασίας, ισότητα φύλων, σεβασμός των ανθρωπίνων δικαιωμάτων, εργασιακές σχέσεις, υγεία και ασφάλεια των εργαζομένων.

Θέματα ανθρωπίνων δικαιωμάτων: Μέτρα για την αποτροπή παραβιάσεων ανθρωπίνων δικαιωμάτων στις δραστηριότητες της εταιρείας και στην αλυσίδα εφοδιασμού της.

Καταπολέμηση της διαφθοράς και της δωροδοκίας: Πολιτικές και διαδικασίες για την αποτροπή της διαφθοράς και της δωροδοκίας.

Οι εταιρείες πρέπει να περιλαμβάνουν αυτές τις πληροφορίες στις ετήσιες εκθέσεις τους ή σε ξεχωριστές εκθέσεις μη χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Η Οδηγία επιτρέπει στις εταιρείες να χρησιμοποιούν αναγνωρισμένα πρότυπα για την αναφορά τους, όπως το Global Reporting Initiative (GRI) ή το UN Global Compact. Η NFRD στοχεύει στο να ενισχύσει τη διαφάνεια, επιτρέποντας στους

επενδυτές, τους καταναλωτές, τις ΜΚΟ και άλλους ενδιαφερόμενους να λαμβάνουν καλύτερες αποφάσεις και να προωθήσουν πιο βιώσιμες επιχειρηματικές πρακτικές. Από το 2021, η Οδηγία NFRD έχει αντικατασταθεί από την Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), η οποία επεκτείνει τις απαιτήσεις για τη δημοσίευση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και σε περισσότερες εταιρείες, και απαιτεί πιο λεπτομερή και εναρμονισμένη πληροφόρηση.

2. Οδηγία περί Βιώσιμης Χρηματοδότησης (Sustainable Finance Disclosure Regulation SFDR).

Η SFDR είναι ένα ρυθμιστικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης που τέθηκε σε ισχύ τον Μάρτιο του 2021. Η SFDR στοχεύει στην προώθηση της διαφάνειας όσον αφορά τη βιωσιμότητα των χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, επιτρέποντας στους επενδυτές να λαμβάνουν καλύτερα ενημερωμένες αποφάσεις.

Οι βασικοί στόχοι και απαιτήσεις της SFDR είναι οι εξής:

- Διαφάνεια ως προς την ενσωμάτωση των κινδύνων βιωσιμότητας:

Οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι και οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων πρέπει να αποκαλύπτουν πώς ενσωματώνουν τους κινδύνους βιωσιμότητας στις επενδυτικές τους αποφάσεις. Απαιτείται να εξηγούν τον τρόπο με τον οποίο οι κίνδυνοι αυτοί ενδέχεται να επηρεάσουν τις αποδόσεις των χρηματοοικονομικών προϊόντων που προσφέρουν.

- Δήλωση των αρνητικών επιπτώσεων:

Οι χρηματοοικονομικοί συμμετέχοντες πρέπει να αποκαλύπτουν τις αρνητικές επιπτώσεις των επενδυτικών τους αποφάσεων σε περιβαλλοντικά και κοινωνικά ζητήματα. Η δήλωση αυτή περιλαμβάνει δείκτες όπως οι εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα, η χρήση των φυσικών πόρων και οι κοινωνικές συνέπειες των επενδύσεων.

- Κατηγοριοποίηση χρηματοοικονομικών προϊόντων:

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα πρέπει να κατηγοριοποιούνται ανάλογα με το επίπεδο των βιώσιμων χαρακτηριστικών που ενσωματώνουν. Οι κατηγορίες περιλαμβάνουν:

Άρθρο 6: Προϊόντα που δεν ενσωματώνουν βιώσιμα χαρακτηριστικά.

Άρθρο 8: Προϊόντα που προάγουν περιβαλλοντικά ή κοινωνικά χαρακτηριστικά.

Άρθρο 9: Προϊόντα με συγκεκριμένο βιώσιμο επενδυτικό στόχο.

- Πληροφορίες και ενημερώσεις για τους πελάτες:

Οι επενδυτικές εταιρείες πρέπει να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την πολιτική βιωσιμότητας και τις πρακτικές τους στους πελάτες τους, μέσω της ιστοσελίδας τους, προσυμβατικών εγγράφων και περιοδικών εκθέσεων.

- Υποχρεώσεις αναφοράς:

Οι εταιρείες πρέπει να δημοσιεύουν τακτικά εκθέσεις για τις βιώσιμες επενδύσεις τους και την επίδραση αυτών στην κοινωνία και το περιβάλλον. Η SFDR είναι μέρος μιας ευρύτερης στρατηγικής της ΕΕ για την προώθηση της βιώσιμης χρηματοδότησης και τη στήριξη της μετάβασης σε μια πιο βιώσιμη οικονομία. Επιδιώκει να μειώσει το "greenwashing" και να αυξήσει τη διαφάνεια για τους επενδυτές, επιτρέποντάς τους να αναγνωρίζουν και να επιλέγουν επενδύσεις που συνάδουν με τις αξίες και τους στόχους τους για τη βιωσιμότητα.

3. Ταξινόμια της ΕΕ για Βιώσιμες Δραστηριότητες.

Η Ταξινόμια της ΕΕ για Βιώσιμες Δραστηριότητες είναι ένα εργαλείο που θεσπίστηκε από την Ευρωπαϊκή Ένωση για να καθορίσει ποιες οικονομικές δραστηριότητες θεωρούνται περιβαλλοντικά βιώσιμες. Στόχος της είναι να ενισχύσει τη βιώσιμη ανάπτυξη, να υποστηρίξει τις επενδύσεις σε πράσινες δραστηριότητες και να καταπολεμήσει το "greenwashing".

Η Ταξινόμια καθορίζει κριτήρια για να αξιολογεί κατά πόσο μια οικονομική δραστηριότητα συμβάλλει ουσιαστικά σε έναν ή περισσότερους από τους έξι περιβαλλοντικούς στόχους.

Η Ταξινόμια θέτει έξι περιβαλλοντικούς στόχους που είναι:

α) Η Κλιματική αλλαγή (μετριασμός) σχετικά με τις δραστηριότητες που συμβάλλουν στη μείωση των εκπομπών αερίων θερμοκηπίου.

β) Κλιματική αλλαγή (προσαρμογή) σχετικά με τις δραστηριότητες που ενισχύουν την ανθεκτικότητα και την προσαρμοστικότητα στην κλιματική αλλαγή.

γ) Βιώσιμη χρήση και προστασία των υδάτινων και θαλάσσιων πόρων.

δ) Μετάβαση σε κυκλική οικονομία. Έχει να κάνει με τις δραστηριότητες που προάγουν την ανακύκλωση, την επαναχρησιμοποίηση και τη μείωση των αποβλήτων.

ε) Πρόληψη και έλεγχος της ρύπανσης.

στ) Προστασία και αποκατάσταση της βιοποικιλότητας και των οικοσυστημάτων.

Οι σκοποί και τα οφέλη της είναι η Επενδυτική Διαφάνεια όπου παρέχει ένα κοινό σύστημα αναφοράς για επενδυτές, διευκολύνοντας την αναγνώριση βιώσιμων επενδύσεων και την αποφυγή του "greenwashing", την Καθοδήγηση Πολιτικών και Επιχειρήσεων όπου παρέχει σαφή κριτήρια που βοηθούν τις επιχειρήσεις και τους φορείς χάραξης πολιτικής να ευθυγραμμιστούν με τους στόχους της βιωσιμότητας και την Χρηματοδοτική Υποστήριξη όπου υποστηρίζει την

κατεύθυνση της χρηματοδότησης προς δραστηριότητες που είναι συμβατές με την πράσινη μετάβαση.

Σχετικά με την εφαρμογή και την συμμόρφωση οι μεγάλες επιχειρήσεις και οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί που δραστηριοποιούνται στην ΕΕ πρέπει να αναφέρουν κατά πόσο οι δραστηριότητές τους και οι επενδύσεις τους πληρούν τα κριτήρια της Ταξινόμιας. Ο Ενιαίος Κανονισμός (EU Taxonomy Regulation) 2020/852, γνωστός ως Κανονισμός της Ταξινόμιας, θέτει τις νομικές βάσεις για το σύστημα και καθορίζει τις κατηγορίες των βιώσιμων δραστηριοτήτων.

Η Ταξινόμια της ΕΕ για Βιώσιμες Δραστηριότητες είναι ένα βασικό εργαλείο στην προσπάθεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης να επιτύχει τους στόχους της για την κλιματική αλλαγή και τη βιώσιμη ανάπτυξη, διασφαλίζοντας ότι οι επενδύσεις κατευθύνονται προς περιβαλλοντικά υπεύθυνες και κοινωνικά επωφελείς δραστηριότητες.

Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

1. Κανονισμοί της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC).

Η SEC είναι ένας ανεξάρτητος ομοσπονδιακός οργανισμός που δημιουργήθηκε για να ρυθμίζει και να εποπτεύει τις αγορές κεφαλαίων και να προστατεύει τους επενδυτές. Οι κανονισμοί της SEC καλύπτουν διάφορους τομείς, συμπεριλαμβανομένης της δημοσιοποίησης πληροφοριών, της εποπτείας των χρηματοοικονομικών αγορών, της καταπολέμησης της απάτης και της διασφάλισης της διαφάνειας και της δικαιοσύνης στις κεφαλαιαγορές.

Οι Κανονισμοί και Πρωτοβουλίες που αφορούν το ESG είναι ο κανονισμός «Climate and ESG Disclosures» όπου η SEC έχει επικεντρωθεί στη βελτίωση της διαφάνειας και της πληροφόρησης σχετικά με τις περιβαλλοντικές, κοινωνικές και διακυβερνητικές (ESG) επιδόσεις των εταιρειών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών (Securities and Exchanges Commission, SEC) έχει επικεντρωθεί όλο και περισσότερο στη διαφάνεια και τη δημοσιοποίηση πληροφοριών σχετικά με το κλίμα και τις περιβαλλοντικές, κοινωνικές και διακυβερνητικές (ESG) επιδόσεις των εταιρειών. Οι πρόσφατες πρωτοβουλίες και προτάσεις της SEC σχετικά με τις Climate and ESG Disclosures (2022) έχουν ως στόχο να ενισχύσουν τη διαφάνεια και την υπευθυνότητα των εταιρειών απέναντι στους επενδυτές και το ευρύτερο κοινό.

Ειδικότερα σχετικά με το ESG η SEC πρότεινε νέους κανόνες που θα απαιτούν από τις εισηγμένες εταιρείες να αποκαλύπτουν εκτενείς πληροφορίες σχετικά με τις κλιματικές επιπτώσεις και τους σχετικούς κινδύνους. Οι προτεινόμενες αποκαλύψεις περιλαμβάνουν:

- Την Αξιολόγηση Κινδύνου δηλαδή πώς οι κλιματικοί κίνδυνοι επηρεάζουν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, τις χρηματοοικονομικές συνθήκες και τις στρατηγικές.

- Τις Στρατηγικές και Διαχείριση, δηλαδή πως οι πολιτικές και στρατηγικές για την αντιμετώπιση των κλιματικών κινδύνων και την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή.
- Τα Δεδομένα Εκπομπών, δηλαδή Πληροφορίες για τις άμεσες και έμμεσες εκπομπές καυσαερίων.
- Δημοσιοποίηση Ανθρωπίνων Κεφαλαίων και ESG Παραγόντων. Προτείνεται η ενίσχυση των απαιτήσεων για τις δημοσιοποιήσεις που αφορούν το ανθρώπινο κεφάλαιο, όπως οι πρακτικές διαχείρισης των εργαζομένων, η διαφορετικότητα και η συμπερίληψη. Αναμένεται να δοθεί έμφαση και σε άλλους ESG παράγοντες που σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση και την κοινωνική ευθύνη.
- Ενσωμάτωση ESG Κριτηρίων στις Χρηματοοικονομικές Αναφορές. Ενθαρρύνεται οι εταιρείες να ενσωματώσουν ESG κριτήρια στις ετήσιες και τριμηνιαίες χρηματοοικονομικές τους αναφορές. Η αυξημένη διαφάνεια στις ESG πρακτικές θα βοηθήσει τους επενδυτές να αξιολογήσουν καλύτερα τις μακροπρόθεσμες αξίες και τους κινδύνους των εταιρειών.
- Πρωτοβουλίες για την Καταπολέμηση του "Greenwashing". Η SEC επικεντρώνεται στην πρόληψη της παραπλανητικής ενημέρωσης και των ανακριβών ισχυρισμών σχετικά με τις ESG επιδόσεις των εταιρειών. Οι νέοι κανόνες στοχεύουν στη διασφάλιση ότι οι εταιρείες που ισχυρίζονται ότι εφαρμόζουν βιώσιμες πρακτικές παρέχουν σαφή και ακριβή στοιχεία.

Οι στόχοι και τα οφέλη του Climate and ESG Disclosures (2022) της SEC είναι η ενίσχυση της διαφάνειας. Οι νέοι κανόνες και οι πρωτοβουλίες της SEC στοχεύουν στην ενίσχυση της διαφάνειας των εταιρικών πρακτικών που σχετίζονται με το κλίμα και το ESG, επιτρέποντας στους επενδυτές να λαμβάνουν καλύτερα ενημερωμένες αποφάσεις. Επίσης η προώθηση της Υπευθυνότητας από τις εταιρείες όπου θα πρέπει να αναλαμβάνουν μεγαλύτερη ευθύνη για τις περιβαλλοντικές και κοινωνικές επιπτώσεις των δραστηριοτήτων τους. Ακόμα στόχος είναι η μείωση των κινδύνων μέσω της υποχρέωσης δημοσιοποίησης των κλιματικών και ESG κινδύνων, οι επενδυτές μπορούν να αξιολογούν καλύτερα τις μακροπρόθεσμες προοπτικές και τους κινδύνους των επενδύσεών τους.

Οι νέες πρωτοβουλίες και οι προτεινόμενοι κανόνες της SEC για τις Climate and ESG Disclosures αντικατοπτρίζουν την αυξανόμενη σημασία της βιωσιμότητας και της διαφάνειας στις χρηματοοικονομικές αγορές. Η SEC επιδιώκει να διασφαλίσει ότι οι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε αξιόπιστες και σημαντικές πληροφορίες για να αξιολογούν τις επιδόσεις των εταιρειών σε περιβαλλοντικά και κοινωνικά θέματα, προωθώντας παράλληλα την υπεύθυνη εταιρική συμπεριφορά και τη βιώσιμη ανάπτυξη.

Διεθνή Νομικά Πλαίσια

1. Αρχές για Υπεύθυνες Επενδύσεις (PRI).

Οι PRI είναι ένα διεθνές δίκτυο επενδυτών που υποστηρίζει την ενσωμάτωση περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών (ESG) παραγόντων στις επενδυτικές διαδικασίες και αποφάσεις. Οι PRI ιδρύθηκαν το 2006 με πρωτοβουλία του Οργανισμού Ηνωμένων Εθνών και έχουν ως στόχο την προώθηση υπεύθυνων επενδύσεων που συμβάλλουν στη βιώσιμη ανάπτυξη.

Σκοποί και Οφέλη των PRI είναι:

- Βελτίωση των Επενδυτικών Αποδόσεων: Η ενσωμάτωση των ESG παραγόντων μπορεί να μειώσει τους κινδύνους και να αυξήσει τις αποδόσεις των επενδύσεων μακροπρόθεσμα.
- Μείωση των Κινδύνων: Οι υπεύθυνες επενδύσεις βοηθούν στην αναγνώριση και διαχείριση των κινδύνων που σχετίζονται με το περιβάλλον, την κοινωνία και την εταιρική διακυβέρνηση.
- Προώθηση της Βιώσιμης Ανάπτυξης: Οι PRI ενισχύουν τη βιώσιμη ανάπτυξη και την υπεύθυνη εταιρική συμπεριφορά, συμβάλλοντας σε ένα πιο βιώσιμο οικονομικό σύστημα.
- Ενίσχυση της Φήμης: Οι επενδυτές που υιοθετούν τις PRI ενισχύουν τη φήμη τους και την εμπιστοσύνη των πελατών, των μετόχων και των κοινωνικών εταίρων τους.

Οι επενδυτές που επιθυμούν να συμμετάσχουν στις PRI πρέπει να υπογράψουν μια δήλωση υποστήριξης και να δεσμευτούν να ακολουθούν τις έξι αρχές. Τα μέλη των PRI περιλαμβάνουν θεσμικούς επενδυτές, διαχειριστές κεφαλαίων, ασφαλιστικές εταιρείες και άλλους επενδυτικούς φορείς από όλο τον κόσμο.

Οι PRI αποτελούν ένα ισχυρό εργαλείο για την προώθηση των υπεύθυνων επενδύσεων και την ενσωμάτωση των ESG παραγόντων στις επενδυτικές στρατηγικές, προωθώντας τη διαφάνεια, τη βιωσιμότητα και την υπεύθυνη διαχείριση των κεφαλαίων.

2. Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).

Η TCFD είναι μια πρωτοβουλία του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board - FSB) που δημιουργήθηκε το 2015 για να αναπτύξει ένα σύνολο εθελοντικών, συνεκτικών και συγκρίσιμων οδηγιών για την αποκάλυψη χρηματοοικονομικών κινδύνων και ευκαιριών που σχετίζονται με το κλίμα. Οι κατευθυντήριες γραμμές της TCFD στοχεύουν στη βελτίωση της διαφάνειας των εταιρειών και την παροχή πληροφοριών που είναι χρήσιμες για επενδυτές, δανειστές και ασφαλιστές. Η TCFD προτείνει αποκαλύψεις σε τέσσερις βασικούς τομείς:

α) Διακυβέρνηση (Governance):

-Περιγραφή της διακυβέρνησης της οργάνωσης όσον αφορά τους κλιματικούς κινδύνους και ευκαιρίες.

-Ρόλος του διοικητικού συμβουλίου και της διοίκησης στην επίβλεψη και τη διαχείριση αυτών των κινδύνων και ευκαιριών.

β) Στρατηγική (Strategy):

-Περιγραφή των κλιματικών κινδύνων και ευκαιριών που η οργάνωση έχει αναγνωρίσει σε βραχυπρόθεσμο, μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

-Επίδραση των κλιματικών κινδύνων και ευκαιριών στη στρατηγική και στον οικονομικό σχεδιασμό της οργάνωσης.

-Ανάλυση σεναρίων, συμπεριλαμβανομένου ενός σεναρίου με αύξηση της θερμοκρασίας κατά 2°C ή λιγότερο, για να αξιολογηθεί η ανθεκτικότητα της στρατηγικής της οργάνωσης.

