



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
UNIVERSITY OF PIRAEUS

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (MBA)**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**«Αξιολόγηση αποδόσεων συλλογικών επενδύσεων βασισμένες σε κριτήρια ESG»**

**Μπαμπλέκου Ράνια**

**Επιβλέπων Καθηγητής: Αρτίκης Παναγιώτης**

Διπλωματική που υποβλήθηκε στο τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη Διοίκηση επιχειρήσεων (Master of Business Administration)

**Πειραιάς,  
Ιούνιος 2022**

## ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

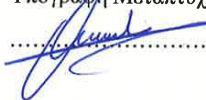
«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο:

«*Αξιολόγηση αναδόσεων εν-επιχειρησιακών επενδύσεων βασισμένες σε κριτήρια ESG*.....»

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου»

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή Ονοματεπώνυμο

 Μπαμπάκου Ραϊνία





**UNIVERSITY OF PIRAEUS**  
**DEPARTMENT OF BUSINESS ORGANIZATION AND ADMINISTRATION**  
**POSTGRADUATE PROGRAMME IN BUSINESS ADMINISTRATION (MBA)**

**DISSERTATION**  
**“Performance Evaluation of Investments Funds based on ESG criteria”**

**By**  
**Bablekou Rania**

Master thesis submitted to the Department of Business Organization and Administration  
of the University of Piraeus in partial fulfilment of the requirements for the degree of  
Master

**Piraeus, Greece,**  
**June 2021**





Αφιερώνεται στους γονείς μου, Ηρακλή και Μαίρη.



## «Αξιολόγηση αποδόσεων συλλογικών επενδύσεων βασισμένες σε κριτήρια ESG»

**Σημαντικοί όροι:** Επενδύσεις, περιβάλλον, κοινωνία, διακυβέρνηση, αποφάσεις, κίνδυνος.

### ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι επενδύσεις για το περιβάλλον, την κοινωνία και τη διακυβέρνηση (ESG) αυξήθηκαν ραγδαία την τελευταία δεκαετία και το ποσό των χαρτοφυλακίων με επαγγελματική διαχείριση που έχουν ενσωματώσει βασικά στοιχεία των αξιολογήσεων ESG ξεπερνά τα 17,5 τρισεκατομμύρια δολάρια παγκοσμίως. Επίσης, η ανάπτυξη των ESG για τα σχετικά επενδυτικά προϊόντα που διατίθενται σε θεσμικούς και λιανικούς επενδυτές ξεπερνούν το 1 τρισεκατομμύριο δολάρια και συνεχίζουν να αναπτύσσονται γρήγορα σε μεγάλες χρηματοπιστωτικές αγορές. Το αυξανόμενο ενδιαφέρον των επενδυτών για τους παράγοντες ESG αντικατοπτρίζει την άποψη ότι τα ζητήματα περιβαλλοντικής, κοινωνικής και εταιρικής διακυβέρνησης, συμπεριλαμβανομένων των κινδύνων και των ευκαιριών, μπορούν να επηρεάσουν τη μακροπρόθεσμη απόδοση των εκδοτών και, ως εκ τούτου, θα πρέπει να λαμβάνονται κατάλληλες επενδυτικές αποφάσεις. Ενώ οι ορισμοί διαφέρουν ως προς τη μορφή εξέτασης των κινδύνων ESG, σε γενικές γραμμές οι επενδύσεις ESG είναι μια προσέγγιση που επιδιώκει να ενσωματώσει τους περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς και διακυβερνητικούς παράγοντες στην κατανομή των περιουσιακών στοιχείων και στις αποφάσεις κινδύνου, έτσι ώστε να παράγει βιώσιμες, μακροπρόθεσμες οικονομικές αποδόσεις. Τα βασικότερα σημεία στην σημερινή εποχή είναι ο βαθμός στον οποίο η προσέγγιση ESG ενσωματώνει με οικονομικό τρόπο τις ουσιαστικές πληροφορίες για τις μελλοντικές προσδοκίες των αποδόσεων και των κινδύνων και ο βαθμός στον οποίο μπορεί να συμβάλει στη δημιουργία ανώτερων μακροπρόθεσμων αποδόσεων.



## **“Performance Evaluation of Investments Funds based on ESG criteria”**

**Significant terms:** Investment, environment, society, governance, decisions, risk.

### **SUMMARY**

Investment in the environment, society and governance (ESG) has grown rapidly over the past decade, and the amount of professionally managed portfolios that incorporate key elements of ESG ratings exceeds \$ 17.5 trillion worldwide. Also, ESG growth for related investment products available to institutional and retail investors exceeds \$ 1 trillion and continues to grow rapidly in large financial markets. The growing investor interest in ESG reflects the view that environmental, social and corporate governance issues, including risks and opportunities, can affect issuers' long-term performance and therefore appropriate investment decisions should be made. . While definitions differ in the form of ESG risk assessment, ESG investment is generally an approach that seeks to integrate environmental, social and intergovernmental actors into asset allocation and risk decisions in order to produce sustainable, sustainable financial returns. The key points today are the extent to which the ESG approach economically incorporates relevant information about future returns on returns and risks and the extent to which it can contribute to the creation of superior long-term returns.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

---

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	viii
SUMMARY.....	x
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ .....	xi
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΕΙΚΟΝΩΝ.....	xiv
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	xvi
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	xviii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 .....	
ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΟΙΣΥΣΤΗΜΑ ΤΩΝ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ESC: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΥ MANAGEMENT.....	20
1.1 Επενδύσεις ESG και η βιομηχανία επενδυτικών κεφαλαίων.....	20
1.1.1 Επενδύσεις ESG στο επενδυτικό φάσμα.....	20
1.1.2 Διαστάσεις της αγοράς και οδηγοί των επενδύσεων ESG .....	22
1.2 Το χρηματοοικονομικό οικοσύστημα ESG.....	27
1.2.1 Εκδότες, επενδύσεις και αλυσίδα διαμεσολάβησης.....	28
1.3 Η βαθμολογία και οι δείκτες ESG.....	31
1.3.1 Η βαθμολογία ESG : Τα βασικά κριτήρια και οι δείκτες.....	32
1.3.2 Οι πάροχοι πλαισίου και η ευθυγράμμιση με τους παράγοντες ουσιαστικότητας.....	35
1.4 Τα αποτελέσματα και οι επιδόσεις των βαθμολογιών ESG.....	41
1.4.1 Η σύγκριση της βαθμολογίας ESG έναντι της πιστοληπτικής αξιολόγησης .....	42
1.4.2 Οι διαφορές στην βαθμολογία ESG και οι προσεγγίσεις αξιολόγησης .....	45
1.5 Οι επενδυτικές προσεγγίσεις και οι στρατηγικές ESG.....	49
1.5.1 Οι επενδυτικές προσεγγίσεις .....	49
1.5.2 Οι επενδυτικές στρατηγικές.....	52
1.5.3 Η απόδοση χρηματοδότησης.....	55
1.5.4 Η απόδοση ESG .....	56

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 .....	
ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ESG .....	59
2.1 Η απόδοση της «υπεύθυνης επένδυσης» (ESG και άλλων) .....	59
2.1.1 Η πρώιμη βιβλιογραφία σχετικά με τις κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις και τις οικονομικές επιδόσεις.....	60
2.1.2 Οι μετα-μελέτες για την εταιρική κοινωνική ευθύνη .....	61
2.1.3 Η βιβλιογραφία επικεντρώνεται στην απόδοση του ESG .....	62
2.2 Οι εμπειρικές έρευνες σχετικά με τις επενδύσεις ESG .....	65
2.3 Τα χαρακτηριστικά της διείσδυσης στην αγορά .....	68
2.4 Η απόδοση χαρτοφυλακίου ESG βασισμένη σε αποτελεσματικά όρια .....	71
2.5 Η απόδοση χαρτοφυλακίου Fama-French.....	76
2.6 Η αξιολόγηση για μεροληψία.....	78
2.7 Η κατασκευή χαρτοφυλακίου και ο ανταγωνισμός.....	81
2.7.1 Οι γεωγραφικές συγκρίσεις.....	81
2.7.2 Η απόδοση των πυλώνων E, S, G.....	83
2.8 Η επισκόπηση της απόδοσης των κεφαλαίων .....	84
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 .....	
ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ .....	88
3.1 Τα χαρακτηριστικά των αμοιβαίων κεφαλαίων .....	88
3.1.1 Ο ορισμός των αμοιβαίων κεφαλαίων.....	88
3.1.2 Οι κίνδυνοι των αμοιβαίων κεφαλαίων .....	89
3.1.3 Οι τύποι αμοιβαίων κεφαλαίων.....	90
3.2 Η άντληση των στοιχείων της έρευνας.....	92
3.3 Τα αποτελέσματα της απόδοσης και του κινδύνου των χαρτοφυλακίων.....	94
3.4 Τα αποτελέσματα του δείκτη Treynor για τα χαρτοφυλάκια των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.....	96
ΕΠΙΛΟΓΟΣ .....	98
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	99





## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΕΙΚΟΝΩΝ

---

Εικόνα 1 : Το φάσμα των κοινωνικών και οικονομικών επενδύσεων.....	21
Εικόνα 2 : Ανάλυση περιουσιακών στοιχείων των ΗΠΑ με βάση την επαγγελματική διαχείριση	23
Εικόνα 3 : Οδηγοί επενδύσεων ESG.....	24
Εικόνα 4 : Προγράμματα οδηγών ενσωμάτωσης ESG .....	25
Εικόνα 5 : Χρηματοπιστωτικό οικοσύστημα ESG .....	27
Εικόνα 6 : Τα πλαίσια αναφοράς που σχετίζονται με τις κατευθυντήριες γραμμές ESG του χρηματιστηρίου (ως ποσοστό του 100).....	35
Εικόνα 7 : Ο χάρτης σημαντικότητας του Συμβουλίου Βιωσιμότητας Λογιστικών Προτύπων ....	38
Εικόνα 8 : Το πλαίσιο υλικότητας των ομάδων εργασίας για οικονομικές γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με το κλίμα .....	39
Εικόνα 9 : Η συσχέτιση αξιολογήσεων του S&P 500 για θέματα ESG για διαφορετικούς παρόχους το έτος 2019 .....	43
Εικόνα 10 : Η συσχέτιση αξιολογήσεων του STOXX 600 για θέματα ESG για διαφορετικούς παρόχους το έτος 2019.....	43
Εικόνα 11 : Οι αξιολογήσεις ESG και οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας το έτος 2019 .	44
Εικόνα 12 : Η ενσωμάτωση των διαχειριστών κεφαλαίων από στρατηγικές αμοιβαίων κεφαλαίων για επενδύσεις ESG.....	54
Εικόνα 13 : Το μερίδιο κάλυψης της αγοράς ESG .....	69
Εικόνα 14 : Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς ως μερίδιο του ESG ανά περιοχή κατά το έτος 2019	69
Εικόνα 15 : Η μετατόπιση της βαθμολογίας του ESG σε μια διαφορετική βαθμολογία κατά τα έτη 2013 έως 2018.....	71
Εικόνα 16 : Το ελάχιστο όριο διακύμανσης και ο δείκτης τιμών με βασική αξία το 100 της MSCI κατά τα έτη 2014 έως 2019.....	74
Εικόνα 17 : Το ελάχιστο όριο διακύμανσης και ο δείκτης τιμών με βασική αξία το 100 του STOXX κατά τα έτη 2014 έως 2019.....	75
Εικόνα 18 : Το ελάχιστο όριο διακύμανσης και ο δείκτης τιμών με βασική αξία το 100 της Thomson Reuters κατά τα έτη 2014 έως 2019.....	76

Εικόνα 19 : Το επάνω και κάτω τεταρτημόριο του Άλφα του ESG από διαφορετικούς παρόχους στις ΗΠΑ κατά τα έτη 2009 έως 2019 .....	77
Εικόνα 20 : Το πάνω και κάτω χαρτοφυλάκιο ESG ανά πάροχο, ο δείκτης τιμών και η βασική αξία του 100 κατά τα έτη 2009 έως 2019 .....	78
Εικόνα 21 : Η μέση κεφαλαιοποίηση της εταιρείας κατά βαθμολογία ESG και από διαφορετικούς παρόχους κατά το έτος 2019.....	79
Εικόνα 22 : Οι μικρές και μεγάλες μετοχές που είναι κεφαλαιοποιημένες στην αγορά κατά υψηλότερη και κατώτατη βαθμολογία ESG από τρεις παρόχους, ο δείκτης τιμών και η βασική αξία με βάση το 100 στις ΗΠΑ κατά τα έτη 2009 έως 2019 .....	80
Εικόνα 23 : Οι πυλώνες E, S, G του ανώτερου και κατώτατου τεταρτημορίου και η σύγκριση μεταξύ των παρόχων κατά το Άλφα κατά τα έτη 2009 έως 2019.....	81
Εικόνα 24 : Ο ετήσιος δείκτης Sharpe με διαχωρισμό βαθμολογίας για 5 διαφορετικούς παρόχους σε παγκόσμιο επίπεδο κατά τα έτη 2009 έως 2019 .....	82
Εικόνα 25 : Ο ετήσιος δείκτης Sharpe με διαχωρισμό βαθμολογίας για 5 διαφορετικούς παρόχους στις ΗΠΑ κατά τα έτη 2009 έως 2019.....	82
Εικόνα 26 : Ο ετήσιος δείκτης Sharpe των πυλώνων E, S, G κατά διαχωρισμό βαθμολογίας και πάροχο στις ΗΠΑ κατά τα έτη 2009 έως 2019.....	83
Εικόνα 27 : Ο ετήσιος δείκτης Sharpe από μικρές κεφαλαιοποιημένες εταιρείες με βάση τον διαχωρισμό ESG για δύο παρόχους στις ΗΠΑ κατά τα έτη 2009 έως 2019 .....	84
Εικόνα 28 : Οι ετήσιες επιδόσεις κεφαλαίων στην αξιολόγηση βιωσιμότητας της Morningstar στα 5 και 10 έτη κατά το 2019.....	86
Εικόνα 29 : Η κατανομή 300 επιδόσεων βιώσιμης χρηματοδότησης (5 αστέρια) κατά το 2019...	87
Εικόνα 30 : Η κατανομή 300 επιδόσεων χαμηλού επιπέδου βιωσιμότητας (1 και 2 αστέρων) κατά το 2019.....	87

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

---

Πίνακας 1 : Τα κριτήρια ESG.....	32
Πίνακας 2 : Τα κριτήρια ESG (Οι κύριοι πάροχοι δεικτών) .....	34
Πίνακας 3 : Η αξιολόγηση του SSGA του R <sup>2</sup> των αξιολογήσεων ESG μεταξύ των μεγάλων παρόχων βαθμολογίας.....	42
Πίνακας 4 : Τα στυλ των επενδύσεων για την βιωσιμότητα ESG.....	52
Πίνακας 5 : Η μέση απόδοση (εβδομαδιαία) των χαρτοφυλακίων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και η τιμή του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών .....	95
Πίνακας 6 : Ο κίνδυνος των χαρτοφυλακίων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και η τιμή του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών .....	96
Πίνακας 7 : Ο δείκτης Treynor των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και η τιμή του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών .....	97



## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια, δόθηκε σημαντική προσοχή στα κριτήρια και τις επενδύσεις ESG, λόγω τριών παραγόντων. Πρώτον, οι νέες βιομηχανικές και ακαδημαϊκές μελέτες υποδηλώνουν ότι η επένδυση ESG μπορεί, υπό ορισμένες συνθήκες, να βοηθήσει στη βελτίωση της διαχείρισης κινδύνων και να οδηγήσει σε αποδόσεις που δεν είναι κατώτερες από τις αποδόσεις των παραδοσιακών χρηματοοικονομικών επενδύσεων. Παρά τις πρόσφατες μελέτες, υπάρχει μια αυξανόμενη επίγνωση της πολυπλοκότητας της μέτρησης των επιδόσεων ESG. Δεύτερον, η αυξανόμενη κοινωνική προσοχή στους κινδύνους από την κλιματική αλλαγή, τα οφέλη των παγκόσμιων αποδεκτών προτύπων υπεύθυνης επιχειρηματικής συμπεριφοράς και η ανάγκη για ποικιλομορφία στο χώρο εργασίας, υποδηλώνουν ότι οι κοινωνικές αξίες θα επηρεάζουν όλο και περισσότερο τις επιλογές των επενδυτών και των καταναλωτών και θα επηρεάζουν όλο και περισσότερο τις λειτουργίες των εταιρειών. Τρίτον, υπάρχει αυξανόμενη δυναμική για τις εταιρείες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με στόχο να απομακρυνθούν από τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές κινδύνων και αποδόσεων, ώστε να αντικατοπτρίζουν καλύτερα τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα στην απόδοση των επενδύσεων. Με αυτόν τον τρόπο, ορισμένοι επενδυτές επιδιώκουν να ενισχύσουν τη βιωσιμότητα των μακροπρόθεσμων αποδόσεων και άλλοι μπορεί να επιθυμούν να ενσωματώσουν μια πιο επίσημη ευθυγράμμιση με τις κοινωνικές αξίες. Σε κάθε περίπτωση, υπάρχουν αυξανόμενες ενδείξεις ότι η βιωσιμότητα της χρηματοδότησης πρέπει να ενσωματώνει ευρύτερους εξωτερικούς παράγοντες για να μεγιστοποιήσει τις αποδόσεις και τα κέρδη μακροπρόθεσμα, μειώνοντας παράλληλα την τάση για αντιπαραθέσεις που διαβρώνουν την εμπιστοσύνη των ενδιαφερομένων μερών.

Οι επενδύσεις ESG έχουν επίσης συγκεντρώσει πρόσφατα το ενδιαφέρον του δημόσιου τομέα, συμπεριλαμβανομένων των κεντρικών τραπεζών που έχουν εκφράσει υποστήριξη για τρόπους που θα βοηθήσουν στη μετάβαση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων προς «πράσινες» οικονομίες χαμηλών εκπομπών άνθρακα. Πολυάριθμες κεντρικές τράπεζες σε προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς έχουν δεσμευτεί να ενσωματώσουν τις πρακτικές αξιολόγησης και επενδύσεων ESG σε ορισμένες από τις ευθύνες τους, όπως η διαχείριση αποθεματικών και οι εποπτικές πρακτικές, συμπεριλαμβανομένων των στρεσογόνων δοκιμασιών (stress tests). Ανεξάρτητα από την πραγματική πορεία της κλιματικής αλλαγής, οι αποφάσεις που λαμβάνονται από εταιρείες και χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές υποδηλώνουν ότι η κλιματική μετάβαση και οι φυσικοί κίνδυνοι θα επηρεάσουν όλο και περισσότερο τον χρηματοπιστωτικό τομέα και αυτό δικαιολογεί τη συμπερίληψη στην αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΩΝ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ESG: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΥ MANAGEMENT

#### 1.1 Επενδύσεις ESG και η βιομηχανία επενδυτικών κεφαλαίων

##### 1.1.1 Επενδύσεις ESG στο επενδυτικό φάσμα

Οι επενδύσεις ESG υπάρχουν σε ένα ευρύτερο φάσμα επενδύσεων που βασίζεται σε οικονομικές και κοινωνικές αποδόσεις. Από τη μία πλευρά του φάσματος, επιδιώκεται καθαρή χρηματοοικονομική επένδυση για τη μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων και των δικαιούχων μέσω χρηματοοικονομικών αποδόσεων που βασίζονται σε απόλυτα ή προσαρμοσμένα στον κίνδυνο μέτρα οικονομικής αξίας. Στην καλύτερη περίπτωση, η αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών μπορεί να διαθέσει σε μεγάλο βαθμό πόρους σε τμήματα της οικονομίας που μεγιστοποιούν τα οφέλη και συμβάλλει ευρύτερα στην οικονομική ανάπτυξη. Από την άλλη πλευρά του φάσματος, οι καθαρές κοινωνικές «επενδύσεις, όπως η φιλανθρωπία, επιδιώκουν μόνο κοινωνικές αποδόσεις, έτσι ώστε ο επενδυτής να κερδίζει από την επιβεβαίωση αποδείξεων για οφέλη σε τμήματα ή σε ολόκληρη την κοινωνία, ιδίως σε σχέση με τα περιβαλλοντικά ή τα κοινωνικά οφέλη, συμπεριλαμβανομένων όσον αφορά τα ανθρώπινα δικαιώματα και τα δικαιώματα των εργαζομένων, την ισότητα των φύλων, κλπ. Η επένδυση με κοινωνικό αντίκτυπο επιδιώκει ένα μείγμα κοινωνικής και οικονομικής απόδοσης, αλλά η ιεράρχηση των κοινωνικών ή οικονομικών αποδόσεων εξαρτάται από τον βαθμό στον οποίο οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να συμβιβαστούν ο ένας με τον άλλον σε ευθυγράμμιση με τους γενικούς στόχους τους (Drei et al., 2019).

Σε αυτό το φάσμα, η επένδυση ESG επικεντρώνεται στη μεγιστοποίηση των οικονομικών αποδόσεων και χρησιμοποιεί παράγοντες ESG για να βοηθήσει στην εκτίμηση των κινδύνων και των ευκαιριών, ιδιαίτερα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Αυτό που τη διαφοροποιεί από τις αμιγώς εμπορικές επενδύσεις είναι ότι λαμβάνει υπόψη άλλους παράγοντες από την εκτίμηση της βραχυπρόθεσμης χρηματοοικονομικής απόδοσης και τους εμπορικούς κινδύνους για την επίδοση αυτή. Με αυτόν τον τρόπο, οι επενδύσεις ESG ενσωματώνουν την εκτίμηση κινδύνου μακροπρόθεσμων προκλήσεων και εξελίξεων για το περιβάλλον, την κοινωνία και τη διακυβέρνηση. Επίσης, φαίνεται να λαμβάνει υπόψη, σε διάφορους βαθμούς, κάποιο στοιχείο



θετικής συμπεριφοράς που ευθυγραμμίζεται με τον περιορισμό των διαρροών ή με άλλο τρόπο την προστασία του περιβάλλοντος, την υπεύθυνη επιχειρηματική συμπεριφορά σε κοινωνικά / εργατικά ζητήματα και τις καλές πρακτικές στην εταιρική διακυβέρνηση. Ο βαθμός στον οποίο η επένδυση ESG ενσωματώνει τον κοινωνικό αντίκτυπο με τρόπο που αυξάνει τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους (αστάθεια και σφάλμα παρακολούθησης σε σχέση με έναν δείκτη) ή μειώνει τις αναμενόμενες οικονομικές αποδόσεις, δείχνει ότι είναι πιο ευθυγραμμισμένη με τα ταμεία κοινωνικού αντίκτυπου (Cornell, 2020a).

Η διάκριση μεταξύ των κεφαλαίων ESG και των ταμείων κοινωνικού αντίκτυπου δεν είναι ακόμη σαφής και υπάρχει κάποια ασάφεια στην αγορά που θα μπορούσε να αντιμετωπιστεί καλύτερα από τη χρηματοπιστωτική βιομηχανία, τρίτους παρόχους και διεθνείς οργανισμούς. Αυτό μπορεί να είναι η συνέπεια της χρήσης των αξιολογήσεων ESG ως ευρύτερου μέσου που εξυπηρετεί διαφορετικούς σκοπούς για ποικίλους επενδυτές. Ενώ ορισμένοι επενδυτές χρησιμοποιούν το ESG ως εργαλείο για τη διαχείριση κινδύνων, κάποιιοι άλλοι το χρησιμοποιούν για να βελτιώσουν τη θέση τους σχετικά με τη βιώσιμη χρηματοδότηση, προκειμένου να ευθυγραμμιστούν με τα κοινωνικά ζητήματα και τα ζητήματα των επιπτώσεων (Vannoni & Ciotti, 2020).

	Philanthropy		Social Impact Investing		Sustainable and Responsible Investing <sup>8</sup>	Conventional financial investing
	Traditional Philanthropy	Venture Philanthropy	Social Investing	Impact investment	ESG investing	Fully commercial investment
Focus	Address societal challenges through the provision of grants	Address societal challenges with venture investment approaches	Investment with a focus on social and/or environmental outcome and some expected financial return	Investment with an intent to have a measurable environmental and/or social return	Enhance long-term value by using ESG factors to mitigate risks and identify growth opportunities.	Limited or no regard for environmental, social or governance practices
Return Expectation	Social return only	Social return focused	Social return and sub-market financial return	Social return and adequate financial market rate	Financial market return focused on long-term value	Financial market return only
	Social impact		Social and financial		Financial returns	

**Εικόνα 1 :** Το φάσμα των κοινωνικών και οικονομικών επενδύσεων

(πηγή : OECD, 2019)

Η πρόσφατη ορολογία του κλάδου αναγνωρίζει ότι καθώς η ζήτηση για προϊόντα ESG αντικατοπτρίζει την επιθυμία για μακροπρόθεσμη αξία καθώς και την ευθυγράμμιση με τις κοινωνικές αξίες, το φάσμα των βιώσιμων χρηματοδοτικών κεφαλαίων περιλαμβάνει προσεγγίσεις που περιλαμβάνουν αποκλεισμό, ένταξη και αντίκτυπο. Ενώ οι προσεγγίσεις ESG θα περιγραφούν παρακάτω, είναι αξιοσημείωτο να αναφερθεί ότι οι επενδύσεις με αντίκτυπο θεωρούνται, μαζί με τις επενδύσεις ESG, ως μια βιώσιμη μορφή χρηματοδότησης, επειδή

επιδιώκει να δημιουργήσει μια θετική κοινωνική απόδοση μετρήσιμη και αναφερόμενη, παράλληλα με μια οικονομική απόδοση. Από αυτή την άποψη, η χρήση μετρήσεων και προσεγγίσεων ESG τόσο σε υπεύθυνες επενδύσεις ESG για μακροπρόθεσμη αξία όσο και σε επενδύσεις βιώσιμου αντίκτυπου που επιδιώκουν κοινωνικές αποδόσεις παράλληλα με τις χρηματοοικονομικές αποδόσεις για να ενισχύσουν ρητά τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις, παραμένει πηγή ασάφειας που συνέβαλε στον πολλαπλασιασμό των μετρήσεων και των μεθοδολογιών ESG που εξυπηρετούν διπλούς σκοπούς (Vojtko & Padysak, 2019).

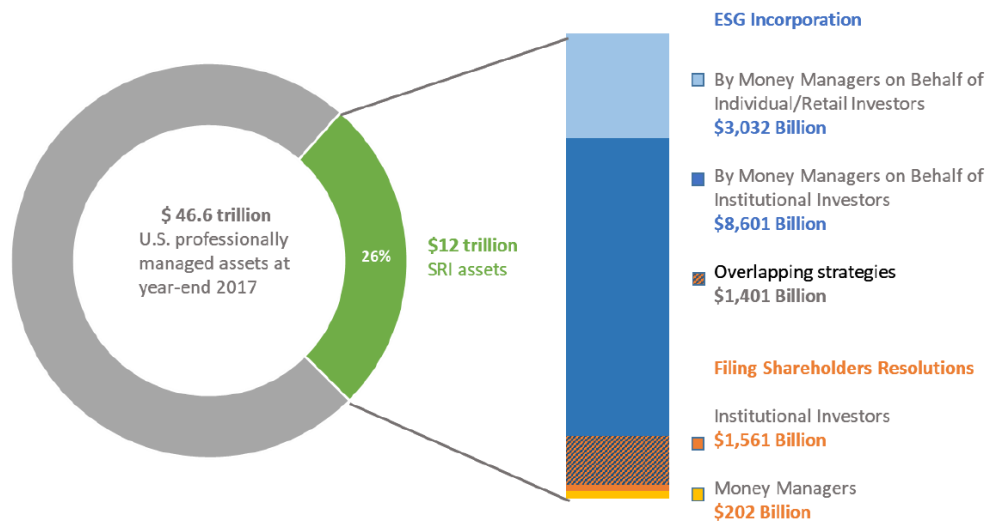
Αρκετές εξελίξεις συνέβαλαν στην αύξηση των επενδύσεων ESG, διαφορετική από τις κοινωνικές επιπτώσεις και τις παραδοσιακές χρηματοοικονομικές επενδύσεις όπως περιγράφονται παρακάτω (Cerqueti et al., 2020) :

- Κοινωνικές απαιτήσεις από μη επενδυτές, όπου η μετάβαση από το μοντέλο των μετόχων σε ενδιαφερόμενους έχει αμφισβητήσει την ιδέα ότι η εταιρεία εξυπηρετεί μόνο τους μετόχους, καθώς οι ανάγκες άλλων ενδιαφερομένων μερών έχουν ενθαρρύνει την ανάπτυξη της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στις επιχειρήσεις και ακόμη και στις κυβερνητικές οντότητες. Αυτό έχει προσκαλέσει αναφορές για θέματα που σχετίζονται με ορθές πρακτικές και πρότυπα που δεν σχετίζονται με βραχυπρόθεσμες οικονομικές αποδόσεις αλλά πιστεύεται ότι συμβάλλουν στη μακροπρόθεσμη αξία, όπως η ενίσχυση της φήμης, η πίστη στο εμπορικό σήμα και η διατήρηση ταλέντων.
- Μεγαλύτερη ζήτηση από επενδυτές κοινωνικών επιπτώσεων για δεδομένα που σχετίζονται με περιβαλλοντικούς (E), κοινωνικούς (S) και κυβερνητικούς (G) παράγοντες, που σχετίζονται με ορθές πρακτικές.
- Αίτημα των επενδυτών ESG μέσω υπεύθυνων επενδύσεων να έχουν μια πιο βιώσιμη προοπτική, η οποία μπορεί να επωφεληθεί από τα στοιχεία διαχείρισης κινδύνων της επένδυσης ESG και επίσης να ευθυγραμμιστεί καλύτερα με τις κοινωνικές αξίες.

### **1.1.2 Διαστάσεις της αγοράς και οδηγοί των επενδύσεων ESG**

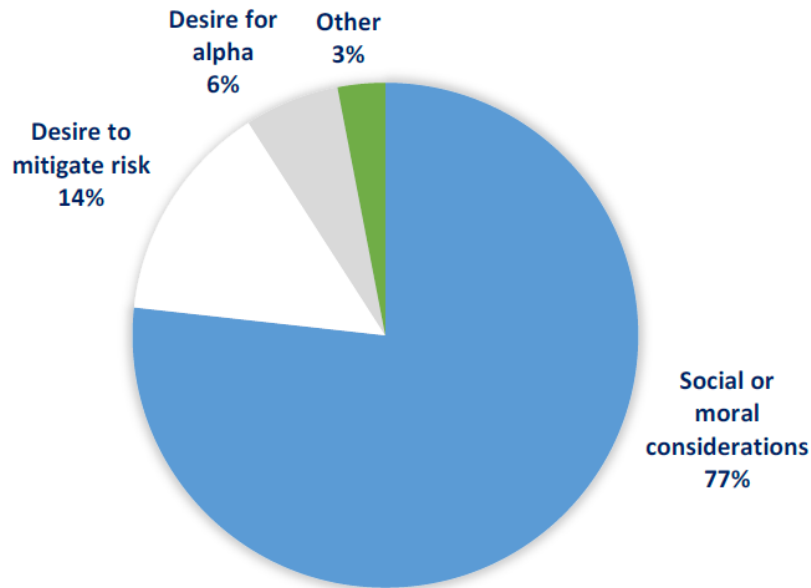
Η αύξηση των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων που ενσωματώνει κάποιο στοιχείο επισκόπησης και λήψης αποφάσεων των επενδύσεων ESG αυξήθηκε εκθετικά την τελευταία δεκαετία. Στις ΗΠΑ, το τρέχον επίπεδο επενδύσεων ESG είναι πλέον πάνω από το 20% όλων των περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίζονται επαγγελματικά, σε πάνω από 11 τρισεκατομμύρια δολάρια. Λόγω της επιθυμίας των θεσμικών και λιανικών επενδυτών για συγκεντρωτικές επενδύσεις και ρευστότητα, το επενδυτικό ταμείο ESG και το ETF αυξήθηκαν

σε πάνω από 1 τρισεκατομμύριο δολάρια και λιγότερο σε Ευρώπη και Ασία. Επίσης, η αυξανόμενη ανάπτυξη προϊόντων ESG, όπως τα κεφάλαια ESG, έχει ξεπεράσει το 1 τρισεκατομμύριο δολάρια υπό διαχείριση. Τα δεδομένα από την Morningstar, τα οποία περιλαμβάνουν κεφάλαια αορίστου χρόνου και συναλλαγματικά κεφάλαια, δείχνουν ότι ο αριθμός των εκτοξεύσεων των κεφαλαίων που χρησιμοποιούν κριτήρια ESG αυξήθηκε από 140 παγκοσμίως το 2012 σε 564 το 2019 (Abhayawansa & Tyagi, 2021).



**Εικόνα 2 :** Ανάλυση περιουσιακών στοιχείων των ΗΠΑ με βάση την επαγγελματική διαχείριση (πηγή : Φόρουμ για βιώσιμες και υπεύθυνες επενδύσεις (US SIF), 2018)

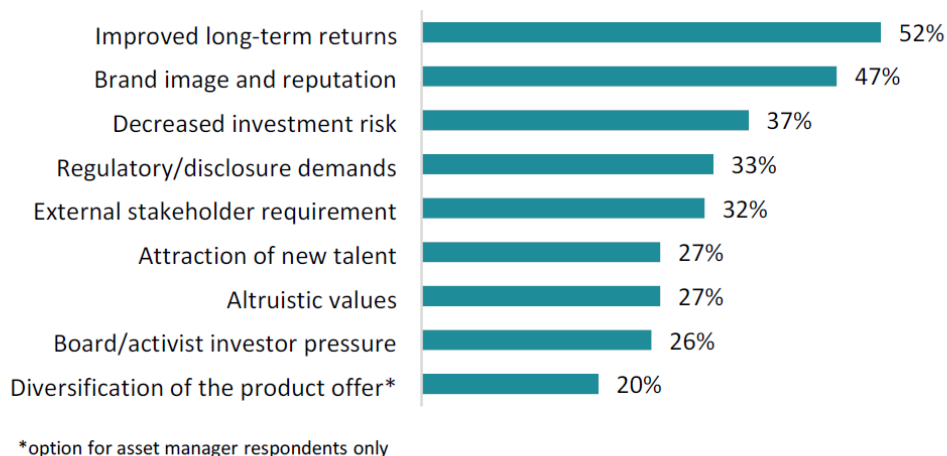
Δεδομένων των πτυχών των οικονομικών και κοινωνικών αποδόσεων που επηρεάζουν τη χρήση των μετρήσεων και των μεθοδολογιών ESG, είναι απαραίτητη η περαιτέρω εξέταση των κοινωνικών παραγόντων των επενδύσεων ESG. Μια βασική παρατήρηση των πρόσφατων ερευνών από συμμετέχοντες στον ιδιωτικό τομέα είναι ότι το ενδιαφέρον για τη χρήση της μεθόδου ESG κυμαίνονται ευρέως σε κοινωνικούς και οικονομικούς παράγοντες όπως είναι οι θεσμικοί επενδυτές που επικεντρώνονται σαφώς στα οφέλη των επενδύσεων ESG για οικονομικές αποδόσεις και την διαχείριση κινδύνων, ενώ οι τελικοί επενδυτές επικεντρώνονται περισσότερο στην ευθυγράμμιση των χαρτοφυλακίων με κοινωνικές αξίες (Friede et al., 2015).



**Εικόνα 3 :** Οδηγοί επενδύσεων ESG

(πηγή : Merrill Lynch Wealth Management, 2019)

Οι έρευνες υποδεικνύουν ότι θεσμικοί επενδυτές και επαγγελματίες διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων επιδιώκουν να χρησιμοποιήσουν το ESG κυρίως για να ανταγωνιστούν τις βελτιωμένες και προσαρμοσμένες αποδόσεις στον κίνδυνο και την διαχείριση κινδύνου. Μια μελέτη 120 θεσμικών επενδυτών που πραγματοποιήθηκε από τη Morgan Stanley κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το 70% έχει ενσωματώσει βιώσιμα επενδυτικά κριτήρια στη λήψη των αποφάσεών τους και ένα επιπλέον 14% το εξετάζει ενεργά. Οι μισοί από τους ερωτηθέντες επιδίωκαν να ενσωματώσουν το ESG λόγω βελτιωμένων μακροπρόθεσμων αποδόσεων, ακολουθούμενο από την σταθερή φήμη. Λιγότερο από το 30% το επιδιώκει για αλτρουιστικές αξίες ή διαφοροποίηση της προσφοράς προϊόντων. Επίσης, το ESG ενσωματώνεται σε άλλα προϊόντα χαρτοφυλακίου, όπως τα ETF. Μια έρευνα της Bank of America δείχνει ότι η ανάπτυξη των έξυπνων στρατηγικών beta ESG ήταν ταχύτερη από εκείνη πολλών άλλων τύπων στρατηγικών (αν και είναι πιθανό ότι αυτή η απότομη ανάπτυξη προέρχεται από πολύ χαμηλές βάσεις). Επιπλέον, με τον τρέχοντα ρυθμό, ορισμένοι παίκτες αναμένουν ότι οι επενδύσεις ESG μέσω κεφαλαίων και ETF θα αυξηθούν σε πολλά τρισεκατομμύρια σε αρκετά χρόνια (Giese et al., 2019).



**Εικόνα 4 :** Προγράμματα οδηγών ενσωμάτωσης ESG

(πηγή : BNP, 2019)

Άλλες έρευνες του χρηματοπιστωτικού κλάδου δείχνουν ότι οι παράγοντες αύξησης των μορφών επενδύσεων ESG και η εναλλαγή από καθαρά εμπορικές επενδύσεις οφείλεται στην επιθυμία των τελικών επενδυτών να βελτιώσουν την ευθυγράμμιση εταιρικών και άλλων εκδοτών με κοινωνικές και ηθικές εκτιμήσεις (Εικόνα 3). Μόνο περίπου το 20% αναζητήσε αυτές τις στρατηγικές κυρίως για οικονομικές αποδόσεις ή μείωση των επενδυτικών κινδύνων. Από δημογραφικής άποψης, αρκετές μελέτες δείχνουν ότι οι Millennials τρέχουν τόσο τις επενδύσεις σε ESG όσο και τις επενδύσεις αντίκτυπου, ενώ η γενιά X υποστηρίζει επίσης σθεναρά αυτή τη μετατόπιση. Αυτές οι κοινωνικές τάσεις αντικατοπτρίζουν μια αυξανόμενη αναγνώριση της σημασίας της αναδιάταξης των παγκόσμιων οικονομικών προς τη βιωσιμότητα με δύο σημαντικούς τρόπους που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή και τα ηθικά πρότυπα ανάπτυξης (Escrig-Olmedo et al., 2017).

Η μεγαλύτερη προσοχή στην ανάγκη χρηματοδότησης για την καλύτερη ενσωμάτωση των πιθανών επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής επηρεάζει όλο και περισσότερο τις συμπεριφορές των επενδυτών, των χρηματοπιστωτικών αγορών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Μετά τη Συμφωνία του Παρισιού το 2016, διάφοροι διεθνείς οργανισμοί αξιολόγησαν την ανάγκη διεθνούς χρηματοδότησης για τη στήριξη της μετάβασης σε οικονομίες χαμηλών εκπομπών άνθρακα δεσμεύοντας κεφάλαια για τον εκσυγχρονισμό των υποδομών και των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Από την άποψη αυτή, ο ΟΟΣΑ έχει εκτιμήσει ότι απαιτούνται σχεδόν 7 τρισεκατομμύρια δολάρια ετησίως έως το 2030 για την επίτευξη των κλιματικών και αναπτυξιακών στόχων. Η ικανότητα των αγορών να τιμολογούν τους κινδύνους κλιματικής αλλαγής και να αξιολογούν τους κινδύνους θέτει την κλιματική αλλαγή ως βασικό σημείο στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (Devalle et al., 2017).

Στη συνέχεια, μια σειρά από κεντρικές τράπεζες στις χώρες μέλη του ΟΟΣΑ έστρεψαν την προσοχή τους στον πιθανό αντίκτυπο της κλιματικής αλλαγής στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Μια πρόσφατη έκθεση του Δικτύου για το Πρασίνισμα του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (Network for the Greening of the Financial System), που αποτελείται από αυτές τις κεντρικές τράπεζες και παρατηρούν μέλη όπως ο ΟΟΣΑ, τονίζει τους τρόπους με τους οποίους η ESG, μεταξύ διαφόρων εργαλείων για πράσινες επενδύσεις, μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τις κεντρικές τράπεζες στη διαχείριση αποθεματικών με στόχο να κατευθύνουν τις επενδύσεις ώστε να ευθυγραμμιστούν καλύτερα με τις οικονομίες χαμηλών εκπομπών άνθρακα. Η κοινωνική ζήτηση για υψηλότερα ηθικά πρότυπα οικονομικής ανάπτυξης μέσω χρηματοοικονομικών και επιχειρηματικών πρακτικών συμβάλλει επίσης στη μεγαλύτερη ζήτηση για εργαλεία ESG που μπορούν να βοηθήσουν στη μέτρηση και τη συγκριτική αξιολόγηση αυτών των πρακτικών. Ένα βασικό σύνολο προτύπων για το ESG, και ιδιαίτερα τον Κοινωνικό Πυλώνα, είναι το Παγκόσμιο Σύμφωνο των Ηνωμένων Εθνών, το οποίο επισημαίνει δέκα αρχές που σχετίζονται με τα ηθικά πρότυπα των ανθρώπινων δικαιωμάτων, την εργασία, την καταπολέμηση της διαφθοράς και το περιβάλλον. Οι κατευθυντήριες γραμμές δέουσας επιμέλειας του ΟΟΣΑ για υπεύθυνη επιχειρηματική συμπεριφορά βοηθούν τις επιχειρήσεις να συμβάλουν στην οικονομική, περιβαλλοντική και κοινωνική πρόοδο, ιδιαίτερα ελαχιστοποιώντας τις αρνητικές επιπτώσεις των δραστηριοτήτων τους, των εφοδιαστικών αλυσίδων και άλλων επιχειρηματικών σχέσεων όπως η καταπολέμηση της δωροδοκίας και των συμφερόντων των καταναλωτών (Cornell, 2020b).

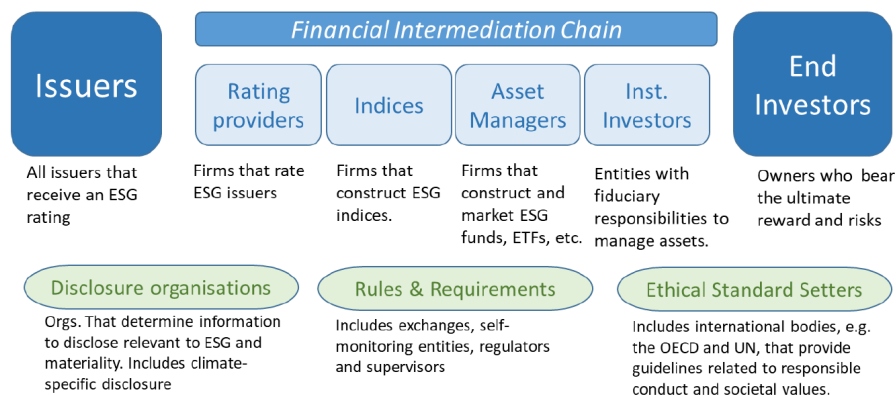
Επιπλέον, οι επενδυτές που επιδιώκουν να ευθυγραμμίσουν τις επενδυτικές στρατηγικές με τους ηθικούς παγκόσμιους αναπτυξιακούς στόχους, όπως οι Αναπτυξιακοί Στόχοι Βιωσιμότητας, αναζητούν επενδυτικά προϊόντα που μπορούν να βοηθήσουν στη βελτίωση της ευθυγράμμισης. Υπάρχουν ορισμένα πλαίσια για την αξιολόγηση ESG, με σκοπό οι επενδυτές να είναι σε θέση να αξιολογήσουν και να συγκρίνουν τις συμπεριφορές των εκδοτών κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Παρά την ευπρόσδεκτη αυτή πρόοδο, η απότομη αύξηση των επενδύσεων ESG έφερε μαζί του έναν αυξανόμενο αριθμό συμμετεχόντων που επηρεάζουν τη δημιουργία πλαισίων γνωστοποίησης, μετρήσεων ESG, μεθοδολογιών αξιολόγησης και προϊόντων από κεφάλαια έως δείκτες. Καθώς οι μορφές επενδύσεων ESG συνεχίζουν να αυξάνονται και να πολλαπλασιάζονται, τα διαφορετικά κίνητρα και η έλλειψη σαφήνειας όσον αφορά τους συγκεκριμένους τύπους επενδύσεων που χρησιμοποιούν μετρήσεις και μεθοδολογίες ESG μπορεί να συμβάλλουν στις αναδυόμενες προκλήσεις που σχετίζονται με τη συνέπεια και τη συγκρισιμότητα, οι οποίες κινδυνεύουν να υπονομεύσουν τη σημασία και την ακεραιότητα των ESG (Sahut et al., 2015).

## 1.2 Το χρηματοοικονομικό οικοσύστημα ESG

Η ανάπτυξη και η θεσμοθέτηση των προσεγγίσεων και των μεθοδολογιών ESG απαιτεί την πλήρη κατανόηση των διαφόρων συντελεστών που συνέβαλαν στη θεσμοθέτηση του χρηματοοικονομικού οικοσυστήματος ESG. Αυτό το οικοσύστημα, όπως φαίνεται στην παρακάτω εικόνα, περιλαμβάνει εκδότες και επενδυτές που αποκαλύπτουν και χρησιμοποιούν πληροφορίες που σχετίζονται με περιβαλλοντικά, κοινωνικά και θέματα διακυβέρνησης. Επίσης, στο επίκεντρο του σχήματος, υπάρχουν τα εξής (Doni & Johannsdottir, 2019) :

- Ένα διαπλεκόμενο δίκτυο χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών και παρόχων αναλυτικών υπηρεσιών.
- Μια σειρά μη κυβερνητικών οργανώσεων, ιδιωτικού τομέα και διεθνών οργανισμών που επηρεάζουν τις αναδυόμενες πρακτικές στις επενδύσεις ESG.

Παρακάτω διερευνώνται οι βασικοί παράγοντες, ο ρόλος που διαδραματίζουν και ο τρόπος με τον οποίο οι δραστηριότητες αποφέρουν οφέλη συμβάλλοντας σε πολύ μεγαλύτερο αριθμό μελλοντικών πληροφοριών που ωφελούν τόσο τους οικονομικούς όσο και τους κοινωνικούς επενδυτές. Επιπλέον, υπάρχει η δυνατότητα να ευθυγραμμιστεί καλύτερα η στρατηγική κατανομή των περιουσιακών στοιχείων που συμβάλλει στην αύξηση της μακροπρόθεσμης αξίας, ενώ παράλληλα παρέχονται κίνητρα για υπεύθυνη επιχειρηματική συμπεριφορά μεταξύ των εκδοτών. Ταυτόχρονα, οι πρακτικές ESG παραμένουν σε σχετικά πρώιμο στάδιο ανάπτυξης και οι δραστηριότητες διαφόρων θεσμικών συμμετεχόντων αναπτύσσουν ή χρησιμοποιούν πλαίσια και μετρήσεις όπου δεν έχουν καταλήξει σε κοινούς όρους και πρακτικές σε παγκόσμιο επίπεδο (Folger-Laronde et al., 2020).



**Εικόνα 5 :** Χρηματοπιστωτικό οικοσύστημα ESG

(πηγή : OECD, 2019)

### 1.2.1 Εκδότες, επενδύσεις και αλυσίδα διαμεσολάβησης

Το χρηματοπιστωτικό οικοσύστημα ESG περιλαμβάνει τα παρακάτω μέρη (Tarmuji et al., 2016):

- **Οικονομικοί εκδότες :** Οι χρηματοοικονομικοί εκδότες είναι όλοι οι εκδότες που παρέχουν ίδια κεφάλαια ή χρέη στις χρηματοπιστωτικές αγορές (δημόσιες ή ιδιωτικές) και απαιτούν κεφάλαια από τους επενδυτές. Από αυτή την άποψη, αυξάνονται τα ζητήματα από τις κυρίαρχες έως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις παρέχοντας πληροφορίες σχετικά με το περιβάλλον, την κοινωνία και τη διακυβέρνηση κατόπιν αιτήματος επενδυτών, παρόχων αξιολόγησης ESG, οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και άλλων ενδιαφερόμενων μερών με κίνητρο (π.χ. μη κυβερνητικοί οργανισμοί για το κλίμα ή τα ανθρώπινα δικαιώματα). Κατ' αρχήν, όλοι οι εκδότες αποτελούν μέρος του οικοσυστήματος ESG επειδή η αξιολόγηση ESG ζητείται από έναν αυξανόμενο αριθμό επενδυτών που επιδιώκουν να αναλύσουν πληροφορίες που προέρχονται από τους εκδότες άμεσα, καθώς και άλλες πηγές, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοοικονομικών και των κοινωνικών μέσων ενημέρωσης.
- **Πάροχοι αξιολογήσεων ESG :** Οι πάροχοι αξιολογήσεων ESG περιλαμβάνουν εκείνες τις εταιρείες που παρέχουν εκτιμήσεις για εκδότες ιδίων κεφαλαίων και χρεών με βάση τις γνωστοποιήσεις τους που προσφέρουν ρητά ή σιωπηρά μετρήσεις βιωσιμότητας και πληροφορίες που βοηθούν στον προσδιορισμό των βαθμολογιών ESG. Ορισμένες από τις αξιολογήσεις βασίζονται σε εξαιρετικά ποσοτικές μεθοδολογίες, χρησιμοποιώντας και σταθμίζοντας πολλές μετρήσεις υποκατηγοριών με βάση τα προσδιορισμένα ποσοτικά δεδομένα, είτε προσφέρονται από εταιρικούς εκδότες είτε προέρχονται από άλλες πηγές δεδομένων του κλάδου. Οι μεγάλοι πάροχοι ESG περιλαμβάνουν τους MSCI, Sustainalytics, Bloomberg, Thomson Reuters και RobecoSAM. Επίσης, οι παραδοσιακοί οργανισμοί αξιολόγησης όπως οι Moody's, S&P και Fitch παρέχουν πλέον μορφές αξιολογήσεων ESG.
- **Πάροχοι ευρετηρίου ESG :** Ορισμένοι πάροχοι είναι επίσης πάροχοι δεικτών, όπως οι MSCI, FTSE Russell, Bloomberg, Thomson Reuters, Vigeo Eiris, κ.λπ. Η χρήση τέτοιων δεικτών αυξάνεται ραγδαία ως μέσο για την παρακολούθηση της σχετικής απόδοσης διαφόρων ESG χαρτοφυλακίων της αγοράς, από τα οποία θεσμικά οι επενδυτές μπορούν να συγκρίνουν την απόδοση. Αυτοί οι πάροχοι δεικτών προσφέρουν μια σειρά από τυποποιημένα κριτήρια αναφοράς που με τη σειρά τους επιτρέπουν την ανάπτυξη προϊόντων κεφαλαίων για παθητικές ή ενεργές επενδύσεις και επίσης τους διαχειριστές



χαρτοφυλακίων να χρησιμοποιούν ως σημείο αναφοράς για να συγκρίνουν την ικανότητα τους να δημιουργούν υπερβολικά προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Επίσης, αυτοί οι δείκτες χρησιμοποιούνται από τα ταμεία ESG και τα ETF για παθητική και ενεργή διαχείριση επενδύσεων. Λόγω της αυξανόμενης χρήσης τους ως σημεία αναφοράς για επενδύσεις ESG, οι τρόποι με τους οποίους δημιουργούνται οι δείκτες, συμπεριλαμβανομένου του αποκλεισμού, της κλίσης των χαρτοφυλακίων προς εκδότες με υψηλότερες βαθμολογίες ESG και άλλων μορφών, όπως θεματικών δεικτών (π.χ. υψηλοί εκδότες «S»), έχει επί του παρόντος μεγάλη επιρροή στην καθοδήγηση της συνολικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου ESG.

- **Χρήστες ESG :** Οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, θεσμικοί επενδυτές και δημόσιες αρχές. Οι χρήστες των αξιολογήσεων και των πληροφοριών ESG περιλαμβάνουν, τουλάχιστον, τύπους επενδυτών σε ιδιωτικούς και δημόσιους φορείς. Ενώ πολλοί από αυτούς τους τύπους επενδυτών εκτελούν επίσης τη δική τους δέουσα επιμέλεια και τις μορφές ενσωμάτωσης ESG, η χρήση εξωτερικών βαθμολογιών συχνά αποτελεί μέρος της συνολικής αξιολόγησης τους.
- **Διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων / τα επενδυτικά ταμεία :** Δημιουργούν διαχωρισμένα χαρτοφυλάκια και επενδυτικά προϊόντα, όπως τα επενδυτικά κεφάλαια και τα ETF, χρησιμοποιούν αξιολογήσεις και πληροφορίες ESG για να λάβουν τις δικές τους αξιολογήσεις και για να λάβουν αποφάσεις σύνθεσης χαρτοφυλακίου.
- **Θεσμικοί επενδυτές (π.χ. ασφαλιστικές εταιρείες και συνταξιοδοτικά ταμεία) :** Μπορεί να ενσωματώνει αξιολογήσεις ESG για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου και να ευθυγραμμίζεται με το καταπιστευτικό καθήκον τους να ενσωματώνουν ουσιαστικές σημαντικές πληροφορίες στο μέλλον στην επενδυτική τους διαδικασία.
- **Ιδρύματα του δημόσιου τομέα συμπεριλαμβανομένων των κεντρικών τραπεζών και των εκδοτών δημοσίου γρέους :** Έχουν αρχίσει να εξετάζουν τη σημασία και την ανάγκη ενσωμάτωσης των ESG. Ένας βασικός λόγος είναι ότι οι διαχειριστές αποθεματικών των κεντρικών τραπεζών αναζητούν όλο και περισσότερο τη μακροπρόθεσμη οικονομική βιωσιμότητα των χαρτοφυλακίων τους και προσπαθούν να εκτιμήσουν τους κινδύνους μετάβασης στο κλίμα και τον αντίκτυπο στην αγορά της μετατόπισης των επενδυτών προς τις βιομηχανίες χαμηλότερης έντασης άνθρακα.

- Πλαίσιο, καθοδήγηση και επίβλεψη ESG : Η διαμόρφωση, η καθοδήγηση και η εποπτεία του ESG περιλαμβάνουν μια σειρά από ικανούς φορείς που επηρεάζουν και βοηθούν να καθοριστεί ευρέως η μη χρηματοοικονομική αναφορά μελλοντικά, συμπεριλαμβανομένης της οικονομικής σημασίας, καθώς και της κοινωνικής ευθυγράμμισης, για να διασφαλιστεί η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των επενδύσεων.

Πολλοί είναι φορείς αποκάλυψης που περιλαμβάνουν προγραμματιστές και παρόχους πλαισίων, όπως ρυθμιστές προτύπων αποκάλυψης και φορείς ανταλλαγής και αυτορύθμισης που προσφέρουν καθοδήγηση και καλές πρακτικές γνωστοποίησης στα μέλη. Οι προγραμματιστές και οι πάροχοι πλαισίων που συνέβαλαν σημαντικά στην ανάπτυξη πλαισίων γνωστοποίησης ESG περιλαμβάνουν το Συμβούλιο Αειφορίας Λογιστικών Προτύπων (SASB), το οποίο επικεντρώνεται στη χρηματοοικονομική σημαντικότητα, η Παγκόσμια Πρωτοβουλία Αναφοράς (GRI) και το International Integrated Reporting Council (IIRC). Επίσης, οι πάροχοι πλαισίου που αφορούν συγκεκριμένους κινδύνους για το κλίμα περιλαμβάνουν την Taskforce on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) και το Συμβούλιο Προτύπων Γνωστοποιήσεων για το Κλίμα (CDSB), οι οποίοι αντικατοπτρίζουν τη χρηματοοικονομική και περιβαλλοντική σημασία σε διάφορους βαθμούς. Οι φορείς που αναπτύσσουν ή/και εφαρμόζουν τυπικούς κανόνες και απαιτήσεις περιλαμβάνουν τους ρυθμιστές της αγοράς και τις εποπτικές αρχές των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και τους φορείς ανταλλαγής και αυτορύθμισης (Ouhaddou, 2020).

Οι εποπτικές αρχές, όπως οι ρυθμιστές αγορών και οι εποπτικοί φορείς ασφάλισης και συντάξεων, ασχολούνται όλο και περισσότερο με την αξιολόγηση των ταξινομιών και την αποκάλυψη των ESG, αφού θεωρούν ότι τα θέματα ESG σχετίζονται με τη δουλειά τους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα προϊόντα της αγοράς ESG μπορούν να επηρεάσουν την προστασία των επενδυτών και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, και περισσότεροι από τους μισούς ρυθμιστές τίτλων είναι υπεύθυνοι για την εγγραφή και την εξουσιοδότηση επιχειρήσεων επενδύσεων που παρέχουν χρηματοοικονομικά προϊόντα ESG. Τα χρηματιστήρια, οι αυτορυθμιζόμενοι και άλλοι φορείς του χρηματοπιστωτικού κλάδου, συνέβαλαν επίσης στην αξιολόγηση των πρακτικών ESG και στη διάδοση ορθών πρακτικών γνωστοποίησης. Περιλαμβάνουν την Παγκόσμια Ομοσπονδία Χρηματιστηρίων, πολλά εθνικά χρηματιστήρια (και φορείς που κυμαίνονται από το FINRA έως το Ινστιτούτο CFA. Τέλος, υπάρχουν πρότυπα για την ηθική και την υπεύθυνη συμπεριφορά, συμπεριλαμβανομένων των διεθνών οργανισμών που θέτουν πρότυπα και κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τους υπεύθυνους επενδυτικούς και βιώσιμους στόχους. Οι θεσποποιητές προτύπων, συμπεριλαμβανομένου του ΟΗΕ, του ΟΟΣΑ και του Διεθνούς Οργανισμού Τυποποίησης, συγκαταλέγονται στους οργανισμούς που διαθέτουν πρότυπα που χρησιμοποιούνται από τους παρόχους πλαισίου σε σχέση με τα κοινωνικά και περιβαλλοντικά πρότυπα (Lopez et al., 2020).

Το GRI, συγκεκριμένα, προσπάθησε να ενσωματώσει πρότυπα ηθικής διαφόρων διεθνών οργανισμών και ΜΚΟ στα πλαίσια αναφοράς του. Δεδομένου του αριθμού των οργανισμών σε περιφερειακές και παγκόσμιες μορφές που επιδιώκουν να συντονίσουν την αναφορά πληροφοριών μελλοντικής άποψης στις γνωστοποιήσεις των εκδοτών, η ενσωμάτωση συνεκτικών και οικονομικά σημαντικών αναφορών πληροφοριών ESG εξακολουθεί να βρίσκονται σε εξέλιξη. Εκτός από τις πολυάριθμες πηγές προτύπων πλαισίων και κατευθυντήριων γραμμών, οι τρόποι με τους οποίους οι πληροφορίες και οι μετρήσεις αποκάλυψης έχουν ενσωματωθεί στις μεθοδολογίες ESG συνέβαλαν περαιτέρω στις προκλήσεις των επενδύσεων ESG (Vezer et al., 2017).

### **1.3 Η βαθμολογία και οι δείκτες ESG**

Ένας από τους βασικούς τρόπους με τους οποίους οι επενδυτές και άλλοι συμμετέχοντες στην αγορά αξιοποιούν τις πληροφορίες ESG είναι μέσω των αξιολογήσεων ESG, τις οποίες λαμβάνουν από τους καθιερωμένους αξιολογητές ESG. Ως εκ τούτου, η διαδικασία αξιολόγησης ESG και ο τρόπος με τον οποίο αυτές οι αξιολογήσεις μετατρέπονται σε δείκτες θα είναι το επίκεντρο αυτού του τμήματος, επειδή συμβάλλει σε μια σημαντική μετατροπή της αποκάλυψης ακατέργαστων ESG στοιχείων σε επενδυτικά προϊόντα από τα οποία οι επενδυτές μπορούν να λάβουν αποφάσεις και μέτρα. Υπάρχει ένα ευρύ φάσμα πρακτικών αξιολόγησης όσον αφορά τον προσδιορισμό των δεδομένων που πρέπει να συμπεριληφθούν, τον τρόπο με τον οποίο σταθμίζονται οι μετρήσεις ως προς την ουσιαστικότητα και τη διαμόρφωση της υποκειμενικής κρίσης ως προς τις απόλυτες και σχετικές βαθμολογίες εντός και μεταξύ των βιομηχανιών. Ενώ οι μεθοδολογίες ESG γίνονται πιο ισχυρές και υπάρχει περισσότερος έλεγχος των βαθμολογιών έναντι της απόδοσης, η βαθμολογία παραμένει σε μεταβατική κατάσταση (Chong & Phillips, 2016).

Προκειμένου να διευκολυνθεί η περαιτέρω ανάπτυξη επενδύσεων ESG μέσω κεφαλαίων και ανταλλασσόμενα κεφάλαια (ETF), όπου βασίζονται σε δείκτες από τους οποίους αναπτύσσονται ενεργές και παθητικές στρατηγικές, ένας αυξανόμενος αριθμός εταιρειών τρίτων, συμπεριλαμβανομένων των παρόχων δεικτών και των οργανισμών αξιολόγησης, βοήθησε στην ανάπτυξη του τμήματος της αγοράς μέσω βαθμολόγησης και ανάπτυξης του δείκτη. Αυτό περιλαμβάνει τους παρόχους δεδομένων της αγοράς όπως είναι η εταιρεία Bloomberg, η Morningstar και η Thomson Reuters και εταιρείες που εστιάζουν περισσότερο σε χρηματοοικονομικές υπηρεσίες όπως η MSCI. Οι μεθοδολογίες που υιοθετήθηκαν από αυτούς τους παρόχους είναι ουσιαστικά διαφορετικές, αλλά οι τελικές αξιολογήσεις χρησιμοποιούνται από επενδυτές της αγοράς για τον ίδιο σκοπό, δηλαδή τον εντοπισμό εταιρειών που υιοθέτησαν καλύτερες πρακτικές ESG. Από αυτή την άποψη, η ανάλυση των μεθοδολογικών προσεγγίσεων

θα είναι επωφελής για να κατανοηθούν ποιοι παράγοντες κατευθύνουν τις τελικές αξιολογήσεις ESG (Ramić, 2019).

### 1.3.1 Η βαθμολογία ESG : Τα βασικά κριτήρια και οι δείκτες

Οι προσεγγίσεις βαθμολόγησης του δείκτη ξεκινούν με την εξέταση των σχετικών κριτηρίων σε κάθε έναν από τους παράγοντες E, S και G για την περαιτέρω διατύπωση των οδηγιών (Εικόνα 8). Οι περιβαλλοντικοί παράγοντες μπορεί να περιλαμβάνουν τη χρήση φυσικών πόρων, τις εκπομπές άνθρακα, την ενεργειακή απόδοση, την ρύπανση και τις πρωτοβουλίες βιωσιμότητας. Οι κοινωνικοί παράγοντες μπορούν να περιλαμβάνουν θέματα που σχετίζονται με το εργατικό δυναμικό (υγεία, ποικιλομορφία, κατάρτιση) και τα ευρύτερα κοινωνικά ζητήματα όπως τα ανθρώπινα δικαιώματα, η ιδιωτικότητα των δεδομένων και η συμμετοχή της κοινότητας. Ένα κακό περιβαλλοντικό ιστορικό μπορεί να καταστήσει μια επιχείρηση ευάλωτη σε νομικές ενέργειες ή κανονιστικές κυρώσεις. Η κακή μεταχείριση των εργαζομένων μπορεί να οδηγήσει σε υψηλές απουσίες, χαμηλότερη παραγωγικότητα και αδύναμες σχέσεις με τους πελάτες ενώ η αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να κινητοποιήσει ανήθικες συμπεριφορές που σχετίζονται με τις αμοιβές, τις λογιστικές παρατυπίες και την δημοσιοποίηση παρατυπιών και απάτης (Olmedo et al., 2010).

<b>Περιβαλλοντικοί παράγοντες</b>	<b>Κοινωνικοί παράγοντες</b>	<b>Παράγοντες διακυβέρνησης</b>
Χρήση φυσικών πόρων	Ανθρώπινο δυναμικό	Ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου
Εκπομπές άνθρακα	Ανθρώπινα δικαιώματα	Ποικιλομορφία του διοικητικού συμβουλίου
Ενεργειακή απόδοση	Ποικιλομορφία	Δικαιώματα μετόχων
Ρύπανση/απόβλητα	Εφοδιαστική αλυσίδα	Αποζημίωση της διοίκησης
Περιβαλλοντικές ευκαιρίες		Εταιρική ηθική

**Πίνακας 1 : Τα κριτήρια ESG**

(πηγή : OECD, 2020)

Λαμβάνοντας υπόψη τις επιρροές των παρόχων για τις αξιολογήσεις, οι διαφορές στις μεθοδολογίες αξιολόγησης και το επίπεδο διαφάνειας στις αποφάσεις τελικής αξιολόγησης που

περιλαμβάνουν επίσης ποιοτικές κρίσεις, είναι κρίσιμης σημασίας για την κατανόηση της ανθεκτικότητας της αλυσίδας χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης ESG. Κάθε πάροχος κατατάσσει διαφορετικές πτυχές της βιωσιμότητας των εταιρειών που αξιολογεί. Αυτές οι όψεις αθροίζονται στη συνέχεια για να δημιουργήσουν μια βασική μέτρηση, η οποία συνήθως καθορίζει ένα από τα στοιχεία που υποστηρίζουν τους πυλώνες (E, S και G). Αυτές οι μετρήσεις είναι το αποτέλεσμα της συγκέντρωσης διαφορετικών υπομετρών, οι οποίες μετρούν συγκεκριμένες πτυχές του τρόπου με τον οποίο μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τους πόρους της (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018).

Η εταιρεία MSCI και η Sustainalytics δηλώνουν ότι οι υπηρεσίες τους έχουν σχεδιαστεί για να βοηθούν τους επενδυτές να εντοπίζουν και να κατανοούν οικονομικά σημαντικούς κινδύνους και ευκαιρίες ESG, προκειμένου να ενσωματώσουν αυτούς τους παράγοντες στη διαδικασία κατασκευής και διαχείρισης χαρτοφυλακίου τους. Η Thomson Reuters χρησιμοποιεί περισσότερες από 400 διαφορετικές μετρήσεις ESG, εκ των οποίων επιλέγεται ένα υποσύνολο 186 πεδίων, με ιστορία από το 2002. Οι μετρήσεις ESG στη συνέχεια ομαδοποιούνται σε δέκα κατηγορίες (χρήση πόρων, εκπομπές, καινοτομία, εργατικό δυναμικό, ανθρώπινα δικαιώματα, κοινότητα, ευθύνη για το προϊόν, διοίκηση, μέτοχοι και στρατηγική EKE) που συνδυάζονται για να διαμορφώσουν τις βαθμολογίες των τριών πυλώνων των περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών παραγόντων (Coqueret, 2020).

Το Bloomberg παρέχει ιδιωτικά δεδομένα ESG που παρέχουν μετρική επιλογή με ιδιαίτερη προσοχή στις μετρήσεις περιβαλλοντικών και κοινωνικών επιπτώσεων. Σε αυτήν την περίπτωση, οι βιομηχανίες ομαδοποιούνται σε ευρείες κατηγορίες για την επιλογή μετρήσεων όπως ο υψηλότερος, ο μεσαίος και ο χαμηλότερος περιβαλλοντικός αντίκτυπος και ο υψηλότερος, ο μεσαίος και ο χαμηλότερος κοινωνικός αντίκτυπος, ενώ οι μετρήσεις διακυβέρνησης είναι οι ίδιες για κάθε κλάδο (Sinha et al., 2019).