γ) Διαχείριση Κινδύνων (Risk Management):

-Περιγραφή των διαδικασιών της οργάνωσης για την αναγνώριση και την αξιολόγηση των κλιματικών κινδύνων.

-Διαδικασίες για τη διαχείριση των κλιματικών κινδύνων.

-Πώς οι διαδικασίες για την αναγνώριση, αξιολόγηση και διαχείριση των κλιματικών κινδύνων εντάσσονται στο συνολικό πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων της οργάνωσης.

δ) Δείκτες και Στόχοι (Metrics and Targets):

-Δείκτες που χρησιμοποιεί η οργάνωση για την αξιολόγηση των σχετικών κλιματικών κινδύνων και ευκαιριών σε συμφωνία με τη στρατηγική και τις διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων.

-Εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου (GHG) και σχετικοί δείκτες.

-Στόχοι που χρησιμοποιεί η οργάνωση για τη διαχείριση των κλιματικών κινδύνων και ευκαιριών και επίδοση έναντι αυτών των στόχων.

Η υιοθέτηση των κατευθυντήριων γραμμών της TCFD έχει αυξηθεί παγκοσμίως, με πολλές εταιρείες, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και κυβερνήσεις να τις υποστηρίζουν και να τις εφαρμόζουν στις πρακτικές τους. Οι οδηγίες της TCFD είναι εθελοντικές, αλλά έχουν αναγνωριστεί ως βέλτιστη πρακτική για την παροχή πληροφοριών που σχετίζονται με το κλίμα. Οι αποκαλύψεις της TCFD προσφέρουν ένα συνεκτικό πλαίσιο που βοηθά τις εταιρείες να κατανοήσουν και να επικοινωνούν τις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής στις επιχειρήσεις τους, προωθώντας τη διαφάνεια και τη βιώσιμη ανάπτυξη στις χρηματοοικονομικές αγορές.

3.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ESG

Η αξιολόγηση ESG (Environmental, Social, and Governance) αφορά την εκτίμηση της απόδοσης μιας εταιρείας σε τρεις βασικούς τομείς: Περιβάλλον, Κοινωνία και Διακυβέρνηση. Αυτή η αξιολόγηση βοηθάει επενδυτές και άλλους ενδιαφερόμενους να κατανοήσουν πόσο βιώσιμες και ηθικές είναι οι πρακτικές μιας εταιρείας. Οι πυλώνες αξιολόγησης του ESG είναι οι παρακάτω:

- Περιβάλλον (Environmental): Αφορά την εκτίμηση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος της εταιρείας, δηλαδή πώς διαχειρίζεται τους φυσικούς πόρους, τη χρήση ενέργειας, τις εκπομπές ρύπων, τη διαχείριση αποβλήτων και την κλιματική αλλαγή.
- Κοινωνία (Social): Εστιάζει στην επίδραση της εταιρείας στην κοινωνία, συμπεριλαμβανομένων των συνθηκών εργασίας, της ποικιλομορφίας, των σχέσεων με την κοινότητα, της ασφάλειας και της υγείας των εργαζομένων, και της προστασίας των ανθρώπινων δικαιωμάτων.
- Διακυβέρνηση (Governance): Αναφέρεται στις πρακτικές διακυβέρνησης της εταιρείας, όπως η διαφάνεια, η επιχειρηματική ηθική, οι αποδοχές της διοίκησης, η δομή του διοικητικού συμβουλίου, και η σχέση της εταιρείας με τους μετόχους.

Η αξιολόγηση ESG χρησιμοποιείται συχνά από επενδυτές για να εντοπίσουν εταιρείες που ακολουθούν βιώσιμες πρακτικές και να αποφύγουν αυτές που ενδέχεται να παρουσιάσουν υψηλότερους κινδύνους λόγω περιβαλλοντικών ή κοινωνικών παραγόντων.

Η βαθμολογία ή score ESG είναι η ποσότητα της απόδοσης μιας εταιρείας στους τρεις τομείς Περιβάλλοντος, Κοινωνίας και Διακυβέρνησης. Δηλαδή το ESG είναι ποσότητα συγκεκριμένη, που μετράει πόσο εφαρμόζονται οι ESG πολιτικές από μία εταιρεία. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι η ποσοτικοποίηση των ESG ποιοτήτων.

Για παράδειγμα με άριστα το 100, εάν μία εταιρεία A στα κοινωνικά κριτήρια έχει score 80 και μία άλλη B έχει score 50, τότε η A εταιρεία είναι κοινωνικότερη από την B ή η B είναι αντικοινωνικότερη από την A.

Συγκεκριμένα υπάρχουν κυρίως έξι οργανισμοί αξιολόγησης των εταιρειών σε σχέση με τα ESG κριτήρια. Είναι οι KLD, Sustainalytics, Moody's ESG (Vigeo-Eiris), S&P Global (RobecoSAM), Refinitiv (Asset4) και η MSCI. Berg, et al. (2022).

3.2.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ REFINITIV

Ενδεικτικά θα αναφερθούμε αναλυτικά στην μεθοδολογία της Refinitiv για τον υπολογισμό των ESG (Environmental, Social, and Governance) scores. Η μεθοδολογία της Refinitiv είναι ένα σημαντικό εργαλείο για την αξιολόγηση της βιωσιμότητας και των κοινωνικών και διακυβερνητικών πρακτικών των εταιρειών.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα κριτήρια αξιολόγησης της εταιρείας Refinitiv για κάθε πυλώνα ESG:

Πίνακας 3. Κριτήρια αξιολόγησης εταιρείας Refinitiv για κάθε πυλώνα ESG

Πηγή: Refinitiv

Pillars	Catagories	Themes
Environmental	Emmission	Emissions
		Waste
		Biodiversity *
		Environmental management systems *
	Innovation	Product innovation
		Green revenues, research and development (R&D), and capital expenditures (CapEx)
	Resource use	Water
		Energy
		Sustainable packaging *
		Environmental supply chain *
Governance	CSR strategy	CSR strategy
		ESG reporting and transparency
	Management	Structure (independence, diversity, committees)
		Compensation
	Shareholders	Shareholder rights
		Takeover defenses
Social	Community	Equally important to all industry groups, hence a median weight of five is assigned to all
	Human rights	Human rights
	Product responsibility	Responsible marketing
		Product quality
		Data privacy
	Workforce	Diversity and inclusion
		Career development and training
		Working conditions
		Health and safety

Διαβάζοντας την μεθοδολογία βαθμολόγησης της Refinitiv μαθαίνουμε ότι περιλαμβάνει δύο συνολικές βαθμολογίες ESG:

1. Την βαθμολογία ESG όπου μετρά την απόδοση ESG της εταιρείας με βάση επαληθεύσιμα δημόσια δεδομένα.
2. Την βαθμολογία ESGC, όπου επικαλύπτει τη βαθμολογία ESG, και περιλαμβάνει τις διαμάχες ESG (Controversies) ώστε να παρέχει μια ολοκληρωμένη αξιολόγηση της εταιρείας, σε σχέση με το αντίκτυπο στη


βιωσιμότητα με την πάροδο του χρόνου. Οι βαθμολογίες ESGC προσπαθούν να παρέχουν μια σωστότερη βαθμολογία απόδοση ESG. Κυρίως το ESGC είναι υποβαθμισμένο ESG score αφού λαμβάνει υπόψιν αρνητικά ιστορικά γεγονότα που αφορούν τις εταιρείες που βαθμολογούνται.

Παρακάτω παρουσιάζεται ο πίνακας των βαθμών αξιολόγησης βάσει του τελικού ESG score της Refinitiv.

Πίνακας 4. Βαθμοί αξιολόγησης βάσει του τελικού ESG score της Refinitiv

Πηγή: Refinitiv

Score range	Grade	Description
0.0 <= score <= 0.083333	D -	"D" score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.083333 < score <= 0.166666	D	
0.166666 < score <= 0.250000	D +	
0.250000 < score <= 0.333333	C -	"C" score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.333333 < score <= 0.416666	C	
0.416666 < score <= 0.500000	C +	
0.500000 < score <= 0.583333	B -	"B" score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.583333 < score <= 0.666666	B	
0.666666 < score <= 0.750000	B +	
0.750000 < score <= 0.833333	A -	"A" score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.833333 < score <= 0.916666	A	
0.916666 < score <= 1	A +	



Τα βασικά Στοιχεία της Μεθοδολογίας ESG της Refinitiv είναι:

- Πηγές Δεδομένων

Η Refinitiv συλλέγει δεδομένα από διάφορες πηγές όπως εταιρικές αναφορές, ιστοσελίδες, ειδήσεις και άλλες αξιόπιστες δημόσιες πηγές. Τα δεδομένα περιλαμβάνουν πληροφορίες για την περιβαλλοντική απόδοση, τις κοινωνικές πρακτικές και την εταιρική διακυβέρνηση.

- Κατηγορίες και Δείκτες

Περιβαλλοντικοί (Environmental): Επικεντρώνονται σε θέματα όπως η κλιματική αλλαγή, οι φυσικοί πόροι, η διαχείριση αποβλήτων και η χρήση της ενέργειας.

Κοινωνικοί (Social): Επικεντρώνονται σε θέματα όπως τα ανθρώπινα δικαιώματα, οι συνθήκες εργασίας, η κοινωνική ανάπτυξη και η εμπλοκή της κοινότητας.

Διακυβέρνηση (Governance): Επικεντρώνονται σε θέματα όπως η εταιρική ηγεσία, η επιχειρηματική δεοντολογία, η συμμόρφωση και η λογοδοσία.

- Βαθμολόγηση

Οι δείκτες βαθμολογούνται με βάση την απόδοση της εταιρείας σε κάθε κατηγορία. Οι επιδόσεις συγκρίνονται με βέλτιστες πρακτικές και προτύπους της βιομηχανίας.

- Συμπύκνωση Δεδομένων

Οι βαθμολογίες για κάθε κατηγορία (E, S, G) υπολογίζονται ξεχωριστά και στη συνέχεια συνδυάζονται για να δημιουργήσουν έναν συνολικό ESG score. Ο συνολικός ESG score είναι μια στάθμιση των επιμέρους βαθμολογιών και παρέχει μια συνολική εικόνα της βιωσιμότητας της εταιρείας.

- Ενημέρωση και Αναθεώρηση

Η Refinitiv ενημερώνει τα ESG scores τακτικά για να διασφαλίσει ότι οι πληροφορίες είναι επίκαιρες και αντικατοπτρίζουν τις τρέχουσες πρακτικές των εταιρειών. Αναθεωρήσεις μπορεί να γίνουν όταν υπάρχουν σημαντικές αλλαγές στις πολιτικές ή πρακτικές μιας εταιρείας ή στην περίπτωση νέων δημοσιευμένων δεδομένων.

- Διαφάνεια και Ακρίβεια

Η Refinitiv επιδιώκει τη διαφάνεια στη μεθοδολογία της και δημοσιεύει λεπτομερείς αναφορές που εξηγούν πώς υπολογίζονται οι ESG scores. Διασφαλίζεται η ακρίβεια των δεδομένων μέσω συνεχούς παρακολούθησης και επικύρωσης από εξειδικευμένες ομάδες αναλυτών.

Η μεθοδολογία ESG της Refinitiv βοηθά τους επενδυτές, τις επιχειρήσεις και άλλους ενδιαφερόμενους να αξιολογήσουν και να κατανοήσουν την απόδοση των εταιρειών σε θέματα βιωσιμότητας και κοινωνικής ευθύνης, ενισχύοντας τη διαφάνεια και την υπεύθυνη επένδυση.

3.2.2 ΟΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ESG SCORE ΚΑΙ Η ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΤΟΥΣ

Στην προηγούμενη υποενότητα αναφερθήκαμε αναλυτικά στην μεθοδολογία της Refinitiv. Οι υπόλοιπες μεθοδολογίες από άλλες εταιρείες όπως η KLD, Sustainalytics, Moody's ESG (Vigeo-Eiris), S&P Global (RobecoSAM) και η MSCI έχουν περίπου την ίδια φιλοσοφία με μικρές διαφορές. Για λόγους συντομίας επομένως δεν θα αναφερθούμε αναλυτικά στην κάθε μία από αυτές τις μεθοδολογίες ξεχωριστά, αλλά θα παρουσιαστούν οι κύριες ομοιότητες και οι διαφορές τους.

Ακολουθεί μια σύγκριση των σημαντικών αυτών παρόχων ESG scores.

1. Refinitiv ESG Scores

- Μεθοδολογία:

- Πηγές Δεδομένων: Συλλογή δεδομένων από δημοσιευμένες αναφορές, ειδησεογραφικές πηγές, εταιρικές ιστοσελίδες και δεδομένα τρίτων.
- Πολυδιάστατη Ανάλυση: Περιλαμβάνει περισσότερους από 450 δείκτες που καλύπτουν περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς και διακυβερνητικούς παράγοντες.
- Σταθμισμένη Προσέγγιση: Οι δείκτες σταθμίζονται ανάλογα με τον κλάδο και τη σημασία τους.

- Ισχυρά Σημεία:

- Εκτενής ανάλυση δεδομένων.
- Δυναμική προσαρμογή και ενημέρωση των scores.

2. KLD (MSCI ESG Research)

- Μεθοδολογία:

- Κριτήρια: Χρησιμοποιεί συγκεκριμένα κριτήρια για την αξιολόγηση εταιρειών σε περιβαλλοντικά, κοινωνικά και διακυβερνητικά θέματα.
- Πηγές Δεδομένων: Δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες, ειδήσεις, αναφορές εταιρειών και δεδομένα τρίτων.
- Σταθμισμένη Προσέγγιση: Διαφορετική βαρύτητα δίνεται σε κάθε κριτήριο ανάλογα με τον κλάδο.

- Ισχυρά Σημεία:

- Λεπτομερής ανάλυση και εξειδικευμένα κριτήρια ανά κλάδο.
- Μεγάλη ιστορική βάση δεδομένων και αναλυτική συνέχεια.

3. Sustainalytics

- Μεθοδολογία:

- Κριτήρια: Αξιολογεί εταιρείες σε τρεις κύριες διαστάσεις: περιβάλλον, κοινωνία και διακυβέρνηση, με πολυάριθμους υποδείκτες.
- Πηγές Δεδομένων: Πληροφορίες από εταιρικές εκθέσεις, ανακοινώσεις τύπου, επίσημες ιστοσελίδες και ειδησεογραφικά πρακτορεία.
- Προσαρμοσμένη Αξιολόγηση: Αναλύει κινδύνους που σχετίζονται με τον συγκεκριμένο κλάδο της εταιρείας.

- Ισχυρά Σημεία:

- Στοχευμένη ανάλυση κινδύνων ανά κλάδο.
- Ευέλικτη και προσαρμοσμένη προσέγγιση για κάθε εταιρεία.

4. Moody's ESG Solutions

- Μεθοδολογία:

- Κριτήρια: Βασίζεται σε μια ολοκληρωμένη προσέγγιση που καλύπτει πλήρως τα ESG κριτήρια.
 - Πηγές Δεδομένων: Δημόσιες αναφορές, δεδομένα τρίτων, εσωτερική ανάλυση.
 - Συνδυασμός Δεδομένων: Χρησιμοποιεί ποσοτικά και ποιοτικά δεδομένα για την ανάλυση των ESG επιδόσεων.
- Ισχυρά Σημεία:
- Συνδυασμός ποσοτικών και ποιοτικών δεδομένων.
 - Σταθερή μεθοδολογία με εστίαση στη χρηματοοικονομική ανάλυση.

5. S&P Global ESG Scores

- Μεθοδολογία:
- Ερωτηματολόγιο: Χρησιμοποιεί ένα λεπτομερές ερωτηματολόγιο για την απόκτηση δεδομένων από τις εταιρείες.
 - Δημόσιες Πηγές: Συλλογή δεδομένων από ετήσιες εκθέσεις, εκθέσεις βιωσιμότητας και άλλες δημοσιεύσεις.
 - Επαλήθευση: Οι πληροφορίες επαληθεύονται και αναλύονται για ακρίβεια και συνέπεια.
- Ισχυρά Σημεία:
- Αναλυτική και επαληθευμένη προσέγγιση.
 - Προσαρμογή στις ανάγκες των θεσμικών επενδυτών.

6. MSCI ESG Ratings

- Μεθοδολογία:
- Πολυάριθμα Κριτήρια: Αξιολογεί εταιρείες σε περισσότερους από 1,000 δείκτες που καλύπτουν τα τρία κύρια ESG πεδία.
 - Δημόσιες και Εσωτερικές Πηγές: Χρησιμοποιεί δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες και ειδησεογραφικά δεδομένα.
 - Δυναμική Αξιολόγηση: Η βαθμολογία ενημερώνεται τακτικά για να αντικατοπτρίζει τις τρέχουσες συνθήκες.
- Ισχυρά Σημεία:
- Εκτενής και λεπτομερής ανάλυση.
 - Δυναμική ενημέρωση και προσαρμογή των βαθμολογιών.

Συνολική Σύγκριση

- Πηγές Δεδομένων: Όλοι οι οργανισμοί χρησιμοποιούν δημόσιες πληροφορίες, αναφορές εταιρειών και δεδομένα τρίτων. Η S&P Global και η Sustainalytics δίνουν έμφαση στη χρήση ερωτηματολογίων.
- Μεθοδολογία: Διαφέρουν στη σταθμισμένη προσέγγιση και στη λεπτομέρεια των κριτηρίων. Η MSCI έχει μια από τις πιο εκτενείς αναλύσεις με περισσότερους από 1,000 δείκτες.
- Ενημέρωση: Η MSCI και η Sustainalytics έχουν δυναμική ενημέρωση των δεδομένων, ενώ η S&P Global και η Moody's επικεντρώνονται σε ετήσιες ή περιοδικές αναθεωρήσεις.
- Εστίαση: Η KLD (MSCI) και η Sustainalytics έχουν ισχυρή εστίαση σε κλαδικές διαφορές και προσαρμοσμένες αναλύσεις.

Κάθε πάροχος έχει τις δικές του ισχυρές πλευρές και μπορεί να προσφέρει πολύτιμα εργαλεία ανάλογα με τις ανάγκες των χρηστών. Η επιλογή μεταξύ αυτών μπορεί να εξαρτάται από τις συγκεκριμένες ανάγκες ανάλυσης, τις προτιμήσεις για την πηγή δεδομένων και την επιθυμητή συχνότητα ενημέρωσης των ESG scores.

3.2.3 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΑ ESG SCORE

Οι βαθμολογήσεις ESG χαρακτηρίζονται από δύο μεγάλα προβλήματα:

1) Το πρόβλημα της ποσοτικοποίησης του ήθους ESG μίας εταιρείας. Το πρόβλημα αυτό διακρίνουν οι Cornel and Damodaran (2020) όπου αναφέρουν «Το πρώτο πρόβλημα που προκύπτει κατά την προσπάθεια αξιολόγησης της επίδρασης των πληροφοριών ESG στην απόδοση της επένδυσης είναι ο καθορισμός του τι είναι πληροφορία ESG». Επίσης αναφέρουν ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης διαφέρουν όχι μόνο ως προς τον τρόπο μέτρησης των διαφόρων κριτηρίων ESG, αλλά και ως προς τα κριτήρια που θεωρούνται τα ποσοτικά μεγέθη. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα κριτήρια είναι πάρα πολλά. Για παράδειγμα, τα δεδομένα ESG του Bloomberg καλύπτουν 120 περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς δείκτες και δείκτες διακυβέρνησης. Ωστόσο, σχεδόν όλοι οι βαθμολογητές περιλαμβάνουν τους δείκτες με τη μεγαλύτερη δημοσιότητα στις αξιολογήσεις τους. Αυτές περιλαμβάνουν τις εκπομπές άνθρακα, την επίδραση της κλιματικής αλλαγής, τη ρύπανση, τη διάθεση απορριμμάτων, τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, τις διακρίσεις, την ποικιλομορφία, τις σχέσεις με την κοινότητα, τα ανθρώπινα δικαιώματα και τους ανεξάρτητους διευθυντές.

2) Το πρόβλημα της απόκλισης της ποσοτικοποίησης αυτής μεταξύ των εταιρειών που αξιολογούν. Οι αξιολογήσεις ESG από διαφορετικούς παρόχους διαφωνούν ουσιαστικά. Όπως αναφέρουν οι Cornel and Damodaran (2020) οι αξιολογητές αποτυγχάνουν να συμφωνήσουν για το πώς θα μετρηθούν τα ESG score.

Οι πηγές απόκλισης βάσει της εργασίας των Berg et al. (2022) είναι τρεις:

i) Απόκλιση πεδίου εφαρμογής. Αναφέρεται στην κατάσταση όπου οι αξιολογήσεις βασίζονται σε διαφορετικά σύνολα χαρακτηριστικών. Η απόκλιση στην βαθμολόγηση δεν είναι ασήμαντη, επειδή οι δομές των διαφορετικών αξιολογήσεων ESG είναι ασυμβίβαστες. Κάθε βαθμολογητής επιλέγει να αναλύσει την έννοια της απόδοσης ESG σε διαφορετικούς δείκτες και να τους οργανώσει σε διαφορετικές ιεραρχίες. Για παράδειγμα, στο πρώτο επίπεδο διαχωρισμού, η Moody's ESG, S&P Global, MSCI και Sustainalytics έχουν τρεις διαστάσεις (E, S και G), η Refinitiv έχει τέσσερις και το KLD έχει επτά. Κάτω από αυτές τις διαστάσεις πρώτου επιπέδου, υπάρχουν άλλες υποκατηγορίες μεταξύ ενός και τριών επιπέδων, ανάλογα με τον βαθμολογητή. Στο χαμηλότερο επίπεδο, το σύνολο δεδομένων μας περιέχει από 38 έως 282 δείκτες ανά βαθμολογητή, οι οποίοι συχνά, αλλά όχι πάντα, σχετίζονται με παρόμοια υποκείμενα χαρακτηριστικά. Αυτές οι ασυμβίβαστες δομές καθιστούν δύσκολη την κατανόηση του πώς και γιατί διαφορετικοί βαθμολογητές αξιολογούν την ίδια εταιρεία με διαφορετικούς τρόπους.

Με λίγα λόγια υπάρχει μεγάλη απόκλιση λόγω διαφορετικής κατηγοριοποίησης ποιοτικών και ποσοτικών χαρακτηριστικών ESG. Οι κατηγορίες και οι υποκατηγορίες μεταξύ των αξιολογητών είναι ανόμοιες.

ii) Απόκλιση μέτρησης. Αναφέρεται σε μια κατάσταση όπου οι οίκοι αξιολόγησης μετρούν το ίδιο χαρακτηριστικό χρησιμοποιώντας διαφορετικούς δείκτες. Για παράδειγμα, οι εργασιακές πρακτικές μιας επιχείρησης θα μπορούσαν να αξιολογηθούν με βάση την εναλλαγή του εργατικού δυναμικού ή με βάση τον αριθμό των δικαστικών υποθέσεων που σχετίζονται με το εργατικό δυναμικό κατά της εταιρείας.

Με λίγα λόγια ακόμα και να συμφωνούν μεταξύ τους οι εταιρείες στην κατηγοριοποίηση, διαφέρουν μεταξύ τους ως προς τη μέτρηση ή την ποσοτικοποίηση του μεγέθους που μετράνε.

iii) Απόκλιση βάρους. Εμφανίζεται όταν οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν διαφορετικές απόψεις σχετικά με τη σχετική σημασία των χαρακτηριστικών. Οι συνεισφορές του εύρους, της μέτρησης και της απόκλισης βάρους είναι αλληλένδετες, καθιστώντας δύσκολη την ερμηνεία της διαφοράς μεταξύ δύο αξιολογήσεων ESG.

Δηλαδή ακόμα και εάν συμφωνούν μεταξύ τους οι εταιρείες ως προς τις κατηγορίες και τις μετρήσεις, διαφωνούν μεταξύ τους για το βάρος που θα δώσουν στην κάθε μέτρηση για να υπολογιστεί τελικά το ενιαίο score ESG.

Τα παραπάνω προβλήματα συνοψίζονται στο λαϊκό ρητό «τρεις το λάδι, τρεις το ξύδι, έξι το λαδόξυδο».

Το συμπέρασμα της εργασίας των Berg et al. (2022) είναι σημαντικό. «Τα αποτελέσματά μας υπογραμμίζουν την ουσιαστική διαφωνία σχετικά με το score ESG. Αυτή η απόκλιση εμφανίζεται όχι μόνο συνολικά, αλλά στην πραγματικότητα είναι ακόμη πιο έντονη σε συγκεκριμένες υποκατηγορίες απόδοσης ESG. Αυτό

δημιουργεί αβεβαιότητα σχετικά με τον τρόπο διαμόρφωσης συγκεκριμένων στόχων ESG».

Ακόμα ένα πολύ σημαντικό πρόβλημα στην αξιολόγηση ESG είναι το λεγόμενο Green Washing. Το Green Washing είναι όταν μία εταιρεία παρουσιάζεται ως ESG ηθική, μέσω π.χ. ενός καλού score ESG, αλλά επί της ουσίας είναι ανήθικη. Δηλαδή είναι ηθική μόνο στους τύπους και στο φαίνεσθαι. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί:

- Είτε με παραπλάνηση των αξιολογητών, π.χ. μέσω της διάθεσης ψευδών στοιχείων για τα απόβλητα που παράγει μία εταιρεία
- Είτε λόγω των καλών σχέσεων με τους αξιολογητές, π.χ. μέσω του χρηματισμού των αξιολογητών.
- Είτε γιατί οι αξιολογητές δεν γνωρίζουν το πως να βαθμολογήσουν σωστά το ήθος μίας εταιρείας. Δηλαδή μπορεί π.χ. να αδικούν ηθικές εταιρείες λόγω κακών μεθόδων αξιολόγησης.

Στην εργασία περιγράφεται ένα δυστοπικό σενάριο σχετικά με το Green Washing. «Σε αυτό το σενάριο, οι κακές εταιρείες λένε κοινοτοπίες σχετικά με την κοινωνική ευθύνη και την περιβαλλοντική συνείδηση χωρίς να αναλαμβάνουν καμία πραγματική δράση, αλλά οι πελάτες αγοράζουν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες τους, είτε επειδή είναι φθηνότερα είτε επειδή τους βολεύει, οι εργαζόμενοι συνεχίζουν να εργάζονται για αυτές επειδή μπορούν να κερδίζουν περισσότερα, και οι επενδυτές αγοράζουν τις μετοχές τους επειδή οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι υψηλότερες. Ως αποτέλεσμα, οι κακές εταιρείες μπορεί να σκοράρουν υψηλά στο ESG, αλλά θα έχουν υψηλή βαθμολογία στην κερδοφορία και την απόδοση των τιμών των μετοχών».

Μάλιστα στην ίδια εργασία στα συμπεράσματα αναφέρεται το εξής, «η διαφημιστική εκστρατεία σχετικά με το ESG έχει ξεπεράσει κατά πολύ την πραγματικότητα τόσο του τι είναι όσο και του τι μπορεί να προσφέρει. Οι ESG σύμβουλοι, οι τραπεζίτες και οι διαχειριστές επενδύσεων έχουν γίνει cheerleader για την ιδέα».

Με λίγα λόγια στην εργασία λαμβάνεται μία ακραία θέση, ότι όλο το ESG είναι μία διαφημιστική φούσκα, όπου οι σύμβουλοι ESG χαρακτηρίζονται υβριστικά ως cheerleader για την προώθησή της. Ή θα έλεγε κανείς ότι όλο το ESG είναι ένα Green Washing.

Επίσης οι Cornell and Damodaran (2020) λένε κάτι που δεν έχω δει σε άλλη εργασία. «Αυτό που χρειάζεται είναι ένας ανοιχτός, ειλικρινής και λεπτομερής εθνικός διάλογος σχετικά με τις δημόσιες πολιτικές που σχετίζονται με το ESG, ιδιαίτερα αυτές που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή».

Κλείνοντας με το ESG score, η θέση μου είναι ότι η ποσοτικοποίηση του ήθους είναι μη εφικτή. Αυτό και μόνο αυτό είναι το πρόβλημα που έχει το ESG score και όλα τα υπόλοιπα προβλήματα είναι απόρροια αυτού.

4 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ ESG ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Σε αυτή την ενότητα θα μελετήσουμε ακαδημαϊκές εργασίες, προκειμένου να δούμε πρακτικά:

- Ποια είναι η σχέση της χρηματοοικονομικής απόδοσης και της επίδοσης ESG
- Ποια είναι η σχέση του χρηματοοικονομικού κινδύνου και της επίδοσης ESG
- Τις διαφορετικές προσεγγίσεις των επενδυτών ως προς το ESG, σε σχέση με τα κίνητρά τους

4.1 ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ESG

Σε αυτήν την υποενότητα θα δούμε μελέτες σχετικές με το εάν οι καλές επιδόσεις ESG προσφέρουν αποδόσεις στις επενδύσεις ή εάν προσφέρουν Άλφα στις επενδύσεις.

Η μελέτη των Giuli and Kostovetsky (2014) εξετάζει τη σχέση μεταξύ της κοινωνικής εταιρικής ευθύνης (CSR) και της χρηματοοικονομικής απόδοσης των εταιρειών. Σύμφωνα με τα ευρήματά τους, οι εταιρείες που επιδεικνύουν υψηλότερα επίπεδα CSR τείνουν να έχουν καλύτερες χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Η έρευνα αυτή επικεντρώνεται στη μέτρηση του επιπέδου CSR και την ανάλυση της επίδρασής του στην αποδοτικότητα των εταιρειών σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Το δείγμα των μετρήσεων αποτελείται από μια ομάδα των μεγαλύτερων 3.000 εισηγμένων εταιρειών των ΗΠΑ (Russell 3000) από το 2003-2009. Οι βαθμολογίες CSR λαμβάνονται από τη βάση δεδομένων Kinder, Lydenberg και Domini (KLD). Ενώ οι βαθμολογίες KLD για εταιρείες S&P 500 είναι διαθέσιμες από το 1991, η κάλυψη της KLD επεκτάθηκε μόνο στο Russell 3000 το 2003. Αναλύονται τα χρηματοοικονομικά δεδομένα των εταιρειών για να εξετάσουν πώς η CSR επηρεάζει την κερδοφορία, την απόδοση των μετοχών και άλλους οικονομικούς δείκτες.

Τα αποτελέσματά της παραπάνω μελέτης δείχνουν ότι η CSR έχει θετική επίδραση στη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών, κάτι που υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να επωφεληθούν οικονομικά από την υιοθέτηση υπεύθυνων κοινωνικών πρακτικών.

Ένα σημαντικό μέρος της έρευνας ειδικά της περίοδο της πανδημίας COVID-19, επικεντρώθηκε στην διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (EKE) και των αποδόσεων του μετοχών των εταιριών κατά τη διάρκεια του κραχ της αγοράς που προκλήθηκε από την πανδημία COVID-19 και της ανάκαμψης μετά το κραχ.

Η εργασία των Bae et al. (2021) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 1750 αμερικανικών εταιρειών δεν βρήκε στοιχεία ότι η ΕΚΕ επηρέασε τις αποδόσεις των μετοχών κατά την περίοδο της πανδημίας.

Σε πρόσθετη ανάλυση, βρέθηκαν κάποια αδύναμα υποστηρικτικά στοιχεία, ότι η σχέση μεταξύ της ΕΚΕ και των αποδόσεων των μετοχών κατά τη διάρκεια της κρίσης που σχετίζεται με την πανδημία είναι πιο θετική όταν η ΕΚΕ είναι σύμφωνη με το θεσμικό περιβάλλον μιας επιχείρησης. Διαπιστώθηκε επίσης ότι οι εταιρείες Business Roundtable, οι οποίες δεσμεύτηκαν να προστατεύσουν τα συμφέροντα των ενδιαφερομένων πριν από την πανδημία, δεν έχουν καλύτερη απόδοση κατά τη διάρκεια της πανδημικής κρίσης.

Η εργασία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η ΕΚΕ πριν από την κρίση δεν είναι αποτελεσματική στη θωράκιση του πλούτου των μετόχων από τις αρνητικές επιπτώσεις μιας κρίσης, υποδηλώνοντας μια πιθανή αποσύνδεση μεταξύ του προσανατολισμού της ΕΚΕ των επιχειρήσεων και των πραγματικών ενεργειών μίας επιχείρησης.

Η μελέτη από τους Gillan et al. (2010) εξετάζει τη σχέση μεταξύ των επιλογών ESG των επιχειρήσεων, της απόδοσής τους και των κινήτρων που ωθούν τους διευθυντές να υιοθετήσουν δραστηριότητες ESG. Η έρευνα στοχεύει να κατανοήσει πώς οι παράγοντες ESG επηρεάζουν την εταιρική συμπεριφορά και τι παρακινεί τους διευθυντές να επιδιώξουν στρατηγικές ESG.

Οι εταιρείες ολοένα και περισσότερο ενσωματώνουν τους παράγοντες ESG στις επιχειρηματικές τους στρατηγικές, εναρμονίζοντας τις δραστηριότητές τους με στόχους βιωσιμότητας και ηθικές πρακτικές. Αυτή η ενσωμάτωση συχνά αντικατοπτρίζει τις μακροπρόθεσμες στρατηγικές τους για την αντιμετώπιση ESG ζητημάτων.

Η μελέτη διαπιστώνει ότι η υιοθέτηση πρακτικών ESG μπορεί να συνδέεται με θετική οικονομική απόδοση. Εταιρείες που εστιάζουν στο ESG συχνά απολαμβάνουν αυξημένη εμπιστοσύνη από επενδυτές και καταναλωτές, οδηγώντας σε βελτιωμένα οικονομικά αποτελέσματα. Εκτός από τα οικονομικά οφέλη, οι πρακτικές ESG συμβάλλουν επίσης στη βελτίωση της κοινωνικής και περιβαλλοντικής απόδοσης των επιχειρήσεων, καθιστώντας τις υπεύθυνους εταιρικούς πολίτες. Οι αμοιβές των διευθυντών συχνά συνδέονται με την επίτευξη στόχων ESG και αυτό παρέχει άμεσα οικονομικά κίνητρα για τη βελτίωση των πρακτικών ESG. Επίσης αναφέρεται ότι οι διευθυντές ενθαρρύνονται να υιοθετήσουν πρακτικές ESG για να ενισχύσουν τη φήμη της εταιρείας και να προωθήσουν μια κουλτούρα βιωσιμότητας και κοινωνικής ευθύνης μέσα στην επιχείρηση.

Η μελέτη από τους Hong et al. (2012) εξετάζει πώς οι οικονομικοί περιορισμοί επηρεάζουν την ικανότητα των εταιρειών να εμπλέκονται σε κοινωνικά υπεύθυνες δραστηριότητες, γνωστές ως "εταιρική καλοσύνη". Η έρευνα επικεντρώνεται στο κατά πόσο οι οικονομικές δυσκολίες περιορίζουν την ικανότητα των επιχειρήσεων να επενδύουν σε πρακτικές ESG.

Στη μελέτη επισημαίνεται ότι η αδυναμία επένδυσης σε πρακτικές ESG μπορεί να βλάψει τη φήμη της εταιρείας και να επηρεάσει τις μακροπρόθεσμες σχέσεις με τους πελάτες, τους επενδυτές και την κοινωνία. Οι εταιρείες που δεν μπορούν να διατηρήσουν την "εταιρική καλοσύνη" τους μπορεί να χάσουν την εμπιστοσύνη των ενδιαφερόμενων μερών. Παρόλο που οι άμεσοι οικονομικοί περιορισμοί απαιτούν περικοπές, η έλλειψη επενδύσεων σε ESG πρακτικές μπορεί μακροπρόθεσμα να οδηγήσει σε μειωμένη οικονομική απόδοση λόγω της απώλειας φήμης και υποστήριξης από την κοινωνία.

Στις προτάσεις αντιμετώπισης της δυσκολίας των φτωχών εταιρειών να εφαρμόσουν το ESG είναι να επιλέξουν προσεκτικά σε ποιες ESG πρακτικές θα επενδύσουν, δίνοντας προτεραιότητα σε εκείνες που μπορούν να προσφέρουν άμεσο ή βραχυπρόθεσμο οικονομικό όφελος. Επίσης μία άλλη πρόταση είναι η αναζήτηση εξωτερικών συνεργασιών και εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης για τη στήριξη κοινωνικών και περιβαλλοντικών πρωτοβουλιών, όπως συνεργασίες με ΜΚΟ ή κρατική υποστήριξη.

Η έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι οικονομικοί περιορισμοί μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την ικανότητα των εταιρειών να εμπλέκονται σε κοινωνικά υπεύθυνες πρακτικές. Οι επιχειρήσεις πρέπει να αναπτύξουν στρατηγικές για να αντιμετωπίσουν αυτούς τους περιορισμούς και να συνεχίσουν να προωθούν την εταιρική καλοσύνη, προκειμένου να διατηρήσουν τη φήμη τους και να εξασφαλίσουν μακροπρόθεσμη οικονομική σταθερότητα.