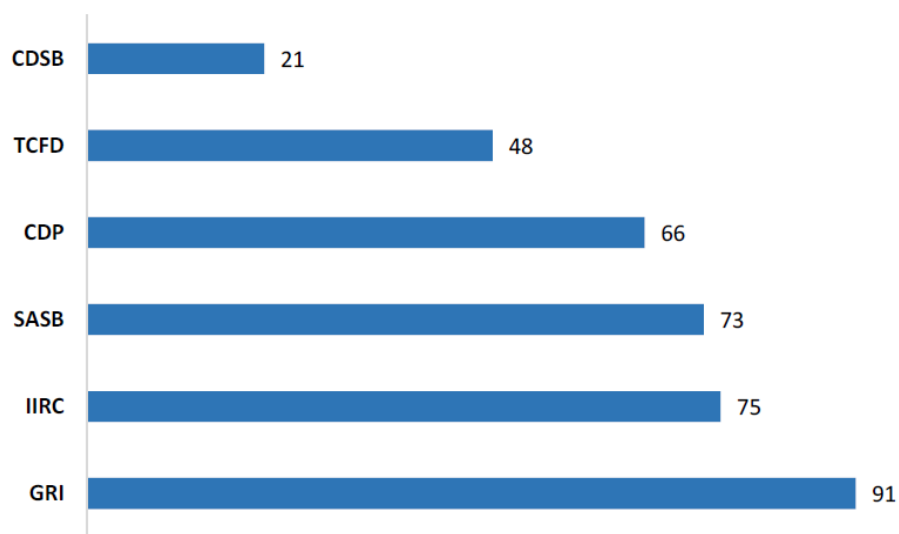
<b>Πυλώνες</b>	<b>Thomson Reuters</b>	<b>MSCI</b>	<b>Bloomberg</b>
Περιβαλλοντικοί παράγοντες	Χρήση πόρων	Κλιματική αλλαγή	Εκπομπές άνθρακα
	Εκπομπές	Φυσικοί πόροι	Επιπτώσεις στην κλιματική αλλαγή
	Καινοτομία	Ρύπανση και απόβλητα	Ρύπανση
		Περιβαλλοντικές ευκαιρίες	Διαχείριση απορριμμάτων
			Ανανεώσιμη ενέργεια

			Εξάντληση πόρων
Κοινωνικοί παράγοντες	Ανθρώπινο δυναμικό	Ανθρώπινο κεφάλαιο	Εφοδιαστική αλυσίδα
	Ανθρώπινα δικαιώματα	Ευθύνη προϊόντος	Διάκριση
	Κοινότητα	Αντίθεση ενδιαφερομένων μερών	Πολιτικές συνεισφορές
	Ευθύνη προϊόντος	Κοινωνικές ευκαιρίες	Ποικιλομορφία
			Ανθρώπινα δικαιώματα
			Κοινοτικές σχέσεις
Παράγοντες διακυβέρνησης	Διοίκηση	Εταιρική διακυβέρνηση	Αθροιστική ψηφοφορία
	Ενδιαφερόμενα μέρη	Εταιρική συμπεριφορά	Εκτελεστική αποζημίωση
	Στρατηγική ΕΚΕ		Δικαιώματα των μετόχων
			Άμυνα εξαγοράς
			Κλιμακωτά συμβούλια
			Ανεξάρτητοι διευθυντές
Βασικές μετρήσεις και υπομετρήσεις	186	34	>120

**Πίνακας 2 :** Τα κριτήρια ESG (Οι κύριοι πάροχοι δεικτών)  
(πηγή : OECD, 2020)

Δεδομένης της δυσκολίας αναφοράς των μετρήσεων που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα, οι διάφοροι ενδιαφερόμενοι φορείς είχαν την ανάγκη να υπάρξουν πιο τυποποιημένες κατευθυντήριες γραμμές αναφοράς. Εταιρείες έχουν δημοσιεύσει τις δικές τους κατευθυντήριες γραμμές αναφοράς ESG και πολλές άλλες είναι πρόθυμες να το πράξουν. Για παράδειγμα, το χρηματιστήριο NASDAQ εξέδωσε μια έκθεση για να βοηθήσει τις εταιρείες να αναφέρουν το ESG, με έμφαση σε 30 μετρήσεις, δέκα για κάθε πυλώνα. Η αναφορά του χρηματιστηρίου

NASDAQ είναι ιδιαίτερα χρήσιμη καθώς ενσωματώνει μετρήσεις που αποτελούν μέρος των υφιστάμενων οδηγιών και αρχών. Ενώ σημειώνεται πρόοδος, οι ανταλλαγές ενσωματώνουν μια σειρά πλαισίων αναφοράς που έχουν διαφορετικούς σκοπούς όσον αφορά τη χρηματοοικονομική σπουδαιότητα και τα πρότυπα δεοντολογίας (Εικόνα 6). Από αυτή την άποψη, πολλά χρηματιστήρια αναγνωρίζουν ότι δεν υπάρχει ακόμη σύγκλιση στα πρότυπα και τις μορφές των ESG που έχουν υιοθετηθεί από τον ευρύτερο τομέα των χρηματιστηρίων και ορισμένα μέλη της Παγκόσμιας Ομοσπονδίας Χρηματιστηρίων έθεσαν την παγκόσμια απόκλιση στα πρότυπα και τις πρακτικές ESG ως νέο μέλημα στις προσπάθειες τους για βιωσιμότητα (Sherwood & Pollard, 2018).



**Εικόνα 6 :** Τα πλαίσια αναφοράς που σχετίζονται με τις κατευθυντήριες γραμμές ESG του χρηματιστηρίου (ως ποσοστό του 100)  
(πηγή : Sustainable Stock Exchange Initiative, 2020)

### **1.3.2 Οι πάροχοι πλαισίου και η ευθυγράμμιση με τους παράγοντες ουσιαστικότητας**

Δεδομένου ότι οι επενδύσεις ESG επιδιώκουν να αποδώσουν μακροπρόθεσμη αξία, παρακάτω παρέχεται μια διερεύνηση του βαθμού στον οποίο οι μετρήσεις και οι μεθοδολογίες ESG αποτυπώνουν αποτελεσματικά ή ακόμη και επαρκώς τη χρηματοοικονομική σημασία στις προσεγγίσεις τους, ιδιαίτερα με διαφανή και ποσοτικοποιήσιμο τρόπο (Kaiser, 2017).

## *Οι γενικοί υλικοί παράγοντες*

Η επιλογή των μετρήσεων που οι εκδότες καθοδηγούνται να αποκαλύψουν, πρέπει να σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική σημαντικότητα για να είναι σχετικές με τους επενδυτές και ως εκ τούτου έχουν σημασία για άλλους ενδιαφερόμενους φορείς, όπως τα χρηματιστήρια και οι ρυθμιστικές αρχές κινητών αξιών. Ωστόσο, η έννοια της χρηματοοικονομικής σημαντικότητας αποκτά ένα διευρυμένο νόημα όταν εξετάζεται στο πλαίσιο του ESG, όπου εμπλέκεται σε μη χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις. Μια έννοια που δεν έχει διερευνηθεί επαρκώς αφορά τα σημεία στα οποία διασταυρώνεται το οικονομικό υλικό των οικονομικών και μη χρηματοοικονομικών αναφορών ESG και τις προσδοκίες για τον προσωρινό χαρακτήρα τέτοιων διασταυρώσεων. Ενώ ορισμένοι παράγοντες μπορεί να έχουν άμεσο νόημα για τους χρηματοοικονομικούς επενδυτές, άλλοι παράγοντες μπορεί να έχουν έμμεσες επιπτώσεις μακροπρόθεσμα. Επί δεκαετίες, τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης αρέσουν στην οικονομική κοινότητα, ιδίως σε σχέση με τις διαδικασίες εταιρικής διακυβέρνησης, τη διαχείριση κινδύνων και τα οικονομικά κίνητρα των στελεχών. Στη δεκαετία του 1990, ο ΟΟΣΑ είχε αξιολογήσει τη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης για τις εταιρικές επιδόσεις και ανέπτυξε αρχές για την εταιρική διακυβέρνηση. Δόθηκε πρόσθετη εστίαση στις αξιολογήσεις διακυβέρνησης, ενώ οι οργανισμοί αξιολόγησης ήταν πιο διαφανείς ως προς τον τρόπο με τον οποίο αξιολογούσαν τη διακυβέρνηση και τον αντίκτυπο της στις αξιολογήσεις (Ameer, 2016).

Η αυξανόμενη ευαισθητοποίηση για τις τρομερές οικονομικές και χρηματοοικονομικές συνέπειες της αλλαγής του κλίματος εφιστά την προσοχή στη σχέση μεταξύ της διαχείρισης των κλιματικών κινδύνων από τις επιχειρήσεις και της χρηματοοικονομικής σημασίας. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα καθώς οι φυσικοί κίνδυνοι από την κλιματική αλλαγή αναμένεται να αυξηθούν, καθώς και οι κίνδυνοι από τα περιουσιακά στοιχεία που δεν έχουν δεσμευτεί στους ισολογισμούς του χρηματοπιστωτικού τομέα. Ένα αυξανόμενο σύνολο ερευνών σχετικά με τους κινδύνους από την κλιματική αλλαγή αναδεικνύει τα κανάλια με τα οποία μπορούν να επηρεάσουν οικονομίες, επιχειρήσεις και χρηματοπιστωτικούς τομείς. Αυτά περιλαμβάνουν τον αντίκτυπο των φυσικών κινδύνων από την κλιματική αλλαγή που σχετίζονται με καταιγίδες, πλημμύρες, πυρκαγιές και αρνητικές επιπτώσεις από επιπτώσεις, όπως σε εφοδιαστικές αλυσίδες ή χρηματοπιστωτικές αγορές. Υπάρχει μια αυξανόμενη προσδοκία ότι οι παράγοντες που σχετίζονται με το κλίμα θα έχουν μια αυξανόμενη επιρροή στη χρηματοοικονομική σημαντικότητα, ιδίως σε βιομηχανίες που εκτίθενται περισσότερο σε περιουσιακά στοιχεία λόγω της μείωσης της ζήτησης για ορυκτά καύσιμα και εκείνων που εκτίθενται στις επιπτώσεις των φυσικών κινδύνων (Escrig-Olmedo et al., 2019).

Μπορεί να υπάρχουν λιγότερες ενδείξεις για άμεσες επιπτώσεις κοινωνικών παραγόντων, αλλά τα μακροπρόθεσμα οφέλη μπορεί να περιλαμβάνουν καλύτερη ισχύ στο εμπορικό σήμα, πίστη στους πελάτες και διατήρηση προσωπικού, που συχνά συνδέονται με την εταιρική



κοινωνική ευθύνη. Ωστόσο, οι θεσμικοί επενδυτές έχουν συχνά επισημάνει ότι ο κοινωνικός παράγοντας είναι ο πιο δύσκολος να ενσωματωθεί στις αξιολογήσεις, εν μέρει επειδή υπάρχει μικρή συναίνεση ως προς το τι θεωρείται ουσιαστικό (όπως με τη μεταχείριση των εργαζομένων) όπου διαφοροποιείται στις χώρες όλου του κόσμου. Ωστόσο, ο Covid-19 έδωσε νέα προσοχή στη σημασία των κοινωνικών παραγόντων στη φήμη και τις επιδόσεις των επιχειρήσεων και εγείρει προοπτικές σχετικά με τον βαθμό στον οποίο οι επενδυτές μεταβαίνουν σε ένα μοντέλο διαχείρισης πολλών ενδιαφερομένων μερών που μπορεί να είναι πιο ανθεκτικό για να αντιμετωπίσει πρωτοφανείς κοινωνικές προκλήσεις. Δεδομένων αυτών των παραγόντων και των εξελίξεων, καταβάλλονται προσπάθειες για τη χαρτογράφηση διαφόρων στοιχείων μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών, όσον αφορά τους βαθμούς οικονομικής σημαντικότητας (Blank & Lasdon, 2021).

### ***Τα πλαίσια και η υλικότητα***

Η προσέγγιση του Συμβουλίου Βιωσιμότητας Λογιστικών Προτύπων (SASB) στο πλαίσιο ESG επικεντρώνεται στη χρηματοοικονομική σπουδαιότητα, χρησιμοποιώντας μια συνολική αξιολόγηση που εφαρμόζεται σε κάθε κλάδο για τον προσδιορισμό της σχετικής σημασίας κάθε παράγοντα και υποπαραγόντων ανάλογα με το εξωτερικό περιβάλλον και το επιχειρηματικό μοντέλο. Κατά τη διατύπωση λογιστικών μετρήσεων, το Συμβούλιο Βιωσιμότητας Λογιστικών Προτύπων λαμβάνει υπόψη το υπάρχον πρότυπο αναφοράς και χρησιμοποιεί τις υπάρχουσες μετρήσεις όπου είναι δυνατόν. Αυτή η προσέγγιση ουσιώδους σημασίας έχει επηρεάσει τη διαμόρφωση της επιλογής των βασικών μετρήσεων και τη στάθμιση των μετρήσεων για τον προσδιορισμό των αξιολογήσεων ESG για διαφορετικούς κλάδους. Παρά την πρόοδο αυτή, οι συζητήσεις με τους παρόχους αξιολογήσεων υποδηλώνουν ότι παραμένει ένα ευρύ φάσμα προοπτικών σχετικά με τη σπουδαιότητα των μετρήσεων (Hughes et al., 2021).

Ενώ άλλοι πάροχοι πλαισίου είναι λιγότερο σαφείς σχετικά με τις μετρήσεις σε επίπεδο βιομηχανίας ως προς τη σπουδαιότητα, αρκετοί προσπαθούν να παράσχουν καθοδήγηση ως προς το ποιοι παράγοντες και δείκτες έχουν μεγαλύτερη προτεραιότητα, μεταξύ άλλων σε διαφορετικούς τομείς. Παρ' όλα αυτά, ενώ οι πάροχοι πλαισίου μπορούν να παρέχουν χρήσιμες οδηγίες σχετικά με τα υλικά και ακόμη και τους μετρικούς τύπους που πρέπει να γνωστοποιηθούν, συχνά δεν παρέχουν περαιτέρω καθοδήγηση για το πώς αυτά τα στοιχεία μπορούν να γίνουν οικονομικά σημαντικά για τις βιομηχανίες. Αυτό αφήνει ένα σημαντικό περιθώριο ερμηνείας, το οποίο με τη σειρά του συμβάλει στην άνοδο των παρόχων αξιολογήσεων ESG (Billio et al., 2020).



**Εικόνα 7 :** Ο χάρτης σημαντικότητας του Συμβουλίου Βιωσιμότητας Λογιστικών Προτύπων  
(πηγή : Ιστότοπος του SASB, 2020)

### ***Οι κλιματολογικοί παράγοντες σημαντικότητας***

Οι περιβαλλοντικές αξιολογήσεις είναι ιδιαίτερα ανησυχητικές, δεδομένου ότι η χρήση και η συνάφεια τους εξετάστηκαν πρόσφατα σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι ομάδες εργασίας για οικονομικές γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με το κλίμα (TCFD) οδήγησαν στην ανάπτυξη και των δύο κατευθυντήριων οδηγιών για πρότυπα των γνωστοποιήσεων που σχετίζονται με το κλίμα και προσφέρεται επίσης καθοδήγηση σχετικά με τη χρήση τέτοιων γνωστοποιήσεων όσον αφορά την ενσωμάτωση της ανάλυσης σεναρίων για το κλίμα. Ζητήθηκε από τις ομάδες εργασίας να αναπτύξουν εθελοντικές, συνεπείς χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με το κλίμα, οι οποίες θα ήταν χρήσιμες για τους επενδυτές, τους δανειστές και τους ασφαλιστές για την κατανόηση των ουσιωδών κινδύνων. Οι ομάδες εργασίας για οικονομικές γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με το κλίμα παρέχουν καθοδήγηση σχετικά με τους παράγοντες του κλίματος, όπου αφορούν τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που έχουν οικονομική σημασία για τους επενδυτές και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Έχουν επιδιώξει να ευθυγραμμίσουν διάφορους κλιματικούς και φυσικούς κινδύνους με διάφορες οικονομικές επιπτώσεις στην κατάσταση αποτελεσμάτων, στην κατάσταση ταμειακών ροών και στον ισολογισμό. Οι ομάδες εργασίας για οικονομικές γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με το κλίμα εντόπισαν διάφορους κινδύνους μετάβασης (συμπεριλαμβανομένων των πολιτικών και νομικών κινδύνων, της φήμης, της αγοράς και της τεχνολογίας) και φυσικούς κινδύνους που σχετίζονται με τον αντίκτυπο της κλιματικής

αλλαγής, όπως καταιγίδες, πλημμύρες από την άνοδο της στάθμης της θάλασσας και τις πυρκαγιές (Tyvonchuk, 2020).

Εξίσου σημαντική για τους επενδυτές ESG είναι η αποκάλυψη «ευκαιριών» όπου παρέχει σαφείς οδηγίες σχετικά με την αποτελεσματικότητα που βελτιώνει την οικονομική αξία από δράσεις για τον εντοπισμό και την αντιμετώπιση κινδύνων που σχετίζονται με το περιβάλλον. Περιλαμβάνονται πολλοί τρόποι με τους οποίους οι εκδότες εκμεταλλεύονται τις ευκαιρίες όσον αφορά την αποτελεσματικότερη χρήση των πόρων για τις δραστηριότητες τους (από την ανακύκλωση έως τη μειωμένη χρήση νερού), την αποτελεσματικότερη χρήση πηγών ενέργειας (τις χαμηλότερες πηγές εκπομπών, την συμμετοχή στις αγορές άνθρακα κ.λπ.), την ανάπτυξη προϊόντων και υπηρεσιών που διευκολύνουν χαμηλότερες εκπομπές ρύπων ή λύσεις κλιματικής προσαρμογής, την αξιολόγηση σε νέες αγορές και την συμμετοχή σε προγράμματα ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Συλλογικά, αυτοί οι παράγοντες μπορούν να βοηθήσουν στην αύξηση των εσόδων, στη μείωση του οικονομικού και λειτουργικού κόστους, στη βελτίωση της ανταγωνιστικής θέσης και της φήμης και στη βελτίωση της διαθεσιμότητας του κεφαλαίου, μεταξύ άλλων πλεονεκτημάτων (Wimmer, 2012).

#### Climate-Related Risks, Opportunities, and Financial Impact



**Εικόνα 8 :** Το πλαίσιο υλικότητας των ομάδων εργασίας για οικονομικές γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με το κλίμα  
(πηγή : TCFD, 2020)

Για τους λόγους αυτούς, η περιβαλλοντική αξιολόγηση του συστήματος ESG επιδιώκει να αποτυπώσει ρητά τόσο τους αρνητικούς κινδύνους από τις εκπομπές άνθρακα, τα απόβλητα και τις επιπτώσεις από την κλιματική αλλαγή, όσο και τον τρόπο με τον οποίο οι εταιρείες εκμεταλλεύονται τέτοιες ευκαιρίες. Ωστόσο, βασίζεται στην εκτίμηση των εξωτερικών κινδύνων από την κλιματική αλλαγή, στην διαχείριση κινδύνων ειδικών πόρων για τον μετριασμό των

επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής στις επιχειρηματικές δραστηριότητες και τις χρηματοοικονομικές αποδόσεις και στις προσπάθειες για την αναζήτηση ευκαιριών για στροφή στην ενίσχυση των εσόδων, της κερδοφορίας και/ή της χρήσης κεφαλαίου με βάση τη στροφή σε πιο φιλικές προς το κλίμα δραστηριότητες ή την χρήση πόρων. Επιπλέον, οι ομάδες εργασίας για οικονομικές γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με το κλίμα παρέχουν μια τυποποιημένη καθοδήγηση για το πώς αυτά τα στοιχεία σχετίζονται με τους κινδύνους μετάβασης για τη μείωση των εκπομπών άνθρακα έναντι των φυσικών κινδύνων της κλιματικής αλλαγής. Ενώ αυτά τα βήματα μπορούν να έχουν καθαρό θετικό αντίκτυπο στο περιβάλλον, θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτό δεν μετρά ρητά τη συνολική επίπτωση ενός εκδότη στο περιβάλλον (Daugaard, 2019).

### ***Οι διαφορετικές απόψεις για τη χρηματοοικονομική σπουδαιότητα***

Ορισμένοι σύμβουλοι και θεσμικοί επενδυτές, σημειώνοντας το εύρος των προσπαθειών αναφοράς και των προτύπων από τους συντάκτες και τους παρόχους, έχουν προσεγγίσεις θεμάτων για τη διάκριση μεταξύ των αναφορών ESG που είναι οικονομικά σημαντικοί για τους επενδυτές, σε σχέση με τους τύπους αναφορών που δεν είναι σημαντικοί, αν και μπορεί να υπάρχει όφελος για ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη. Για παράδειγμα, η εταιρεία Russell Investments έχει αναπτύξει μια μεθοδολογία που υποστηρίζει ότι μπορεί να κάνει διάκριση μεταξύ των εταιρειών που έχουν υψηλή βαθμολογία σε θέματα ESG που είναι οικονομικά σημαντικά για την επιχείρησή τους, από εκείνες που έχουν υψηλή βαθμολογία σε ζητήματα που δεν είναι οικονομικά σημαντικά για την επιχείρησή τους. Με αυτόν τον τρόπο είναι σε θέση να ενισχύσει την κατασκευή χαρτοφυλακίου και την απόδοση των επενδύσεων. Έρευνες από τους Khan, Serafeim και Yoon, αντιμετώπισαν το θέμα δημιουργώντας ένα σύνολο δεδομένων που εστιάζει στην ουσιαστικότητα για διαφορετικούς κλάδους και διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις με καλή βαθμολογία σε θέματα υλικών υπερσχύουν εκείνων των επιχειρήσεων με χαμηλή βαθμολογία. Ο σκοπός της επισήμανσης αυτής της προσπάθειας είναι απλώς να δείξει ότι η επενδυτική κοινότητα μπορεί να μην έχει επαρκή άνεση με την τρέχουσα κατάσταση αποκάλυψης και βαθμολόγησης ESG, έτσι ώστε να καταβάλλονται αναλυτικές προσπάθειες για την εξαγωγή πληροφοριών σημαντικής οικονομικής αξίας για τους επενδυτές που επιθυμούν για τη βελτίωση των αποδόσεων απόλυτης προσαρμογής και του κινδύνου (Roncalli, 2021).

Διάφοροι διεθνείς οργανισμοί ζήτησαν βελτίωση της συνέπειας και της σημασίας των γνωστοποιήσεων ESG, έτσι ώστε οι σύνδεσμοι με την ουσία και τη βιωσιμότητα να είναι σαφείς και συνεπείς. Το 2018, οι οργανισμοί UN PRI και ICGN διαπίστωσαν ότι ενώ δεν υπάρχει ένα σύνολο μετρήσεων ή ένα ενιαίο πλαίσιο που θα μπορούσε να ικανοποιήσει όλους τους χρήστες δεδομένων ESG, δεδομένης της ετερογένειας των χρηστών, υπάρχει περιθώριο για τις εταιρείες να αποκαλύψουν τυποποιημένες πληροφορίες ESG σε βασικό επίπεδο για να συμπληρώσουν πιο

εξατομικευμένες αναφορές ESG για την βελτίωση της συνοχής των δεδομένων. Οι επενδυτές και οι εταιρείες πρέπει να σκεφτούν περισσότερο για τα συστημικά ζητήματα, συμπεριλαμβανομένων των Συστάσεων των ομάδων εργασίας για οικονομικές γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με το κλίμα (TCFD), των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης του ΟΗΕ (ΣΒΑ) και των συνδέσεών τους με μεμονωμένες εταιρείες. Επίσης, το 2019, το Παγκόσμιο Οικονομικό Φόρουμ δημοσίευσε μια αξιολόγηση των αναφορών ESG, η οποία σημείωσε την επιθυμία των επενδυτών και των επιχειρήσεων να αντιμετωπίσουν τις προκλήσεις που σχετίζονται με ουσιαστικές και συνεπείς γνωστοποιήσεις (Kempeneer et al., 2021).

#### **Οι βασικοί τομείς που πρέπει να αντιμετωπιστούν περιλαμβάνουν (Bennani et al., 2018):**

- Την πολυπλοκότητα και το βάρος της αναφοράς ESG.
- Μη σύγκριση των εταιρικών δεδομένων ESG λόγω των ιδιαιτεροτήτων του κλάδου τους, της θέσης τους και άλλων παραγόντων και της εφαρμογής ταξινομήσεων που αφορούν την εταιρεία, γεγονός που καθιστά συχνά τα δεδομένα ασύγκριτα.
- Την κακή κατανόηση και αλληλεπίδραση με τους οργανισμούς αξιολόγησης ESG, συμπεριλαμβανομένης της σαφούς έλλειψης διαφάνειας και την δυσκολία στην απόκτηση σαφήνειας σχετικά με το τι αναφέρουν οι αξιολογήσεις ESG.

#### **1.4 Τα αποτελέσματα και οι επιδόσεις των βαθμολογιών ESG**

Παρόλο που οι χρήστες πληροφοριών ESG λαμβάνουν σε μεγάλο βαθμό πληροφορίες από τις γνωστοποιήσεις των εκδοτών, αναπτύσσουν μια ανάλυση και βαθμολογούν σε μεγάλο βαθμό την ίδια βάση πληροφοριών, οι βαθμολογίες ESG από μεγάλους παρόχους αξιολογήσεων (για τους οποίους τα δεδομένα είναι εμπορικά διαθέσιμα) μπορεί να διαφέρουν σημαντικά από έναν πάροχο ESG σε άλλο. Η βαθμολογία ESG εξαρτάται από κάποιο επίπεδο κριτικής επειδή διαφορετικές μεθοδολογίες μπορούν να οδηγήσουν σε μεγάλη διακύμανση των αποτελεσμάτων για μεμονωμένους εκδότες. Αυτό σημαίνει ότι εάν οι επενδυτές χρησιμοποιούν και βασίζονται σε διαφορετικούς παρόχους υπηρεσιών, οι εισροές βαθμολογίας που διαμορφώνουν την επιλογή και τη στάθμιση των τίτλων θα μπορούσαν να καθοδηγούνται από την επιλογή του παρόχου αξιολόγησης. Με άλλα λόγια, δύο αμοιβαία κεφάλαια που είναι και τα δύο χαρτοφυλάκια υψηλής

αγοράς ESG θα μπορούσαν να έχουν ριζικά διαφορετικά αποτελέσματα, τα οποία με τη σειρά τους θέτουν υπό αμφισβήτηση το νόημα της όλης διαδικασίας (Erhardt, 2020).

#### 1.4.1 Η σύγκριση της βαθμολογίας ESG έναντι της πιστοληπτικής αξιολόγησης

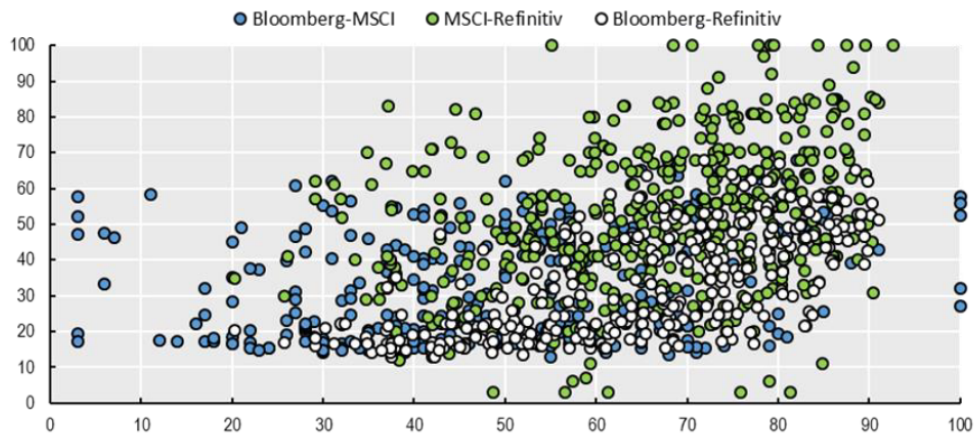
Οι μετρήσεις που χρησιμοποιούνται από εταιρείες και παρόχους δεδομένων επηρεάζονται από την έλλειψη συνέπειας και τα διαφορετικά επίπεδα διαφάνειας. Μεταξύ των μεγάλων παρόχων δεδομένων της αγοράς όπως το Bloomberg, το Thomson Reuters, το FTSE, το MSCI και το Sustainalytics, οι μεθοδολογίες είναι αρκετά διαφορετικές. Ενώ η παραλλαγή των αναλυτικών πρακτικών και της κρίσης μπορεί να φέρει πρόσθετες πληροφορίες για τους επενδυτές, η συσχέτιση μεταξύ των βαθμολογιών που αποδίδουν στις ίδιες εταιρείες είναι χαμηλή. Το State Street Global Advisors προσπάθησε να αξιολογήσει την έκταση αυτής της διακύμανσης της αξιολόγησης μεταξύ των μεγάλων παρόχων αξιολογήσεων ESG μέσω των μεθοδολογιών έρευνας και βαθμολόγησης. Κατά συνέπεια, οι βαθμολογίες για τους εκδότες ποικίλλουν σημαντικά ανάλογα με τον επιλεγμένο πάροχο. Στην αξιολόγηση του, το SSGA διαπίστωσε ότι το R2 μεταξύ των αξιολογήσεων των Sustainalytics και MSCI, mMSCI και RobecoSAM και MSCI και Bloomberg ήταν περίπου 0,5, ενώ μερικών άλλων οργανισμών τα αποτελέσματα ήταν υψηλότερα (Ielasi et al., 2020).

	Sustainalytics	MSCI	RobecoSAM	Bloomberg ESG
Sustainalytics	1	0,53	0,76	0,66
MSCI	-	1	0,48	0,47
RobecoSAM	-	-	1	0,68
Bloomberg ESG	-	-	-	1

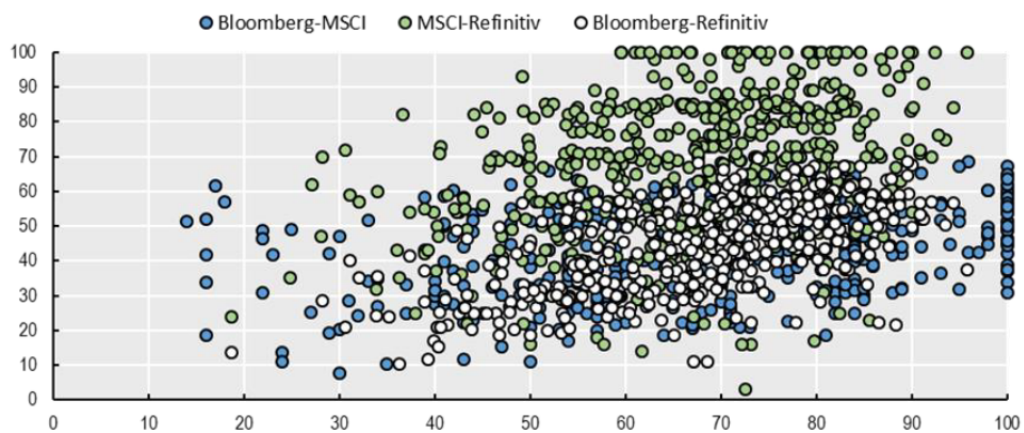
**Πίνακας 3 :** Η αξιολόγηση του SSGA του R<sup>2</sup> των αξιολογήσεων ESG μεταξύ των μεγάλων παρόχων βαθμολογίας  
(πηγή : State Street Global Advisors, 2019)

Ο ΟΟΣΑ αξιολόγησε διαφορετικούς παρόχους αξιολόγησης (Bloomberg, MSCI και Refinitiv) προκειμένου να καταλάβει τον τρόπο που ποικίλει η βαθμολογία τους κατά την ανάλυση συγκεκριμένων δεικτών, όπως ο S&P500 και ο STOXX 600. Η ανάλυση έδειξε μεγάλες διαφορές, με μέσο όρο του R2 να είναι 0,21 για το S & P500 και 0,18 για το STOXX 600. Η ανάλυση των αξιολογήσεων αναφέρεται στα δομικά στοιχεία των εταιρειών κάθε δείκτη και εξετάζει τη συσχέτιση διαφορετικών αξιολογήσεων για κάθε δομικό στοιχείο, οπότε το

αποτέλεσμα είναι ο μέσος όρος τριών αμφίδρομων συσχετίσεων για κάθε στοιχείο (Drei et al., 2019).



**Εικόνα 9 :** Η συσχέτιση αξιολογήσεων του S&P 500 για θέματα ESG για διαφορετικούς παρόχους το έτος 2019  
(πηγή : OECD, 2020)

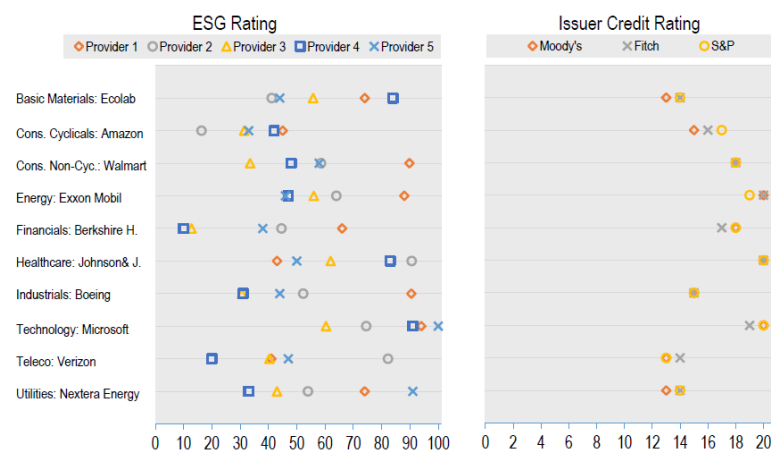


**Εικόνα 10 :** Η συσχέτιση αξιολογήσεων του STOXX 600 για θέματα ESG για διαφορετικούς παρόχους το έτος 2019  
(πηγή : OECD, 2020)

Αυτό υπογραμμίζει τον τρόπο με τον οποίο ορισμένες εταιρείες, που κατατάσσονται στην κορυφή κατά έναν πάροχο, να έχουν πολύ χαμηλότερες βαθμολογίες σε σχέση με έναν άλλο πάροχο. Αυτό εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά που περιλαμβάνονται στις μετρήσεις, πώς ζυγίζονται οι παράγοντες στις βαθμολογίες του κάθε παράγοντα, την ποιοτική κρίση των

αναλυτών και πώς επηρεάζεται η μέτρηση από την αποκάλυψη της εταιρείας. Έρευνα των Berg, Kölbel και Rigobon (2019), έχει να κάνει με τη διαφορά των αξιολογήσεων των περιβαλλοντικών παραγόντων, των κοινωνικών παραγόντων και των παραγόντων διακυβέρνησης (ESG) για 5 πάροχους. Αποσυνθέτει τη διαφορά μεταξύ των αξιολογήσεων σε τρεις πηγές και διαπιστώνει ότι διαφορετικά πεδία αξιολόγησης ESG μεταξύ παρόχων έχουν υψηλότερο αντίκτυπο όσον αφορά τη διαφορετική αξιολόγηση των κατηγοριών ESG, εξηγώντας περισσότερο από το 50% των αποτελεσμάτων. Οι υπόλοιπες διαφορές εξηγούνται από τις διαφορές στάθμισης και μέτρησης. Αυτή η αξιολόγηση τεκμηριώνει τις ανησυχίες σχετικά με τη σημασία των σημερινών βαθμολογιών ESG και την αξία τους για τους επενδυτές (Abhayawansa & Tyagi, 2021).

Ο ΟΟΣΑ σύγκρινε τις αξιολογήσεις ESG με μια επιλογή πιστοληπτικής ικανότητας από μεγάλους παρόχους και διαπίστωσε ότι ενώ οι βαθμολογίες ESG ποικίλλουν σε μεγάλο βαθμό, οι βαθμολογίες πίστωσης των μεμονωμένων εκδοτών έχουν λιγότερες αποκλίσεις. Αυτές οι διαφορές εγείρουν σημαντικά ερωτήματα σχετικά με την εξάρτηση από οποιαδήποτε αξιολόγηση για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, συμπεριλαμβανομένης της δομής των επενδυτικών χαρτοφυλακίων που θεωρείται ότι έχουν κλίση προς τις υψηλότερες βαθμολογίες ESG. Εν ολίγοις, εάν οι υψηλές βαθμολογίες των εταιρειών ESG εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις μεθοδολογίες των παρόχων (είτε των αξιολογητών ESG είτε των διαχειριστών χαρτοφυλακίου), ο βαθμός στον οποίο οι τελικοί επενδυτές μπορούν να είναι βέβαιοι ότι οι επενδύσεις ESG παρέχουν αυξημένες αποδόσεις ή ευθυγραμμίζονται με συγκεκριμένες κοινωνικές αξίες είναι αμφίβολος. Αυτό το δίλημμα της αγοράς πρέπει να ελεγχθεί περισσότερο από τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής και την επενδυτική κοινότητα (Vannoni & Ciotti, 2020).



**Εικόνα 11 :** Οι αξιολογήσεις ESG και οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας το έτος 2019 (πηγή : OECD, 2020)



#### 1.4.2 Οι διαφορές στην βαθμολογία ESG και οι προσεγγίσεις αξιολόγησης

Μεγάλες διαφορές στις αξιολογήσεις μπορεί να προκύψουν για διάφορους λόγους. Μπορεί να σχετίζονται με διαφορετικά πλαίσια, μέτρα, βασικούς δείκτες και μετρήσεις, χρήση δεδομένων, κλπ. Επίσης, μπορούν να επηρεαστούν από τη στάθμιση των υποκατηγοριών και τον επαναπροσδιορισμό των βαθμολογιών για να εξασφαλιστεί το καλύτερο αποτέλεσμα στις βιομηχανίες. Ενώ διαφορετικές μεθοδολογίες, κρίσεις και δεδομένα είναι ευπρόσδεκτες εξελίξεις για τον εμπλουτισμό της αποκάλυψης πληροφοριών στους επενδυτές, οι μεγάλες διαφορές στις αξιολογήσεις ESG μεταξύ παρόχων μπορεί να μειώσουν την έννοια των χαρτοφυλακίων ESG που βαρύνουν καλύτερα τις εταιρείες με καλύτερη βαθμολογία. Ως εκ τούτου, μια ανασκόπηση των μεθοδολογιών ορισμένων παρόχων αξιολογήσεων ESG που χρησιμοποιούνται καλά από τον επενδυτικό κλάδο μπορεί να βοηθήσει στη διαλεύκανση των αιτιών αυτών των διαφορών. Η προσοχή σε τέτοιες διαφορές θα μπορούσε να βοηθήσει τους επενδυτές να κατανοήσουν ότι μπορεί να χρειαστεί πρόσθετη δέουσα επιμέλεια όταν χρησιμοποιούνται αξιολογήσεις ESG τρίτων για την κατανόηση αυτών των παραγόντων που συμβάλλουν σε διαφορετικά αποτελέσματα (Kim & Li, 2021).

Μια ανασκόπηση των δημοσίως διαθέσιμων προσεγγίσεων και της χρήσης δεδομένων των Bloomberg, Thomson Reuters, Sustainalytics και MSCI απεικονίζει έναν αριθμό παραγόντων που μπορεί να συμβάλλουν στις διαφορές των αξιολογήσεων. Η ανασκόπηση περιλαμβάνει το πλαίσιο, τις κατηγορίες των παραγόντων, τις μετρήσεις των υποκατηγοριών, την μέτρηση των αντιπαραθέσεων, κλπ. Επιπλέον, τέτοιες επιλογές θα μπορούσαν να επηρεάσουν την ευθυγράμμιση των αξιολογήσεων με τη χρηματοοικονομική σημαντικότητα, γεγονός που μπορεί να υποδηλώνει γιατί οι δείκτες που βασίζονται σε ορισμένες αξιολογήσεις έχουν καλύτερη απόδοση από άλλους. Ο σκοπός αυτής της αξιολόγησης δεν είναι να επιστήσει την προσοχή στις πρακτικές αυτών των συγκεκριμένων μεθοδολογιών αξιολόγησης, αλλά να δώσει συγκρίσεις και παραδείγματα που είναι πιθανό να επικρατήσουν στις βιομηχανίες και τα οποία μπορούν να βοηθήσουν τον αναγνώστη να αξιολογήσει καλύτερα τις πρακτικές μεταξύ των παρόχων αξιολογήσεων και των περιουσιακών στοιχείων. Λεπτομερέστερα οι κατηγορίες παρουσιάζονται ως εξής (Giese et al., 2019) :

- **Πλαίσια** : Οι πάροχοι αξιολογήσεων χρησιμοποιούν παρόμοια πλαίσια υψηλού επιπέδου, δεδομένου ότι εστιάζουν στους παράγοντες του ESG και περιλαμβάνουν μια σειρά από κατηγορίες και ακόμη περισσότερες μετρήσεις υποκατηγοριών που βασίζονται σε δεδομένα και σταθμίζονται για την εξαγωγή κατηγοριών και παραγόντων. Το καθένα χρησιμοποιεί κάποια μορφή αναγνώρισης ενός κινδύνου και τον τρόπο όπου η διοίκηση προσπαθεί να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο. Υπάρχει μεγαλύτερη

διαφοροποίηση ως προς το πώς κάθε αξιολογητής ενσωματώνει οφέλη στα έσοδα από ευκαιρίες. Επίσης, μια βασική διαφορά είναι ο βαθμός στον οποίο τα πλαίσια τυπικά μετρούν τις "αντιπαραθέσεις" σε περιβαλλοντικά, κοινωνικά και θέματα διακυβέρνησης που υποδηλώνουν ότι η διαχείριση δεν είναι καλά προετοιμασμένη (π.χ. δεν διαθέτει τους κατάλληλους μηχανισμούς διαχείρισης κινδύνων και εποπτείας) για να πλοηγηθεί και να αντιμετωπίσει τα κοινωνικά ζητήματα που οδηγούν σε αντιπαραθέσεις. Ίσως η μία επιπλέον διαφορά είναι ότι η εταιρεία Sustainalytics έχει «δομικά στοιχεία» που ξεκινούν με την Εταιρική Διακυβέρνηση, εξετάζουν τους εκδότες υλικών ESG και στη συνέχεια σαρώνουν για ιδιότυπα ζητήματα ESG. Στη συνέχεια χρησιμοποιεί στάδια ελέγχου που αποτελούν βασικό μέρος της βαθμολογίας ESG, ενσωματώνοντας τις επιπτώσεις των γεγονότων στα οικονομικά.

- **Εστίαση στη χρηματοοικονομική σημαντικότητα** : Η ευθυγράμμιση των εταιρειών αξιολόγησης της βαθμολόγησης με τη χρηματοοικονομική σημαντικότητα, που αποδεικνύεται από την ρητή χρήση ή την ιεράρχηση προτεραιοτήτων των υποκατηγοριών ή των μετρήσεων, ποικίλλει. Για παράδειγμα, οι αξιολογήσεις της εταιρείας MSCI για θέματα ESG βασίζονται σε ένα ιδιόκτητο μοντέλο που προσδιορίζει σχετικά βασικά ζητήματα ESG ανά βιομηχανία, ενώ το Συμβούλιο Βιωσιμότητας Λογιστικών Προτύπων δημιούργησε ένα συγκεκριμένο σύνολο μετρήσεων για τη χρηματοοικονομική σημαντικότητα, ενώ η εταιρεία Sustainalytics σημειώνει ότι χρησιμοποιεί μετρήσεις ουσιαστικότητας GRI G4. Ωστόσο, οι μετρήσεις ουσιαστικότητας του GRI προέρχονται από παράγοντες που θεωρούνται ότι αναφέρονται συχνά από τα ενδιαφερόμενα μέρη και έχουν σημαντικό οικονομικό, περιβαλλοντικό και κοινωνικό αντίκτυπο. Η διαχείριση των εξωτερικών κινδύνων για το κλίμα (π.χ. διαχείριση κινδύνου των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων για προστασία από τις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής) επηρεάζει τα αποτελέσματα. Αυτό σχετίζεται επίσης με την προσδοκία του χρονικού διαστήματος της οικονομικής σημαντικότητας. Η διαχείριση του κινδύνου της κλιματικής αλλαγής μπορεί να έχει πιο βραχυπρόθεσμο αντίκτυπο στο χρηματοοικονομικό υλικό από το αποτύπωμα και την ένταση του άνθρακα, τα οποία συνολικά θα έχουν αυξανόμενες αρνητικές μακροοικονομικές συνέπειες που θα εξαπλωθούν στις επιχειρήσεις μεσοπρόθεσμα έως μακροπρόθεσμα.
- **Ενσωμάτωση αντιπαραθέσεων** : Αρκετοί πάροχοι διαθέτουν επίσημους μηχανισμούς για την παρακολούθηση και τη μέτρηση των αντιπαραθέσεων, τα οποία είναι γεγονότα που προκαλούν βλάβη στη φήμη και υπογραμμίζουν την έλλειψη ετοιμότητας και/ή αδυναμίας μιας επιχείρησης να διαχειριστεί αναδυόμενα γεγονότα και κινδύνους. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι αντιπαραθέσεις αποτελούν μέρος της βαθμολογίας ESG και

σε άλλες είναι μια αυτόνομη βαθμολογία που σχετίζεται με τους παράγοντες, συμβάλλοντας σε ένα συνδυασμό της συνολικής βαθμολογίας ESG (π.χ. η βαθμολογία δεν είναι απλώς ένας σταθμισμένος μέσος όρος του μεμονωμένου E, S και G).

- **Κατηγορίες παραγόντων και υποκατηγοριών :** Οι κατηγορίες συντελεστών σε κάθε έναν από τους πυλώνες E, S και G φαίνεται να δείχνουν κάποιες διαφορές ως προς τα θέματα και τους αριθμούς. Διάφοροι βασικοί τομείς φαίνεται να έχουν διαφορές όπως είναι ο αριθμός και ο τύπος των κατηγοριών όπου μπορεί να φαίνονται αρκετά παρόμοιοι και, εννοιολογικά, αυτό δεν θα οδηγούσε απαραίτητα σε ουσιαστική διαφορά στις αξιολογήσεις ESG εάν οι βασικές τάσεις δεδομένων και οι σταθμίσεις ευθυγραμμίζονταν μεταξύ των παρόχων. Ωστόσο, οι υποκατηγορίες των παραγόντων που καθορίζουν τις μετρήσεις και τη στάθμιση παρουσιάζουν πολύ μεγαλύτερο εύρος διαφορών, γεγονός που υποδηλώνει ότι τέτοιες διαφορές συμβάλλουν σημαντικά στη διακύμανση των αποτελεσμάτων βαθμολόγησης. Για παράδειγμα, η εταιρεία MSCI έχει δέκα κατηγορίες που περιλαμβάνουν βασικές περιβαλλοντικές και κοινωνικές εξωτερικότητες, κινδύνους και ευκαιρίες και 37 ξεχωριστές υποκατηγορίες που εστιάζονται σε θέματα από τα οποία προέρχονται μία ή περισσότερες μετρήσεις. Η εταιρεία Sustainalytics διαθέτει πάνω από 42 υποκατηγορίες για παρόμοια ζητήματα με ορισμένες διαφορές (π.χ. πιστοποίηση EMS, οικολογικός σχεδιασμός, κλπ). Αντίθετα, η εταιρεία Thomson Reuters έχει 10 κατηγορίες παρόμοιας φύσης με την εταιρεία MSCI, 186 μετρήσεις και πάνω από 400 σημεία δεδομένων.
- **Δείκτες :** Οι δείκτες υποκατηγοριών φαίνεται να διαφέρουν σημαντικά, όσον αφορά τον αριθμό δεικτών, την επιλογή συγκεκριμένων δεικτών και την βαρύτητα τους. Αρκετοί πάροχοι αξιολογήσεων χρησιμοποιούν δείκτες συγκεκριμένων παρόχων πλαισίων ESG, όπως είναι οι GRI, SASB και TCFD. Ενώ κάνουν αναφορά σε υποσύνολα αυτών των δεικτών και συχνά περιλαμβάνουν ένα μείγμα αυτών και άλλων δεικτών σε κάθε έναν από τους πυλώνες, το επίπεδο συνέπειας των μετρικών εισροών δεν είναι σαφές. Επίσης, οι μετρήσεις επιλέγονται σε κάποιο βαθμό με βάση τη διαθεσιμότητα δεδομένων, για να διασφαλιστεί ότι οι πάροχοι αξιολογήσεων είναι σε θέση να μετρήσουν με ακρίβεια κάθε δείκτη με την πάροδο του χρόνου. Επίσης, αυτοί οι δείκτες μπορεί να κυμαίνονται σημαντικά ανά κλάδο, για να ληφθεί υπόψη η σημαντικότητα, συμπεριλαμβανομένης της χρηματοοικονομικής σημαντικότητας, οπότε η βαρύτητα των μετρήσεων των υποκατηγοριών που οδηγούν τα αποτελέσματα μπορεί να διαφέρουν. Ωστόσο, οι οδηγοί βαθμολογιών ανά κλάδο δεν είναι διαφανείς για τους χρήστες των βαθμολογιών ESG.

- **Ποιοτική κρίση εμπειρογνομόνων :** Η ποιοτική κρίση των εμπειρογνομόνων είτε για την εξαγωγή ενός δείκτη είτε ως ένα στρώμα εξέτασης για ένα σύνολο δεικτών είναι ένας παράγοντας που επηρεάζει τα αποτελέσματα και μπορεί να συμβάλει σε διακριτές διαφορές βαθμολογιών μεταξύ των μεγάλων παρόχων αξιολόγησης. Αρκετές εταιρείες αξιολόγησης κάνουν ρητή αναφορά στη χρήση της κρίσης, ιδίως από αναφορές εταιρειών, βιομηχανιών και μη κυβερνητικών οργανισμών σχετικά με τις εξελίξεις στον κλάδο, για να βοηθήσουν στη διαμόρφωση προσδιορισμών για το τι είναι σημαντικό σε κάθε κλάδο. Αυτή η κρίση φαίνεται επίσης να είναι ιδιαίτερα σχετική με τη στάθμιση των δεικτών, που εξηγείται στη συνέχεια.
- **Σταθμίσεις δεικτών και σταθμίσεις ESG εντός των βιομηχανιών :** Η μετρική στάθμιση εμφανίζεται σε διάφορες μορφές. Η κρίση των εμπειρογνομόνων χρησιμοποιείται για τη στάθμιση αυτών των διαφόρων εισροών. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η κρίση των εμπειρογνομόνων φαίνεται να χρησιμοποιείται για να συνυπολογίσει αυτές και άλλες εισροές σε μια βαθμολογία, και σε άλλες περιπτώσεις, οι μηχανισμοί είναι διαφανείς και βασίζονται σε δεδομένα, έτσι ώστε η βαθμολογία των κατηγοριών να προκύπτει ποσοτικά. Για παράδειγμα, αρκετοί βαθμολογητές (π.χ. Thomson Reuters και Sustainalytics) παρέχουν υψηλό επίπεδο διαφάνειας σχετικά με τις ειδικές βαρύτητες ορισμένων δεικτών που οδηγούν σε βαθμολογίες κατηγοριών και παραγόντων. Η εταιρεία MSCI σημειώνει ότι η κρίση για βασικά ζητήματα καθορίζει τη στάθμιση ανά κλάδο, με βάση εν μέρει το χρονικό πλαίσιο (βραχυπρόθεσμα) και τη συμβολή του κινδύνου στον προσδιορισμό των επιπτώσεων στη χρηματοοικονομική απόδοση.
- **Μετατροπή αξιολογήσεων σε δείκτες :** Μόλις καθοριστούν οι αξιολογήσεις, αρκετοί από τους παρόχους αναπτύσσουν στη συνέχεια δείκτες που χρησιμοποιούνται από θεσμικούς επενδυτές και παρόχους κεφαλαίων λιανικής και προϊόντων ανταλλασσόμενα κεφάλαια. Τα πρόσθετα βήματα για την ανάπτυξη δεικτών συχνά περιλαμβάνουν, κατ' ελάχιστο τον αποκλεισμό (ή τον αρνητικό έλεγχο) και τον επαναπροσδιορισμό βάσει των βαθμολογιών ESG. Η επιλογή του αποκλεισμού εξαρτάται από διαφορετικούς παράγοντες, μεταξύ άλλων από το κατώτατο όριο που συνήθως οδηγείται από την ανοχή των πελατών και από την κρίση του παρόχου δεικτών για το τι θεωρείται υπερβολικά αρνητικό από κοινωνικής άποψης, το οποίο μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τη χώρα και την περιοχή. Οι βιομηχανίες που συχνά υπόκεινται σε μορφές αποκλεισμού περιλαμβάνουν τις βιομηχανίες αλκοόλ, ορυκτών καυσίμων (ειδικά του άνθρακα), των τυχερών παιχνιδιών, των πυρηνικών, της πορνογραφίας, του καπνού και των όπλων. Ως

εκ τούτου, ο έλεγχος μπορεί να έχει μεγάλο αντίκτυπο στη σύνθεση χαρτοφυλακίου και τα αποτελέσματα των επενδύσεων να οδηγήσουν σε σφάλματα παρακολούθησης των δεικτών σε σχέση με τα παραδοσιακά χαρτοφυλάκια σε όλη την αγορά. Η έκταση της αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου προς τις υψηλότερες βαθμολογίες ESG θα εξαρτηθεί τουλάχιστον από τον βαθμό στον οποίο ο βαθμολογητής ταιριάζει καλύτερα στην κατηγορία ανά κλάδο, έτσι ώστε ακόμη και οι εταιρείες με χαμηλότερες βαθμολογίες ESG να σταθμίζονται υψηλότερα για να αντισταθμίσουν τις εξαιρέσεις συγκεκριμένων βιομηχανιών, από τον βαθμό κλίσης προς υψηλότερο ESG, και τις βαθμολογίες ESG.

## 1.5 Οι επενδυτικές προσεγγίσεις και οι στρατηγικές ESG

### 1.5.1 Οι επενδυτικές προσεγγίσεις

Οι επενδυτικές προσεγγίσεις ESG τείνουν να συμμορφώνονται με τουλάχιστον έξι διαφορετικές μορφές, ανάλογα με την πληρότητα μέσω της οποίας ο διαχειριστής περιουσιακών στοιχείων προσπαθεί να χρησιμοποιήσει το πλαίσιο ESG. Διαφορετικοί φορείς παρέχουν μια κατηγοριοποίηση των βιώσιμων επενδυτικών στρατηγικών, μεταξύ των οποίων είναι ο ΟΟΣΑ, η Παγκόσμια Συμμαχία Βιώσιμων Επενδύσεων και το Ινστιτούτο CFA. Από τη μία πλευρά, η ελάχιστη πολυπλοκότητα είναι ο αποκλεισμός ορισμένων επιχειρήσεων κατηγορηματικά (π.χ. ηθικές εκτιμήσεις) και, από την άλλη πλευρά, η πλήρης ενσωμάτωση του ESG στην πολύ σταθερή κουλτούρα των επενδύσεων, έτσι ώστε να γίνει αναπόσπαστο μέρος των επενδυτικών διαδικασιών, της διακυβέρνησης και των αποφάσεων. Οι προσεγγίσεις δεν αλληλοαποκλείονται και τα χαρτοφυλάκια θα μπορούσαν ταυτόχρονα να εφαρμόσουν περισσότερες από μια προσεγγίσεις. Η πρώτη μορφή είναι ο «αποκλεισμός» ή η «αποφυγή» που σημαίνει αποκλεισμός εταιρειών και κυβερνήσεων των οποίων οι συμπεριφορές δεν ευθυγραμμίζονται με τις βασικές κοινωνικές αξίες. Οι αιτίες αποκλεισμού περιλαμβάνουν, αλλά δεν περιορίζονται (Sahut et al., 2015) :

- Στην κατασκευή αμφιλεγόμενων όπλων.
- Στις δραστηριότητες που δεν ευθυγραμμίζονται με τα ηθικά πρότυπα, όπως ο καπνός, το αλκοόλ και τα καζίνο.
- Στην παραβίαση των παγκόσμιων αρχών.

- Στις εταιρείες με περισσότερο από ένα ορισμένο ποσοστό εσόδων από εξόρυξη άνθρακα ή δραστηριότητες με αρνητικό αντίκτυπο στις κοινωνικές αξίες.

Μια δεύτερη κατηγορία είναι η «βασισμένη στα πρότυπα» ή ο «έλεγχος συμπερίληψης», η οποία επιδιώκει τη συμπερίληψη ή την υψηλότερη εκπροσώπηση εκδοτών που συμμορφώνονται με τους διεθνείς κανόνες, όπως αυτοί του ΟΟΣΑ και του ΟΗΕ. Στην συγκεκριμένη κατηγορία περιλαμβάνονται επενδύσεις όπου είναι οι "καλύτερες στην κατηγορία", στις οποίες περιλαμβάνονται οι εταιρείες που επιτυγχάνουν πάνω από ορισμένα όρια βαθμολογίας ESG. Η τρίτη κατηγορία, η οποία σε πολλές περιπτώσεις είναι ένα βήμα μετά την ένταξη, είναι η αναδιάταξη των υπολοίπων περιουσιακών στοιχείων βάσει βαθμολογιών ESG, με μεγαλύτερη κλίση εκθέσεων χαρτοφυλακίου προς τους εκδότες με υψηλότερο ESG και μακριά από χαμηλότερες βαθμολογίες ESG. Τα κεφάλαια μπορούν να επιλέξουν να ευθυγραμμιστούν με έναν δείκτη ESG για παθητικές επενδύσεις ή να συμμετάσχουν σε ενεργές επενδύσεις μέσω μιας επιλεγμένης προσέγγισης σε σχέση με έναν δείκτη, για να γίνουν πιο έντονα ή όταν ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου πιστεύει ότι θα δημιουργηθεί πρόσθετη αξία. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα όταν ο διαχειριστής περιουσιακών στοιχείων έχει ιδιόκτητη ερευνητική προσέγγιση ESG και συμμετέχει σε πρόσθετη ποσοτική και ποιοτική αξιολόγηση που προσφέρει είτε διαφορετικές προοπτικές για την τρέχουσα κατάταξη ESG των επιχειρήσεων, είτε κάποια εικόνα για το μομέντουμ (Ouhaddou, 2020).

Η τέταρτη μορφή είναι η επιδίωξη θεματικών εστιών ESG σε τουλάχιστον έναν από τους περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς ή κυβερνητικούς τομείς. Οι θεματικές στρατηγικές μπορεί να βασίζονται κυρίως στην οικονομία ή στην αξία. Αυτοί οι τύποι κεφαλαίων μπορεί να αποκλείουν ή να εξισορροπούν χαρτοφυλάκια που βασίζονται μόνο σε βαθμολογίες ESG, αλλά μάλλον να επικεντρώνονται σε συγκεκριμένες βαθμολογίες παραγόντων και βασικές μετρήσεις, όπως με τη βαθμολογία E και το αποτύπωμα άνθρακα ή την ενεργητικότητα. Τέτοια θεματικά κεφάλαια ενδέχεται να ευθυγραμμιστούν με ορισμένα κοινωνικά πρότυπα. Με αυτήν τη μορφή μπορούν να θολωθούν οι χρηματοοικονομικοί και κοινωνικοί επενδυτικοί στόχοι, καθώς το θέμα έχει συχνά έναν σκοπό που δεν διαφέρει από τη μεγιστοποίηση της μακροπρόθεσμης χρηματοοικονομικής αξίας (Vezer et al., 2017).

Επιπλέον, τα κεφάλαια θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν μια εστίαση αντίκτυπου. Αυτή η κατηγορία προσδίδει ασάφεια επειδή οι επενδυτές συχνά επιδιώκουν τον κοινωνικό αντίκτυπο. Ενώ οι επενδυτές με επιπτώσεις ESG μπορεί να φαίνονται παρόμοιοι με τις επενδύσεις κοινωνικού αντίκτυπου, η βασική διαφορά είναι ότι τα ταμεία επιπτώσεων ESG θα πρέπει να επιδιώκουν την επίτευξη αποτελεσμάτων προς όφελος των οικονομικών αποδόσεων, στη διαδικασία βελτίωσης των πρακτικών ESG. Η βελτίωση της χρηματοοικονομικής απόδοσης των εκδοτών θα μπορούσε να συμβεί εν μέρει μέσω της ενεργού συμμετοχής των επενδυτών με

αντίκτυπο που θα συμβάλλει στη βελτίωση των πρακτικών διακυβέρνησης ή διαχείρισης του κινδύνου για το κλίμα ή στην εκποίηση από ηθικά ανεπιθύμητες θυγατρικές, οι οποίες με τη σειρά τους μπορούν να βελτιώσουν τις αποτιμήσεις της αγοράς και τις οικονομικές επιδόσεις (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018).

Από αυτή την άποψη, οι επενδύσεις ESG θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν επενδύσεις σε εταιρείες ESG χαμηλότερης βαθμολογίας που δείχνουν κάποια τάση για μετάβαση σε υψηλότερο ESG και/ή όταν το ταμείο συμμετέχει σε κάποια μορφή «ακτιβισμού» μετόχων μέσω ψηφοφορίας μετοχών ή διμερών επικοινωνιών για την αλλαγή συμπεριφοράς και πρακτικών της εταιρείας. Αυτή η προσέγγιση μπορεί να γενικευθεί σε ολόκληρο το σύστημα ESG, όπου οι διαχειριστές κεφαλαίων μπορεί να έχουν εμπειρίες σε έναν τομέα του ESG, όπως η πράσινη χρηματοδότηση ή η καλή διακυβέρνηση. Για παράδειγμα, οι επενδύσεις με αντίκτυπο ESG θα μπορούσαν να επιδιώξουν τη μεγιστοποίηση των χρηματοοικονομικών αποδόσεων μέσω πράσινων χρηματοοικονομικών ομολόγων (Escrig-Ormedo et al., 2019).

Τέλος, η ενσωμάτωση ESG, αναφέρεται στη συστηματική και ρητή συμπερίληψη των κινδύνων και των ευκαιριών ESG σε όλες τις βασικές πτυχές της επενδυτικής διαδικασίας θεσμικών επενδυτών. Σε αντίθεση με την καλύτερη μέθοδο, η ενσωμάτωση ESG δεν απαιτεί απαραίτητα συγκριτική αξιολόγηση ομάδων ομοτίμων ή ηγετών, επειδή οι παράγοντες ESG αξιολογούνται κατά την επιλογή των περιουσιακών στοιχείων, την εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου και τις διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου. Τα σημάδια ενσωμάτωσης ESG περιλαμβάνουν συχνά την αποκλειστική διακυβέρνηση για την επίβλεψη ενσωμάτωσης ESG, τους σημαντικούς πόρους που δίνονται για την αξιολόγηση των εκτιμήσεων ESG εντός ομάδων διαχείρισης χαρτοφυλακίου, τις ρητές πολιτικές αποκλεισμού για την αποφυγή ορισμένων εταιρειών με πολύ χαμηλές βαθμολογίες και τις πολιτικές δέσμευσης για τη βελτίωση του αντίκτυπου για εκείνους που κατέχουν χαμηλές βαθμολογίες αλλά ευκαιρίες για βελτίωση και ποσοτική έρευνα και τα εργαλεία για την αξιολόγηση της απόδοσης (Wimmer, 2012).

	<b>Έλεγχος αποκλεισμού ή κανόνων</b>	<b>Επανεξισορρόπηση ESG</b>	<b>Θεματική εστίαση</b>	<b>Αντίκτυπος</b>
<b>Αντικείμενα</b>	Απομάκρυνση συγκεκριμένων εταιρειών με απαράδεκτες δραστηριότητες	Επένδυση με βάση τα σκορ ESG και τα συστήματα αξιολόγησης	Επένδυση μέσω της εστίασης συγκεκριμένα θέματα E, S, G.	Στόχευση συγκεκριμένων μη χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων μαζί με οικονομικές αποδόσεις

<b>Βασικές εκτιμήσεις</b>	Ορισμός / οικονομική επίπτωση	Πηγές δεδομένων ESG, με βάση τον επιθυμητό κίνδυνο	Εκθέσεις συμβουλίου έναντι συγκεκριμένων εκθέσεων	Έκθεση σχετικά με την πρόοδο των αποτελεσμάτων των επιπτώσεων
<b>Παραδείγματα</b>	Έλεγχος παραγωγών όπλων, ορυκτών καυσίμων κ.λπ., ή έλεγχος σε όσους συμμορφώνονται με τα συμφωνημένα διεθνή πρότυπα	Βελτιστοποίηση των δεικτών αναφοράς ESG, ενεργές στρατηγικές κ.λπ.	Περιβαλλοντική ή εστίαση σε χαμηλές εκπομπές ρύπων	Ειδικές εντολές ομολόγων

**Πίνακας 4 :** Τα στυλ των επενδύσεων για την βιωσιμότητα ESG

(πηγή : McKinsey και CFA Institute, 2020)

Η χρήση αυτών των προσεγγίσεων μπορεί να διαφέρει ανάλογα με το αν η οντότητα που εφαρμόζει την προσέγγιση πραγματοποιεί διαχείριση κεφαλαίων, που απευθύνεται σε ιδιώτες επενδυτές ή ιδιοκτήτες θεσμικών περιουσιακών στοιχείων. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει την εξέταση χρονικών πλαισίων για δεσμεύσεις, καθώς η δέσμευση επενδύσεων αορίστου χρόνου εξαρτάται από την εμπιστοσύνη της ικανότητας τους να παράγουν ανώτερες ή τουλάχιστον επαρκείς αποδόσεις στη στρατηγική τους (Sinha et al., 2019).

### 1.5.2 Οι επενδυτικές στρατηγικές

Μέσα σε αυτές τις εξισορροπίες και τις θεματικές προσεγγίσεις, το ESG μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την επιδίωξη συγκεκριμένων στρατηγικών. Οι μορφές των στρατηγικών ESG ποικίλλουν τόσο πολύ όσο αυτές των παραδοσιακών μορφών χρηματοδότησης. Υπάρχουν διάφορες στρατηγικές που χρησιμοποιούνται για να συλλάβουν την αξία από την αναποτελεσματικότητα στην τρέχουσα διαφωνία στις αξιολογήσεις ESG. Μια στρατηγική είναι το ESM momentum, το οποίο επιδιώκει να επενδύσει σε εκδότες που δείχνουν σημάδια ουσιαστικής βελτίωσης των βαθμολογιών ESG στο μέλλον. Από αυτή την άποψη, η επένδυση αντίκτυπου μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να διευκολύνει τα οφέλη από τις στρατηγικές, μέσω ενεργής συνεργασίας με στελέχη εταιρειών για τη διευκόλυνση θετικών αλλαγών που βελτιώνουν τις βαθμολογίες ESG. Επίσης, ορισμένα έγγραφα προτείνουν ότι οι συνδυασμένες στρατηγικές,



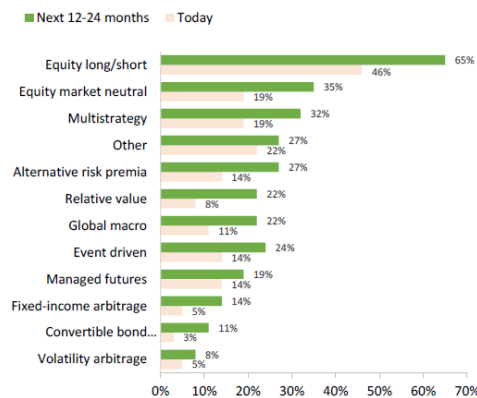
όπου ενσωματώνονται από το ESG και τα θεμελιώδη επενδυτικά πλαίσια, μπορούν να συμβάλουν στην επίτευξη ανώτερων αποδόσεων όπου είναι προσαρμοσμένα στον κίνδυνο. Επίσης, με βάση τον αποκλεισμό των ESG, ορισμένες μορφές εναλλακτικών κεφαλαίων έχουν ξεκινήσει συγκεκριμένες στρατηγικές για να μειώσουν τους αντιδεδειγμένους εκδότες και να αξιοποιήσουν τις επενδύσεις τους σε εκδότες ESG με υψηλότερη βαθμολογία (Blank & Lasdon, 2021).