Η μελέτη των Lins et al. (2017) εξετάζει την επίδραση του κοινωνικού κεφαλαίου και της εμπιστοσύνης στην απόδοση των εταιρειών κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, εστιάζοντας ιδιαίτερα στον ρόλο της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (ΕΚΕ). Η έρευνα αναλύει πώς οι πρακτικές ΕΚΕ μπορούν να ενισχύσουν την εμπιστοσύνη των ενδιαφερόμενων μερών και να βελτιώσουν την εταιρική απόδοση σε περιόδους οικονομικής αστάθειας.

Οι εταιρείες που επενδύουν σε πρακτικές ΕΚΕ δημιουργούν κοινωνικό κεφάλαιο μέσω της οικοδόμησης ισχυρών σχέσεων με τους εργαζομένους, τους πελάτες, τους προμηθευτές και την ευρύτερη κοινότητα. Αυτές οι σχέσεις βασίζονται στην εμπιστοσύνη και την αμοιβαία υποστήριξη. Η ΕΚΕ βοηθά τις εταιρείες να ενισχύσουν την εμπιστοσύνη των ενδιαφερόμενων μερών, η οποία είναι κρίσιμη σε περιόδους οικονομικής κρίσης. Η εμπιστοσύνη αυτή μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη υποστήριξη και πίστη από πελάτες και επενδυτές, μειώνοντας τους κινδύνους κατά τη διάρκεια κρίσεων.

Η έρευνα δείχνει ότι οι εταιρείες με υψηλό κοινωνικό κεφάλαιο και ισχυρή εμπιστοσύνη από τα ενδιαφερόμενα μέρη παρουσιάζουν καλύτερη οικονομική απόδοση κατά τη διάρκεια της κρίσης σε σύγκριση με τις εταιρείες που δεν επενδύουν σε ΕΚΕ. Οι μηχανισμοί που επιτυγχάνεται αυτό είναι η μείωση των κινδύνων που σχετίζονται με την απώλεια πελατών, την αστάθεια των προμηθειών και την εργασιακή ανασφάλεια. Οι εταιρείες που είναι κοινωνικά υπεύθυνες αντιμετωπίζουν λιγότερες διαταραχές στις λειτουργίες τους. Επίσης η πιστότητα των πελατών και των υπαλλήλων προς την εταιρεία αυξάνεται όταν η

εταιρεία δείχνει κοινωνική ευθύνη, κάτι που είναι ιδιαίτερα πολύτιμο σε περιόδους κρίσης όπου η διατήρηση της πελατειακής βάσης και των ικανών εργαζομένων είναι κρίσιμη.

Το συμπέρασμα της μελέτης είναι οι εταιρείες που επενδύουν σε πρακτικές ΕΚΕ είναι πιο ανθεκτικές και αποδοτικές σε περιόδους αστάθειας, λόγω της ισχυρότερης υποστήριξης από τους ενδιαφερόμενους και της βελτιωμένης διαχείρισης κινδύνων.

Οι Borghesi et al. (2014) εξετάζουν τη σχέση μεταξύ CSR και του αλτρουισμού των Διευθυνόντων Συμβούλων (CEOs), της φήμης της εταιρείας και των συμφερόντων των μετόχων.

Εξετάζεται πώς ο αλτρουισμός του Διευθύνοντος Συμβούλου επηρεάζει τις αποφάσεις για κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις. Ορισμένοι Διευθύνοντες Σύμβουλοι ενδέχεται να προωθούν CSR πρωτοβουλίες λόγω των προσωπικών τους αξιών και πεποιθήσεων. Η φήμη της εταιρείας αποτελεί σημαντικό κίνητρο για τις CSR επενδύσεις και οι εταιρείες με καλή φήμη μπορούν να προσελκύσουν περισσότερους πελάτες, επενδυτές και ταλέντα.

Οι CSR επενδύσεις ενδέχεται να οδηγήσουν σε βελτιωμένες χρηματοοικονομικές επιδόσεις, αν και αυτό εξαρτάται από τον τρόπο υλοποίησής τους και την αντίληψη των μετόχων. Οι μακροπρόθεσμες επιπτώσεις των CSR πρωτοβουλιών είναι συνήθως θετικές, συμβάλλοντας στην αειφορία και την ανθεκτικότητα της εταιρείας. Οι προσωπικές αξίες και τα κίνητρα των Διευθυνόντων Συμβούλων παίζουν κρίσιμο ρόλο στην προώθηση των CSR πρωτοβουλιών. Για την στατιστική μελέτη χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων της KLD.

Το άρθρο καταλήγει ότι οι εταιρικές κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις μπορούν να εξυπηρετήσουν τόσο τα συμφέροντα των μετόχων όσο και τις προσωπικές αξίες των Διευθυνόντων Συμβούλων, ενώ παράλληλα συμβάλλουν στην ενίσχυση της φήμης της εταιρείας.

Οι Bolton and Kasperczyk (2021) εξετάζουν κατά πόσο οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη τους τον κίνδυνο άνθρακα στις επενδυτικές τους αποφάσεις.

Ο κίνδυνος άνθρακα αναφέρεται στους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που προκύπτουν από τις εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα (CO₂) και τις σχετικές πολιτικές για το κλίμα. Η αυξανόμενη ανησυχία για την κλιματική αλλαγή και οι ρυθμιστικές πρωτοβουλίες οδηγούν σε μεγαλύτερη προσοχή στον κίνδυνο άνθρακα.

Χρησιμοποιούνται δεδομένα από τις χρηματοοικονομικές αγορές για να αναλυθεί η σχέση μεταξύ των εκπομπών άνθρακα των εταιρειών και της απόδοσης των μετοχών τους. Συγκεκριμένα χρησιμοποιείται η βάση δεδομένων της KLD και εξετάζεται αν οι εταιρείες με υψηλότερες εκπομπές CO₂ έχουν χαμηλότερες αποδόσεις μετοχών ή υψηλότερο κόστος κεφαλαίου.

Βρέθηκε ότι εταιρείες με υψηλότερες εκπομπές CO₂ συχνά αντιμετωπίζουν αρνητικές επιπτώσεις στις τιμές των μετοχών τους. Οι επενδυτές φαίνεται να

λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο άνθρακα και προσαρμόζουν τις επενδυτικές τους στρατηγικές και οι εταιρείες που δεν προσαρμόζονται στις νέες περιβαλλοντικές ρυθμίσεις ενδέχεται να αντιμετωπίσουν αυξημένα κόστη και μειωμένη ανταγωνιστικότητα.

Το άρθρο καταλήγει ότι ο κίνδυνος άνθρακα αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα που οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη στις επενδυτικές τους αποφάσεις. Η αυξανόμενη ευαισθητοποίηση για την κλιματική αλλαγή και οι σχετικές ρυθμιστικές πιέσεις έχουν οδηγήσει σε αυξημένη προσοχή στον κίνδυνο άνθρακα από την πλευρά των επενδυτών.

Οι Ferrel et al. (2016) εξετάζουν τις επιδράσεις της κοινωνικής υπευθυνότητας στις επιχειρήσεις και τις σχέσεις τους με τους διάφορους ενδιαφερόμενους φορείς, όπως τους μετόχους, τους πελάτες και την κοινωνία γενικότερα. Αναλύεται πώς οι κοινωνικά υπεύθυνες πρακτικές μπορούν να επηρεάσουν θετικά την αξία της εταιρείας αφού λόγω αυτών απολαμβάνουν βελτιωμένη φήμη, αυξημένη εμπιστοσύνη από τους πελάτες και τους επενδυτές, και χαμηλότερους κινδύνους.

Η εμπειρική ανάλυση δείχνει ότι οι κοινωνικά υπεύθυνες εταιρείες συχνά υπερβαίνουν τις οικονομικές αποδόσεις των λιγότερο υπεύθυνων εταιρειών. Οι επενδυτές φαίνεται να προτιμούν εταιρείες με ισχυρές κοινωνικά υπεύθυνες πρακτικές, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η αξία των μετοχών τους. Επίσης οι κοινωνικά υπεύθυνες εταιρείες είναι συχνά πιο ανθεκτικές στις οικονομικές κρίσεις και στις περιβαλλοντικές προκλήσεις και η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα τους βελτιώνεται όταν ενσωματώνουν την κοινωνική υπευθυνότητα στις στρατηγικές τους. Για την εμπειρική μελέτη χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων της KLD.

Η εργασία καταλήγει στο ότι η κοινωνική υπευθυνότητα δεν είναι απλώς μια ηθική υποχρέωση, αλλά αποτελεί ένα σημαντικό στρατηγικό πλεονέκτημα για τις εταιρείες. Οι κοινωνικά υπεύθυνες πρακτικές μπορούν να αυξήσουν την αξία της εταιρείας, να μειώσουν το κόστος κεφαλαίου, και να βελτιώσουν τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητά της και επιπλέον οι επενδυτές έχουν έναν κρίσιμο ρόλο στην προώθηση της κοινωνικής υπευθυνότητας και στη διαμόρφωση των εταιρικών στρατηγικών.

Η εργασία των Economidou et al. (2023) μελετάει εάν οι πληροφορίες σχετικά με τη δέσμευση μιας επιχείρησης σε περιβαλλοντικές, κοινωνικές και πρακτικές διακυβέρνησης (ESG) είναι σημαντικές για τους συμμετέχοντες στην αγορά.

Για την έρευνά τους χρησιμοποιείται ένα δείγμα αρχικών δημοσίων προσφορών (IPO) από 1856 εταιρείες των ΗΠΑ για την χρονική περίοδο 2007-2018.

Από την στατιστική ανάλυση τεκμηριώνεται με βεβαιότητα ότι οι εταιρείες για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμες πληροφορίες απόδοσης ESG πριν από τη δημοσιοποίηση εμφανίζουν υψηλότερη υποτιμολόγηση λόγω της θετικής ανταπόκρισης της αγοράς.

Πρακτικά αυτό εκφράζεται με την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης των εταιρειών όταν το score ESG είναι υψηλό πριν από την IPO, και την καλύτερη απόδοση της μετοχής μετά την IPO. Συνολικά τα αποτελέσματά της έρευνας υπογραμμίζουν ότι συμφέρει οι εταιρείες να έχουν καλό score ESG, αλλά επίσης τα καλά score ESG των επιχειρήσεων πρέπει να είναι ορατά στην αγορά, μέσω πρακτικών αξιολόγησης, για να αποκομίσουν τα οφέλη.

Στην εργασία Choi et al. (2024) γίνεται λόγος για την σχέση αποτίμησης των χρεογράφων μίας εταιρείας σε σχέση με την περιβαλλοντική της ευαισθησία.

Τα στοιχεία της μελέτης δείχνουν ο περιορισμός των μελλοντικών αυξήσεων της παγκόσμιας θερμοκρασίας απαιτεί διεθνή συντονισμό και αυτό αντανακλάται στις τιμές των μετοχών. Η ευαισθητοποίηση για το κλίμα σε μια χώρα συνδέεται με χαμηλότερες τιμές μετοχών των εταιρειών υψηλών εκπομπών στην ίδια χώρα. Συμπεραίνεται ότι οι τιμές των μετοχών υψηλών εκπομπών στις επιχειρήσεις πέφτουν μετά από μια αύξηση της ευαισθητοποίησης για το κλίμα.

Στην εργασία των Fitzgibbons et al. (2021) γίνεται προσπάθεια για δημιουργία μίας νέας θεωρίας που θα συσχετίζει το ESG score μίας επιχείρησης με τις αποδόσεις της. Αναφέρεται ότι οπωσδήποτε οι αποδόσεις θυσιάζονται για την προσπάθεια επίτευξης καλύτερων ESG score αλλά «οι ηθικοί στόχοι μπορούν να επιτευχθούν με μικρό κόστος».

Λέγεται χαρακτηριστικά «Οι επενδυτές ενσωματώνουν όλο και περισσότερο το ESG στα χαρτοφυλάκιά τους. Πολλοί επενδυτές θέλουν να κατέχουν ηθικές εταιρείες σε μια «αγία» προσπάθεια να προωθήσουν την καλή εταιρική συμπεριφορά, ενώ ελπίζουν να το κάνουν με έναν αθώο τρόπο που δεν θυσιάζει τις αποδόσεις». Ευτυχώς όμως αυτές οι θυσίες είναι μικρές αφού παρακάτω λέει «Η περαιτέρω αύξηση του επιπέδου ESG ή οι ηθικοί στόχοι μπορούν να επιτευχθούν με μικρό κόστος».

Συνοψίζοντας τις παραπάνω μελέτες, παρατηρούμε ότι όλες έχουν ένα κοινό χαρακτηριστικό. Συμφωνούν στο ότι η καλή ESG επίδοση μίας εταιρείας αυξάνει την αξία της, δηλαδή την τιμή της μετοχής της. Παρατίθενται τα αποτελέσματα των εργασιών στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 5. Συνοπτικός πίνακας αποτελεσμάτων μελετών που αποτυπώνουν την σχέση χρηματοοικονομικής απόδοσης και επίδοσης ESG

Πηγή: Ιδία ανάλυση

ΟΜΑΔΑ ΜΕΛΕΤΗΣ	ΕΤΟΣ	ESG & ΧΡΗΜ. ΑΠΟΔΟΣΗ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Bae et al.	2021	+	Το καλό ESG score βοήθησε την χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών κατά την διάρκεια της πανδημίας, αλλά τα στοιχεία που βρέθηκαν είναι αδύναμα
Bolton and Kacperczyk	2021	+	Υψηλότερες εκπομπές CO2 σημαίνει χαμηλότερη τιμή μετοχής
Borghesi et al.	2014	+	Οι κοινωνικά υπεύθυνες πρακτικές ενισχύουν την φήμη της εταιρείας, άρα και την αξία της μετοχής της
Choi et al.	2024	+	Η ευαισθητοποίηση για το κλίμα σε μια χώρα συνδέεται με χαμηλότερες τιμές μετοχών των εταιρειών υψηλών εκπομπών στην ίδια χώρα
Economidou et al.	2023	+	Καλό ESG score εκφράζεται - με την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης των εταιρειών πριν από την IPO - την καλύτερη απόδοση της μετοχής μετά την IPO
Ferrel et al.	2016	+	Οι κοινωνικά υπεύθυνες πρακτικές: - αυξάνουν την αξία της εταιρείας - μειώνουν το κόστος κεφαλαίο
Fitzgibbons et al.	2021	0	Η περαιτέρω αύξηση του επιπέδου ESG ή οι ηθικοί στόχοι μπορούν να επιτευχθούν με μικρό κόστος
Giuli and Kostovetsky	2014	+	Καλό ESG score σημαίνει καλή χρηματοοικονομική απόδοση
Gillan et al.	2010	+	Καλό ESG score σημαίνει καλύτερη οικονομική απόδοση και καλύτερη αμοιβή των διευθυντών. Έτσι ενθαρρύνονται οι διευθυντές να προωθήσουν την ESG πολιτική
Hong et al.	2012	+	Καλό ESG score σημαίνει καλύτερη οικονομική απόδοση. Αλλά οι φτωχές εταιρείες δυσκολεύονται στην εφαρμογή πολιτικών ESG
Lins et al.	2017	+	Καλό ESG score σημαίνει καλύτερη οικονομική απόδοση κατά τη διάρκεια της κρίσης

4.2 ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ESG

Σε αυτήν την υποενότητα θα δούμε μελέτες σχετικές με το εάν οι καλές επιδόσεις ESG μειώνουν το ρίσκο των επενδύσεων.

Η μελέτη των Apergis et al. (2022) παρέχει αποδείξεις ότι το κόστος του χρέους για τις δανειολήπτες εταιρείες σχετίζεται με τη βαθμολογία αξιολόγηση ESG τους.

Οι επιχειρήσεις που έχουν χαμηλές βαθμολογίες ESG θεωρούνται πιο επικίνδυνες, με την έννοια ότι εκτίθενται σε υποχρεώσεις που σχετίζονται με Περιβαλλοντικούς, Κοινωνικούς και Εταιρικούς παράγοντες που εν τέλει αυξάνουν την πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεών τους.

Όπως αναφέρεται «Σε περίπτωση πτώχευσης οι αξιώσεις των μη εξασφαλισμένων ομολογιούχων μπορεί να είναι μειωμένες σε αυτές τις υποχρεώσεις».

Χρησιμοποιώντας ένα πλαίσιο για την αξιολόγηση της απόδοσης ESG που αναπτύχθηκε από τη Refinitiv, αυτή η μελέτη διερευνά εάν οι εταιρείες εντός του S&P 500 κατά την περίοδο 2010–2019 που παρουσιάζουν ισχυρές βαθμολογίες ESG ωφελούνται από χαμηλότερα spreads ομολόγων και καλύτερες αξιολογήσεις ομολόγων σε σχέση με εταιρείες με χαμηλότερες βαθμολογίες ESG.

Τα προβλήματα της ποσοτικής ανάλυσης είναι κυρίως δύο:

α) Ο τρόπος που υπολογίζονται οι μετρήσεις ESG δεν είναι ομοιόμορφος. Διαφορετικοί πάροχοι ESG score δίνουν διαφορετικούς βαθμούς ESG για κάθε εταιρεία (S&P, Refinitiv κ.λπ.)

β) Η αμφισβητούμενη σχέση του πυλώνα G με το κόστος του χρέους πιθανώς διαστρεβλώνει την ισχύ του συσχετισμού των δύο άλλων πυλώνων, με αυτό να οδηγεί σε μειωμένη ισχύ για τη συνολική βαθμολογία. Ο πυλώνα G εμπεριέχει ασάφεια ως προς την βαθμολόγησή του.

Τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής είναι «ότι η καλύτερη αξιολόγηση ESG σχετίζεται με χαμηλότερο κόστος μη εξασφαλισμένου χρέους στην πρωτογενή αγορά ομολόγων». Τέλος η εργασία κλίνει με το αίτημα «για βελτιωμένη διαφάνεια, η οποία θα επέτρεπε την αναφορά ποσοτικοποιήσιμων πληροφοριών ESG στις γνωστοποιήσεις των εταιρειών».

Η εργασία των Hoerner et al. (2022) αναφέρεται στο πως μειώνεται ο κίνδυνος downside risk μίας επιχείρησης όταν έχει καλό ESG score. Ως downside risk ή καθοδικός κίνδυνος ορίζεται η εκτίμηση της πιθανής απώλειας αξίας ενός τίτλου, εάν οι συνθήκες της αγοράς επισπεύσουν μείωση της τιμής αυτού του τίτλου.

Δείχνεται με την παραπάνω εργασία ότι η δέσμευση σε ESG μπορεί να ωφελήσει τους μετόχους μειώνοντας τους κινδύνους αρνητικών πλευρών των επιχειρήσεων μεταξύ αυτών και του καθοδικού κινδύνου. Διευκρινίζεται όμως ότι οι επιχειρήσεις που έχουν καλό score ESG, ειδικά όμως στον πυλώνα E και ειδικότερα στην κατηγορία δέσμευσης της κλιματικής αλλαγής είναι αυτές που ωφελούνται ιδιαίτερα.