Μια παρόμοια προσέγγιση είναι η επένδυση άλφα, η οποία μπορεί να επιτευχθεί μέσω πρόσθετης επιλογής βάσει της ιδιόκτητης προσέγγισης των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων για την εκτίμηση ποσοτικών και ποιοτικών παραγόντων που μπορεί να οδηγήσουν σε ανώτερες αποδόσεις. Αυτή η μορφή επένδυσης κινείται προς την ολιστική ενσωμάτωση ESG, κατά την οποία οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων χρησιμοποιούν όλες τις ποσοτικές και ποιοτικές πληροφορίες που έχουν στη διάθεσή τους σχετικά με θεμελιώδεις, τεχνικές αγορές, ESG και άλλους τομείς κρίσης, όπως όσον αφορά τους μακρο-κύκλους και τις δοκιμές αντοχής κινδύνου για την ανάπτυξη της βέλτιστης θέσης χαρτοφυλακίου. Οι παραδοσιακές στρατηγικές παραγόντων επιδιώκουν να επενδύσουν με βάση τους πυλώνες που αναλύονται ποσοτικά για να εκμεταλλευτούν συστηματικά σχετικούς παράγοντες κινδύνου. Ορισμένες στρατηγικές συνδυάζουν επενδύσεις παραγόντων με μορφές προσεγγίσεων ESG, όπως ο αποκλεισμός και η κλίση. Για παράδειγμα, ο δείκτης EURO iSTOXX ESG-X & Ex Nuclear Power Multi Factor είναι κατασκευασμένος με τυποποιημένες οθόνες αποκλεισμού ESG που εφαρμόζονται για τις αρχές του Global Compact (Wimmer, 2012).

Οι στρατηγικές μετάβασης κερδίζουν δυναμική μέσω της μεγαλύτερης ζήτησης των επενδυτών για τα κεφάλαια που προβλέπουν μεγαλύτερους αρνητικούς κινδύνους και απώλεια αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων που συνδέονται με την υψηλή ένταση του άνθρακα. Οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων είναι τομείς ανάπτυξης που είναι πολύ λιγότερο εκτεθειμένοι σε βιομηχανίες που αναμένεται να επηρεαστούν άμεσα από περιουσιακά στοιχεία και περισσότερο εκτεθειμένοι σε νέες ευκαιρίες από νέες και πράσινες τεχνολογίες, όπως η ανανεώσιμη ενέργεια, που μπορούν να επωφεληθούν από αυτή τη μετάβαση. Επίσης, οι στρατηγικές ESG φαίνεται να χρειάζονται ιδιαίτερη προσαρμογή στις αναδυόμενες αγορές, εν μέρει επειδή η τρέχουσα υποδομή δεδομένων ESG και, μερικές φορές, η διάθεση για αποκάλυψη έχει εμποδίσει την ενσωμάτωση ESG σε δείκτες. Ως αποτέλεσμα, υπάρχει κάποια κριτική ότι η στάθμιση των παγκόσμιων δεικτών στις υψηλές βαθμολογίες ESG τιμωρεί μόνο τους εκδότες που ξεκινούν από πολύ χαμηλότερη βάση. Επίσης, ακόμη και οι εκδότες χαμηλότερης βαθμολογίας που κάνουν βήματα για τη βελτίωση των επιτοκίων ESG αντιμετωπίζουν υποεκπροσώπηση στους δείκτες. Έτσι, η επένδυση άλφα στις αναδυόμενες αγορές είναι ιδιαίτερα σημαντική όταν οι επενδύσεις σε αναδυόμενες ορθές πρακτικές μπορούν να συμβάλουν στη μείωση των κινδύνων (Daugaard, 2019).

Οι επενδύσεις για τους στόχους βιώσιμης ανάπτυξης (SDG) κερδίζουν όλο και περισσότερη προσοχή, καθώς ένα μέρος των κοινωνικά υπεύθυνων επενδυτών επιδιώκει να ευθυγραμμίσει καλύτερα τις επενδυτικές τους προσεγγίσεις ESG με την παγκόσμια βιωσιμότητα, καθώς σχετίζεται με τη βιώσιμη ανάπτυξη του ΟΗΕ. Για το σκοπό αυτό, ο ΟΟΣΑ συνεργάστηκε με την εταιρεία MSCI για να αναπτύξει μια κοινή ερευνητική εργασία με τίτλο «Θεσμική επένδυση για τους στόχους βιώσιμης ανάπτυξης», η οποία αποσκοπεί στη διευκόλυνση της συζήτησης μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά και των ενδιαφερομένων μερών σχετικά με τον ρόλο των θεσμικών επενδυτών στην υλοποίηση των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης του ΟΗΕ. Μέσα σε αυτές τις προσεγγίσεις, μπορεί να υπάρχει κάποια ασάφεια για τον τελικό επενδυτή που μπορεί να επενδύει για να επιτύχει τόσο κοινωνικό αντίκτυπο όσο και οικονομικές αποδόσεις. Η επιλογή στρατηγικής των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων μπορεί, ρητά ή σιωπηρά, να καθορίσει εάν φαίνεται ότι μόνο η εξαίρεση παρέχει σαφή καθοδήγηση στον τελικό επενδυτή ως προς τον αντίκτυπο. Στη συνέχεια, μπορεί να είναι λιγότερο βέβαιο ότι οι πόροι των επενδυτών χρησιμοποιούνται για να ανταμείψουν τις εταιρείες που αποκαλύπτουν περισσότερους κινδύνους με στόχο την καλύτερη διαχείριση των κινδύνων (Ielasi et al., 2020).

Τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου ασχολούνται επίσης όλο και περισσότερο με επενδύσεις ESG και οι στρατηγικές τους ποικίλλουν σε μεγάλο βαθμό. Έρευνες που πραγματοποιήθηκαν από τους Cerulli και UNPRI δείχνουν ότι τα ίδια κεφάλαια είναι μακρά/σύντομη η στρατηγική όπου οι περισσότεροι ερωτηθέντες (46%) ενσωματώνουν επί του παρόντος υπεύθυνα επενδυτικά κριτήρια και σχεδιάζουν να το κάνουν σε δύο χρόνια (65%). Η χρήση επενδύσεων ESG αποκτά δυναμική. Η εταιρεία BarclayHedge διαπίστωσε σε έρευνα διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου και συμβούλων συναλλαγών εμπορευμάτων ότι σχεδόν το 60% των περιουσιακών στοιχείων των αμοιβαίων κεφαλαίων θα είναι συνδεδεμένα με κριτήρια ESG το 2019, όπου το 2018 ήταν 42%. Η διακυβέρνηση αναφέρθηκε ως ο σημαντικότερος παράγοντας ESG, ο οποίος σχετίζεται με μικρά στοιχήματα καθώς και μακρινές τοποθετήσεις (Blank & Lasdon, 2021).



**Εικόνα 12 :** Η ενσωμάτωση των διαχειριστών κεφαλαίων από στρατηγικές αμοιβαίων κεφαλαίων για επενδύσεις ESG (πηγή : OECD, 2020)

### 1.5.3 Η απόδοση χρηματοδότησης

Δεδομένων των διαφορετικών μορφών βαθμολόγησης και απόδοσης περιουσιακών στοιχείων, οι πάροχοι αξιολογήσεων έχουν αρχίσει να παρέχουν βαθμολογία και κατάταξη κεφαλαίων βάσει ESG, ανεξάρτητα από το αν οι χρηματοδοτήσεις δηλώνουν ότι ακολουθούν μια προσέγγιση ESG ή όχι. Πρόσφατα στοιχεία από τη Morningstar, τα οποία παρέχουν τέτοιες αξιολογήσεις, υποδηλώνουν ότι υπάρχουν λίγα στοιχεία ότι η επιλογή κεφαλαίων με «υψηλή βιωσιμότητα» παρέχει καλύτερη απόδοση από άλλα είδη κεφαλαίων. Αυτό, εν μέρει, μπορεί να αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι τα ταμεία υψηλής βιωσιμότητας, όπως όλα τα ταμεία, ενσωματώνουν πολλές στρατηγικές που οδηγούν σε ένα ευρύ φάσμα αποτελεσμάτων (Chong & Phillips, 2016).

Η απόδοση της χρηματοδότησης που σχετίζεται με το ESG ποικίλλει σημαντικά, ανάλογα με τις βαθμολογίες και τις αναλυτικές προσεγγίσεις που χρησιμοποιούνται. Η ανάλυση του προσωπικού του ΟΟΣΑ δεν υποδηλώνει συσχέτιση μεταξύ των κατηγοριών βαθμολογίας ESG κεφαλαίων, με βάση τις μέσες βαθμολογίες ESG των διακρατούμενων περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, η αξιολόγηση της γραμματείας δεν είχε επαρκώς λεπτομερή δεδομένα για την αξιολόγηση της απόδοσης βάσει της επενδυτικής στρατηγικής. Από αυτή την άποψη, οι πρόσφατες αξιολογήσεις του κλάδου υποδηλώνουν ότι τουλάχιστον ορισμένα κεφάλαια ESG αποδίδουν σχετικά καλύτερα με την υποβαρύτητα και όχι με την πλήρη απομάκρυνση εκδοτών των οποίων οι πρακτικές δεν είναι ευθυγραμμισμένες με τις κοινωνικές αξίες ESG, δίνοντας υψηλότερη βάρη σε εταιρείες των ίδιων βιομηχανιών, όπου είναι ευθυγραμμισμένες με σχετικά υψηλότερες βαθμολογίες ESG. Για παράδειγμα, οι παραγωγοί άνθρακα ενδέχεται να αποκλειστούν από τα κοινωνικά υπεύθυνα επενδυτικά ταμεία, αλλά ορισμένοι παραγωγοί άνθρακα που έχουν υγιή διακυβέρνηση και κοινωνικές πρακτικές θα μπορούσαν να συμπεριληφθούν και να έχουν σημαντικό βάρος στον κλάδο του χαρτοφυλακίου της βιομηχανίας (Sherwood & Pollard, 2018).

Οι πολιτικές κλίσης και αποκλεισμού ενδέχεται να μην ευθυγραμμίζονται με τις αντιλήψεις των επενδυτών για τη σύνθεση χαρτοφυλακίου. Μια μελέτη το 2017 σημείωσε ότι οι κορυφαίες εταιρείες (20%) με την υψηλότερη βαθμολογία στον ενεργειακό κόσμο έχουν μέσο όρο βαθμολογίας ESG περίπου 77%, πολύ υψηλότερη από τη μέση βαθμολογία (56%) για τον παγκόσμιο δείκτη MSCI και η μέση βαθμολογία της κορυφαίας βιομηχανίας του καπνού ήταν επίσης πάνω από τον παγκόσμιο μέσο όρο MSCI. Ένα δεύτερο ζήτημα είναι ότι η βαθμολογία βιωσιμότητας ενός ταμείου, και επομένως η κατάταξη του, συχνά καθορίζεται σε σχέση με άλλα κεφάλαια της ομάδας ομότιμων. Για παράδειγμα, ένα ταμείο ανανεώσιμων πηγών ενέργειας θα μπορούσε να έχει χαμηλή ή υψηλή, από το μέσο όρο, βαθμολογία βιωσιμότητας σε σχέση με άλλα ταμεία ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, ενώ μια παραδοσιακή χρηματοδότηση στον τομέα ενέργειας μπορεί να έχει βαθμολογία πάνω από το μέσο όρο ή υψηλή σε σχέση με άλλες παραδοσιακές χρηματοδοτήσεις για θέματα ενέργειας. Κατά συνέπεια, το ταμείο ανανεώσιμων

πηγών ενέργειας σε αυτό το παράδειγμα θα μπορούσε να έχει χαμηλότερη κατάταξη από την παραδοσιακή ενεργειακή χρηματοδότηση απλώς και μόνο λόγω των ομάδων ομότιμων (Hughes et al., 2021).

#### **1.5.4 Η απόδοση ESG**

Οι ακαδημαϊκές και οι βιομηχανικές μελέτες διαφέρουν σημαντικά σε σχέση με τα χαρακτηριστικά απόδοσης των επενδύσεων ESG. Ορισμένες μελέτες του χρηματοπιστωτικού κλάδου υποδηλώνουν ότι ενώ οι μεθοδολογίες μπορεί να διαφέρουν, οι οικονομικές επιδόσεις των ESG φαίνεται να είναι ευθυγραμμισμένες ή ανώτερες από εκείνες των παραδοσιακών δεικτών. Παρόλο που οι πάροχοι ευρετηρίου ESG χρησιμοποιούν διαφορετικές μεθόδους και συχνά δίνουν άνισες βαθμολογίες για συγκεκριμένους παράγοντες, η JPMorgan εξακολουθεί να βρίσκει υψηλό βαθμό επικάλυψης όταν εξετάζει τον αντίκτυπο στις συνολικές αποδόσεις των τιμών. Αυτές οι πρόσφατες μελέτες υποστηρίζονται επίσης από ορισμένες ακαδημαϊκές μελέτες, αν και τα στοιχεία είναι ανάμεικτα. Ορισμένες ακαδημαϊκές μελέτες που βρίσκουν θετική σχέση υποδηλώνουν ότι οι επιχειρήσεις με καλύτερες γνωστοποιήσεις ESG έχουν καλύτερα πλαίσια διαχείρισης κινδύνου και ότι περισσότερες αποκαλύψεις μπορούν να δημιουργήσουν καλύτερη διαχείριση φήμης, η οποία έχει εγγενή αξία. Απαιτείται περισσότερη ανάλυση σε αυτόν τον τομέα για να εκτιμηθεί ο βαθμός στον οποίο διαφορετικές μεθοδολογίες μπορούν, σε ορισμένες περιπτώσεις, να οδηγήσουν σε διαφορετικές οικονομικές επιδόσεις και αποτελέσματα κινδύνου, καθώς και τον βαθμό στον οποίο οι υποκειμενικοί παράγοντες θα συμβάλλουν στην απόκλιση των διαφορών (Wimmer, 2012).

#### ***Αξιολόγηση παραγόντων***

Οι περισσότερες από τις βιομηχανικές μελέτες θεωρούν ότι οι αποδόσεις τα τελευταία δέκα περίπου χρόνια έλαβαν κάποιες προκαταλήψεις που συνέβαλαν στα αποτελέσματα. Αυτές οι προκαταλήψεις παρουσιάζονται ως εξής (Roncalli, 2021) :

- Η **πρώτη** προκατάληψη είναι ότι αυτή η περίοδος αντιστοιχεί σε πολύ υψηλά ποσοστά νομισματικής πολιτικής, τα οποία με τη σειρά τους επηρέασαν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Ενώ είναι δύσκολο να αναφερθεί εάν το περιβάλλον πολιτικής επηρέασε τις εταιρείες υψηλότερης βαθμολόγησης ESG σε σχέση με το σύνολο του

επενδυτικού κόσμου, θα μπορούσε κανείς να συμπεράνει ότι το νομισματικό περιβάλλον θα μπορούσε να έχει συμβάλει περαιτέρω στην έξαρση.

- Η **δεύτερη** προκατάληψη, που μπορεί να έχει κάποια σχέση, είναι ότι οι επιχειρήσεις που τείνουν να παρέχουν πιο ισχυρές γνωστοποιήσεις ESG ήταν μεγαλύτερες κατά μέσο όρο και ίσως πιο ικανές να διαθέσουν πόρους που απαιτούνται για την ανάλυση και αποκάλυψη των ESG. Το μέγεθος καθορίστηκε ότι επηρεάζει τις βαθμολογίες ESG. Αυτό μπορεί να υποδηλώνει ότι η ικανότητα εκτίμησης και αναφοράς κινδύνων, ανεξάρτητα από τα βήματα που επηρεάζουν την αλλαγή μέσω ευκαιριών βιωσιμότητας, συμβάλλει στις θετικές βαθμολογίες.
- Η **τρίτη** προκατάληψη είναι ότι, λόγω του αυξανόμενου ενδιαφέροντος για ESG, υπήρξαν μεγαλύτερες εισροές σε τίτλους επιχειρήσεων με υψηλότερες βαθμολογίες ESG. Παρόλο που υπήρχε κάποια ανησυχία σε αυτόν τον τομέα, η έρευνα της JPMorgan προσπάθησε να ελέγξει αυτόν τον παράγοντα και διαπιστώνει ότι από το 2014-2017, υψηλότερα αποθέματα ESG παρήγαγαν πολύ υψηλότερη απόδοση από τα αποθέματα ESG χαμηλής βαθμολογίας. Ωστόσο, φαίνεται ότι υπάρχουν ενδείξεις ότι οι αποτιμήσεις στην αγορά των μετοχών ESG υψηλότερης βαθμολογίας έχουν αυξηθεί σε σχέση με τις χαμηλότερης βαθμολογίας, γεγονός που συμβάλλει στη βελτίωση των αποτιμήσεων. Αυτό συνέβη κατά τη διάρκεια μιας περιόδου απότομης αύξησης των κεφαλαίων ESG. Ως εκ τούτου, ορισμένες υπήρξαν ανησυχίες ότι τα αποθέματα ESG με υψηλή βαθμολογία μπορεί να υπερτιμούνται.
- Η **τέταρτη** προκατάληψη είναι ότι η επιλογή των εισροών αξιολόγησης (π.χ. μεταξύ MSCI, Sustainalytics ή μιας ιδιόκτητης σταθερής προσέγγισης που τοποθετείται σε αξιολογήσεις τρίτων, συμβάλλει σε διαφορετικά αποτελέσματα). Δεδομένης της έλλειψης αποκάλυψης για αυτά τα στοιχεία των μεθοδολογιών που βασίζονται στην κρίση, είναι συχνά δύσκολο να προσδιοριστούν συγκεκριμένοι ποιοτικοί παράγοντες αυτών των αξιολογήσεων.

Μια σειρά ζητημάτων γύρω από αυτές τις βαθμολογίες μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να έχουν επιφυλάξεις ως προς το νόημα για οικονομικές και ακόμη και ηθικές επενδύσεις. Η έλλειψη τυποποίησης στην υποβολή εκθέσεων, οι ποικίλοι τρόποι μέτρησης και επικοινωνίας βασικών πτυχών για κάθε κλάδο, και η εφαρμογή μη συγκρίσιμων μεθοδολογιών από διαφορετικούς παρόχους είναι μόνο μερικά από τα χαρακτηριστικά που ωθούν την ανάγκη πιο βαθιάς διερεύνησης για αυτές τις βαθμολογίες. Οι βαθμολογίες ESG είναι σίγουρα χρήσιμα

εργαλεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να συνοψιστεί ένα πολύπλοκο θέμα όπως η βιωσιμότητα, αλλά οι τρέχουσες προκλήσεις κινδυνεύουν να υπονομεύσουν τα φιλόδοξα οφέλη και θα μπορούσαν να διακυβέυσουν την ακεραιότητα της αγοράς κατά τη διαδικασία. Με την αύξηση της δημοτικότητας αυτών των προτύπων, πολλοί διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις ESG ως βασικούς καθοριστικούς παράγοντες των αποφάσεων τους. Αυτό μπορεί να είναι υπερβολικά απλοϊκό και μπορεί να μην επιστρέψει τα επιθυμητά αποτελέσματα (Erhardt, 2020).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ESG

#### 2.1 Η απόδοση της «υπεύθυνης επένδυσης» (ESG και άλλων)

Σημαντική έρευνα διεξήχθη τις τελευταίες δεκαετίες όσον αφορά τις κοινωνικά υπεύθυνες και βιώσιμες επενδύσεις, συμπεριλαμβανομένου του αντίκτυπου της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της καλής διακυβέρνησης στα μέτρα χρηματοοικονομικής απόδοσης βάσει της αγοράς και των οικονομικών καταστάσεων. Αυτές οι μελέτες, ενώ αναλύονται με ολοκληρωμένο τρόπο με βάση την εταιρική κοινωνική ευθύνη, δεν σχετίζονται άμεσα με τις αξιολογήσεις ESG και τον αντίκτυπο τους στις αποδόσεις των μετόχων. Τα τελευταία χρόνια, η χρηματοπιστωτική βιομηχανία έχει στρέψει την προσοχή της στον βαθμό στον οποίο οι επενδύσεις ESG μπορούν να επιτύχουν ανώτερες ή τουλάχιστον να αποφύγουν τις κατώτερες αποδόσεις, σε σχέση με τις παραδοσιακές επενδύσεις που δεν ενσωματώνουν τις αιτίες βιωσιμότητας πέρα από την άμεση οικονομική απόδοση και την εταιρική στρατηγική για περαιτέρω ενίσχυση της μελλοντικής απόδοσης. Έχουν ακολουθήσει διάφορες μορφές ανάλυσης όπου περιγράφονται ως εξής (Drei et al., 2019) :

- Οι ακαδημαϊκές μελέτες επιδόσεων χρησιμοποιώντας την μέθοδο ESG ή άλλες σχετικές μετρήσεις βιωσιμότητας.
- Οι μελέτες των χρηματοπιστωτικών βιομηχανιών με τη χρήση καθιερωμένων αξιολογήσεων ESG.
- Οι μεγάλες μελέτες που αξιολογούν διάφορες μορφές προηγούμενων ερευνών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και καλής διακυβέρνησης και τις επιπτώσεις των επιδόσεων.

Αξιολογούνται επιλεγμένες υπάρχουσες μελέτες προκειμένου να υπάρχει όφελος από μελέτες που επικεντρώνονται σε επενδύσεις ESG χρησιμοποιώντας αξιολογήσεις και για να υπάρξει διαφοροποίηση από πολύ μεγάλες μελέτες, με στόχο να πέσει φως στις επενδύσεις ESG που διακρίνονται από ένα ευρύ φάσμα μετρήσεων που ορίζονται ως κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις (Drei et al., 2019).

### 2.1.1 Η πρώτη βιβλιογραφία σχετικά με τις κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις και τις οικονομικές επιδόσεις

Η πρώτη έρευνα σχετικά με την υπεύθυνη επένδυση επικεντρώνεται στο τρόπο επηρεασμού της οικονομικής απόδοσης από την αύξηση του επιπέδου της κοινωνικής ευθύνης. Η έλλειψη συγκεκριμένων μέσων, όπως οι αξιολογήσεις ESG, δημιούργησε το πρόβλημα όπου τα μέτρα αντιπροσώπευαν καλύτερα την κοινωνική ευθύνη των επιχειρήσεων που αναλύθηκαν. Μια έρευνα των Alexander και Buchholz (1978) ανέλυσε την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς των κοινωνικά υπεύθυνων μετοχών χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο CAPM. Δεν βρέθηκε καμία σημαντική σχέση μεταξύ των δύο πλευρών. Διαφορετικές μελέτες, χρησιμοποιώντας διαφορετικές μεθοδολογίες, όπως των Cochran και Wood (1984), των Aupperle, Carroll και Hatfield (1985) και των Blackburn, Doran και Shrader (1994), υποστηρίζουν τα παραπάνω ευρήματα και εμφανίζουν παρόμοια αποτελέσματα. Οι διαφορές στη μεθοδολογία δεν φαίνεται να επηρεάζουν τη συνολική διαπίστωση της μη συσχέτισης της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της απόδοσης (Cornell, 2020a).

Από τα ευρήματα που αναφέρθηκαν, η έρευνα που πραγματοποιήθηκε το 1984 των Cochran και Wood επικεντρώθηκε συγκεκριμένα στα εταιρικά μέτρα επιδόσεων. Ακόμα και σε αυτήν την περίπτωση, τα αποτελέσματα είχαν μια ασθενή σχέση μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και των εταιρικών επιδόσεων. Μετά τη μελέτη των Aupperle, Carroll και Hatfield (1985) πραγματοποιήθηκε μια εμπειρική έρευνα μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, χρησιμοποιώντας μέτρα προσαρμοσμένα στον κίνδυνο καθώς και δείκτες κερδοφορίας. Τα ευρήματα έδειξαν και πάλι, μια έλλειψη σχέσης μεταξύ των δύο προαναφερθέντων πλευρών (Vannoni & Ciotti, 2020).

Περαιτέρω βιβλιογραφία επιδιώκει να αντιμετωπίσει τα αποτελέσματα της αρνητικής επενδυτικής προσέγγισης του προσυμπτωματικού ελέγχου. Η έρευνα έχει ασχοληθεί με τη σημασία των κοινωνικών επενδύσεων, ενώ έχει δείξει πώς επηρεάστηκαν οι επιδόσεις. Συγκεκριμένα, μία έρευνα από τους Kacperczyk και Hong (2006) δείχνει πώς οι μετοχές «αμαρτίας»<sup>1</sup>, οι οποίες διαπραγματεύονται δημόσια και εμπλέκονται σε αμφιλεγόμενες παραγωγές, διατηρούνται λιγότερο από ορισμένα ιδρύματα, λόγω μιας αρνητικής προσέγγισης ελέγχου, και αυτή η αποχή προσθέτει κόστος για τους επενδυτές. Αυτές οι μετοχές αμαρτίας έχουν τη δυνατότητα να ξεπεράσουν την αγορά λόγω λανθασμένης τιμής που οφείλεται στο γεγονός ότι διατηρούνται λιγότερο, όχι για οικονομικό λόγο, αλλά λόγω αρνητικών προσεγγίσεων ελέγχου. Η έρευνα των Gorgen, Nerlinger και Wilkens (2017) ερευνούν τον κίνδυνο των εκπομπών του άνθρακα και τη σχέση τιμής-μετοχών. Χρησιμοποίησαν δεδομένα

---

<sup>1</sup> Οι μετοχές «αμαρτίας» είναι μετοχές σε εταιρείες που συμμετέχουν σε δραστηριότητες που θεωρούνται ανήθικες, όπως το αλκοόλ, ο καπνός, τα τυχερά παιχνίδια, η ψυχαγωγία ενηλίκων ή τα όπλα.



διαφορετικών παρόχων για τα μέτρα εκπομπών άνθρακα και διαπίστωσαν ότι ο υψηλός κίνδυνος εκπομπών άνθρακα σχετίζεται με υψηλότερες αποδόσεις, παρόλο που η αύξηση της τάσης μειώνει τις μελλοντικές αποδόσεις, για διαφορετικές χρονικές περιόδους και γεωγραφικές περιοχές (Vojtko & Padysak, 2019).

### **2.1.2 Οι μετα-μελέτες για την εταιρική κοινωνική ευθύνη**

Η ευρύτερη έρευνα δεν επικεντρώνεται στις αξιολογήσεις ESG για να κατανοήσει τον τρόπο επηρεασμού της απόδοσης, αλλά αντίθετα εξετάζει διαφορετικές μετρήσεις βιωσιμότητας από διαφορετικές πηγές. Αυτός ο τρόπος προσέγγισης ζητημάτων βιωσιμότητας επιτρέπει μια πιο ολοκληρωμένη προοπτική, αλλά δεν επιτρέπει τη σωστή σύγκριση των ερευνών, λόγω της διαφορετικής φύσης και της έλλειψης τυποποίησης των διαφόρων μετρήσεων. Οι τρεις διαφορετικές μελέτες των Orlitzky, Schmidt και Rynes (2003), των Margolis, Elfenbein και Walsh (2009) και των Wang, Dou και Jia (2016) πραγματοποιήθηκαν για να παρέχουν μια ολοκληρωμένη μετα-ανάλυση της σχέσης μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της εταιρικής οικονομικής απόδοσης. Οι τρεις μελέτες ανέλυσαν περισσότερες από 40 έρευνες η κάθε μία προκειμένου να καταλάβουν εάν υπήρχε κάποια συσχέτιση μεταξύ των προαναφερθέντων παραγόντων. Και οι τρεις μελέτες έδειξαν μια θετική σχέση μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της εταιρικής οικονομικής απόδοσης (Cerqueti et al., 2020).

Το κύριο ζήτημα που πρέπει να επισημανθεί είναι η επιλογή προηγούμενων μελετών με θέμα την εταιρική κοινωνική ευθύνη και πώς συνδέθηκε με τις οικονομικές επιδόσεις των εταιρειών. Ορισμένες από τις μελέτες επιλέχθηκαν μέσω αναζήτησης και επιλογής λέξεων-κλειδίων. Αυτή η μεθοδολογία, αν και χρήσιμη για τον προσδιορισμό των ερευνών που εξετάζουν τη βιωσιμότητα, έχει ορισμένες αδυναμίες που θα μπορούσαν να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στα αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, ο έλεγχος θα πρέπει να γίνει σε μια προκαθορισμένη βάση δεδομένων και το προκύπτον δείγμα μπορεί να χαρακτηρίζεται από προκαταλήψεις και να αποκλείει σημαντικά αποτελέσματα, ή χειρότερα, να περιλαμβάνει αποτελέσματα που είναι ασήμαντα για την έρευνα (Friede et al., 2015).

Οι επαγγελματίες του κλάδου παρέχουν παρόμοιες μεθοδολογίες. Μεταξύ των πιο σημαντικών μελετών είναι η μελέτη των Friede, Busch και Bassen (2015) που παρείχαν μια ευρεία εκτίμηση για πάνω από 2200 προηγούμενες ακαδημαϊκές μελέτες. Η μεθοδολογία παρουσίασε ακαδημαϊκές έρευνες (ανεξαρτήτως από το εάν πρόκειται για έγγραφα εργασίας, δημοσιευμένες εφημερίδες ή γραμμένες για το εμπορικό κοινό) από τις κύριες βάσεις δεδομένων εκδοτών και επιστημόνων, βασισμένες σε συγκεκριμένες λέξεις-κλειδιά που σχετίζονται με την μέθοδο ESG, όπως "Περιβαλλοντικό", "Κοινωνικό" και "Διακυβέρνηση» αλλά και ευρύτερες, όπως «Ευθύνη» και «Βιωσιμότητα». Μετά από αυτήν την πρώτη προβολή, εφαρμόζεται ένα

επιπλέον φίλτρο χρησιμοποιώντας τις λέξεις-κλειδιά όπως «μετα - ανασκόπηση, βιβλιογραφία, επισκόπηση, ανάλυση, μελέτη/δοκιμές» και η εξέταση εστίασε αποκλειστικά στις αξιολογήσεις ESG (Abhayawansa & Tyagi, 2021).

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι το 90% των μελετών διαπιστώνει την μη αρνητική σχέση μεταξύ των ESG - Εταιρικής Οικονομικής Απόδοσης, με την πλειοψηφία τους να αναφέρουν θετικά ευρήματα. Σε αντίθεση με τις μετα-μελέτες που είχαν εισαχθεί προηγουμένως, οι οποίες επικεντρώθηκαν μόνο στην εταιρική κοινωνική ευθύνη, αμφισβητήθηκε ότι υπήρχε επικέντρωση στην ESG και τη σύνδεση της με τις εταιρικές χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Η κριτική χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι δόθηκε μικρή προσοχή στη διαφοροποίηση μεταξύ ESG και εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, ενώ συμπεριλήφθηκαν έρευνες που επικεντρώθηκαν κυρίως στο τελευταίο. Αυτά τα ερευνητικά αποτελέσματα, όσο διορατικά και αν είναι όσον αφορά την εταιρική κοινωνική ευθύνη και την οικονομική απόδοση των εταιρειών, δεν παρέχουν συμπεράσματα που σχετίζονται άμεσα με τις αξιολογήσεις ή τις επενδύσεις ESG (Kim & Li, 2021).

### **2.1.3 Η βιβλιογραφία επικεντρώνεται στην απόδοση του ESG**

Όταν γίνεται εστίαση στη βιβλιογραφία σχετικά με τις αξιολογήσεις και τις επενδύσεις ESG, εντοπίζονται διαφορετικά αποτελέσματα από την έρευνα σχετικά με την σχέση μεταξύ των Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη - Εταιρική Οικονομική Απόδοση. Παρατηρείται ότι μελέτες που επικεντρώνονται σε επενδυτικές στρατηγικές ESG, όπως ο αρνητικός έλεγχος και η επιλογή Best-In-Class, βρίσκουν διαφορετική επίδραση στις αποδόσεις χαρτοφυλακίου των επενδυτών που εφαρμόζουν αυτές τις στρατηγικές. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα χαρτοφυλάκια που δεν επενδύουν σε ESG αποδίδουν καλύτερα από τα χαρτοφυλάκια που ενσωματώνουν βαθμολογίες ESG. Ως εκ τούτου, σε παρακάτω παρέχεται μια ολοκληρωμένη ανασκόπηση των βιομηχανιών και της ακαδημαϊκής έρευνας που αναλύει δεδομένα ESG προκειμένου να κατανοηθεί πώς επηρεάζει τις επιδόσεις και τις αποδόσεις (Giese et al., 2019).

Η βιομηχανική έρευνα, είτε απευθείας από εταιρείες επενδύσεων είτε από αναλυτές από την πλευρά πώλησης, είτε σε συνεργασία με τον ακαδημαϊκό χώρο, δείχνει συχνά ορισμένα θετικά αποτελέσματα όσον αφορά τις πτυχές της αγοράς ή των χρηματοοικονομικών επιδόσεων. Για παράδειγμα, έρευνα που πραγματοποιήθηκε στις βιομηχανίες, μεταξύ άλλων παρέχουν θετική συσχέτιση μεταξύ ESG και απόδοσης, ενώ η ακαδημαϊκή έρευνα γενικά δείχνει αρνητική συσχέτιση. Αυτό θα μπορούσε να εξαρτηθεί από τον πάροχο των βαθμολογιών ESG, τον χρόνο, τη στρατηγική και τους διαφορετικούς παράγοντες που επηρεάζουν την έρευνα. Δεδομένων των διαφορών στις βαθμολογίες ESG μεταξύ διαφορετικών παρόχων, γίνεται προσπάθεια

κατανόησης του τρόπου εξάρτησης και του τρόπου επίδρασης των επιδόσεων. Οι Berg, Kölbl και Rigobon (2019) δίνουν μια απάντηση σε αυτό το ερώτημα, με μια επισκόπηση του πώς και του γιατί οι αξιολογήσεις ESG διαφέρουν μεταξύ των παρόχων. Η έρευνα προτείνει ότι οι βαθμολογίες ποικίλλουν λόγω του εύρους, της βαρύτητας και της απόκλισης των μετρήσεων. Η απόκλιση των μετρήσεων, εξηγεί περισσότερο από το 50% των διαφορών ESG. Αυτές οι διαφορές στη αξιολόγηση των μετρήσεων καθιστούν δύσκολο για τους επενδυτές να εντοπίσουν υπεραποδόσεις και υποαποδόσεις (Cornell, 2020b).

Αυτά τα ευρήματα μπορούν να συμπληρωθούν με την έννοια της ουσιαστικότητας και τον τρόπο με τον οποίο γίνεται αντιληπτή, καθώς έχει ισχυρό αντίκτυπο στο ποιες μετρήσεις αναφέρονται και πώς αναφέρονται. Οι Khan, Serafeim και Yoon (2015) ανέπτυξαν ένα σύνολο δεδομένων από βιώσιμες επενδύσεις που ταξινομήθηκαν ως υλικό για κάθε κλάδο. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις με ισχυρές αξιολογήσεις σε θέματα βιωσιμότητας υλικών έχουν καλύτερη μελλοντική απόδοση από τις εταιρείες με χαμηλότερη βαθμολογία για τα ίδια θέματα. Αυτό θα εξηγούσε τις διαφορές στις αξιολογήσεις ESG από τους παρόχους, καθώς υπάρχει μεγάλη διαφωνία σχετικά με τη σπουδαιότητα και τον τρόπο μέτρησης της (Escrig-Olmedo et al., 2017).

Από αυτή την άποψη, είναι σημαντικό να κατανοηθεί πώς η διαφωνία αξιολόγησης ESG επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών. Επομένως, οι Gibson, Krueger και Schmidt (2019) εξέτασαν ένα δείγμα εταιρειών του χρηματιστηριακού δείκτη S&P500 προκειμένου να αποδείξουν εμπειρικά την υπόθεση τους. Αυτό που προέκυψε από την έρευνα τους ήταν μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ της διασποράς των αξιολογήσεων ESG και των αποδόσεων των μετοχών, πράγμα που σημαίνει ότι η υψηλότερη διαφωνία μεταξύ των παρόχων έχει ως αποτέλεσμα την υπερεκτίμηση των μετοχών και συνεπώς τις χαμηλότερες συνολικές αποδόσεις. Όσον αφορά τις επιδόσεις, είναι επωφελής η ανασκόπηση τόσο της βιομηχανικής όσο και της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας που καλύπτει εφαρμογές ESG. Η έρευνα της MSCI, μιας εταιρείας επενδύσεων, αξιολόγησε τα θεμέλια της επένδυσης ESG, χωρισμένα σε τέσσερα διαφορετικά έγγραφα. Τα ερευνητικά έγγραφα παρείχαν μια διορατική άποψη για τα διάφορα θέματα που αναφέρονταν. Η πρώτη έρευνα διαπίστωσε μια θετική σχέση μεταξύ ESG και εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης, ενώ η δεύτερη παρείχε μια ανάλυση ιδίων κεφαλαίων των κεφαλαίων ESG με τη μορφή αποκλεισμού και κλίσης. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι ο αποκλεισμός γενικά αύξησε τον συνολικό κίνδυνο, αλλά αυτό αντισταθμίστηκε από έναν θετικό αντίκτυπο στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις λόγω της ενσωμάτωσης ESG. Συνολικά, η ενσωμάτωση ESG υπερέβη τις επιπτώσεις του αποκλεισμού στους αναλυθέντες δείκτες (Blank & Lasdon, 2021).

Οι επιδόσεις ESG βρήκαν μεγάλη κάλυψη μεταξύ των ακαδημαϊκών, με τη βιβλιογραφία να αναλύει την εφαρμογή διαφορετικών στρατηγικών σε χαρτοφυλάκια, προκειμένου να κατανοήσει πώς επηρεάζονται οι επιδόσεις. Οι Auer και Schuhmacher (2016) αναλύουν τις

επιδόσεις των χαρτοφυλακίων ESG χρησιμοποιώντας δεδομένα από το Sustainalytics για διαφορετικές περιοχές όπως ΗΠΑ, ΕΕ και Ασία για μια περίοδο από το 2004 έως το 2012. Εφάρμοσαν διαφορετικές καλύψεις χαρτοφυλακίου και το αποτέλεσμα ήταν ότι η ενεργή επιλογή μετοχών ESG δεν παρείχε ανώτερη απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο σε σύγκριση με τις παθητικές παραδοσιακές στρατηγικές. Επιπλέον, στην Ευρώπη, οι επενδυτές τείνουν να πληρώνουν περισσότερα για τις κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις, καθιστώντας το δαπανηρό γι' αυτούς και ως εκ τούτου υπολειτουργούν σε σύγκριση με τα χαρτοφυλάκια που δεν εντάσσονται στο ESG. Περισσότερα στοιχεία υπογραμμίζουν πώς η πριμοδότηση αποτίμησης που καταβάλλεται για εταιρείες με ισχυρές αξιολογήσεις βιωσιμότητας αυξήθηκε με την πάροδο του χρόνου ως συνάρτηση της θετικής δυναμικής του κοινού. Η έρευνα του Serafeim (2018) χρησιμοποίησε δεδομένα από τα MSCI και TruValue Labs για να αναλύσει τον τρόπο σύνδεσης των κριτηρίων ESG και της κοινής γνώμης και ποια θα ήταν τα επακόλουθα αποτελέσματα. Τα στοιχεία υποδηλώνουν ότι η επένδυση σε χαρτοφυλάκια με θετική δυναμική ESG και αρνητική ορμή δημόσιου συναισθήματος έχει σημαντικό αντίκτυπο (Folger-Laronde et al., 2020).

Το δημόσιο συναίσθημα επηρεάζει τις απόψεις των επενδυτών σχετικά με την αξία των εταιρικών δραστηριοτήτων βιωσιμότητας και επομένως επηρεάζει τόσο την τιμή που καταβάλλεται για την εταιρική βιωσιμότητα όσο και τις επενδυτικές αποδόσεις χαρτοφυλακίων που λαμβάνουν υπόψη τα δεδομένα ESG. Επιπλέον, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι εποπτικές αρχές έχουν να κάνουν με τις εκθέσεις ESG που αποσκοπούν στη δημιουργία μιας ομαλότερης μετάβασης σε μια πιο πράσινη οικονομία. Μεταξύ αυτών, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Δίκτυο για την Πρασινοποίηση του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (NGFS) έχουν δημοσιεύσει διαφορετικές εκθέσεις, όπου μία από αυτές αποτελεί έναν οδηγό για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου της κεντρικής τράπεζας. Στην ανάλυση τους παρείχαν μια επισκόπηση απόδοσης κινδύνου των κοινωνικά υπεύθυνων επενδύσεων, όπου παραθέτει διαφορετικές μελέτες στο θέμα του ESG. Οι Bannier, Bofinger και Rock (2019) δημοσίευσαν ένα έγγραφο σε συνεργασία με το Κέντρο Οικονομικών Μελετών, αναλύοντας χαρτοφυλάκια αποτελεσμάτων ESG στις ΗΠΑ και την Ευρώπη. Μέσα από αυτό το έγγραφο έδειξαν ότι ένα χαρτοφυλάκιο μακράς διάρκειας με μετοχές υψηλότερων βαθμολογιών ESG και μικρής διάρκειας σε μετοχές με τις χαμηλότερες βαθμολογίες αποδίδουν μια σημαντικά αρνητική ανώμαλη απόδοση, αλλά επίσης ότι το υψηλό χαρτοφυλάκιο βαθμολογίας ESG μειώνει τον κίνδυνο της επιχείρησης. Επομένως, τα χαμηλά χαρτοφυλάκια ESG αντισταθμίζουν τον υψηλότερο κίνδυνο με υψηλότερες αποδόσεις. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία αποκαλύπτει ένα μικτό σε μεγάλο βαθμό και κάπως ασυνεπές εμπειρικό στοιχείο, στο οποίο οι έρευνες επισημαίνουν τη δυσκολία ποσοτικοποίησης της πραγματικής επίδρασης της βαθμολογίας ESG στις επιδόσεις χαρτοφυλακίων. Το συμπέρασμα μπορεί να εξαρτάται από προβλήματα σχετικά με διαφορετικούς παρόχους, μεθοδολογίες, επενδυτικές στρατηγικές, γεωγραφική επιλογή, επιλογή δείγματος και χρονικά πλαίσια (Sahut et al., 2015).

## 2.2 Οι εμπειρικές έρευνες σχετικά με τις επενδύσεις ESG

Υπό το φως της μεγάλης διακύμανσης των αποτελεσμάτων των ακαδημαϊκών και βιομηχανικών αξιολογήσεων, έγινε μια προσπάθεια εκκίνησης μιας ανάλυσης των βαθμολογιών ESG, της σύνθεσης των βαθμολογιών και των επιδόσεων. Αυτή η ανάλυση αναπτύχθηκε βάσει εκτιμήσεων της θεωρίας χαρτοφυλακίου που σχετίζονταν με τα αποτελεσματικά όρια. Σύμφωνα με τις θεωρίες κατασκευής χαρτοφυλακίου, για μια δεδομένη αναμενόμενη απόδοση, ένας λογικός επενδυτής θα επιδιώξει να μειώσει τα μέτρα αβεβαιότητας, σε σχέση με τη διακύμανση και τον αρνητικό κίνδυνο. Δεδομένης της ευρείας διαθέσιμης έρευνας για το ESG και των ανησυχιών του, η έρευνα προσπάθησε να αξιολογήσει για το ποια είναι τα πιο σημαντικά ζητήματα που σχετίζονται με τις αξιολογήσεις ESG. Όσον αφορά τα χαρακτηριστικά, οι αξιολογήσεις ESG μπορούν να είναι χρήσιμοι δείκτες για το πώς αποδίδει μια εταιρεία σε βιώσιμες μετρήσεις. Από αυτή την άποψη, ανάλογα με τον πάροχο, μπορούν να εντοπιστούν δύο κύριοι τύποι βαθμολογιών ESG όπου είναι ένα δημοσιοποιημένο σκορ ESG και ένα σκορ για την διαχείριση κινδύνου ESG. Η πρώτη μέτρηση θα επικεντρωθεί στον τρόπο με τον οποίο η εταιρεία αναφέρει τις πληροφορίες της σχετικά με τη βιωσιμότητα, ενώ η δεύτερη θα προσπαθήσει να αξιολογήσει τους κύριους κινδύνους που αντιμετωπίζει η εταιρεία στους όρους του ESG (Doni & Johannsdottir, 2019).

Παρά τις διαφορές στις μεθοδολογίες βαθμολόγησης, ορισμένες κοινές τοποθετήσεις προκύπτουν από την ανάλυση. Συγκεκριμένα, το μέγεθος της εταιρείας, η τοποθεσία στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία, τα ζητήματα βιομηχανίας και σπουδαιότητας μπορούν να επηρεάσουν τον τρόπο με τον οποίο απονέμονται τελικά οι βαθμολογίες ESG. Αυτές οι διαφορές στα χαρακτηριστικά και τις προκαταλήψεις επηρεάζουν την προκύπτουσα βαθμολογία ESG ανάλογα με τον πάροχο, η οποία στη συνέχεια επηρεάζει τις επιδόσεις χαρτοφυλακίων που εφαρμόζουν επενδυτικές στρατηγικές ESG. Ως εκ τούτου, πρέπει να κατανοηθεί ο τρόπος ανάλυσης χαρτοφυλακίου και οι προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις που καθορίζονται από την επιλογή των παρόχων, τα χρονικά πλαίσια και την τοποθεσία (Folger-Laronde et al., 2020).

Η έννοια της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου είναι χρήσιμη για να κατανοηθούν πώς οι πρόσθετοι περιορισμοί, και επομένως ο αυξημένος κίνδυνος συγκέντρωσης, όπου επηρεάζουν τις επιδόσεις που είναι προσαρμοσμένες στον κίνδυνο. Με αυτούς τους όρους, η θεωρία προτείνει ότι η προσθήκη περιορισμών θα πρέπει να μειώσει τις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο επιδόσεις των χαρτοφυλακίων. Αλλά, αν λάβει υπόψη τις βαθμολογίες ESG ως πρόσθετες πληροφορίες, οι περιορισμοί θα μπορούσαν να συμβάλουν στη μείωση των κινδύνων αγοράς και ο πρόσθετος κίνδυνος συγκέντρωσης θα μπορούσε να είναι επωφελής μακροπρόθεσμα. Ωστόσο, η μείωση του μεγέθους ορισμένων βιομηχανιών θα αυξήσει τη μεταβλητότητα του δείκτη, τουλάχιστον

βραχυπρόθεσμα. Προσθέτοντας αυτούς τους δείκτες, θεωρείται χρήσιμο να αναλυθεί η απόδοση των κεφαλαίων που περιλαμβάνουν διαφορετικές στρατηγικές και διαφορετικούς δείκτες βιωσιμότητας. Αυτά τα κεφάλαια θα παρέχουν μια χρήσιμη άποψη για τις πραγματικές επιδόσεις που προκύπτουν μετά την εφαρμογή των βαθμολογιών ESG (Tarmuji et al., 2016).

Οι θεσμικοί επενδυτές ισχυρίζονται ότι η επένδυση σε ESG συνεπάγεται σε θετικό αντίκτυπο αλλά και επίτευξη υψηλότερης απόδοσης σε σύγκριση με το δείκτη αναφοράς της αγοράς. Ως εκ τούτου, μπορεί να αξιολογηθεί ο τρόπος εφαρμογής βαθμολογιών ESG που επηρεάζει τον κίνδυνο/απόδοση χαρτοφυλακίων, μέσω μιας θετικής προσέγγισης ελέγχου και χρησιμοποιώντας δεδομένα από διαφορετικούς παρόχους. Διαφορετικά κριτήρια ελέγχου και διαφορετικοί πάροχοι πιθανότατα συνεπάγονται σε διαφορετικά αποτελέσματα. Επομένως, η ανάλυση περιορίζεται στις προσεγγίσεις που μόλις αναφέρθηκαν. Για να δοκιμαστεί η συγκεκριμένη υπόθεσή πρόκειται να εφαρμοστούν μερικές πρακτικές έννοιες χρήσιμες στην οικονομική ανάλυση των επιδόσεων. Το μοντέλο βελτιστοποίησης χαρτοφυλακίου του Markowitz μπορεί να εντοπίσει το καλύτερο και πλήρες χαρτοφυλάκιο πραγματοποιώντας μια κατανομή των βέλτιστων χαρτοφυλακίων κινδύνου και του περιουσιακών στοιχείων χωρίς κίνδυνο. Αυτό πραγματοποιείται υποθέτοντας ότι οι επενδυτές δεν επιθυμούν τον κίνδυνο και ότι, δεδομένης της ίσης απόδοσης, ένας επενδυτής θα προτιμούσε αυτόν με τον μικρότερο κίνδυνο. Η διαφοροποίηση παίζει σημαντικό ρόλο ως μοναδικός τρόπος μείωσης του κινδύνου (Ouhaddou, 2020).

Γι αυτές τις περιπτώσεις υπάρχει το μοντέλο 5 παραγόντων των Fama & French (2013). Εναλλακτικά στο μοντέλο τιμολόγησης κεφαλαίου του ενεργητικού, το οποίο χρησιμοποιεί μόνο την αγορά ως μεταβλητή για να εξηγήσει τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου ή μιας μετοχής, το μοντέλο 5 παραγόντων των Fama & French χρησιμοποιεί πέντε μεταβλητές που μετρούν τον τρόπο συμπεριφοράς των περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με την αγορά, είτε αυτό δείχνει ένα σημάδι ότι υπάρχει μικρό όριο, είτε εάν η σχέση του δείκτη τιμής προς την λογιστική αξία της μετοχής είναι υψηλή, είτε εάν οι επενδύσεις είναι συντηρητικές και είτε εάν η κερδοφορία είναι ισχυρή. Παρά τους επικριτές, οι εμπειρικές δοκιμές προτείνουν βελτίωση της επεξηγηματικής ισχύος του μοντέλου πέντε παραγόντων σε σύγκριση με το μοντέλο τριών παραγόντων και το CAPM (Lopez et al., 2020).

Το πρώτο κύριο εύρημα που σχετίζεται με τη συσχέτιση μεταξύ υψηλών βαθμολογιών ESG και υψηλότερων οικονομικών αποδόσεων, βασίζεται σε «backtesting» διαφόρων χαρτοφυλακίων τα τελευταία δέκα χρόνια. Αυτό που διαπιστώνεται είναι ένα πολύ διαφορετικό αποτέλεσμα, κυρίως λόγω της διαφορετικής μεθοδολογίας των παρόχων, των επενδυτικών στρατηγικών, των περιοχών και των χρονικών πλαισίων. Αυτό δεν σημαίνει ότι όλα τα χαρτοφυλάκια ESG είχαν χαμηλότερες επιδόσεις στην παραδοσιακή αγορά, αλλά πολλά χαρτοφυλάκια ESG με υψηλή βαθμολογία είχαν χαμηλή απόδοση και πολλά χαρτοφυλάκια ESG με χαμηλή βαθμολογία απέδωσαν καλύτερα στις αγορές. Πρέπει να σημειωθεί ότι μια εξήγηση

γι' αυτό είναι ότι πολλοί από τους μεγαλύτερους επενδυτές στον κόσμο βασίζονται σε τρίτους παρόχους για να συλλέξουν δεδομένα σχετικά με τις αξιολογήσεις ESG, εφαρμόζοντάς τα με διαφορετικούς τρόπους. Αυτή η ασυνεπής μεθοδολογία και η σαφήνεια όσον αφορά το ESG μπορεί να παραπλανήσει τους επενδυτές για να γενικεύσουν σχετικά με τις δυνατότητες βιώσιμων επενδύσεων να ξεπεράσουν την αγορά. Δείχνει μόνο ότι με βάση την μεθοδολογία που χρησιμοποιείται, τα αποτελέσματα πρόκειται να έχουν αποκλίσεις. Μεταξύ άλλων λόγων, η συσχέτιση μεταξύ ESG και μελλοντικών επιδόσεων είναι χαμηλή, επομένως το αποτέλεσμα επηρεάζεται από άλλους παράγοντες όπως οι εφαρμοζόμενες στρατηγικές (Vezer et al., 2017).

Ως εκ τούτου, είναι σημαντικό για τους επενδυτές και τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων να κατανοήσουν πλήρως τις αξιολογήσεις των ESG και την επιλογή των μετρήσεων, των συντελεστών στάθμισης και άλλων παραγόντων που οδηγούν στα αποτελέσματα της αξιολόγησης, ώστε να διασφαλιστεί ότι αυτές ευθυγραμμίζονται με τις ανάγκες των επενδυτών που σχετίζονται με τους στόχους και την ανοχή κινδύνου. Οι διαφορές στις επενδυτικές στρατηγικές, τους παρόχους και τις μετρήσεις ESG αποδεικνύουν ότι είναι δύσκολο να βασιστεί κάποιος σε ένα μόνο σύνολο δεδομένων για τη λήψη αποφάσεων. Από την άποψη των επενδυτών, το να βασίζεται ένας επενδυτής σε ένα μόνο σκορ για την αξιολόγηση της βιωσιμότητας θα μπορούσε να οδηγήσει σε υπερβολική απλούστευση που θα μπορούσε να έχει αρνητικές συνέπειες στις χρηματοοικονομικές αποδόσεις, χωρίς να βελτιώσει πραγματικά τη βιωσιμότητα του χαρτοφυλακίου (Chong & Phillips, 2016).

Το δεύτερο βασικό εύρημα εξετάζει τα απόλυτα και προσαρμοσμένα στον κίνδυνο μέτρα απόδοσης. Διαπιστώνεται ότι υπάρχει ένα ευρύ φάσμα παραστάσεων ανάλογα με τον πάροχο που χρησιμοποιείται. Επιπλέον, διαπιστώνεται ότι τα χαρτοφυλάκια ESG με υψηλή βαθμολογία, ακόμη και όταν χρησιμοποιούν μια προσέγγιση καλύτερης κατηγορίας που περιορίζει τη συγκέντρωση από τη μείωση της έκθεσης σε χαμηλότερες βαθμολογίες ESG, δεν φαίνεται να υπερισχύουν των παραδοσιακών δεικτών. Παρ' όλα αυτά, διαπιστώνεται χαμηλότερη έκθεση στον κίνδυνο ανάπτυξης όταν εξετάζονται οι δείκτες ESG σε σύγκριση με τους παραδοσιακούς δείκτες. Αλλά, όπως ήδη αναφέρθηκε, διαφορετικές μεθοδολογίες αξιολόγησης παρέχουν πολύ διαφορετικά αποτελέσματα. Στην περίπτωση της απόδοσης και της μεταβλητότητας, ο κίνδυνος συγκέντρωσης γενικά συνεπάγεται σε υψηλότερη μεταβλητότητα των αποδόσεων. Αυτό σημαίνει ότι μπορούν να επιτευχθούν καλύτερες απόλυτες αποδόσεις που επιτρέπουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου. Ωστόσο, τα αποτελέσματα υπενθυμίζουν ένα σημαντικό στοιχείο από την παραδοσιακή χρηματοδότηση, δηλαδή ότι ο κίνδυνος συγκέντρωσης μπορεί να υπονομεύσει τις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Επομένως, όταν εφαρμόζονται οι επενδυτικές προσεγγίσεις που περιορίζουν τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου των επενδυτών, θα πρέπει να υπάρχει κατά νου ότι αυτό έχει κόστος. Επιπλέον, όσο περισσότερες πληροφορίες μπορεί κάποιος να λάβει για μια εταιρεία σχετικά με το προφίλ του ESG, τόσο το καλύτερο. Αυτές οι βαθμολογίες, ανάλογα με τον πάροχο, μπορούν να ενσωματώσουν τον

συγκεκριμένο κίνδυνο κάθε εταιρείας, καθιστώντας δύσκολη την τυποποίηση και τη σύγκριση τους, και κατά συνέπεια καθιστώντας τις λιγότερο κατάλληλες για την ανάλυση της αγοράς (Ramić, 2019).

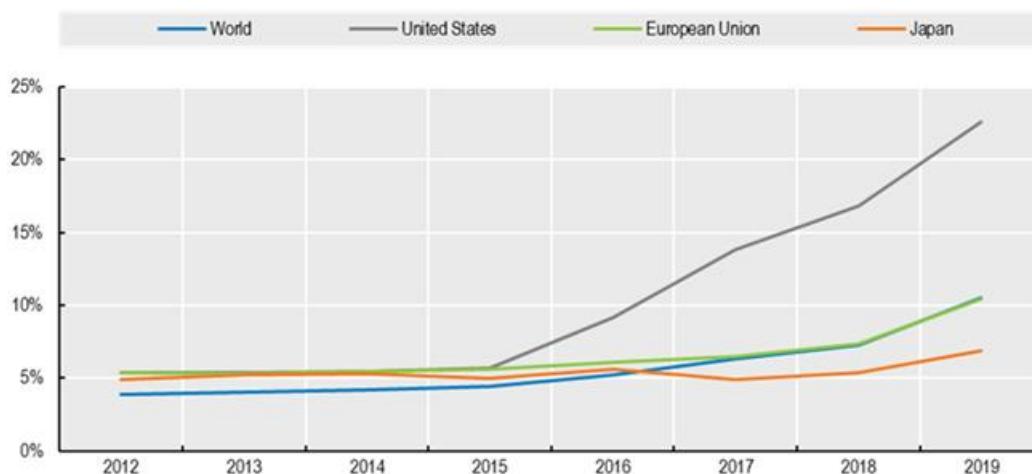
Το τρίτο εύρημα της ανάλυσης επικεντρώνεται στις επιδόσεις βιώσιμων κεφαλαίων. Συνήθως επιδιώκεται η κατανόηση της σχέσης των κεφαλαίων ESG με τον κίνδυνο και την απόδοση. Για να γίνει αυτό, πραγματοποιείται μια ανάλυση ενός δείγματος κεφαλαίων από τη Morningstar με υψηλές και χαμηλές βαθμολογίες ESG. Αυτό που εντοπίστηκε είναι απόδειξη της έλλειψης συσχέτισης μεταξύ των αποτελεσμάτων των ESG και των επιδόσεων των κεφαλαίων, μετρούμενη στις αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων, αλλά υπάρχει ένας χαμηλότερος κίνδυνος που σχετίζεται με τα κεφάλαια ESG με υψηλή βαθμολογία (Olmedo et al., 2010).

Για τη μέτρηση των επιδόσεων των χαρτοφυλακίων που σχετίζονται με ESG, χρησιμοποιούνται δεδομένα διαφορετικών παρόχων για να αναλυθεί ο τρόπος απόδοσης ενός θετικού χαρτοφυλακίου ελέγχου ESG σε αυτές τις περιοχές. Για τη δημιουργία των χαρτοφυλακίων χρησιμοποιούνται μετοχές ισοσταθμισμένου επιπέδου που επιλέγονται μέσω του διαχωρισμού βαθμολογιών για κάθε περιοχή. Πραγματοποιείται το ίδιο για τους μεμονωμένους πυλώνες, δηλαδή τα E, S και G, και πραγματοποιούνται μετρήσεις της απόδοσης του καθενός. Στη συνέχεια, πραγματοποιείται η ανάλυση των μικρών κεφαλαιοποιημένων εταιρειών των ΗΠΑ. Επιλέχθηκαν οι ΗΠΑ επειδή είναι μακράν η αγορά με την υψηλότερη κάλυψη πληροφοριών ESG από τους παρόχους δεδομένων. Υποθέτοντας ότι οι μικρές κεφαλαιοποιημένες εταιρείες επιβαρύνονται με σχετικά υψηλότερο βάρος για την εφαρμογή βαθμολογιών ESG (π.χ. καμπύλη εκμάθησης και κόστος υλοποίησης) και ως εκ τούτου τιμωρούνται άδικα από αυτή την άποψη, αναλύθηκε η κατάσταση της αγοράς για να αξιολογηθεί ο τρόπος κατανομής των αποτελεσμάτων ESG σε δημόσιες εισηγμένες εταιρείες (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018).

### **2.3 Τα χαρακτηριστικά της διείσδυσης στην αγορά**

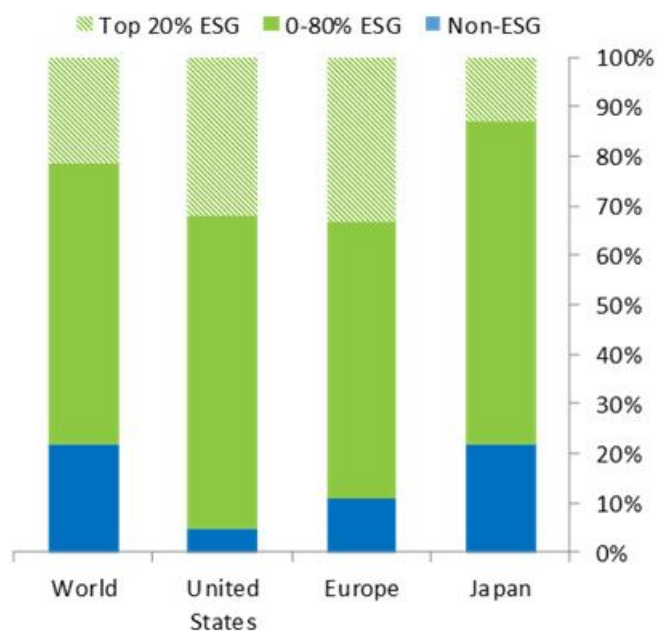
Η αρχή έγινε με την ανάλυση της κάλυψης της αγοράς βαθμολογιών ESG σε διαφορετικούς τομείς όπως παγκοσμίως, στους τομείς των ΗΠΑ, της ΕΕ και της Ιαπωνίας σύμφωνα με τα δεδομένα της Refinitiv. Παρατηρείται ότι το ποσοστό κάλυψης της αγοράς είναι σχετικά χαμηλό, ιδιαίτερα εκτός των ΗΠΑ, παρόλο που έχει αυξηθεί πολύ τα τελευταία χρόνια. Στις ΗΠΑ, η κάλυψη της αγοράς έχει φτάσει στο ιστορικό ποσοστό σχεδόν του 25% των δημοσίων επιχειρήσεων που καλύπτονται από αυτά τα πρότυπα, ενώ στην Ευρώπη και σε όλον τον κόσμο είναι πάνω από 10%. Η Ιαπωνία εξακολουθεί να υστερεί αφού έχει μόλις πάνω από το 5% των επιχειρήσεων που καλύπτονται για βιώσιμα θέματα (Coqueret, 2020).





**Εικόνα 13 :** Το μερίδιο κάλυψης της αγοράς ESG  
(πηγή : Refinitiv, 2020)

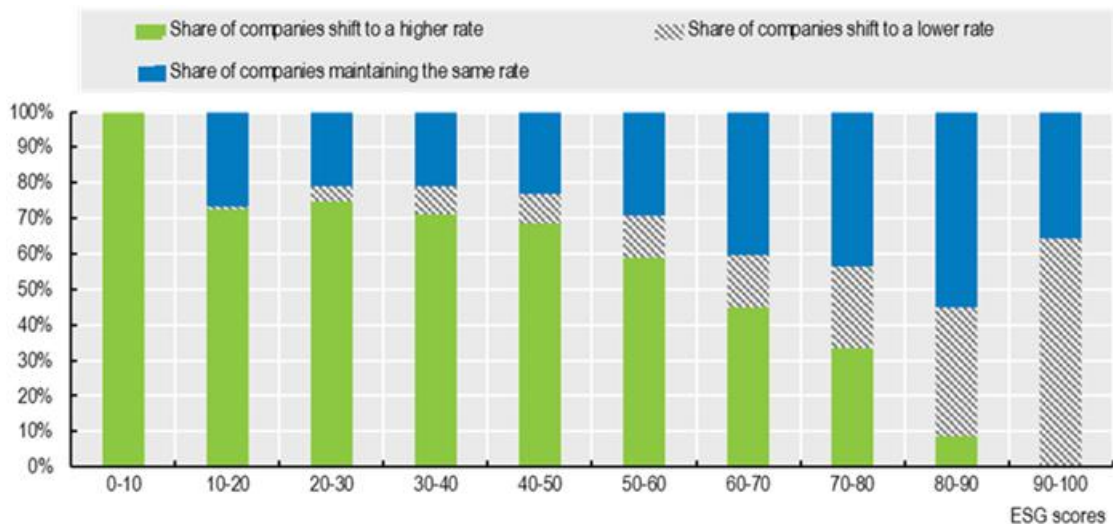
Όμως, όταν εξετάστηκε η κεφαλαιοποίηση της αγοράς, παρατηρήθηκε ένα διαφορετικό μοτίβο δηλαδή η κεφαλαιοποίηση όλων των εταιρειών βαθμολόγησης ESG αντιπροσώπευε το 78% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς στον κόσμο, το 95% στις ΗΠΑ, το 89% στην ΕΕ και το 78% στην Ιαπωνία (Coqueret, 2020).



**Εικόνα 14 :** Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς ως μερίδιο του ESG ανά περιοχή κατά το έτος 2019  
(πηγή : Refinitiv, 2020)

Ο βαθμός στον οποίο το περιβάλλον ESG κυριαρχείται από μεγάλες κεφαλαιοποιημένες εταιρείες σύμφωνα με τα δεδομένα της Refinitiv είναι αξιοσημείωτο και έχει επιπτώσεις στη στάθμιση και την πιθανή προκατάληψη. Πιθανές εξηγήσεις για την αφθονία της διαθεσιμότητας των βαθμολογιών για τις μεγαλύτερες εταιρείες με βάση την κεφαλαιοποίηση της αγοράς είναι ότι ακολουθούνται περισσότερο από αναλυτές και επενδυτές και ότι έχουν πολλούς πόρους να επενδύσουν στην αποκάλυψη πληροφοριών σχετικά με τις βαθμολογίες ESG, ενώ οι μικρές κεφαλαιοποιημένες εταιρείες θα είχαν μεγαλύτερο εμπόδιο ποσοστού, δεδομένου ότι υπάρχει κάποιο ελάχιστο κόστος που σχετίζεται με τη γνώση και τους πόρους για την αποκάλυψη των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών ESG. Δυστυχώς οι μικρές εταιρείες δεν διαθέτουν τους πόρους που πρέπει να αφιερώσουν σε αυτές τις γνωστοποιήσεις. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, χρηματιστήρια όπως το NASDAQ και το FTSE, μεταξύ άλλων, έχουν δημοσιεύσει τις δικές τους κατευθυντήριες γραμμές που αποσκοπούν να βοηθήσουν τις εταιρείες που προσπαθούν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις αποκάλυψης ESG για να αναφέρουν σωστά τις πληροφορίες σχετικά με τη βιωσιμότητα (Sinha et al., 2019).