Μία ακόμα εργασία είναι των Caragnano et al. (2021) εξετάζει την σχέση μεταξύ του κόστους χρέους και της γνωστοποίησης ESG πληροφοριών από μία επιχείρηση. Το θέμα αυτό έχει απασχολήσει αρκετά την ακαδημαϊκή κοινότητα. Οι εταιρείες δέχονται αυξανόμενη πίεση από τους ενδιαφερόμενους να υιοθετήσουν βιώσιμη συμπεριφορά και να παρέχουν επαρκή εκπροσώπηση των πρακτικών βιωσιμότητας.

Στην εργασία αναφέρεται ότι «Οι μη χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις έχουν αναλάβει κρίσιμο ρόλο. Στον ακαδημαϊκό τομέα, αρκετοί ερευνητές έχουν αναλύσει τις επιπτώσεις της μη χρηματοοικονομικής γνωστοποίησης. Ωστόσο, έχει δοθεί περιορισμένη προσοχή στον αντίκτυπο των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών στο κόστος του χρέους».

Για την διερεύνηση της σχέσης έγινε ανάλυση σταθερών επιπτώσεων που διεξήχθη σε δείγμα 8264 παρατηρήσεων την χρονική περίοδο 2010–2019.

Το αποτέλεσμα δείχνει μια αρνητική επίδραση της γνωστοποίησης ESG στο κόστος χρηματοδότησης χρέους. Δηλαδή, όσο αυξάνεται η γνωστοποίηση ESG πληροφοριών τόσο μειώνεται το κόστος του χρέους των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι οι εταιρείες με μεγαλύτερα επίπεδα διαφάνειας στη διάδοση πληροφοριών ESG επωφελούνται από την πρόσβαση σε οικονομικούς πόρους τρίτων με καλύτερες συνθήκες.

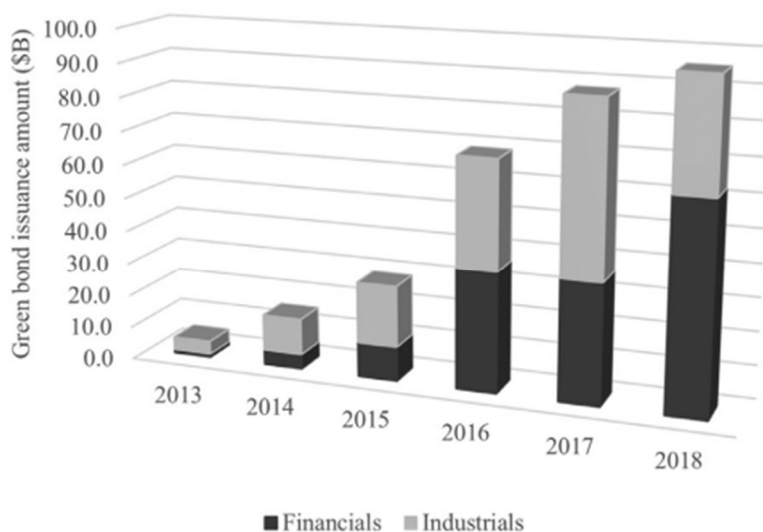
Συστήνεται στις εταιρείες προκειμένου να μειωθεί το κόστος χρέους τους, να αποκαλύπτουν περισσότερες πληροφορίες ESG. «Η αποκάλυψη ESG είναι στην πραγματικότητα ένα αποτελεσματικό εργαλείο επικοινωνίας για να καταδείξει την ικανότητα των εταιρειών να δημιουργούν και να διατηρούν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, με την πάροδο του χρόνου, να μειώνουν τις ασυμμετρίες πληροφοριών και να επιτρέπουν την καλύτερη αξιολόγηση του κινδύνου αθέτησης. Οι διευθυντές θα πρέπει να συλλέγουν και να διαδίδουν πληροφορίες για κρίσιμα ζητήματα για τους δανειστές».

Τα εταιρικά πράσινα ομόλογα χρηματοδοτούν έργα φιλικά στο περιβάλλον. Αυτά τα ομόλογα έχουν γίνει πιο διαδεδομένα με την πάροδο του χρόνου, ειδικά σε βιομηχανίες όπου το περιβάλλον είναι οικονομικά σημαντικό για τις επιχειρήσεις. Στην εργασία του Flammer (2021) αποδεικνύεται ότι οι επενδυτές ανταποκρίνονται θετικά στην ανακοίνωση έκδοσης πράσινων ομολόγων, μια απάντηση που είναι πιο ισχυρή για τους πρωτοεμφανιζόμενους εκδότες και τα ομόλογα που έχουν πιστοποιηθεί από τρίτους. Οι εταιρείες - εκδότες βελτιώνουν την περιβαλλοντική τους απόδοση μετά την έκδοση (δηλαδή υψηλότερες περιβαλλοντικές αξιολογήσεις και χαμηλότερες εκπομπές CO₂) και πετυχαίνουν αύξηση της χρηματοδότησής τους από μακροπρόθεσμους και πράσινους επενδυτές. Συμπερασματικά με την έκδοση πράσινων ομολόγων οι εταιρείες χρηματοδοτούν αξιόπιστα τη δέσμευσή τους για το περιβάλλον.

Για την διεξαγωγή του παραπάνω συμπεράσματος χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από το Bloomberg και συγκεκριμένα, 1189 εταιρικά πράσινα ομόλογα, που εκδόθηκαν το χρονικό διάστημα από 2013 – 2018. Στους παρακάτω δύο πίνακες αποτυπώνεται η εξέλιξη των εταιρικών πράσινων ομολόγων σε κεφαλαιοποίηση και αριθμό.

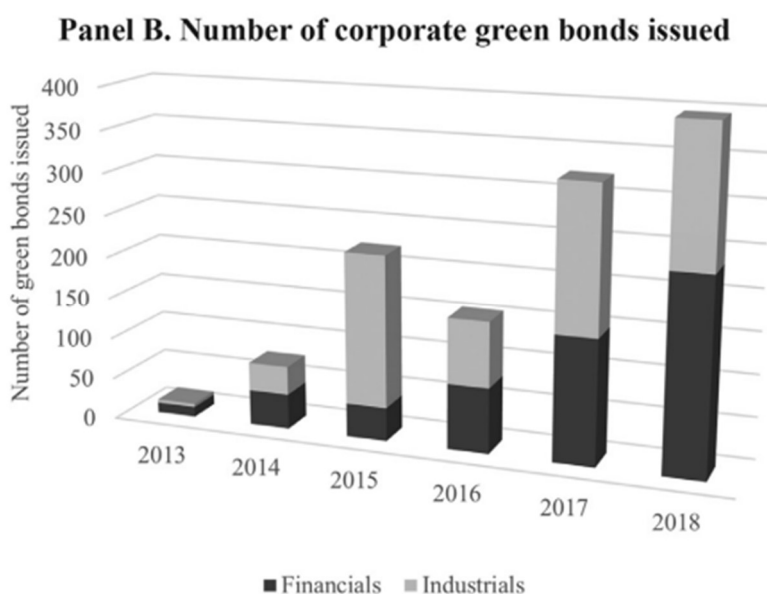
Διάγραμμα 1. Εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης των πράσινων ομολόγων

Πηγή: Flammer (2021)



Διάγραμμα 2. Εξέλιξη του αριθμού των πράσινων ομολόγων

Πηγή: Flammer (2021)



Ένα σημαντικό θέμα προς διερεύνηση είναι η σχέση της απόδοσης των εταιρικών ομολόγων με το ESG score των επιχειρήσεων. Για την απόδοση των κοινωνικά υπεύθυνων επενδύσεων (Socially Responsible Investments, SRI) οι πρώτοι προβληματισμοί, που θα λέγαμε σήμερα ότι είναι οι πρώτες διαμάχες ESG, τοποθετούνται το 1993. Οι Hamilton et al. 1993 εξετάζονται οι αποδόσεις των κοινωνικά υπεύθυνων αμοιβαίων κεφαλαίων σε σύγκριση με συμβατικά αμοιβαία κεφάλαια. Οι συγγραφείς ανέπτυξαν τρεις υποθέσεις:

α) Δεν πρέπει να υπάρχει διαφορά μεταξύ των αποδόσεων, επειδή η κοινωνική ευθύνη δεν επηρεάζει τον κίνδυνο μιας επιχείρησης και, ως εκ τούτου, δεν πρέπει να τιμολογείται.

β) Η ζήτηση από κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές, οι οποίοι αυξάνοντας την τιμή των υποκείμενων εταιρειών, μείωσαν τις επόμενες αποδόσεις, επιβάλλοντας έτσι ένα κόστος για την επένδυση σε κεφάλαια SRI. Δηλαδή, λόγω της ζήτησης τους για κοινωνικά υπεύθυνες μετοχές, αυτοί οι επενδυτές μείωσαν τις αναμενόμενες αποδόσεις και το κόστος κεφαλαίου των κοινωνικά υπεύθυνων εταιρειών, με αποτέλεσμα τα αμοιβαία κεφάλαια της SRI να υποαποδίδουν σε σχέση με τα συμβατικά αμοιβαία κεφάλαια.

γ) τα κεφάλαια SRI ξεπέρασαν τα συμβατικά κεφάλαια επειδή οι επενδυτές υποτίμησαν την πιθανότητα αρνητικών γεγονότων από εταιρείες που δεν θεωρούνται κοινωνικά υπεύθυνες.

Τα συμπεράσματα της μελέτης είναι ότι δεν βρήκε διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των κεφαλαίων SRI και των αποδόσεων των συμβατικών κεφαλαίων, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι «οι επενδυτές μπορούν να περιμένουν να μην χάσουν τίποτα επενδύοντας σε κοινωνικά υπεύθυνα ταμεία».

Οι Hong and Kaszperczyk (2009) κατασκεύασαν ένα χαρτοφυλάκιο long - short στο οποίο προχώρησαν σε short-short μετοχές, τις οποίες όρισαν ως εταιρείες που σχετίζονται με το αλκοόλ, τον καπνό, τα τυχερά παιχνίδια, τα πυροβόλα όπλα, τις στρατιωτικές ή πυρηνικές επιχειρήσεις και διαπίστωσαν ότι οι μετοχές που αποφεύγονται είχαν καλύτερη απόδοση από άλλες μετοχές.

Οι Boronkova and Zhang (2021) υποδηλώνουν ότι «τα πιο βιώσιμα χαρτοφυλάκια προς το παρόν υπολειπούνται στις αγορές των ΗΠΑ, αλλά αποδίδουν στο ίδιο επίπεδο με τα σημεία αναφοράς στην Ευρώπη και την Αυστραλία». Στην εργασία που προαναφέρθηκε, εξετάζεται η αλληλεπίδραση μεταξύ των βαθμολογιών Refinitiv ESG των επιχειρήσεων και της απόδοσης των εταιρικών ομολόγων που εκδίδονται από αυτές τις εταιρείες. Συγκεκριμένα απαντώνται τα παρακάτω ερωτήματα:

- Εάν υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ των βαθμολογιών ESG και των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων
- Εάν μπορούμε να παρατηρήσουμε παρόμοια χαρακτηριστικά ESG σε ομόλογα που εκδίδονται από εταιρείες του ίδιου κλάδου και παρόμοιες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας
- Τον αντίκτυπο που έχουν οι βαθμολογίες ESG, ως μοναδικός παράγοντας κατάταξης, στην απόδοση ενός χαρτοφυλακίου εταιρικών ομολόγων.

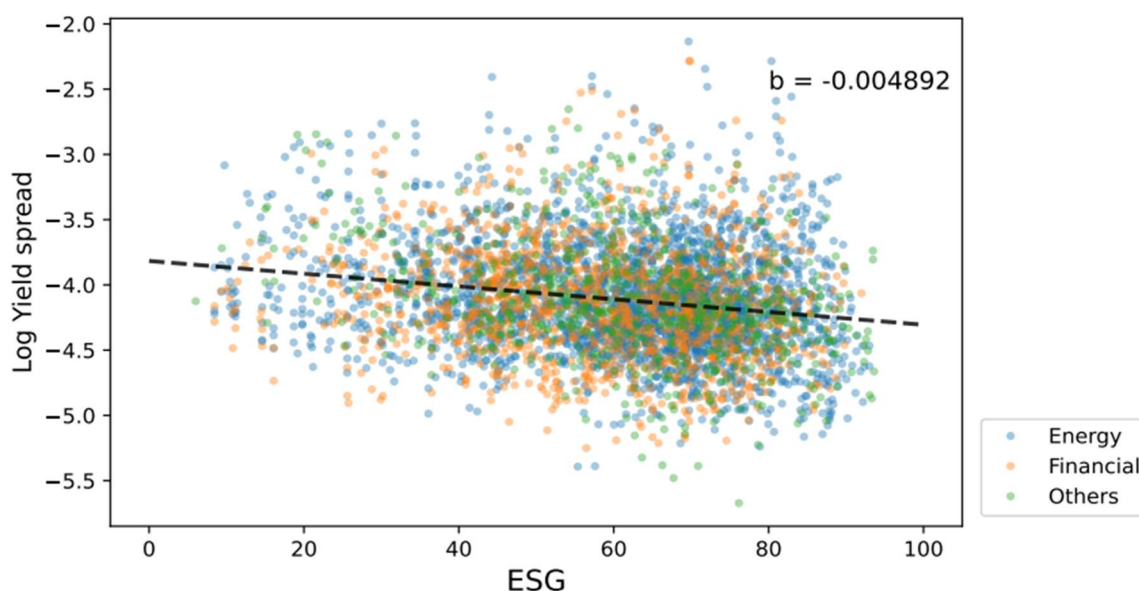
Το σύνολο των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκε περιλαμβάνει 6000 ομόλογα 657 μεγάλων εταιρειών την περίοδο 2010-2021 και σαν συμπέρασμα παρατηρείτε αρνητική σχέση μεταξύ των βαθμολογιών ESG και των αποδόσεων των ομολόγων. Αυτό προκύπτει από την παρατήρηση ότι μια εταιρεία με υψηλότερη βαθμολογία ESG θεωρείται ότι φέρει χαμηλότερο μακροπρόθεσμο

κίνδυνο, επομένως μπορεί να αντλήσει κεφάλαια με χαμηλότερο κόστος. Δηλαδή η έρευνα δείχνει ότι όσο μεγαλύτερο ESG score έχει μία εταιρεία, τόσο χαμηλότερο είναι το κόστος δανεισμού της, λόγω του μικρότερου μακροπρόθεσμου ρίσκου της.

Βεβαίως αν και φαίνεται να υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των ομολόγων και των βαθμολογιών ESG, τα χαρτοφυλάκια ομολόγων έχουν αποδείξει ότι οι πραγματικές διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ χαρτοφυλακίων ομολόγων υψηλής και χαμηλής αξιολόγησης ESG δεν είναι τόσο σημαντικές και λιγότερο από 0,5%. Όπως φαίνεται και στο παρακάτω σχήμα η καμπύλη ωρίμανσης των εταιρικών ομολόγων έχει σχεδόν μηδενική κλίση ή είναι σχεδόν παράλληλη με τον άξονα Χ.

Διάγραμμα 3. Καμπύλη ωρίμανσης εταιρικών ομολόγων σε σχέση με το ESG score της εταιρείας

Πηγή: Boronkova and Zhang (2021)



Μία ακόμα εργασία του Mans (2020) εξετάζει την σχέση μεταξύ spread εταιρικών ομολόγων, ESG score και εκπομπές CO₂ μίας χώρας.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για αυτή την εμπειρική μελέτη είναι 1011 ομόλογα από 208 εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των ακινήτων (REIT - Real Estate Investment Trust), για την χρονική περίοδο 2011-2019. Το συμπέρασμα της μελέτης αυτής είναι ότι το ESG score επηρεάζει αρνητικά το spread των εταιρικών ομολόγων.

Η μείωση του κινδύνου χρεοκοπίας συνδέεται με τη μείωση του spread ενός εταιρικού ομολόγου. Ως εκ τούτου, θεωρητικά πάντα, οι βαθμολογίες ESG θα

πρέπει να επηρεάζουν αρνητικά την διαφορά εταιρικών ομολόγων για τις εταιρείες REIT. Σε συμφωνία με τη θεωρία των ενδιαφερομένων μερών, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν αρνητική επίδραση της βαθμολογίας ESG στον δείκτη (spread) των εταιρικών ομολόγων. Επιπλέον η επίδραση του score ESG με το κατά κεφαλήν CO₂ βρέθηκε επίσης ότι είναι αρνητική.

Η εργασία των Chidambaran et al. (2021), είναι ακόμα μία εργασία που ερευνά την σχέση μεταξύ ESG score και εταιρικών ομολόγων. Στην έρευνα μελετήθηκαν 3478 εκδόσεις ομολόγων την περίοδο 1997-2018.

Και αυτή η εργασία συμπεραίνει ότι τα spread των εταιρικών ομολόγων είναι χαμηλότερα, όσο υψηλότερα είναι τα ESG score. Επίσης διαπιστώνει ότι όσο υψηλότερο είναι το ESG score μίας εταιρείας τόσο καλύτερη είναι και η πιστοληπτική της ικανότητα. Προτείνεται στις εταιρείες μέσω αυτής της έρευνας, να προσπαθήσουν να πετύχουν καλύτερα ESG score προκειμένου να έχουν καλύτερη πιστοληπτική ικανότητα και κατά συνέπεια καλύτερη και φθηνότερη πρόσβαση σε δανεισμό.

Η Lian et al. (2023) μελετούν 988 ομόλογα που εκδόθηκαν από 443 εισηγμένες εταιρείες A-share, στην γεωγραφική επικράτεια της Κίνας, την χρονική περίοδο 2009-2020. «Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τα περιθώρια πιστώσεων ομολόγων είναι χαμηλότερα για εισηγμένες εταιρείες με υψηλότερες επιδόσεις ESG. Η καλή απόδοση ESG μειώνει τα πιστωτικά περιθώρια ομολόγων μειώνοντας τον εταιρικό χρηματοοικονομικό κίνδυνο, ενισχύοντας την εταιρική διαφάνεια και μειώνοντας το κόστος χρέους. Η επίδραση της απόδοσης ESG στα πιστωτικά περιθώρια ομολόγων είναι πιο έντονη για μη κρατικές επιχειρήσεις, επιχειρήσεις σε φτωχά μακροοικονομικά περιβάλλοντα και επιχειρήσεις σε περιοχές με υψηλότερο βαθμό εμπορευματοποίησης. Η μελέτη δείχνει ότι είναι θετικές οι οικονομικές συνέπειες της απόδοσης ESG από την σκοπιά της χρηματοδότησης ομολόγων, με επιπτώσεις για τις εταιρείες που βελτιώνουν την απόδοση ESG».

Οι Giese et al. (2021) επεκτείνει την έρευνα των συγγραφέων σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο τα περιβαλλοντικά, κοινωνικά και χαρακτηριστικά διακυβέρνησης (ESG) έχουν επηρεάσει τις επενδύσεις σε μετοχές και τα εταιρικά ομόλογα. Σε αντίθεση με τις μετοχές, όπου άλλες έρευνες δείχνουν ότι οι αξιολογήσεις ESG είχαν θετικά αποτελέσματα στα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης των μετοχών, οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι η κύρια εστίαση στο ESG ενός εταιρικού ομολογιούχου θα μπορούσε να είναι ο μετριασμός του καθοδικού κινδύνου, αντί του ανοδικού κινδύνου.

Εξετάζουν επίσης εάν το ESG προσθέτει αξία πέρα από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας όπου συμπεραίνει ότι το ESG συμπλήρωσε τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Οι αξιολογήσεις ESG είχαν χαρακτηριστικά διαφορετικά από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και παρείχαν πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με τον κίνδυνο και την απόδοση. Αποδεικνύεται ότι το ESG είναι πιο σημαντικό από οικονομικής άποψης σε ομόλογα υψηλής απόδοσης παρά σε ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης. Οι εκδότες με υψηλότερη βαθμολογία ESG έτειναν να έχουν ισχυρότερες μετρήσεις

ταμειακών ροών, χαμηλότερα επίπεδα εκ των προτέρων κινδύνου και λιγότερο συχνά downside risk από τους εκδότες με χαμηλότερη βαθμολογία.

Συνοψίζοντας τις παραπάνω μελέτες, παρατηρούμε ότι όλες έχουν ένα κοινό χαρακτηριστικό. Συμφωνούν στο ότι η καλή ESG επίδοση μίας εταιρείας μειώνει το ρίσκο της χρηματοοικονομικής επένδυσης ή στην χειρότερη περίπτωση δεν το επηρεάζει. Παρατίθενται τα αποτελέσματα των εργασιών στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 6. Συνοπτικός πίνακας αποτελεσμάτων μελετών που αποτυπώνουν την σχέση χρηματοοικονομικού κίνδυνου και επίδοσης ESG

Πηγή: Ιδία ανάλυση

ΟΜΑΔΑ ΜΕΛΕΤΗΣ	ΕΤΟΣ	ESG & ΧΡΗΜ. ΡΙΣΚΟ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Antonopoulos et al.	2022	+	Το καλύτερο ESG score σημαίνει χαμηλότερο κόστος μη εξασφαλισμένου χρέους στην πρωτογενή αγορά ομολόγων
Borovkova and Zhang	2021	0	Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των ομολόγων και των βαθμολογιών ESG, αλλά όχι ισχυρή. Η καμπύλη ωρίμανσης των εταιρικών ομολόγων έχει σχεδόν μηδενική κλίση
Caragnano et al.	2021	+	Όσο αυξάνεται η γνωστοποίηση ESG πληροφοριών τόσο μειώνεται το κόστος του χρέους των επιχειρήσεων
Chidambaran et al.	2021	+	Τα spread των εταιρικών ομολόγων είναι χαμηλότερα, όσο υψηλότερα είναι τα ESG score
Flammer	2021	+	Με την έκδοση πράσινων ομολόγων οι εταιρείες σηματοδοτούν αξιόπιστα τη δέσμευσή τους για το περιβάλλον. Πετυχαίνουν αύξηση της χρηματοδότησής τους από μακροπρόθεσμους και πράσινους επενδυτές
Giese et al.	2021	+	Το ESG προσθέτει αξία πέρα από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Οι εκδότες με υψηλότερη βαθμολογία ESG έχουν χαμηλότερα επίπεδα κινδύνου και λιγότερο συχνά downside risk από τους εκδότες με χαμηλότερη βαθμολογία.
Hong and Kacperczyk	2009	0/+	Οι αμαρτωλές μετοχές ή με κακό ESG score έχουν καλύτερη απόδοση από άλλες μετοχές
Hoepner et al.	2022	+	Καλό ESG score σημαίνει μείωση του Downside Risk
Lian et al.	2023	+	Είναι θετικές οι οικονομικές συνέπειες της απόδοσης ESG από την σκοπιά της χρηματοδότησης ομολόγων
Mans	2020	+	Καλό ESG score σημαίνει μικρό spread εταιρικών ομολόγων

4.3 Η ΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΟ ESG

Σε αυτή την υποενότητα θα δούμε μελέτες με διάφορες προσεγγίσεις σχετικά με το ESG και την στάση των επενδυτών.

Η εργασία των Barko et al. (2021) μελετάει τον ακτιβισμό των επενδυτών που προάγουν βελτιώσεις ESG μέσω ενός αποκλειστικού συνόλου δεδομένων ενός μεγάλου διεθνούς, κοινωνικά υπεύθυνου ταμείου ακτιβιστών (πχ hedge funds, συνταξιοδοτικά ταμεία κτλ).

Στην παραπάνω εργασία εξετάζεται η επιλογή του στόχου του ακτιβιστή, τις μορφές δέσμευσης, τον αντίκτυπο στην απόδοση ESG, τους παράγοντες επιτυχίας και τις επιπτώσεις στις λειτουργίες των στόχων και στη δημιουργία αξίας. Οι επιχειρήσεις στόχοι είναι συνήθως μεγάλες και ορατές, έχουν καλές επιδόσεις και έχουν υψηλή ρευστότητα (κύκλος μετοχών) και χαμηλή απόδοση ESG. Η δέσμευση προκαλεί προσαρμογές αξιολόγησης ESG: οι εταιρείες με κακές εκ των προτέρων αξιολογήσεις ESG παρουσιάζουν αύξηση των αξιολογήσεων αφού συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις του ακτιβιστή, ενώ οι εταιρείες με υψηλές εκ των προτέρων αξιολογήσεις ESG παρουσιάζουν μείωση αξιολογήσεων μετά την αποκάλυψη των προβλημάτων ESG τους.

Ο ακτιβισμός που επικεντρώνεται σε περιβαλλοντικά και κοινωνικά ζητήματα είναι πιο πιθανό να πετύχει εάν οι εταιρίες-στόχοι είναι ευαίσθητοι στο ESG (δηλαδή, έχουν ισχυρό εκ των προτέρων προφίλ ESG). Οι επιτυχημένες εκστρατείες/εμπλοκές (campaigns/engagements) των ακτιβιστών ενισχύουν τις πωλήσεις των επιχειρήσεων-στόχων. Οι πλεονάζουσες αποδόσεις μετοχών προσαρμοσμένες στον κίνδυνο επιτυχών εμπλοκών (engagements) υπερέρχουν κατά 2,7% από αυτές των ανεπιτυχών. Τα αποτελέσματα είναι ιδιαίτερα ισχυρά για εταιρείες με χαμηλές εκ των προτέρων βαθμολογίες ESG. Συγκεκριμένα, οι στοχευμένες επιχειρήσεις στο χαμηλότερο εκ των προτέρων τεταρτημόριο ESG υπερτερούν των αντίστοιχων εταιρειών κατά 7,5% (πλεονάζουσες αποδόσεις μετοχών - excess stock returns), το έτος μετά τη λήξη της εκστρατείας, υπολογισμένο με το πιο πρόσφατο βραχυπρόθεσμο γραμμάτιο του Δημοσίου (short-term government treasury bill).

Το συμπέρασμα λοιπόν της έρευνας είναι ότι ο ακτιβισμός σχετικά με την εταιρική κοινωνική ευθύνη γενικά βελτιώνει τις πρακτικές ESG και τις εταιρικές πωλήσεις και είναι κερδοφόρος για τον ακτιβιστή. Συνολικά, παρέχουμε άμεσες αποδείξεις ότι η ηθική επένδυση και η ισχυρή οικονομική απόδοση, τόσο από την οπτική γωνία του ακτιβιστή όσο και της στοχευόμενης εταιρείας, μπορούν να πάνε μαζί.

Η εργασία των Dyck et al. (2019) αξιολογεί εάν οι μέτοχοι καθοδηγούν την περιβαλλοντική και κοινωνική (Environmental & Social, E&S) απόδοση των επιχειρήσεων παγκοσμίως.

Το συμπέρασμα είναι ότι σε 40 χώρες που έγινε η έρευνα, η θεσμική ιδιοκτησία σχετίζεται θετικά με την απόδοση της E&S. Οι εταιρείες με μεγαλύτερη θεσμική ιδιοκτησία πιέζουν περισσότερο για βελτιωμένες επιδόσεις E&S αφού αναγνωρίζουν την αξία της E&S. Επίσης διαπιστώνεται ότι η πολιτιστική προέλευση έχει σημασία. Οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές που κατοικούν σε χώρες

με κοινωνικά πρότυπα που υποστηρίζουν ισχυρές δεσμεύσεις E&S είναι αυτοί που επηρεάζουν την απόδοση της E&S των επιχειρήσεων. Αυτό το αποτέλεσμα υποδηλώνει ότι οι κοινωνικοί κανόνες μιας κοινωνίας ρέουν μέσω του καναλιού των επενδύσεων χαρτοφυλακίου στις επιχειρήσεις και παρέχει νέα στοιχεία για τον τρόπο με τον οποίο η κουλτούρα εισχωρεί στη λήψη οικονομικών αποφάσεων. Τέλος, τα αποτελέσματα της εργασίας σε δείγμα αμερικανικών εταιρειών δείχνουν ότι οι ξένοι επενδυτές από χώρες υψηλού κοινωνικού κανόνα είναι ήδη ενεργοί και επιτυχείς στην ώθηση των αμερικανικών εταιρειών να βελτιώσουν τις επιδόσεις τους στην E&S. Αυτοί οι ξένοι επενδυτές με γνώμονα την E&S κατέχουν ένα σχετικά μικρό κλάσμα αμερικανικών εταιρειών. Εάν επρόκειτο να αυξήσουν την ιδιοκτησία τους με ουσιαστικό τρόπο, προβλέπονται σημαντικές αλλαγές στην απόδοση E&S των εταιρειών των ΗΠΑ.

Η εργασία των Chena et al. (2020). Αυτή η μελέτη διερευνά εάν οι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να παρακινήσουν τους Διευθυντές επιχειρήσεων να επενδύσουν περισσότερο στην ΕΚΕ (εταιρική κοινωνική ευθύνη).

Η εργασία δείχνει ότι οι θεσμικοί επενδυτές οδηγούν κυρίως σε βελτιώσεις σε θέματα ΕΚΕ που είναι οικονομικά σημαντικά για τις εταιρικές αξίες. Επιπλέον, διαπιστώνεται ότι η ιδιοκτησία από θεσμικούς επενδυτές μειώνει ορισμένα αρνητικά ζητήματα ΕΚΕ που μπορεί να οδηγήσουν σε μηνύσεις ή ρυθμιστικές κυρώσεις λόγω διακρίσεων φύλου, μη ασφαλών χώρων εργασίας, μη συμμόρφωσης με περιβαλλοντικούς κανονισμούς ή ακατάλληλου μάρκετινγκ.

Διαπιστώνεται επίσης στην εργασία ότι όταν οι θεσμικοί μέτοχοι απομακρύνονται, οι εταιρείες μειώνουν σημαντικά τη συμμετοχή τους στην ΕΚΕ.

Τέλος παρέχονται αποδείξεις στην εργασία αυτή ότι οι θεσμικοί μέτοχοι επηρεάζουν τα αποτελέσματα του κοινωνικού αντίκτυπου και ότι οι βιώσιμοι στόχοι δεν είναι απλώς μια προσπάθεια κεφαλαιοποίησης της ζήτησης των επενδυτών. Επίσης οι θεσμικοί επενδυτές χρησιμοποιούν τόσο τα μεγάλα μερίδιά τους όσο και τη συγκεντρωμένη προσοχή τους για να βελτιώσουν τα κοινωνικά οφέλη.

Στην ακαδημαϊκή εργασία των Jing et al. (2023) γίνεται προσπάθεια να διερευνηθεί η σχέση μεταξύ τοξικής ρύπανσης μίας εταιρείας με την εποπτεία των οικονομικών αναλυτών σε αυτήν την εταιρεία. Αποδεικνύεται ότι η εποπτεία και η παρακολούθηση των οικονομικών αναλυτών στις εταιρείες τις αναγκάζουν να συμμορφωθούν με τις περιβαλλοντικές ευαισθησίες και να μειώσουν την ρύπανση του περιβάλλοντος. Έτσι δημιουργείτε όφελος για την ευημερία κοινωνική.

Μία ακόμα εργασία με αυτό το θέμα είναι των Lewellen and Lewellen (2022). Στην εργασία επισημαίνεται ότι η εμπλοκή των θεσμικών επενδυτών στην εταιρική διακυβέρνηση εγείρει θεμελιώδη ερωτήματα.

Οι εκτιμήσεις της εργασίας υποδηλώνουν ότι τα κίνητρα των θεσμικών επενδυτών είναι συχνά μέτρια, αλλά μπορεί να είναι ισχυρά, ειδικά για μεγαλύτερες εταιρείες. Συγκεκριμένα, οι θεσμικοί επενδυτές κερδίζουν επιπλέον 129.000 \$ σε ετήσια έξοδα διαχείρισης, κατά μέσο όρο, εάν μια συμμετοχή αυξηθεί κατά 1% σε αξία. Η εκτίμηση ποικίλλει από 31.300 \$ για μικρές εταιρείες έως 133.000 \$ για μεγάλες

εταιρείες με αρκετά κεφάλαια και 219.500 \$ για άλλες μεγάλες εταιρείες. Αυτοί οι αριθμοί μπορούν να ερμηνευθούν ως το μέγιστο ετησιοποιημένο ποσό που θα ήταν διατεθειμένο να δαπανήσουν οι θεσμικοί επενδυτές για να επιφέρουν μια εφάπαξ, 1% αύξηση στην αξία της εταιρείας. Πράγματι, τα κίνητρα των μεγάλων εταιρειών, λόγω του μεγέθους τους, είναι συγκρίσιμα με τα κίνητρα πολλών ακτιβιστών επενδυτών.

Επίσης επισημαίνεται ότι τέτοια κίνητρα προκύπτουν επειδή οι θεσμικοί επενδυτές συχνά επενδύουν σε πολλές εταιρείες σε έναν κλάδο. Διαπιστώνεται επίσης ότι για ένα σημαντικό κλάσμα θεσμικών μετόχων σε μια δεδομένη εταιρεία, τα ανταγωνιστικά κίνητρα είναι στην πραγματικότητα αρνητικά επειδή οι θεσμικοί επενδυτές υποτιμούν τις αντίπαλες εταιρείες σε σχέση με ανταγωνιστικούς θεσμικούς επενδυτές.

Ένα σύνηθες ζήτημα που απασχολεί την ακαδημαϊκή κοινότητα είναι εάν οι εταιρείες με καλό ESG score παράγουν κέρδος μακροπρόθεσμα ή και βραχυπρόθεσμα, το οποίο εντάσσεται στην κατηγοριοποίηση της συμπεριφοράς των επενδυτών.

Για τον χρονικό ορίζοντα των επενδύσεων οι Norby and Stone (1972) αναφέρουν «Για τη διαχείριση επενδύσεων, το σημείο εκκίνησης φαίνεται να είναι η καταπιστευτική ιδέα στη διαχείριση των χρημάτων άλλων ανθρώπων. Η έννοια συνεπάγεται μέριμνα για τη διατήρηση του κεφαλαίου καθώς και την ανατίμησή του και υλοποιείται με την υιοθέτηση ενός χρονικού ορίζοντα για επενδυτικά κεφάλαια που είναι κατάλληλος για τους πραγματικούς στόχους του τελικού δικαιούχου και με προσεκτική επιλογή τίτλων» Norby and Stone (1972). Βλέπουμε ότι από το 1972 υπάρχει η ιδέα της καταπιστευματικής ευθύνης και της μέριμνας – φροντίδας, όπου είναι ο βασικός πυλώνας επένδυσης με ESG κριτήρια.

Επίσης συζήτησαν τι θα έπρεπε να συμπεριλαμβάνεται στις οικονομικές εκθέσεις, αλλά προέβλεψαν επίσης την ιδέα της δημοσίευσης εκθέσεων κοινωνικής ευθύνης από τις εταιρείες. Στο άρθρο τους, συμπεριέλαβαν μια ενότητα με τίτλο «Κοινωνικό κόστος», στην οποία επεσήμαναν ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη δεν ήταν σαφώς καθορισμένη και ότι ενώ ορισμένοι επενδυτές τη συμπεριλάμβαναν στις επενδυτικές τους αποφάσεις, δεν ήταν «σημαντικός παράγοντας στο σύνολο». Υποστήριξαν ότι μια «κοινωνική έκθεση» δεν πρέπει να περιλαμβάνεται στις οικονομικές καταστάσεις, επειδή οι οικονομικές καταστάσεις δικαιολογούν μόνο τη συμπερίληψη του οικονομικού κόστους. Εάν τα κοινωνικά προγράμματα μιας εταιρείας είχαν οικονομικό κόστος, τότε αυτό θα αντικατοπτριζόταν στις οικονομικές καταστάσεις και ίσως θα υποσημειωνόταν. Ολοκληρώνουν αυτήν την ενότητα με τη δήλωση, «Αφήστε τους επενδυτές να κρίνουν τη δική τους κρίση και αφήστε τη νομοθεσία και τους κανονισμούς να αναλάβουν την ευθύνη για την εξίσωση του κοινωνικού κόστους»

Μία εργασία που εξετάζει το ζήτημα αυτό είναι των Starks et al. (2023). Παρέχονται, στην εργασία αυτή, ολοκληρωμένα εμπειρικά στοιχεία για την σχέση μεταξύ του επενδυτικού ορίζοντα και της σύνθεσης του ESG χαρτοφυλακίων για μοιβαία κεφάλαια και θεσμικούς επενδυτές. Με την ανάλυση των στοιχείων

βρέθηκε θετική σχέση μεταξύ του χρονικού ορίου επενδύσεων των επενδυτών και της κλίσης των χαρτοφυλακίων τους προς μετοχές υψηλού ESG. Επιπλέον οι εταιρείες με ισχυρότερα προφίλ ESG προσελκύουν κατά μέσο όρο μετόχους με πιο μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα επένδυσης.

Διερευνώνται στην εργασία τρία πιθανά κανάλια μέσω των οποίων ο επενδυτικός ορίζοντας παίζει ρόλο στον καθορισμό των προτιμήσεων ESG.