Μια περαιτέρω ανάλυση στοχεύει στον έλεγχο του τρόπου με τον οποίο οι εταιρείες άλλαξαν τις βαθμολογίες ESG τα τελευταία πέντε χρόνια. Αξιοσημείωτο είναι ότι οι εταιρείες χαμηλής βαθμολογίας σημείωσαν μεγαλύτερη βελτίωση από τις εταιρείες με υψηλή βαθμολογία, με αποτέλεσμα να πιστεύεται ότι οι εταιρείες που υστερούν έχουν κάνει απτές βελτιώσεις για την εφαρμογή αυτών των προτύπων, δεδομένης της αυξανόμενης προσοχής που τους δίνουν οι επενδυτές. Η ενίσχυση της ευαισθητοποίησης των επενδυτών υποστηρίζεται από μια έρευνα της Goldman Sachs, μιας επενδυτικής τράπεζας, η οποία ανέδειξε αύξηση της τάξεως του 75% του αριθμού των εταιρειών στον χρηματιστηριακό δείκτη S&P 500 που σχετίζεται με τους βασικούς περιβαλλοντικούς και κοινωνικούς όρους από το 2010 έως το 2017 σχετικά με τα κέρδη τους, με κορύφωση στο 41% από το 2016 έως το 2017. Αυτό το ενδιαφέρον οδήγησε σε μεγάλες εισροές χρημάτων σε αυτού του είδους τα βιώσιμα προϊόντα όπως είναι τα περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση σε ταμεία ESG όπου αυξήθηκαν κατά 60% από 655 δισεκατομμύρια δολάρια το 2012 σε 1,05 δισεκατομμύρια δολάρια τον Οκτώβριο του 2018, σύμφωνα με την Morningstar (Hughes et al., 2021).



**Εικόνα 15 :** Η μετατόπιση της βαθμολογίας του ESG σε μια διαφορετική βαθμολογία κατά τα έτη 2013 έως 2018 (πηγή : Refinitiv, 2020)

Για να αξιολογηθεί ο τρόπος αλλαγής του περιβάλλοντος που περιβάλλει τις βαθμολογίες ESG την τελευταία δεκαετία, αναλύονται οι θεμελιώδεις αριθμοδείκτες για τις κορυφαίες βαθμολογίες ESG πάνω από 20% και κάτω από 20% για τρεις διαφορετικούς παρόχους ESG. Παρουσιάζεται η υψηλότερη ανάπτυξη τόσο για την απόδοση ιδίων κεφαλαίων όσο και για τον δείκτη τιμής προς λογιστική αξία μετοχής για τις εταιρείες με χαμηλή βαθμολογία (Sherwood & Pollard, 2018).

## 2.4 Η απόδοση χαρτοφυλακίου ESG βασισμένη σε αποτελεσματικά όρια

Κατά τη δοκιμή των αποδοτικών ορίων του Markowitz, παρατηρήθηκε ότι, ανάλογα με τον δείκτη ESG που αναλύθηκε, οι επιδόσεις που προσαρμόζονταν στον κίνδυνο ήταν διάφορες. Ειδικότερα, η ανάλυση κινδύνου δείχνει μια ποικίλα μεταβλητότητα, αλλά μια χαμηλότερη αύξηση της στάθμης για τους δείκτες ESG. Μεταξύ άλλων, ορισμένες έρευνες επιβεβαιώνουν ότι τα περιουσιακά στοιχεία ESG παρέχουν μη φυσιολογική απόδοση ενώ ταυτόχρονα μειώνουν την υποκείμενη μεταβλητότητα. Ως εκ τούτου, λήφθηκαν μέτρα για τον υπολογισμό των αποδοτικών ορίων του Markowitz. Αυτό πραγματοποιήθηκε συμπεριλαμβάνοντας τους δείκτες ESG και τους δείκτες μη ESG από τρεις διαφορετικούς παρόχους όπου είναι οι MSCI, STOXX και Thomson Reuters, για να εκτιμηθούν εάν τα κριτήρια ESG επηρεάζουν τις επιδόσεις που προσαρμόζονταν στον κίνδυνο. Προσφέρθηκε ένα πλαίσιο όπου κάθε δείκτης αντιμετωπίζεται σαν να ήταν ένα

ενιαίο περιουσιακό στοιχείο, για να κατανοηθεί η διαφορά στις αποδόσεις που προσαρμόζονται στον κίνδυνο (Kaiser, 2017).

Αναλύθηκαν συνολικά 20 δείκτες, 12 από τους οποίους ήταν δείκτες ESG, για να εκτιμηθούν οι απλές αποδόσεις και οι αποδόσεις που προσαρμόζονται στον κίνδυνο. Θεωρήθηκε ότι ο δείκτης Sharpe ήταν ο κατάλληλος για την επιλογή της καλύτερης ερμηνείας. Ο δείκτης Sharpe μετρά την προσαρμοσμένη απόδοση του κινδύνου μέσω της εξίσωσης (Αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου - Ποσοστό απόδοσης χωρίς κίνδυνο) / (Τυπική απόκλιση της απόδοσης χαρτοφυλακίου). Υπολογίστηκε το χαρτοφυλάκιο ελάχιστης διακύμανσης και επιλέχθηκαν τα αποτελεσματικά όρια των περιουσιακών στοιχείων με κίνδυνο. Στη συνέχεια έγινε ανάλυση της χαμηλότερης αύξησης της στάθμης για να κατανοηθεί πώς ο κίνδυνος ουράς, ο οποίος μπορεί να μην αποτυπωθεί από τη μεταβλητότητα, αντικατοπτρίζεται σε αυτούς τους διαφορετικούς δείκτες (Ameer, 2016).

Ο κίνδυνος της στάθμης χρησιμοποιείται ευρέως ως δείκτης κινδύνου ουράς σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο, ο οποίος βοηθά στην κατανόηση του αρνητικού κινδύνου σε περίπτωση ακραίων συνθηκών. Υπολογίζεται συγκρίνοντας την τιμή μιας αθροιστικής απόδοσης με μια προηγούμενη κορύφωση των τιμών που είναι η μέγιστη αθροιστική απόδοση, σε ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Ένα παράδειγμα ακραίας υποχώρησης αναφέρεται στον χρηματιστηριακό δείκτη S&P 500, ο οποίος μειώθηκε περίπου στο 48% το 2008, κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης. Για τους δείκτες ESG παρατηρείται ένας γενικά χαμηλότερος κίνδυνος της στάθμης, ο οποίος θα μπορούσε να φανεί επίσης κατά τη διάρκεια της κρίσης της πανδημίας του COVID-19. Το κλείσιμο (lockdown) προκάλεσε μια σειρά πτώσεων για τους περισσότερους σημαντικούς δείκτες. Αυτό ίσχυε ακόμη και για τους δείκτες ESG, αν και σε χαμηλότερες μετρήσεις, παρουσιάστηκε χαμηλότερος κίνδυνος της στάθμης και υψηλότερη ανθεκτικότητα (Roncalli, 2021).

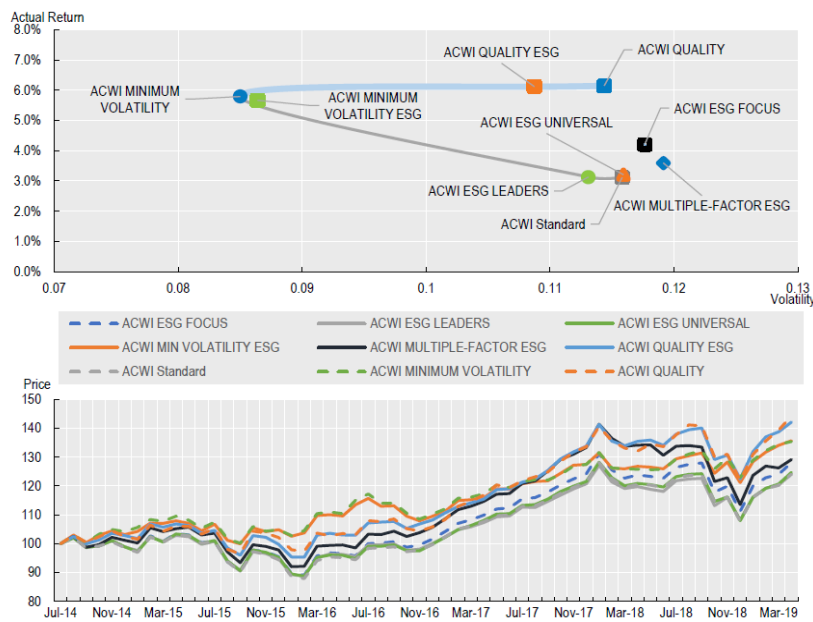
Κατά την εφαρμογή επενδυτικών προσεγγίσεων που περιορίζουν τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου των επενδυτών, θα πρέπει να υπάρχει κατά νου ότι αυτό συνεπάγεται σε κίνδυνο συγκέντρωσης. Αυτό σημαίνει ότι, σύμφωνα με τη μεθοδολογία του δείκτη ESG που υιοθετήθηκε, ότι ορισμένοι τομείς ή εταιρείες που εκπροσωπούν αυτόν τον τομέα θα μπορούσαν να αποκλειστούν από το προϊόν. Αυτό μπορεί να έχει διαφορετικές επιπτώσεις στον κίνδυνο αυτού του στοιχείου. Το πρώτο σενάριο θα μπορούσε να οδηγήσει σε χαμηλότερη μεταβλητότητα, εάν ο τομέας ήταν γενικά πιο ασταθής, αλλά σε υψηλότερη ή χαμηλότερη μείωση στο μέλλον. Αυτό, στην πραγματικότητα, εξαρτάται από τον τρόπο με τον οποίο πρόκειται να αναπτυχθεί ο κλάδος και αφαιρεί μερικούς τομείς από τον δείκτη. Εάν, για παράδειγμα, οι εταιρείες που εξαρτώνται από τον άνθρακα δεν ληφθούν υπόψη στον δείκτη, αυτό θα μπορούσε να αυξήσει τη μεταβλητότητα βραχυπρόθεσμα, αλλά εάν αυτές οι βιομηχανίες θα παρουσίαζαν πτωτικές τάσεις στο μέλλον, αυτό θα μπορούσε να προκαλέσει αποφυγή του πιθανού κινδύνου απόσυρσης (Escrig-Olmedo et al., 2019).

Από την άποψη αυτή, άλλες έρευνες ασχολήθηκαν με τη Σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου για να κατανοήσουν πώς ενσωματώνεται η βιωσιμότητα. Δεν υπάρχουν σημερινά στοιχεία για μεγάλη ή μικρή απόδοση βιώσιμων κεφαλαίων καθώς διαφορετικές έρευνες παρέχουν διαφορετικά αποτελέσματα. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο στην Παγκόσμια Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (2019) ασχολήθηκε με τη βιώσιμη χρηματοδότηση και μεταξύ άλλων, επικεντρώθηκε στη δημιουργία ενός αποτελεσματικού ορίου για βιώσιμα και μη βιώσιμα κεφάλαια. Η θεωρία προτείνει ότι ο περιορισμός του επενδυτικού σύμπαντος μπορεί να μειώσει τη διαφοροποίηση και ως εκ τούτου να οδηγήσει σε υποαπόδοση. Η ανάλυση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου αντικατόπτρισε ότι ο έλεγχος αποκλεισμού αυξάνει τη μεταβλητότητα, αλλά η συνολική απόδοση βιώσιμων και συμβατικών κεφαλαίων είναι συγκρίσιμη. Τα ευρήματα έρχονται σε αντίθεση με εκείνα της μελέτης των Gasser, Rammerstorfer και Weinmayer (2016), όπου επανεξέτασαν τη θεωρία του Markowitz και πρότειναν μια τροποποιημένη έκδοση για την ενσωμάτωση ενός μέτρου κοινωνικής ευθύνης στη μέθοδο λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Μέσα από μια εμπειρική ανάλυση δείχνουν ότι οι επενδυτές που επιλέγουν να μεγιστοποιήσουν τον κοινωνικό αντίκτυπο της στρατηγικής τους αντιμετωπίζουν στατιστικά σημαντική μείωση στην αναμενόμενη απόδοση (Blank & Lasdon, 2021).

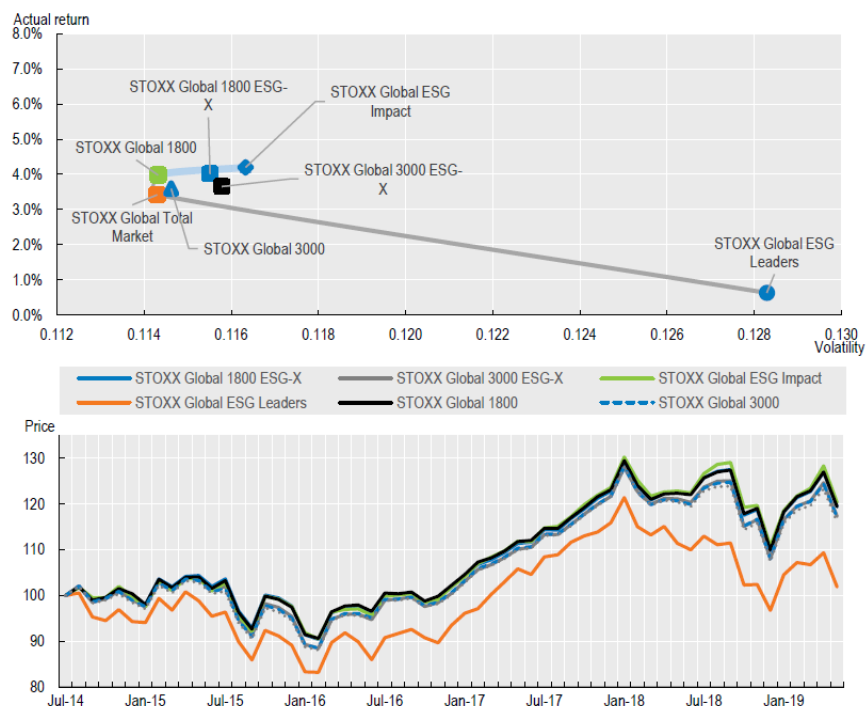
Αναλύθηκαν συνολικά 9 δείκτες της MSCI, 6 από τους οποίους είναι δείκτες ESG, για να αξιολογηθούν οι απλές αποδόσεις και οι αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο. Οι δείκτες ACWI περιλαμβάνουν ανεπτυγμένες και αναδυόμενες οικονομίες. Εξετάστηκαν αυτοί οι δείκτες, παρόλο που κατασκευάστηκαν με την χρήση διαφορετικών μεθοδολογιών και έχοντας κατά νου διαφορετικούς στόχους όσον αφορά τη βιωσιμότητα και τη διαχείριση κινδύνων. Υπολογίστηκε το χαρτοφυλάκιο ελάχιστης διακύμανσης και επιλέχθηκαν τα αποτελεσματικά όρια των περιουσιακών στοιχείων με κίνδυνο. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι διαφορετικοί δείκτες ESG έχουν διαφορετικό κίνδυνο και επιδόσεις ανάλογα με τον τρόπο κατασκευής τους. Για παράδειγμα, η ελάχιστη μεταβλητότητα ACWI επιτυγχάνει τον καλύτερο δείκτη Sharpe, με απόδοση ελαφρώς καλύτερη από την αντίστοιχη ESG, παρόλο που ο τελευταίος έχει χαμηλότερο κίνδυνο ανάληψης (-7,83% έναντι -8,56%), με αυτό να ισχύει για τους περισσότερους δείκτες ESG. Για παράδειγμα, το ACWI Quality ESG μειώνει τη μεταβλητότητα του δείκτη αναφοράς διατηρώντας την ίδια απόδοση. Όταν εξετάστηκαν άλλοι δείκτες, αντιμετωπίστηκαν ως αναποτελεσματικοί σύμφωνα με τα αποδοτικά σύνορα. Αυτό μπορεί να οφείλεται στη διαφορετική φύση των δεικτών που αναλύθηκαν και στο γεγονός ότι αντιμετωπίστηκαν ως ενιαία περιουσιακά στοιχεία αφού δεν ήταν (Hughes et al., 2021).

Η ίδια ανάλυση που εφαρμόστηκε στους δείκτες της MSCI εφαρμόστηκε και στους δείκτες STOXX. Αναλύθηκαν επτά διαφορετικοί δείκτες, 4 από τους οποίους είναι δείκτες ESG. Σε αυτή την περίπτωση ο καλύτερος δείκτης Sharpe ανήκει στο STOXX Global ESG Impact, το οποίο έχει υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση αλλά και ελαφρώς μεγαλύτερη μεταβλητότητα. Η

χαμηλότερη τυπική απόκλιση επιτυγχάνεται με τον δείκτη παγκόσμιας συνολικής αγοράς STOXX. Όπως μπορεί να παρατηρηθεί όλοι οι δείκτες έχουν μικρές διαφορές στις επιδόσεις, με τυπικές αποκλίσεις που δεν διαφέρουν πολύ, εκτός από τους δείκτες STOXX Global ESG Leaders, οι οποίοι απέτυχαν σε σύγκριση με τους άλλους δείκτες. Όταν εξετάστηκε το μέγιστο ποσό ανάληψης, μπορεί να παρατηρηθεί ότι έγινε χαμηλότερο για τους δείκτες ESG, εκτός από τους Global ESG Leaders (Billio et al., 2020).

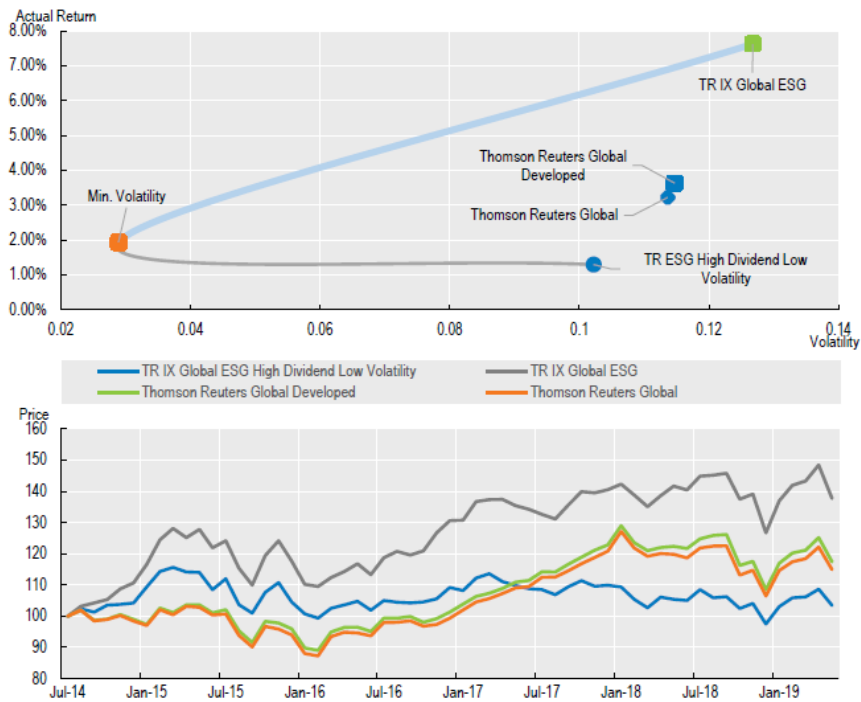


**Εικόνα 16 :** Το ελάχιστο όριο διακύμανσης και ο δείκτης τιμών με βασική αξία το 100 της MSCI κατά τα έτη 2014 έως 2019  
(πηγή : MSCI, 2020)



**Εικόνα 17 :** Το ελάχιστο όριο διακύμανσης και ο δείκτης τιμών με βασική αξία το 100 του STOXX κατά τα έτη 2014 έως 2019  
(πηγή : Refinitiv, 2020)

Η τελευταία ανάλυση αφορά τους δείκτες που παρέχει η Thomson Reuters. Αναλύονται 4 διαφορετικοί δείκτες, 2 από τους οποίους είναι δείκτες ESG. Σε αυτήν την περίπτωση, ο καλύτερος δείκτης Sharpe ανήκει στο TR IX Global ESG Equal Weighted, το οποίο έχει υψηλότερο δείκτη Sharpe από τους υπόλοιπους δείκτες και επίσης τις υψηλότερες απόλυτες αποδόσεις. Η ελάχιστη μεταβλητότητα σε αυτήν την περίπτωση είναι ένας συνδυασμός μεταξύ μιας θέσης του 70% στον δείκτη TR ESG High Dividend Low Volatility Index και ενός 30% στον TR Global Developed Index. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ο δείκτης TR IX Global ESG Equal Weighted έχει συνολικό αριθμό στοιχείων ίσο με 494 έναντι των 4020 στοιχείων του δείκτη TR Global. Οι τρεις πρώτες βιομηχανίες με βάση το ανώτατο όριο αγοράς του δείκτη ESG είναι η βιομηχανία της τεχνολογίας, των χρηματοοικονομικών και της υγειονομικής περίθαλψης με ποσοστά 28%, 17% και 14% αντίστοιχα, ενώ στον παγκόσμιο δείκτη είναι η βιομηχανία των χρηματοοικονομικών, της τεχνολογίας και οι κυκλικό καταναλωτές με ποσοστά 23%, 18% και 12% αντίστοιχα. Κατά την ανάλυση του κινδύνου ανάληψης παρατηρείται ότι οι δείκτες ESG έχουν χαμηλότερη υποχώρηση από τους τυπικούς δείκτες. Υπάρχουν ορισμένα όρια στην ανάλυση όσον αφορά την Thomson Reuters. Λαμβάνοντας υπόψη όλους τους διαθέσιμους δείκτες, δεν υπήρχε η δυνατότητα του προσδιορισμού ενός κατάλληλου σημείου αναφοράς για τη χαμηλή μεταβλητότητα του υψηλού μερίσματος της Thomson Reuters ESG (Tyvonchuk, 2020).



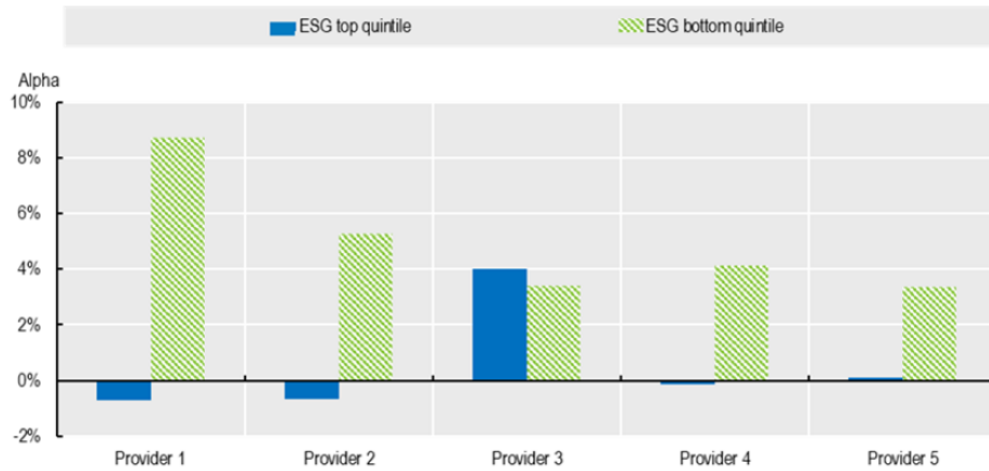
**Εικόνα 18 :** Το ελάχιστο όριο διακύμανσης και ο δείκτης τιμών με βασική αξία το 100 της Thomson Reuters κατά τα έτη 2014 έως 2019  
(πηγή : Refinitiv, 2020)

## 2.5 Η απόδοση χαρτοφυλακίου Fama-French

Η πλεονάζουσα απόδοση που προκύπτει εξαρτάται από τον πάροχο που επιλέχθηκε να δημιουργήσει το χαρτοφυλάκιο, παρόλο που τα χαρτοφυλάκια χαμηλής βαθμολογίας έχουν γενικά καλύτερη απόδοση στην αγορά. Τα αποτελέσματα της αξιολόγησης χρησιμοποιώντας τα δεδομένα των Fama & French έδειξαν ότι, κατά την προσαρμογή για διαφορετικούς τύπους κινδύνων, υπάρχει απόκλιση μεταξύ χαρτοφυλακίων ESG με υψηλή και χαμηλή βαθμολογία. Αυτοί οι κίνδυνοι δεν λαμβάνουν υπόψη την πιθανότητα γεγονότων ουράς που δεν μπορούν να συλληφθούν από τους παράγοντες Fama & French. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε βασίζεται στο μοντέλο 5 παραγόντων των Fama & French. Το μοντέλο στοχεύει στην τιμολόγηση περιουσιακών στοιχείων αφού ληφθούν υπόψη παράγοντες κινδύνου όπως ο συστηματικός κίνδυνος αγοράς, το μέγεθος των εταιρειών και ο δείκτης τιμής προς λογιστική αξία μετοχής στην αγορά. Το προσαρμοσμένο στον κίνδυνο Άλφα που εξάγεται από το μοντέλο μετρά την πλεονάζουσα απόδοση μιας επένδυσης σε σχέση με την απόδοση ενός δείκτη αναφοράς. Στην συγκεκριμένη περίπτωση, ο δείκτης αναφοράς παρέχεται από τους Fama & French και αποτελεί

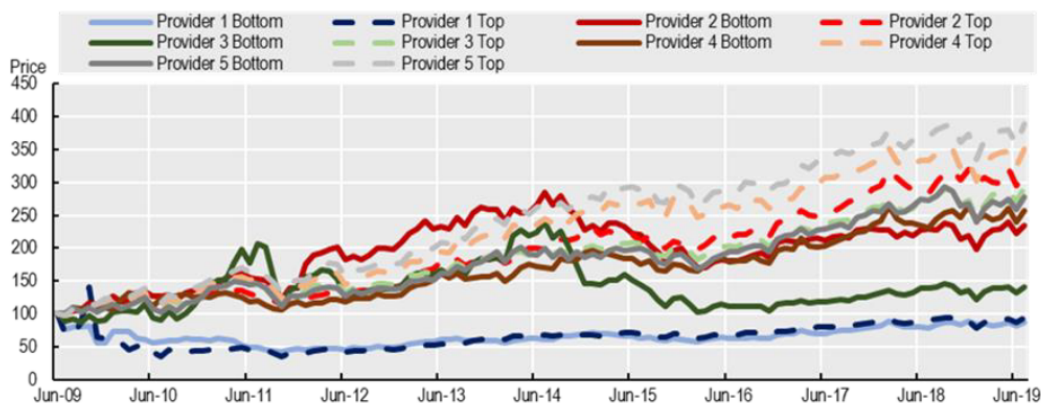


πληρεξούσιο για την αγορά. Για να παρουσιαστεί αυτό το αποτέλεσμα, πραγματοποιήθηκε μια παλινδρόμηση μεταξύ ενός χαρτοφυλακίου τίτλων και των 5 παραγόντων που παρέχονται από τους Fama & French (Daugaard, 2019).



**Εικόνα 19 :** Το επάνω και κάτω τεταρτημόριο του Άλφα του ESG από διαφορετικούς παρόχους στις ΗΠΑ κατά τα έτη 2009 έως 2019 (πηγή : OECD, 2020)

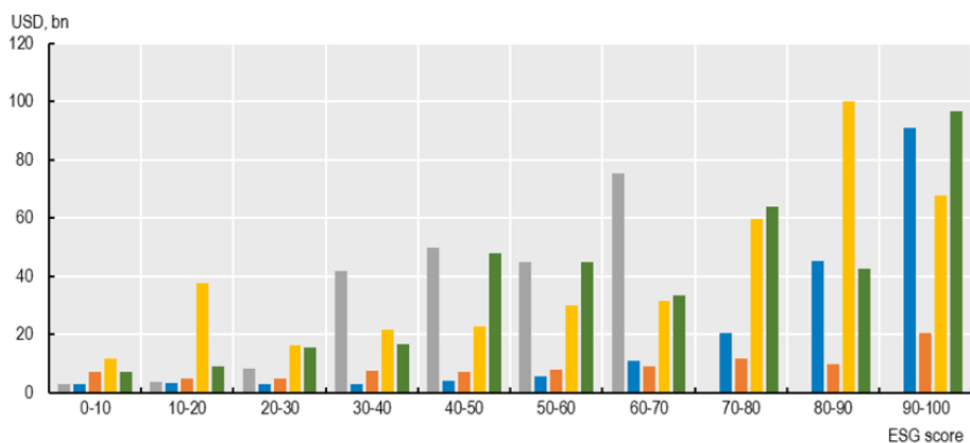
Στην συγκεκριμένη υπόθεση ήταν αναγκαίο να εξεταστεί ο τρόπος απόδοσης των βαθμολογιών ESG σε σύγκριση με την αγορά, και ειδικότερα να εκτιμηθεί εάν τα αποθέματα ESG υψηλής βαθμολογίας υπερτερούν των αποθεμάτων ESG χαμηλής βαθμολογίας, όπου χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο 5 παραγόντων Fama & French. Μπορεί να παρατηρηθεί ένα παρόμοιο μοτίβο για κάθε πάροχο, εκτός από έναν, που δείχνει θετικό Άλφα στο χαρτοφυλάκιο ESG με την καλύτερη βαθμολογία. Όπως προαναφέρθηκε, οι διαφορές στις αξιολογήσεις ESG είναι μεγάλες και αυτό αντικατοπτρίζεται στις επιδόσεις χαρτοφυλακίων που δημιουργήθηκαν μέσω αυτών των δεδομένων. Οι δείκτες τιμών εμφανίζουν διαφορετικές αποδόσεις και μεταβλητότητα ανάλογα με τον πάροχο. Για να κατανοηθεί ο τρόπος συμπεριφοράς της τιμής των χαρτοφυλακίων, υπολογίζεται ένας δείκτης τιμών για να παρακολουθούνται οι επιδόσεις του διαφορετικού χαρτοφυλακίου χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο μεταφερόμενος κίνδυνος (Daugaard, 2019).



**Εικόνα 20 :** Το πάνω και κάτω χαρτοφυλάκιο ESG ανά πάροχο, ο δείκτης τιμών και η βασική αξία του 100 κατά τα έτη 2009 έως 2019 (πηγή : OECD, 2020)

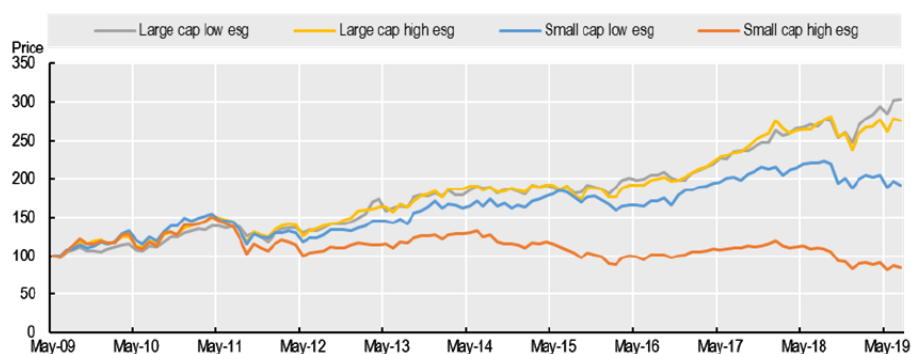
## 2.6 Η αξιολόγηση για μεροληψία

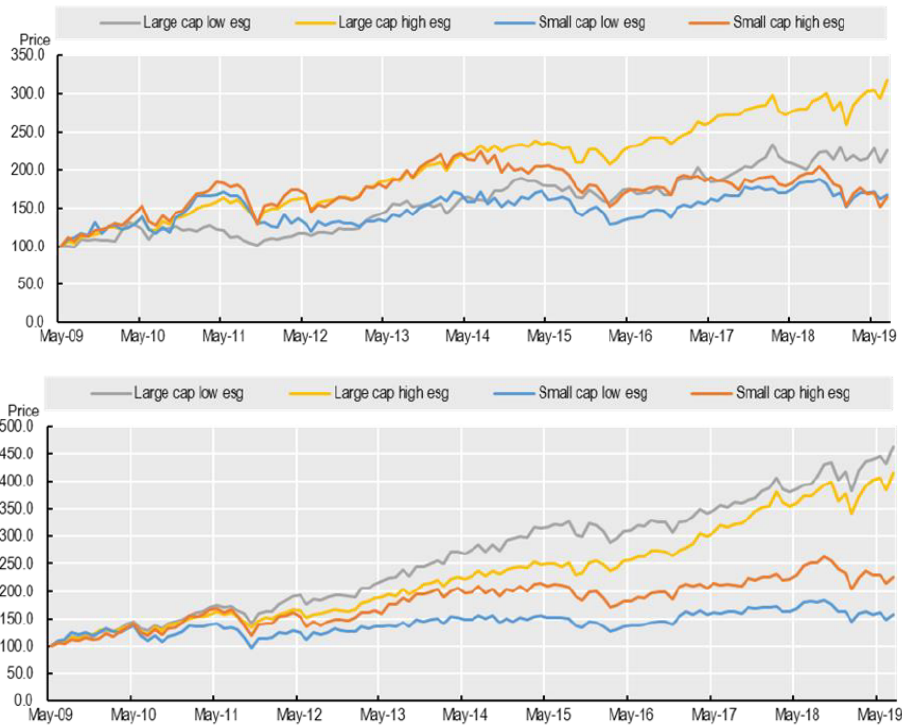
Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς έχει ισχυρή, θετική συσχέτιση με τις βαθμολογίες ESG για διαφορετικούς παρόχους, εκτός από έναν. Συγκρίνεται η κεφαλαιοποίηση διαφόρων παρόχων της αγοράς και παρατηρήθηκε ότι, εκτός από έναν πάροχο, οι άλλοι έχουν πολύ ισχυρή βαθμολογία ESG σε σχέση με τη συσχέτιση κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Όπως αναφέρεται, τα στοιχεία ESG που βγήκαν στο φως μπορεί να είναι ένα πρόβλημα για τις μικρότερες εταιρείες, οι οποίες μπορεί να μην είναι σε θέση να απορροφήσουν υψηλό πάγιο κόστος αυτών των αναφορών, όπως μέσω της εμπειρογνωμοσύνης και του χρόνου για να συμμετάσχουν στην αναφορά μη χρηματοοικονομικών παραγόντων. Αντίθετα, οι μεγάλες κεφαλαιοποιημένες εταιρείες διαθέτουν έναν ορισμένο βαθμό εμπειρογνωμοσύνης στις γνωστοποιήσεις και μπορεί επίσης να έχουν τη δυνατότητα να επενδύσουν σε βιώσιμες «ευκαιρίες» που θα μείωναν τα αποτυπώματα άνθρακα και θα εμπλέκονταν σε πράσινες ευκαιρίες. Συνήθως οι μεγάλες εταιρείες έχουν γενικά μεγαλύτερο αριθμό αναλυτών που τους καλύπτουν, γεγονός που συχνά οδηγεί σε περισσότερες διαθέσιμες πληροφορίες (Wimmer, 2012).