α) Το κανάλι ενημέρωσης. Μακροπρόθεσμοι επενδυτές ειδικεύονται στη συλλογή και ανάλυση πληροφοριών που σχετίζονται με το ESG και στρέφουν τα χαρτοφυλάκια τους σε μετοχές υψηλού ESG, ενώ οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές δίνουν μεγαλύτερη προσοχή στις υψηλότερες συχνότητες σήματα.

β) Στο κανάλι των ορίων arbitrage. Υποθέτοντας ότι τα προφίλ ESG των εταιρειών μπορούν να προσθέσουν αξία μακροπρόθεσμα, και τα ιδρύματα είναι καλύτερα σε θέση να συλλάβουν τέτοιες ευκαιρίες επειδή οι διευθυντές τους ανησυχούν λιγότερο για τις ροές των επενδυτών και είναι πιο ανθεκτικοί σε βραχυπρόθεσμη υποαπόδοση.

γ) Στο κανάλι πελατείας-τροφοδοσίας. Μακροχρόνιοι θεσμικοί επενδυτές γέρνουν τα χαρτοφυλάκιά τους προς μετοχές υψηλού ESG για να εξυπηρετήσουν τους τελικούς επενδυτές τους.

Κλείνοντας απαντάει στο ερώτημα τελικά λέγοντας ότι «Οι αναλύσεις υποστηρίζουν τόσο το κανάλι πληροφόρησης όσο και το κανάλι των ορίων arbitrage, αλλά όχι το κανάλι πελατείας-τροφοδοσίας».

Ένα ακόμα θέμα προς διερεύνηση είναι η σχέση μεταξύ ESG score μίας επιχείρησης σε σχέση με την χρηματοοικονομική απόδοσή της σε καταστάσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Η εργασία των Huang et al. (2023) αναφέρει ότι η σύγχρονη αλληλεξαρτώμενη άποψη της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών υποδηλώνει ότι ο σκοπός της υπεύθυνης βιωσιμότητας είναι αρμονικός με τον στόχο της μεγιστοποίησης του κέρδους. Ειδικότερα, το κοινωνικό κεφάλαιο, που χτίζεται μέσω βιώσιμων επενδύσεων, βελτιώνει την ανθεκτικότητα των επιχειρήσεων σε καταστάσεις όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Τα βασικά αποτελέσματα της παραπάνω έρευνας, υποστηρίζουν μια σύγχρονη αλληλεξαρτώμενη άποψη της θεωρίας των ενδιαφερομένων, αποδεικνύοντας ότι η καλύτερη απόδοση ESG/CSR ενός αγοραστή μπορεί να συμβάλει στη μακροπρόθεσμη επιτυχία συγχωνεύσεων και εξαγορών. Τα αποτελέσματα παρέχουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι η συνεργασία με τα ενδιαφερόμενα μέρη κατά τη διάρκεια συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορεί να αποδώσει σε όρους χρηματοοικονομικής απόδοσης. Ωστόσο μετά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, μπορεί να προκληθούν πολλά προβλήματα στους αγοραστές από σύγκρουση εταιρικής κουλτούρας και άλλα ζητήματα.

Προκειμένου οι επενδυτές να είναι σε θέση να μετρήσουν το προφίλ ESG και τις δραστηριότητες μιας επιχείρησης, χρειάζονται επαρκείς πληροφορίες για την επιχείρηση σε διάφορες διαστάσεις. Οι επενδυτές απαιτούν τέτοιες πληροφορίες και πολλές εταιρείες συμμορφώνονται.

Οι Ilhan et al. (2021) σχετικά με τις προτιμήσεις των θεσμικών επενδυτών για τη γνωστοποίηση των κλιματικών κινδύνων, σε μια έρευνα με περισσότερους από 400 θεσμικούς επενδυτές σχετικά με αυτές τις γνωστοποιήσεις διαπίστωσαν ότι οι επενδυτές ανησυχούσαν επίσης πολύ για την έλλειψη πληροφοριών σχετικά με τον κλιματικό κίνδυνο, ιδιαίτερα τις γνωστοποιήσεις εκπομπών. Αυτό το αποτέλεσμα είναι σημαντικό επειδή πολλοί από τους θεσμικούς επενδυτές που απάντησαν θεώρησαν ότι η αναφορά του κλιματικού κινδύνου είναι εξίσου σημαντική με την οικονομική αναφορά. Οι συγγραφείς τόνισαν ότι παρά τη σημαντική πίεση τόσο από τους επενδυτές όσο και από τους ρυθμιστικούς φορείς για αυξημένες γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με το κλίμα, η έλλειψη πιο εθελοντικής γνωστοποίησης υποδηλώνει την ύπαρξη κόστους για τέτοιες γνωστοποιήσεις. Περαιτέρω, η διαφοροποίηση μεταξύ των επενδυτών που ανησυχούν για τις χρηματικές και μη χρηματικές επιπτώσεις του κλιματικού κινδύνου έδειξε ότι εκείνοι οι επενδυτές που ανησυχούσαν ιδιαίτερα για τις οικονομικές επιπτώσεις του κλιματικού κινδύνου θεώρησαν ότι η αναφορά του κλιματικού κινδύνου θα έπρεπε να είναι υποχρεωτική και τυποποιημένη.

Στο άρθρο του Editor's Corner «Pricing Climate Change Risk Appropriately», ο Litterman (2011) παρουσίασε ένα επιχειρήμα ότι ο κλιματικός κίνδυνος δεν τιμολογήθηκε σωστά και μάλιστα ότι στην πραγματικότητα δεν τιμολογήθηκε καθόλου. Το ασφάλιστρο κινδύνου πρέπει να αντικατοπτρίζει και τα δύο γνωστά και άγνωστους κινδύνους δεδομένης της θεμελιώδους αβεβαιότητας σχετικά με τους καταστροφικούς κινδύνους και του υψηλού επιπέδου αποστροφής του κοινωνικού κινδύνου. Υποστήριξε περαιτέρω ότι τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών θα πρέπει να απομακρύνονται από εταιρείες που υπόκεινται περισσότερο στον κλιματικό κίνδυνο, επειδή οι κυβερνήσεις θα αναλάμβαναν μέτρα για τον περιορισμό των επιβλαβών εκπομπών.

Ο David Swensen, επικεφαλής επενδύσεων κεφαλαίου του πανεπιστημίου Yale, επεσήμανε σε επιστολή του το 2015 τους κινδύνους που επιβάλλει η κλιματική αλλαγή και ζήτησε από τους εξωτερικούς διαχειριστές στις επενδυτικές τους αποφάσεις να αξιολογήσουν το αποτύπωμα αερίων θερμοκηπίου μιας επένδυσης και πώς το άμεσο κόστος που προκύπτει από την κλιματική αλλαγή και το κόστος από τις ρυθμιστικές πολιτικές θα επηρεάσουν τις αναμενόμενες αποδόσεις. Η επιστολή του Swensen αφορούσε συγκεκριμένα ζητήματα δέσμευσης και αποεπένδυσης μέσω της προσδοκίας ότι οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου θα συνεργάζονταν με τους εταιρικούς διευθυντές για τον κλιματικό κίνδυνο και συμβουλευόντας ότι «Το Yale σας ζητά να αποφύγετε εταιρείες που αρνούνται να αναγνωρίσουν το κοινωνικό και οικονομικό κόστος της κλιματικής αλλαγής και που αποτυγχάνουν να λάβουν οικονομικά λογικά μέτρα για τη μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου».

Η επιστολή του Swensen τελείωσε με την ακόλουθη προειδοποίηση σχετικά με τον κίνδυνο για το κλίμα: «Η ανάλυση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου που συνδέονται με τις επενδύσεις δεν είναι καθόλου απλή και είναι γεμάτη προκλήσεις. Όπως σε όλες τις πτυχές της επενδυτικής ανάλυσης, οι αποφάσεις θα βασίζονται σε ελλιπείς, ατελείς πληροφορίες. Έτσι η εξέταση των κινδύνων

που συνδέονται με την κλιματική αλλαγή θα πρέπει να παράγει χαρτοφυλάκια υψηλότερης ποιότητας.»

Ο Statman (2000) συζήτησε τις επιπτώσεις της εκποίησης και παρείχε μια εννοιολογική ανάλυση των διαφορών μεταξύ επενδυτικών ενεργειών (με παρακράτηση κεφαλαίου) και πολιτικών ενεργειών (με την ανάμιξη της κυβέρνησης). Χρησιμοποιώντας τις καπνοβιομηχανίες ως παράδειγμα, επεσήμανε ότι οι επενδυτικές ενέργειες δυσκολεύονται να οδηγήσουν σε αλλαγές, επειδή οι ενέργειες των κοινωνικά υπεύθυνων επενδυτών μπορούν να αυξήσουν το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρείας που αποφεύγεται μόνο εάν η συνάρτηση προσφοράς κεφαλαίου είναι λιγότερο από απολύτως ελαστική. Δηλαδή, πρέπει να υπάρχει απουσία επαρκούς αριθμού άλλων επενδυτών που είναι πρόθυμοι να παρέχουν αυτό το κεφάλαιο. Ωστόσο όπως ο ίδιος περαιτέρω ισχυρίστηκε «είναι πιθανώς πολύ ελαστική». Υποστήριξε ότι οι επενδυτικές ενέργειες από μόνες τους είναι πιο πιθανό να επιφέρουν αλλαγές λειτουργώντας ως πανό για επόμενες πολιτικές ενέργειες.

Ακριβώς όπως σήμερα ασκούνται πιέσεις στα συνταξιοδοτικά ταμεία, τα πανεπιστημιακά κονδύλια και τα ιδρύματα να εκχωρήσουν τα χαρτοφυλάκια εταιρειών ορυκτών καυσίμων ή ιδιωτικών εταιρειών φυλακών, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, υπήρξαν πιέσεις για εκποίηση των αμερικανικών εταιρειών που δραστηριοποιούνταν στη Νότια Αφρική χωρίς να δεσμεύονται να ακολουθήσουν το Sullivan. Αρχές, οι οποίες παρείχαν πρότυπα για εταιρείες που δραστηριοποιούνται στη Νότια Αφρική. Όπως επισημάνθηκε από τους Ennis and Parkhill (1986), η ιδέα πίσω από την προσέγγιση της αποεπένδυσης ήταν η απόσυρση κεφαλαίων προκειμένου να πιεστούν οι εταιρείες να επιφέρουν αλλαγή στο νοτιοαφρικανικό σύστημα apartheid.

Αυτή η κατάσταση μπορεί να συγκριθεί με την απόφαση των ιδιοκτητών περιουσιακών στοιχείων σήμερα για το εάν θα εκχωρήσουν όλες τις εταιρείες ορυκτών καυσίμων ή μόνο εταιρείες που αντιπροσωπεύουν τις χειρότερες περιπτώσεις εταιρικών συμπεριφορά που έχει αρνητικές επιπτώσεις στο περιβάλλον όσον αφορά την κλιματική αλλαγή.

Ο Edmans (2022) αναφέρει «Το ESG είναι εξαιρετικά σημαντικό και τίποτα το ιδιαίτερο. Είναι εξαιρετικά σημαντικό δεδομένου ότι επηρεάζει τη μακροπρόθεσμη αξία των μετόχων». Αλλά λόγω αυτού ακριβώς, δηλαδή του ότι επηρεάζει την αξία μίας επένδυσης, «είναι επένδυση. Δεν είναι τίποτα το ιδιαίτερο, καθώς δεν είναι καλύτερο ή χειρότερο από άλλα άυλα περιουσιακά στοιχεία που δημιουργούν μακροπρόθεσμες οικονομικές και κοινωνικές αποδόσεις, όπως η ποιότητα διαχείρισης, η εταιρική κουλτούρα και η ικανότητα καινοτομίας λαμβάνοντας υπόψη ότι οι μακροπρόθεσμοι παράγοντες δεν είναι επένδυση ESG». Επομένως θα λέγαμε ότι στην συγκεκριμένη εργασία ο Edmans (2022) αρνείται τον λόγο ύπαρξης του ESG γενικά.

Η Starks (2023) διαπιστώνει ότι δεν υπάρχει συμφωνία στους όρους της βιωσιμότητας ESG, CSR και SRI μεταξύ των επενδυτών. Υποστηρίζει μέσα από

την εργασία της ότι η ασυμφωνία στους όρους προέρχεται από τα διαφορετικά κίνητρα των επενδυτών.

Στην εργασία παρατηρείται ότι εμπλέκονται όροι στις επενδύσεις όπως βιωσιμότητα, αειφορία, περιβάλλον, πλανήτη Γη, ευημερία, κέρδος, συνεργασία, ειρήνη, άνθρωπος και άλλες πολλές, όπου δεν υπάρχει συμφωνία ούτε καν για το τι σημαίνουν αυτοί οι όροι. Πόσο μάλλον πως σχετίζονται με τις επενδύσεις. Έτσι η Starks επιχειρεί να «ξεθολώσει» το τοπίο όπως χαρακτηριστικά λέγεται στην εργασία της με μία γενίκευση. Όλες οι ηθικές αξίες και πράξεις θα ονομάζονται στο εξής «Αξίες» (Values) και όλες οι χρηματοοικονομικές αξίες, δηλαδή οι τιμές ως «Αξία» (Value). Έτσι προέκυψε και ο τίτλος της μελέτης αυτής δηλαδή «Αξία εναντίων Αξιών» (Value vs. Values).

Με τον διαχωρισμό των επενδυτών με βάση την «Αξία» και αυτών με βάση τις «Αξίες» ουσιαστικά ομαδοποιεί τους επενδυτές σε δύο τάξεις με αλληλοσυγκρουόμενες επενδυτικές προοπτικές:

α) Σε αυτούς που επενδύουν βάσει των ηθικών αρχών τους, όπου το κέρδος για αυτούς δεν είναι απαραίτητο (Αξίες επενδυτές), ούτε φυσικά και ανεπιθύμητο.

β) Σε αυτούς που επενδύουν βάσει παραδοσιακά χρηματοοικονομικά κίνητρα, δηλαδή την απόδοση και το ρίσκο της επένδυσης, με σκοπό το κέρδος (Αξία επενδυτές).

Όμως παρά τον διαχωρισμό των επενδυτών στις δύο παραπάνω ομάδες, διαπιστώνεται ότι οι επενδυτές «αξία» είναι και επενδυτές «αξίες» και οι «αξίες» επενδυτές είναι και «αξία» επενδυτές. Δηλαδή οι (α) είναι σε ένα βαθμό και (β) και οι (β) είναι σε ένα βαθμό και (α). Εδώ αναφέρεται ότι χρειάζεται νέο θεωρητικό πλαίσιο για την κατανόηση αυτής της αλληλοεπικάλυψης των τάξεων.

Επιπλέον, προτείνει μερικές ακόμη κατευθύνσεις που πρέπει να ακολουθήσει η μελλοντική έρευνα σχετικά με τα θέματα ESG. Έτσι, εκτός από τη διάκριση που περιεγράφηκε προηγουμένως, η μελλοντική έρευνα θα πρέπει να επικεντρωθεί στη μελέτη:

-Η διασύνδεση μεταξύ των παραγόντων E,S και G

-Η γεωγραφική και πολιτιστική κατάτμηση

-Ο χρονικός ορίζοντας των επενδυτών σε σχέση με τα είδη και τα κίνητρά τους

-Η αποκάλυψη σχετικών πληροφοριών

-Ο κλιματικός κίνδυνος είναι διαφορετικών τύπων που είναι δύσκολο να μετρηθεί και είναι σχετικά υπό έρευνα.

Παρακάτω παρουσιάζεται ο παρακάτω πίνακας που συνοψίζει τις μελέτες που αναφέρθηκαν σε αυτήν την υποενότητα.

Πίνακας 7. Συνοπτικός πίνακας αποτελεσμάτων μελετών που αποτυπώνουν την στάση των επενδυτών στο ESG

Πηγή: Ιδία ανάλυση

ΟΜΑΔΑ ΜΕΛΕΤΗΣ	ΕΤΟΣ	ΘΕΜΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Barko et al.	2021	Ακτιβισμός των μετόχων	Αύξηση της απόδοσης της εταιρείας στόχου
Chena et al.	2020	Θεσμικοί επενδυτές	Οι θεσμικοί μέτοχοι παρακινούν τους Διευθυντές επιχειρήσεων να επενδύσουν περισσότερο στην ΕΚΕ και απομακρύνονται όταν οι εταιρείες μειώνουν σημαντικά τη συμμετοχή τους στην ΕΚΕ. Οι θεσμικοί επενδυτές οδηγούν κυρίως σε βελτιώσεις σε θέματα ΕΚΕ.
Dyck et al.	2019	Θεσμικοί επενδυτές	Οι εταιρείες με μεγαλύτερη θεσμική ιδιοκτησία πιέζουν περισσότερο για βελτιωμένες επιδόσεις E&S αφού αναγνωρίζουν την αξία της E&S. Η θεσμική ιδιοκτησία σχετίζεται θετικά με την απόδοση της E&S
Edmans	2022	ESG Γενικά	Ουδέτερη στάση. Αναφέρει ότι δεν είναι τίποτα το σημαντικό.
Ennis and Parkhill	1986	Αποεπένδυση	Η απόσυρση κεφαλαίων είναι η λύση προκειμένου να πιεστούν οι εταιρείες να επιφέρουν αλλαγή στο νοτιοαφρικανικό σύστημα apartheid
Huang et al.	2023	Συγχωνεύσεις και εξαγορές	Το κοινωνικό κεφάλαιο, που χτίζεται μέσω βιώσιμων επενδύσεων, βελτιώνει την ανθεκτικότητα των επιχειρήσεων σε καταστάσεις όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές
Ilhan et al.	2021	Δημοσιοποίηση Πληροφοριών ESG	Σημειώνεται η ύπαρξη κόστους για τέτοιες γνωστοποιήσεις. Οι επενδυτές που ανησυχούν ιδιαίτερα για τις οικονομικές επιπτώσεις του κλιματικού κινδύνου, λένε ότι η αναφορά του κλιματικού κινδύνου θα έπρεπε να είναι υποχρεωτική και τυποποιημένη
Jing et al.	2023	Εποπτεία Οικονομικών αναλυτών	Η εποπτεία και η παρακολούθηση των οικονομικών αναλυτών στις εταιρείες τις αναγκάζουν να συμμορφωθούν με τις περιβαλλοντικές ευαισθησίες
Lewellen K. and Lewellen R.	2022	Θεσμικοί επενδυτές	Τα κίνητρα των θεσμικών επενδυτών είναι συχνά μέτρια, αλλά μπορεί να είναι ισχυρά, ειδικά για μεγαλύτερες εταιρείες
Litterman	2011	Κλιματική Αλλαγή	Τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών θα πρέπει να απομακρύνονται από εταιρείες που υπόκεινται περισσότερο στον κλιματικό κίνδυνο, επειδή οι κυβερνήσεις θα αναλάμβαναν μέτρα για τον περιορισμό των επιβλαβών εκπομπών
Norby and Stone	1972	Δημοσιοποίηση Πληροφοριών ESG	Η πρώτη ιδέα της δημοσίευσης εκθέσεων κοινωνικής ευθύνης από τις εταιρείες

Starks et al.	2023	ESG Γενικά	Οι επενδυτές διαφέρουν μεταξύ τους ως προς τα κίνητρά τους. Η πρώτη κατηγορία έχει οικονομική σημασία και συνεπάγεται τη σχέση κινδύνου και απόδοσης (Αξία) και η δεύτερη (Αξίες) είναι υποκειμενική και συνδέεται με τις προσωπικές αξίες των επενδυτών και των μάνατζερ και είναι πέρα από χρηματικές προτιμήσεις
Starks et al.	2023	Χρονικός Ορίζοντας Επένδυσης	Θετική η σχέση μεταξύ του χρονικού ορίου επενδύσεων των επενδυτών και της κλίσης των χαρτοφυλακίων τους προς μετοχές υψηλού ESG
Statman	2000	Αποεπένδυση	Οι επενδυτικές ενέργειες από μόνες τους είναι πιο πιθανό να επιφέρουν αλλαγές λειτουργώντας ως πανό για επόμενες πολιτικές ενέργειες
Swensen D.	2015	Κλιματική Αλλαγή	Συνίσταται η αποφυγή εταιρειών που αρνούνται να αναγνωρίσουν το κοινωνικό και οικονομικό κόστος της κλιματικής αλλαγής και που αποτυγχάνουν να λάβουν οικονομικά μέτρα για τη μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου

5 ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την εξέταση των ακαδημαϊκές εμπειρικών μελετών συμπεραίνω ότι σχεδόν όλες συμφωνούν ότι το ESG είναι κάτι θετικό στο κόσμο των επενδύσεων.

Οι καλές ESG επιδόσεις:

α) Προσφέρουν καλύτερες χρηματοοικονομικές αποδόσεις στις επενδύσεις.

Το σύνολο των εργασιών που παρουσιάστηκαν σε προηγούμενες υποενότητες, συμφωνούν μεταξύ τους στα αποτελέσματα, συμπεραίνοντας ότι οι ESG επενδύσεις προσφέρουν καλύτερες χρηματοοικονομικές αποδόσεις.

Συγκεκριμένα το καλό score ESG μίας εταιρείας συμβάλει στην βελτίωση της φήμης μίας εταιρείας, αυξάνει την αξία μίας εταιρείας, μειώνει το κόστος κεφαλαίου, αυξάνει την απόδοση μίας εταιρείας ειδικά σε περιόδους κρίσης, αυξάνει την απόδοση των μετοχών μετά από μια αρχική δημόσια προσφορά (IPO), οι διευθυντές αμείβονται καλύτερα οπότε έχουν και κίνητρο για εφαρμογή των πολιτικών ESG. Τέλος πολύ σημαντικό είναι ότι οι εταιρείες που είναι κλιματικά ευαίσθητες, έχουν καλό score ESG και καλύτερες αποδόσεις. Όλα τα παραπάνω βέβαια εξαρτώνται από την ευαισθησία και κατ' επέκταση την νομοθεσία σχετικά με ESG και περιβαλλοντικά θέματα της κάθε χώρα.

β) Προσφέρουν χαμηλότερο χρηματοοικονομικό ρίσκο στις επενδύσεις

Το σύνολο των εργασιών που παρουσιάστηκαν σε προηγούμενες υποενότητες, συμφωνούν μεταξύ τους στα αποτελέσματα, συμπεραίνοντας ότι οι ESG επενδύσεις προσφέρουν χαμηλότερο χρηματοοικονομικό ρίσκο στις επενδύσεις.

Συγκεκριμένα το καλό score ESG μίας εταιρείας, συμβάλει στο χαμηλότερο κόστος στην πρωτογενή αγορά ομολόγων, στην μείωση του κόστους του χρέους των επιχειρήσεων, στην μείωση των spread των εταιρικών ομολόγων και έχουν χαμηλότερα downside risks (καθοδικούς κινδύνους),

Ακόμα εξετάσαμε την στάση των επενδυτών απέναντι στο ESG. Είδαμε ότι ο ακτιβισμός των μετόχων προς την ESG κατεύθυνση αυξάνει την χρηματοοικονομική απόδοση μίας εταιρείας και ότι οι επενδυτές - αποεπενδυτές είναι αυτοί που ασκούν πιέσεις για πολιτική δράση σε επίπεδο κοινωνίας. Η δημοσίευση πληροφοριών σχετικά με την ESG πολιτική μίας εταιρείας είναι μία σύγχρονη απαίτηση από τους κλιματικά ευαίσθητους επενδυτές και τους οικονομικούς αναλυτές, που εάν αυτοί παύσουν να εποπτεύουν τις εταιρείες τότε θα αυτές θα γίνουν πιο ρυπογόνες. Για το θέμα του χρονικού ορίζοντα των επενδύσεων οι εταιρείες με καλό ESG score προσελκύουν επενδυτές που επενδύουν σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης. Οι κυβερνήσεις επειδή θα αρχίσουν να λαμβάνουν εντατικά μετρά υπέρ του περιβάλλοντος, συστήνεται οι εταιρείες με κακό score ESG να αποφεύγονται από τους επενδυτές, για το καλό του κλίματος και των αποδόσεων. Οι θεσμικοί επενδυτές είναι αυτοί που πιέζουν για καλύτερες ESG πολιτικές τις εταιρείες στόχους, και λόγω της συμμετοχής σε αυτές συμβάλουν στην καλύτερη χρηματοοικονομική απόδοσή τους.

Μέσω της εργασίας των Berg et al. (2023) ότι υπάρχει μεγάλη ανομοιογένεια στα score ESG των εταιρειών βαθμολογητών. Οι αιτίες αυτής της ανομοιογένειας είναι βαθιές και ουσιαστικές, αλλά παρόλα αυτά στην εν λόγω εργασία προτείνεται η συνεννόηση μεταξύ των εταιρειών βαθμολογητών, για την από κοινού εύρεσης ενός κοινού συστήματος αξιολόγησης.

Σημειώνεται ότι οι μόνες μελέτες που μελετήθηκαν στα πλαίσια αυτής της εργασίας που, επί της ουσίας, δεν τοποθετούνται θετικά στο ESG είναι:

α) Του Edmans (2022). Δεν τοποθετείται θετικά, αλλά ούτε και αρνητικά στο ESG. Αναφέρει όμως ότι δεν είναι κάτι το ιδιαίτερο σε σχέση με άλλα άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως π.χ. η φήμη μίας εταιρείας. Επίσης αναφέρει ότι δεν θα έπρεπε να αναλώνονται ακαδημαϊκοί και φοιτητές τόσο πολύ στο θέμα ESG.

β) Του Cornel and Damodaran (2020). Είναι η μόνη εργασία που ξέρω, που είναι επί της ουσίας εναντίον του ESG. Αναφέρει με σαφήνεια ότι το κόστος ESG είναι πολύ μεγάλο και είναι ουσιαστικά απίθανο μία εταιρεία με καλύτερο score ESG από μία άλλη, να έχει καλύτερη χρηματοοικονομική απόδοση. Ο λόγος όμως που τελικά μπορεί να έχουν καλύτερη απόδοση, είναι λόγω της διαφήμισης ή του Green Washing. Επίσης στο τέλος της εργασίας καλεί σε δημόσιο διάλογο ακόμα και περί κλιματικής αλλαγής.

Στον επίλογο αυτής της εργασίας θα σταθούμε στην πολύ σημαντική έρευνα της Starks (2023), όπου λέει ουσιαστικά ότι η ESG επένδυση είναι η επικάλυψη μεταξύ των κινήτρων για ηθική επένδυση και για κερδοφόρα επένδυση. Ή θα έλεγε κανείς είναι το μέτρο-μεσότητα μεταξύ της ατομικότητας του κέρδους και της συλλογικότητας της κοινωνικής επένδυσης SRI. Η αντίθεση μεταξύ των επενδυτών με βάση «αξία» έναντι των επενδυτών με βάση «αξίες», έχει όπως είδαμε σαν αρχή το CSR και την θεωρία του Freeman (1984) των ενδιαφερομένων μερών (stakeholder theory). Σύμφωνα με την θεωρία αυτή μία επένδυση δεν μπορεί να έχει ως μοναδικό στόχο τον πλουτισμό του επενδυτή (shareholder theory), αλλά πρέπει να ωφελούνται και όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη που εμπλέκονται σε αυτή, δηλαδή πρέπει να ωφελείται και η κοινωνία. Οι επενδυτές βάσει αξίας αποτελούν σήμερα την πλειοψηφία των επενδυτών, όμως οι εταιρείες με κακό ESG score εξακολουθούν να προσελκύουν κεφάλαια διότι έχουν υψηλή κερδοφορία.

Πράγματι έχουν γίνει μεγάλα βήματα, από το 2004 που πρωτοεμφανίστηκε το ESG έως σήμερα, προς την κατεύθυνση της ESG ολοκλήρωσης και την δημιουργία κοινωνικών επενδύσεων. Αυτά τα βήματα είναι μέσω της θέσπισης νέας νομοθεσίας και κανονισμοί προκειμένου να περιλαμβάνονται ESG θέματα στις επενδύσεις. Παρακάτω παρουσιάζονται συνοπτικά στην ΕΕ, στις ΗΠΑ και διεθνώς το νομοθετικό πλαίσιο και οι κανονισμοί για τις ESG επενδύσεις.

Στην ΕΕ:

- Οδηγία για την Αναφορά Μη Χρηματοοικονομικών Πληροφοριών (NFRD)
- Κανονισμός για τη Βιώσιμη Χρηματοδότηση (SFDR)
- Ταξινόμια της ΕΕ για τη Βιώσιμη Χρηματοδότηση
- Πρόταση για την Οδηγία Εταιρικής Βιώσιμης Διακυβέρνησης (CSRD)

Στις Ηνωμένες Πολιτείες:

- Securities and Exchange Commission (SEC)
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

Διεθνή Πρότυπα και Πρωτοβουλίες:

- United Nations Global Compact
- Global Reporting Initiative (GRI)
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)

Κλείνοντας η σύγχρονη εμπειρική έρευνα συνολικά, έχει αναδείξει άγνωστα στην ακαδημαϊκή κοινότητα ερωτήματα και διλήμματα, προς την σωστή κατεύθυνση, με τεράστιο ερευνητικό ενδιαφέρον. Αξίες εναντίον αξίας, επενδυτές εναντίον επενδυτών, επένδυση στην αποεπένδυση, επένδυση χωρίς κέρδος και επενδύσεις που περιέχουν ποσότητα ήθους, αποκαλύπτουν την εποχή της ερευνητικής ανησυχίας που διανύουμε.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Antonopoulos A., Apergis N. & Poufinas T. (2022). ESG scores and cost of debt. *Energy Economics*, vol. 112, issue 3, pp. 106186
- Bae K.-H., Guedhami O., Ghoul S., & Gong Z. (2021). Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of Corporate Finance*, vol. 67, issue 3, pp. 101876
- Barko T., Cremers M. & Renneboog L. (2021). Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance. *Journal of Business Ethics*, vol. 180, pp. 777–812
- Berg F., Kölbel J. & Rigobon R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, vol. 26, pp. 1315–1344
- Bolton P. & Kacperczyk M. (2021). Do investors care about carbon risk? *Journal of Financial Economics*. vol. 142, pp. 517-549
- Borghesi R, Houston F. & Naranjo A (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*. vol. 26, pp. 164-181
- Borovkova S. & Zhang Z. (2021). ESG and Corporate Bond: A yield spread approach. *Probability & Partners*, vol. 1, pp. 1-11
- Bowen H. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman*. Publisher: University of Iowa Faculty Connections, 1st edition
- Bradshaw (1971). The Corporate Executive’s View of Social Responsibility. *Financial Analysts Journal*, vol. 27, pp. 30-31
- Câmara P. & Morais F. (2022). *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Publisher: Palgrave Macmillan, 1st edition
- Caragnano A., Raimo N., Vitolla F. & Zito M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, John Wiley & Sons, vol. 28, pp. 1412-1421
- Carroll A. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*. vol. 34, pp. 39-48
- Chena, T., Dong, H., & Lin, C. (2020). Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, vol. 135, pp. 483-504
- Chidambaran N., Sansi R. & Xavier J. (2021). The Impact of ESG Scores on Bond Yields and Bond Characteristics. *Fixed Income Analyst Society INC*. vol. 337, pp. 1-31
- Choi D., Gao Z., Jiang W. & Zhang H. (2024). Carbon Firm Devaluation and Green Actions. *SSRN*, vol. 3589952. Pp. 1-84
- Cornel B. & Damodaran A. (2020). *Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?* NYU Stern School of Business, Working paper, pp. 1-29
- DOL. (2022). Final rule, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights.

- Dyck A., Lins K., Roth L., & Wagner H. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, vol. 131, pp. 693-714
- Economidou C., Gounopoulos D., Konstantios D., & Tsiritakis E. (2023). Is sustainability rating material to the market? *Financial Management*, vol. 52, pp. 127-179
- Edmans A. (2022). The End of ESG. *Financial Management*, vol. 52, pp. 3-17
- Elkington J. (1997). *Cannibals With Forks: Triple Bottom Line of 21st Century Business*. Publisher: Wiley, 1st edition
- Ferrell A., Hao L. & Renneboog L. (2016). Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics*. vol. 122, pp. 585-606
- Fitzgibbons S., Pedersen L. & Pomorski L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, vol. 142, pp. 572-597
- Flammer C. (2021). Corporate Green Bonds. *Journal of Financial Economics*, vol. 142, pp. 499-516
- Freeman N. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Publisher: Pitman, 1st edition
- Giese G., Hitendra V. & Mendiratta R. (2021). How ESG Affected Corporate Credit Risk and Performance. *The Journal of Impact & ESG Investing*, vol. 2, issue 2, pp. 1-18
- Gilligan C. (1982). *In a Different Voice: Psychological Theory and Women's Development*. Cambridge Massachusetts: Harvard University Press
- Giuli A. & Kostovetsky L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics* vol. 111, pp. 158-180
- Hamilton S. (1993). Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, vol. 49, pp. 62-66
- Hart O. & Zingales L. (2017). Serving Shareholders Doesn't Mean Putting Profit Above All Else. *Harvard Business Review*. Retrieved from https://scholar.harvard.edu/sites/scholar.harvard.edu/files/hart/files/serving_shareholders_doesnt_mean_putting_profit_above_all_else_003.pdf
- Hoepner A., Oikonomou I., Sautner Z., Starks L. & Zhou X. (2022). ESG Shareholder Engagement and Downside Risk. *Review of Finance*, vol. 28, pp. 483–510
- Hong H., Kubik J. & Scheinkman J. (2012). Financial Constraints on Corporate Goodness. NBER Working Paper Series, Working Paper 18476
- Hong H. & Kacperczyk M. (2009). The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets. *Journal of Financial Economics* vol. 93, pp. 15-36
- Huang C.-J., Ke W.-C., Ping-Ying R. & Jhong Y.-C. (2023). Which of environmental, social, and governance pillars can improve merger and acquisition performance? *Journal of Cleaner Production*, vol. 398 p. 136475
- Ilhan K. S. (2021). Climate Risk Disclosure and Institutional Investors. Finance Working Paper No 661/2020

- Jing C., Keasey K., Lim I. & Xu B. (2023). Analyst Coverage and Corporate Environmental Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 56, pp. 1 – 34
- Jones T. (1995). Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics. *The Academy of Management Review*. vol. 20, pp. 404-437
- Porter M. & Kramer M. (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*. vol. 84, pp. 78-92
- Lewellen J., & Lewellen K. (2022). Institutional Investors and Corporate Governance: The Incentive to Be Engaged. *The Journal of Finance*, vol. 77, pp. 213-264
- Lian Y., Ye T. & Zhang L. (2023). How does corporate ESG performance affect bond credit spreads: Empirical evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, vol. 85, pp. 352-371
- Lins K., Servaes H., Tamayo A. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, vol. 72, pp. 1785-1824
- Litterman R. (2011). Pricing Climate Risk Appropriately. *Financial Analysts Journal*, vol. 67, pp. 4-10
- Mans J. (2020). Financing rewards for the sustainable firm: the effect of ESG scores on the corporate bond spread and the mediating effect of country emission levels. University of Amsterdam, Amsterdam Business School,
- Mussell H. (2022). Theorizing the Fiduciary: Ontology and Ethics. *Journal of Business Ethics*, vol. 186, pp. 293–30
- Noddings N. (1984). *Caring: A Feminine Approach to Ethics and Moral Education*. University of California Press
- Norby W. & Stones F. (1972). Objectives of Financial Accounting and Reporting from the Viewpoint of the Financial Analyst, vol. 28, pp. 39-45+76-81
- Starks L. (2021). Environmental, Social, and Governance Issues and the Financial Analysts Journal. *Financial Analysts Journal*, vol. 77, pp. 1-17
- Starks L. (2023). Presidential Address. Sustainable Finance and ESG Issues. Value versus Values. *The Journal of Finance*, vol. 78, issue4, pp. 1837-1872
- Starks L., Venkat P., & Zhu Q. (2023). Corporate ESG Profiles and Investor Horizons. *SSRN Electronic Journal*
- Statman M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, vol. 56, p 30-39
- UN Freshfield (2005). A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance issues into institutional investment. Retrieved from https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf
- UN Freshfield (2021). A Legal Framework for Impact. Retrieved from <https://www.unpri.org/download?ac=17214>

- UN Global Compact (2004). Who Cares Wins. Retrieved from https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf
- UN PRI (2005). Principles of Responsible Investment. Retrieved from [https://www.oldmutualinvest.com/v3/assets/bltf97ab615862b2667/blt5a479997f6abc757/5ee77861ddc4134f8cbcd9f9/United_Nations-backed_Principles_for_Responsible_Investing_\(PRI\).pdf](https://www.oldmutualinvest.com/v3/assets/bltf97ab615862b2667/blt5a479997f6abc757/5ee77861ddc4134f8cbcd9f9/United_Nations-backed_Principles_for_Responsible_Investing_(PRI).pdf)
- UN UNEPFI (2009). Fiduciary responsibility. Retrieved from <https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciaryII.pdf>
- UN UNEPFI (2009). The Materiality of climate change. Retrieved from https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/MatIII_executive_summary.pdf
- UN UNEPFI (2016). Fiduciary duty in 21th century. Retrieved from <https://www.unpri.org/download?ac=9792>
- UN UNEPFI (2019). Fiduciary duty in 21th century, Final report. Retrieved from <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/10/Fiduciary-duty-21st-century-final-report.pdf>