**Εικόνα 21 :** Η μέση κεφαλαιοποίηση της εταιρείας κατά βαθμολογία ESG και από διαφορετικούς παρόχους κατά το έτος 2019 (πηγή : OECD, 2020)

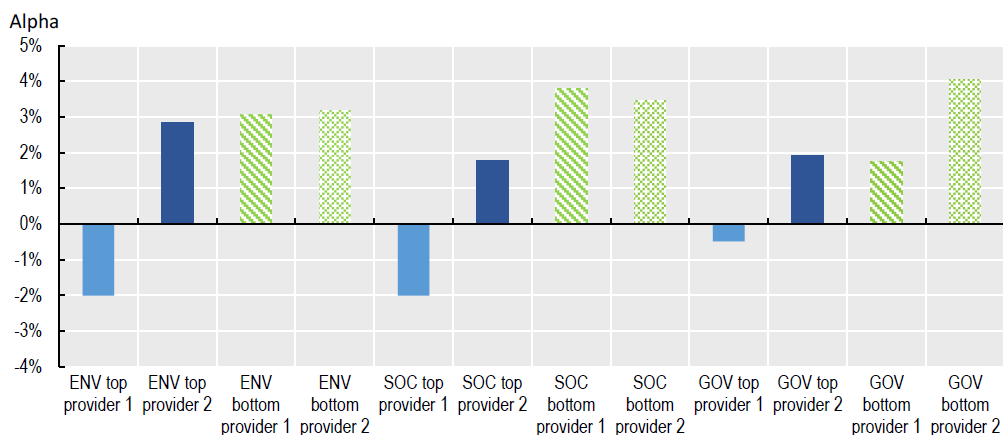
Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα που υποστηρίζουν τη διαφορά στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς υψηλών και χαμηλών βαθμολογιών ESG που βρέθηκαν στην προηγούμενη ανάλυση, αποφασίστηκε να πραγματοποιηθεί μια ανάλυση απόδοσης που διαιρεί τα δείγματα σε μικρές μετοχές κεφαλαιοποιημένης αγοράς (μεταξύ 300 εκατομμυρίων δολαρίων και 2 δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ) και της κεφαλαιοποίησης της μεγάλης αγοράς μετοχών (> 10 δισεκατομμύρια δολάρια). Αυτό επέτρεψε να μειωθεί η μεροληψία λόγω μεγέθους. Το επίπεδο των δεικτών των τιμών διαφέρει ανάλογα με τον πάροχο και την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Για δύο παρόχους χαμηλής βαθμολογίας ESG, οι μεγάλες κεφαλαιοποιημένες εταιρείες έχουν τις καλύτερες επιδόσεις, ενώ για έναν πάροχο υψηλού ESG, οι μεγάλες κεφαλαιοποιημένες εταιρείες υπερτερούν των ομοτίμων τους (Roncalli, 2021).





**Εικόνα 22 :** Οι μικρές και μεγάλες μετοχές που είναι κεφαλαιοποιημένες στην αγορά κατά υψηλότερη και κατώτατη βαθμολογία ESG από τρεις παρόχους, ο δείκτης τιμών και η βασική αξία με βάση το 100 στις ΗΠΑ κατά τα έτη 2009 έως 2019 (πηγή : OECD, 2020)

Για να γίνει εμβάθυνση της κατανόησης για τους οδηγούς των βαθμολογιών ESG, πραγματοποιήθηκε μια ανάλυση με στόχο τον προσδιορισμό του πώς και εάν οι διαφορετικοί πυλώνες οδηγούν τις επιδόσεις των αξιολογήσεων ESG. Είναι αξιοσημείωτο ότι υπάρχει μεγάλη διαφορά ανάλογα με τον επιλεγμένο πάροχο. Από την ανάλυση προκύπτει ότι τα αποτελέσματα καθορίζονται κυρίως από την επιλογή του παρόχου αξιολόγησης. Από αυτή την άποψη, η μεθοδολογία δεν φαίνεται να αποτυπώνει τους παράγοντες E, S ή G με τον κατάλληλο τρόπο. Ο αντίκτυπος των καλύτερων σχέσεων με τα ενδιαφερόμενα μέρη σε περιβαλλοντικά, κοινωνικά και θέματα διακυβέρνησης μπορεί να πάρει περισσότερο χρόνο για να επηρεάσουν τα οφέλη της βιωσιμότητας των οικονομικών αποδόσεων, όπως μέσω της διατήρησης των εργαζομένων και της πίστης των πελατών (Bennani et al., 2018).



**Εικόνα 23 :** Οι πυλώνες E, S, G του ανώτερου και κατώτατου τεταρτημορίου και η σύγκριση μεταξύ των παρόχων κατά το Άλφα κατά τα έτη 2009 έως 2019  
(πηγή : OECD, 2020)

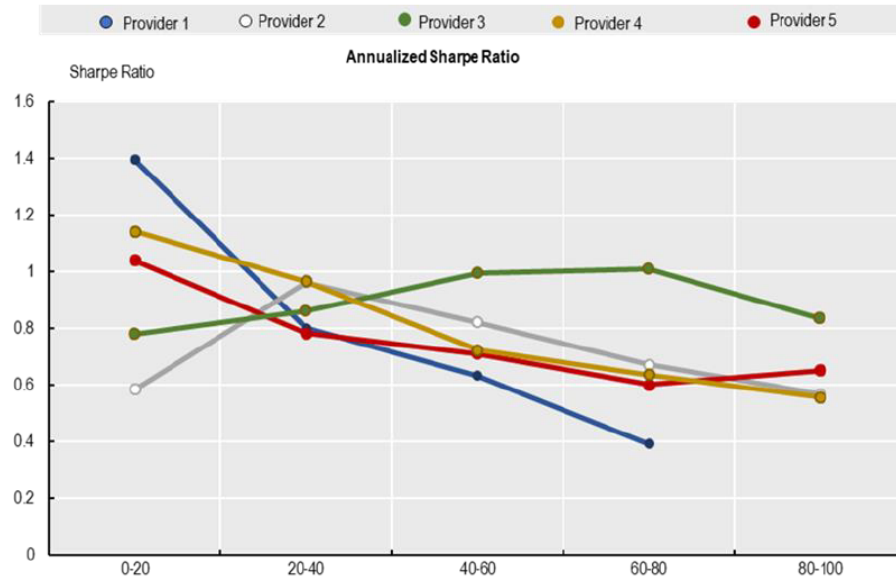
## 2.7 Η κατασκευή χαρτοφυλακίου και ο ανταγωνισμός

Η ανάλυση χαρτοφυλακίου που πραγματοποιήθηκε έδειξε μια γενικά χαμηλότερη απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο για υψηλές βαθμολογίες ESG ανάλογα με την περιοχή που πραγματοποιήθηκε η ανάλυση. Τα ευρήματα υποστηρίζουν την προηγούμενη ανάλυση, η οποία πρότεινε ότι η χρήση διαφορετικών παρόχων θα αποφέρει διαφορετικά αποτελέσματα όσον αφορά την απόδοση. Για να κατανοηθεί αν αυτό συμβαίνει όταν λαμβάνεται υπόψη η σχέση κινδύνου/απόδοσης έγινε σύγκριση του τρόπου με τον οποίο αποδίδουν οι διαφορετικές βαθμολογίες ESG. Ως εκ τούτου, δημιουργήθηκαν διαφορετικά χαρτοφυλάκια διαχωρίζοντας τα σε πέντε εύρη βαθμολογιών όπου είναι 0-20, 20-40, 40-60, 60-80 και 80-100. Με αυτόν τον τρόπο μπόρεσε να πραγματοποιηθεί η σύγκριση για το πώς η κλίση προς κάθε επίπεδο της βαθμολογίας επηρεάζει τις επιδόσεις (Kempeneer et al., 2021).

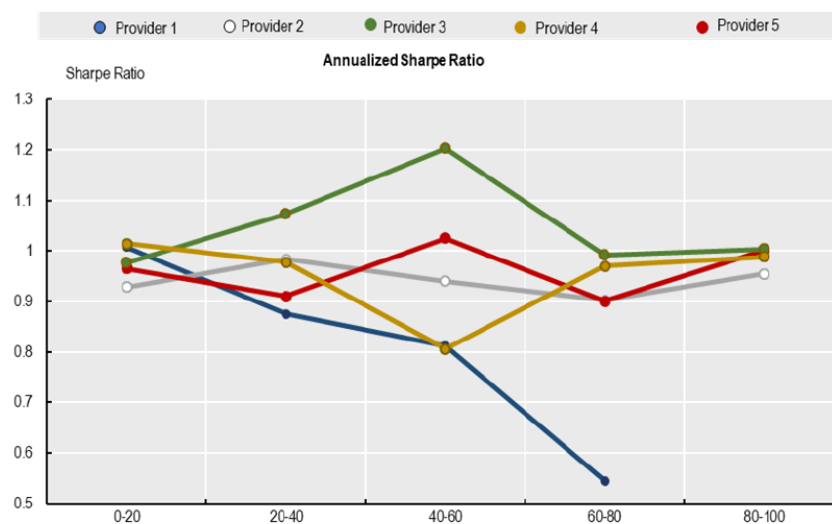
### 2.7.1 Οι γεωγραφικές συγκρίσεις

Η ανάλυση διαιρεί τις βαθμολογίες που αναλύθηκαν σε δύο διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές και συγκεκριμένα σε παγκόσμιο επίπεδο και στις ΗΠΑ. Η πρώτη επιλογή στοχεύει στη δημιουργία ισοσκελισμένου χαρτοφυλακίου ESG με βάση τα δεδομένα διαφορετικών παρόχων. Τα ευρήματα υποστηρίζουν την προηγούμενη ανάλυση για την μη υπεραπόδοση χαρτοφυλακίων υψηλών βαθμολογιών ESG της παγκόσμιας ανάλυσης. Το καλύτερο επίπεδο για την παγκόσμια

περιοχή είναι το χαρτοφυλάκιο των βαθμολογιών ESG μεταξύ 0-20. Για τις ΗΠΑ, τα χαρτοφυλάκια με την καλύτερη απόδοση για τον δείκτη Sharpe ποικίλλουν σημαντικά ανάλογα με τον πάροχο (Erhardt, 2020).



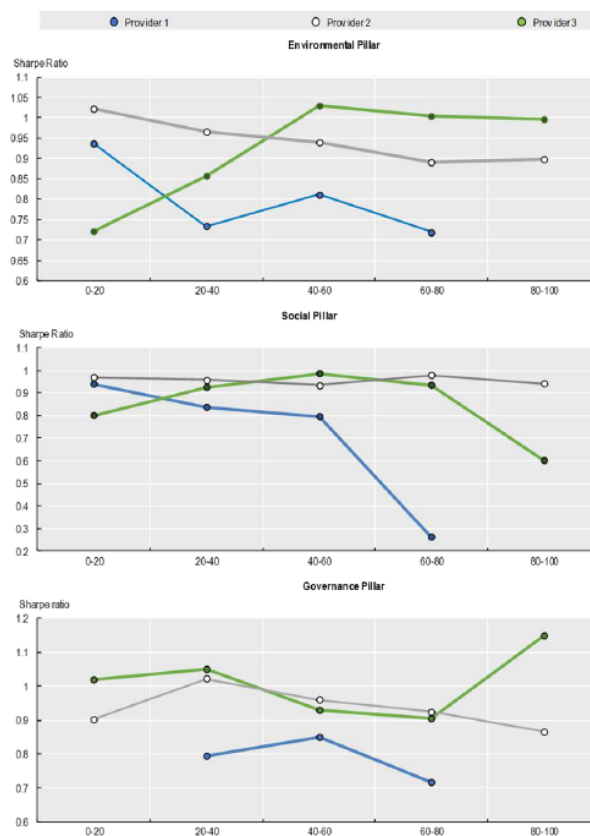
**Εικόνα 24 :** Ο ετήσιος δείκτης Sharpe με διαχωρισμό βαθμολογίας για 5 διαφορετικούς παρόχους σε παγκόσμιο επίπεδο κατά τα έτη 2009 έως 2019 (πηγή : OECD, 2020)



**Εικόνα 25 :** Ο ετήσιος δείκτης Sharpe με διαχωρισμό βαθμολογίας για 5 διαφορετικούς παρόχους στις ΗΠΑ κατά τα έτη 2009 έως 2019 (πηγή : OECD, 2020)

## 2.7.2 Η απόδοση των πυλώνων E, S, G

Η ανάλυση διαφορετικών πυλώνων δείχνει διαφορετικά αποτελέσματα ανάλογα με τον πάροχο. Η επόμενη ανάλυση στοχεύει στην κατανόηση εάν οι διαφορετικοί πυλώνες έχουν διαφορετικά πλεονεκτήματα ως παράγοντες επιστροφής, με έμφαση στις ΗΠΑ. Διαπιστώθηκε ότι οι καλύτερες επιδόσεις όσον αφορά τον δείκτη Sharpe διαφέρουν ανάλογα με τον πάροχο. Τα χαρτοφυλάκια σταθμίζονται εξίσου ως προς τις τιμές και στη συνέχεια κατανομούνται χρησιμοποιώντας τη βαθμολογία E, S, ή G (Ielasi et al., 2020). Τα χαρτοφυλάκια ισοσταθμισμένων πυλώνων βάσει διαχωρισμού βαθμολογίας παρουσιάζονται στην παρακάτω εικόνα :

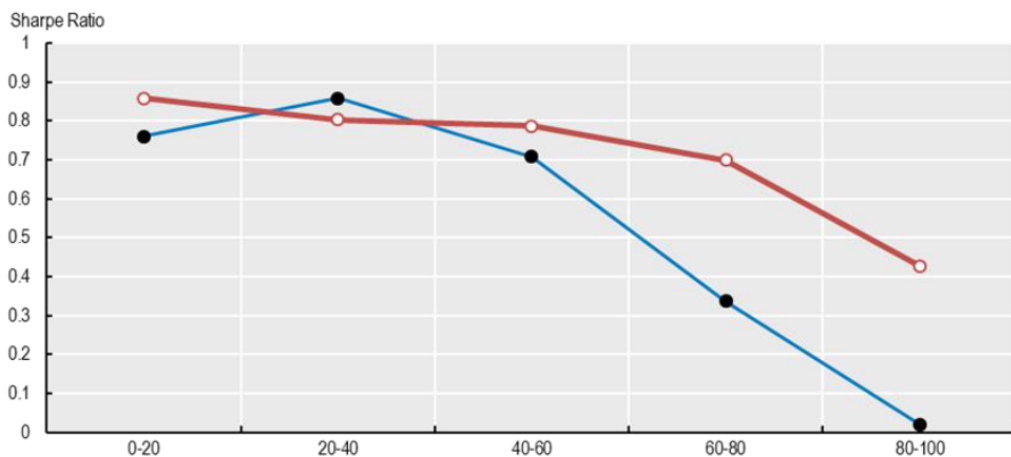


**Εικόνα 26 :** Ο ετήσιος δείκτης Sharpe των πυλώνων E, S, G κατά διαχωρισμό βαθμολογίας και πάροχο στις ΗΠΑ κατά τα έτη 2009 έως 2019 (πηγή : OECD, 2020)

Οι μικρές κεφαλαιοποιημένες εταιρείες των ΗΠΑ έχουν κλίση

Η χαμηλή απόδοση των χαρτοφυλακίων ESG με υψηλή βαθμολογία είναι γενικά πιο συχνή στην περίπτωση των μικρών κεφαλαιοποιημένων εταιρειών, που θεωρούνται εταιρείες με

κεφαλαιοποίηση αγοράς μεταξύ 300 εκατομμυρίων και 2 δισεκατομμυρίων δολαρίων, στις ΗΠΑ. Σε σύγκριση με ένα χαρτοφυλάκιο που δεν κάνει διακρίσεις στο μέγεθος των εταιρειών, μπορεί να παρατηρηθεί ότι η διαφορά μεταξύ των βαθμολογιών είναι αρκετά έντονη. Για να εκτιμηθεί περαιτέρω ο τρόπος με τον οποίο επηρεάζονται οι μικρές κεφαλαιοποιημένες μετοχές από τις αξιολογήσεις ESG, αναλύεται ένα δείγμα που βασίζεται στην αμερικανική χρηματιστηριακή αγορά. Χρησιμοποιώντας δύο διαφορετικούς παρόχους (καθώς τα δεδομένα για άλλους παρόχους δεν ήταν επαρκή για μια πλήρη ανάλυση), διαπιστώθηκε ότι το χαρτοφυλάκιο χαμηλότερης βαθμολογίας αποδίδει καλύτερα σε προσαρμοσμένη βάση κινδύνου (Ετήσιος δείκτης Sharpe). Αυτό, από κοινού με το γεγονός ότι οι μικρές κεφαλαιοποιημένες μετοχές αντιπροσωπεύουν ένα πολύ μικρό μέρος του περιβάλλοντος των ESG, προσφέρει το συμπέρασμα ότι αυτές οι εταιρείες επιβαρύνονται με την προσπάθεια εφαρμογής και αποκάλυψης βιώσιμων πρακτικών (Drei et al., 2019).



**Εικόνα 27 :** Ο ετήσιος δείκτης Sharpe από μικρές κεφαλαιοποιημένες εταιρείες με βάση τον διαχωρισμό ESG για δύο παρόχους στις ΗΠΑ κατά τα έτη 2009 έως 2019

(πηγή : OECD, 2020)

## 2.8 Η επισκόπηση της απόδοσης των κεφαλαίων

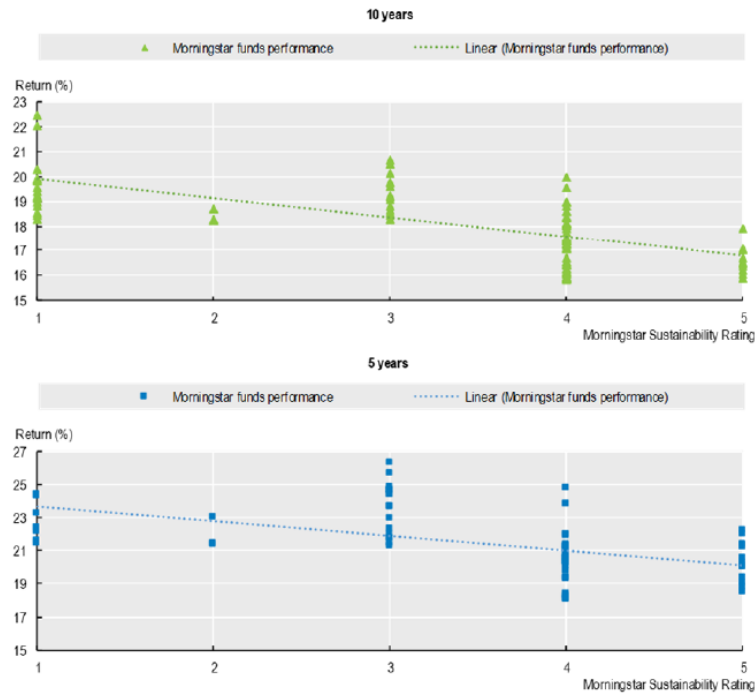
Διαχωρισμένοι από τους δείκτες και τα χαρτοφυλάκια, έγινε προσπάθεια εκτίμησης του βαθμού στον οποίο τα πραγματικά επενδυτικά κεφάλαια που κατέχουν εκδότες υψηλού ESG ξεπέρασαν τα κεφάλαια, τα οποία επωφελούνται από στρατηγικές διαχείρισης επενδύσεων και αποφάσεις σχετικά με επενδύσεις ESG. Εμφανίστηκε μικρή διαφορά στην απόδοση των κεφαλαίων υψηλής και χαμηλής βαθμολογίας, δείχνοντας και για τους δύο ένα ευρύ φάσμα επιδόσεων. Ο βαθμός στον οποίο οι επιδόσεις ποικίλλουν και στις δύο κατηγορίες υποδεικνύει ότι διαφορετικοί



παράγοντες, συμπεριλαμβανομένων των συγκεκριμένων επενδυτικών στρατηγικών και του τρόπου εφαρμογής τους, καθοδηγούν τα αποτελέσματα των κεφαλαίων. Δεν πρέπει να γίνεται γενίκευση που να βασίζεται μόνο στη βαθμολογία ESG όταν εξετάζονται οι οικονομικές αποδόσεις των κεφαλαίων, υποδεικνύοντας τη σημασία της χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης σχετικά με τα ταμεία λιανικής (Vojtko & Padysak, 2019).

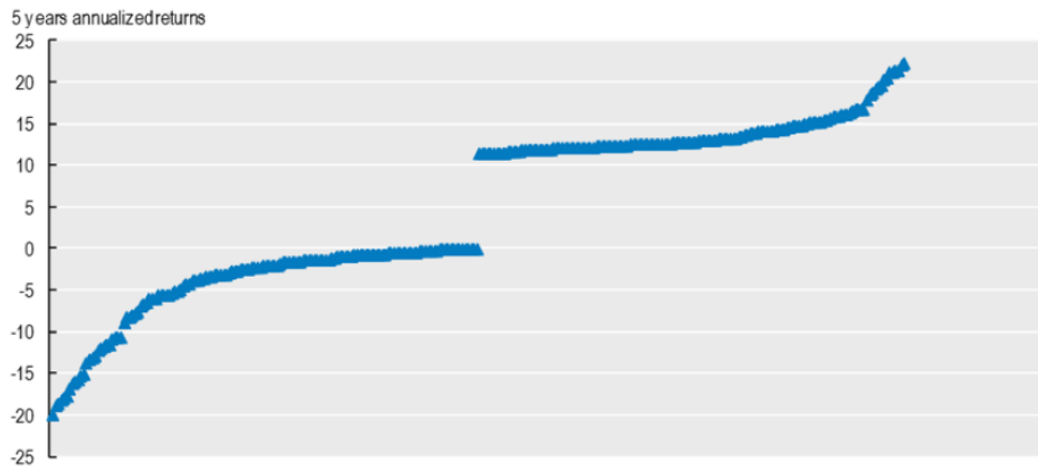
Για να πραγματοποιηθεί η ανάλυση, αποφασίστηκε να εξεταστεί ένα δείγμα κεφαλαίων από τη Morningstar για να κατανοηθεί ο τρόπος επηρεασμού των αξιολογήσεων ESG από τους επενδυτές που αποφασίζουν να αγοράσουν κεφάλαια. Αναλύθηκαν οι 50 χρηματοδοτήσεις με τις καλύτερες επιδόσεις για τις ετήσιες αποδόσεις 1, 3, 5 και 10 ετών και πραγματοποιήθηκε σύγκριση με τη βαθμολογία βιωσιμότητας τους, έτσι ώστε να απονέμεται ένα σύστημα αξιολόγησης της Morningstar σε ταμεία με περιουσιακά στοιχεία που έχουν τις υψηλότερες βαθμολογίες ESG (βάσει αξιολογήσεων των Sustainalytics). Τα αποτελέσματα της ανάλυσης των κεφαλαίων της Morningstar δείχνουν μικρή συσχέτιση μεταξύ της βιωσιμότητας και των επιδόσεων. Αυτό που διαπιστώνεται είναι ένας αρνητικός συσχετισμός βιωσιμότητας και επιδόσεων περίπου -0,5 για διαφορετικές χρονικές περιόδους (1 και 5 έτη) και ελαφρώς πιο αρνητικός για τα 10 έτη (-0,7). Μεταξύ άλλων ερευνών που εστιάζουν στην ανάλυση κεφαλαίων, η Morningstar αναλύει την απόδοση των Ευρωπαϊκών Ταμείων κατά στρατηγική. Η έρευνα μετρά την απόδοση των κεφαλαίων ESG σε σύγκριση με τα παραδοσιακά κεφάλαια (Abhayawansa & Tyagi, 2021).

Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι το εύρος των αποδόσεων είναι τόσο μεγάλο λόγω των εξωτερικών παραγόντων του ESG, οι οποίοι δεν φαίνεται να είναι ο βασικός οδηγός των αποδόσεων. Ιδιαίτερα σημαντική μεταξύ διαφορετικών πραγμάτων είναι η επενδυτική στρατηγική που επιλέγεται από την χρηματοδότηση. Ένα παράδειγμα είναι η διαφορά στη στρατηγική που υιοθετήθηκε μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων 5 αστέρων, τα οποία είναι τα πιο βιώσιμα. Μεταξύ των καλύτερων επιδόσεων μπορούν να εντοπιστούν οι επενδυτικές στρατηγικές που είναι πιο εστιασμένες στα ίδια κεφάλαια (σε παγκόσμιες, αμερικάνικες και αναπτυξιακές μετοχές), ενώ μεταξύ των χειρότερων επιδόσεων οι πιο συνηθισμένες στρατηγικές βασίζονται στην επένδυση σε ομόλογα, μετατρέψιμα ομόλογα και κεφάλαια της χρηματαγοράς. Η γεωγραφία, ο τομέας και το νόμισμα της επενδυτικής στρατηγικής διαδραματίζουν επίσης σημαντικό ρόλο στον καθορισμό του τελικού αποτελέσματος, καθώς αυτά μπορεί να διαφέρουν ανάλογα με την χρηματοδότηση που θα επιλεγεί (Devalle et al., 2017).



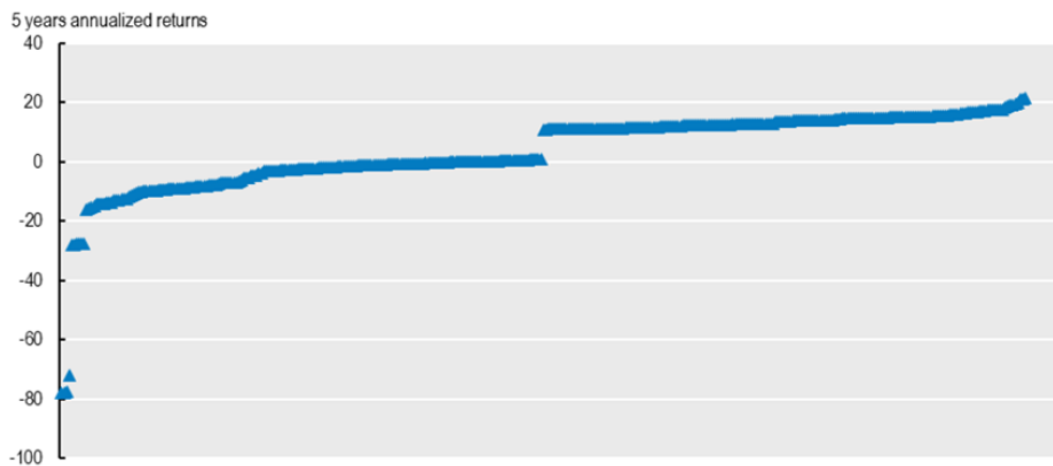
**Εικόνα 28 :** Οι ετήσιες επιδόσεις κεφαλαίων στην αξιολόγηση βιωσιμότητας της Morningstar στα 5 και 10 έτη κατά το 2019  
(πηγή : Morningstar, 2020)

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης που επικεντρώθηκαν στην χρηματοδότηση με την καλύτερη και τη χειρότερη βαθμολογία παρέχουν ένα πλήρες πλαίσιο όπου μπορεί να παρατηρηθεί πώς η κατανομή των αποδόσεων κυμαίνεται από περίπου -20% έως +20% και για τις δύο κατηγορίες, εκτός από ορισμένες υπερβολικές τιμές στις χρηματοδοτήσεις χαμηλότερης βαθμολογίας. Συγκεκριμένα, ενώ η κατανομή των κεφαλαίων μοιάζει παρόμοια, όταν γίνεται εστίαση στα κεφάλαια χαμηλής βαθμολογίας παρατηρείται ότι είναι πολύ πιο πιθανό να υποφέρουν από αρνητικό κίνδυνο, με ελάχιστα κεφάλαια να έχουν απόδοση κάτω του -20%. Ως εκ τούτου, μπορεί να παρατηρηθεί πώς ακόμη και τα εξαιρετικά βιώσιμα κεφάλαια μπορούν να έχουν ένα ευρύ φάσμα επιδόσεων, παρόμοια με τα κεφάλαια χαμηλής βαθμολογίας (Folger-Laronde et al., 2020).



**Εικόνα 29 :** Η κατανομή 300 επιδόσεων βιώσιμης χρηματοδότησης (5 αστέρια) κατά το 2019

(πηγή : Morningstar, 2020)



**Εικόνα 30 :** Η κατανομή 300 επιδόσεων χαμηλού επιπέδου βιωσιμότητας (1 και 2 αστέρων) κατά το 2019

(πηγή : Morningstar, 2020)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

#### 3.1 Τα χαρακτηριστικά των αμοιβαίων κεφαλαίων

##### 3.1.1 Ο ορισμός των αμοιβαίων κεφαλαίων

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ένας τύπος χρηματοοικονομικού μέσου που αποτελείται από μια δεξαμενή χρημάτων που συλλέγεται από πολλούς επενδυτές για να πραγματοποιήσει επενδύσεις σε τίτλους όπως μετοχές, ομόλογα, μέσα χρηματαγοράς και άλλα περιουσιακά στοιχεία. Τα αμοιβαία κεφάλαια λειτουργούν από επαγγελματίες διαχειριστές χρημάτων, οι οποίοι κατανέμουν τα περιουσιακά στοιχεία των αμοιβαίων κεφαλαίων και προσπαθούν να παράγουν κεφαλαιακά κέρδη ή έσοδα για τους επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το χαρτοφυλάκιο ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι δομημένο και διατηρείται ώστε να ταιριάζει με τους επενδυτικούς στόχους που αναφέρονται στο ενημερωτικό δελτίο του. Τα αμοιβαία κεφάλαια δίνουν πρόσβαση στους μικρούς ή μεμονωμένους επενδυτές σε επαγγελματικά χαρτοφυλάκια μετοχών, ομολόγων και άλλων τίτλων. Συνεπώς, κάθε μέτοχος συμμετέχει αναλογικά στα κέρδη ή στις ζημιές των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν σε έναν τεράστιο αριθμό τίτλων και η απόδοση συνήθως χαρακτηρίζεται ως η αλλαγή στο συνολικό όριο αγοράς του αμοιβαίου κεφαλαίου, που προκύπτει από τη συνολική απόδοση των υποκείμενων επενδύσεων (Nabi & Zuhair, 2015).

Τα αμοιβαία κεφάλαια συγκεντρώνουν χρήματα από το επενδυτικό κοινό και τα χρησιμοποιούν για να αγοράσουν άλλους τίτλους, συνήθως μετοχές και ομόλογα. Η αξία της εταιρείας αμοιβαίων κεφαλαίων εξαρτάται από την απόδοση των τίτλων που αποφασίζονται να αγοραστούν. Έτσι, όταν αγοράζει κάποιος μερίδιο ή μετοχή αμοιβαίου κεφαλαίου, αγοράζει την απόδοση του χαρτοφυλακίου του ή, πιο συγκεκριμένα, μέρος της αξίας του χαρτοφυλακίου. Η επένδυση σε μερίδιο αμοιβαίου κεφαλαίου διαφέρει από την επένδυση σε μετοχές. Σε αντίθεση με τις κοινές μετοχές, οι μετοχές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν παρέχουν στους κατόχους της κανένα δικαίωμα ψήφου. Ένα μερίδιο αμοιβαίου κεφαλαίου αντιπροσωπεύει επενδύσεις σε πολλές διαφορετικές μετοχές (ή σε άλλους τίτλους) αντί για μία μόνο συμμετοχή (Kaur, 2018).

Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η τιμή μιας μετοχής αμοιβαίου κεφαλαίου αναφέρεται ως καθαρή αξία του περιουσιακού στοιχείου (NAV) ανά μετοχή, μερικές φορές εκφρασμένη ως καθαρή αξία περιουσιακού στοιχείου ανά μετοχή (NAVPS). Η καθαρή αξία περιουσιακού στοιχείου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου προκύπτει διαιρώντας τη συνολική αξία των τίτλων στο χαρτοφυλάκιο με το συνολικό ποσό των μετοχών που εκκρεμούν. Οι εκκρεμείς μετοχές είναι

αυτές που κατέχονται από όλους τους μετόχους, τους θεσμικούς επενδυτές και τα στελέχη της εταιρείας. Οι μετοχές αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν συνήθως να αγοραστούν ή να εξαργυρωθούν όπως απαιτείται στην τρέχουσα καθαρή αξία περιουσιακού στοιχείου του αμοιβαίου κεφαλαίου, όπου σε αντίθεση με την τιμή των μετοχών, δεν παρουσιάζονται διακυμάνσεις κατά τις ώρες της αγοράς, αλλά διακανονίζεται στο τέλος κάθε ημέρας διαπραγμάτευσης. Επομένως, η τιμή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ενημερώνεται επίσης όταν διευθετηθεί τη καθαρή αξία περιουσιακού στοιχείου ανά μετοχή (Kaur, 2018).

### 3.1.2 Οι κίνδυνοι των αμοιβαίων κεφαλαίων

Ο κίνδυνος προκύπτει στα αμοιβαία κεφάλαια λόγω του ότι τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν σε μια ποικιλία χρηματοοικονομικών μέσων όπως μετοχές, χρέη, εταιρικά ομόλογα, κρατικούς τίτλους και πολλά άλλα. Η τιμή αυτών των μέσων συνεχίζει να κυμαίνεται λόγω πολλών παραγόντων που μπορεί να οδηγήσουν σε απώλειες. Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητο να προσδιοριστεί το προφίλ κινδύνου και να επενδυθεί στο πιο κατάλληλο ταμείο. Λόγω της διακύμανσης των τιμών ή της μεταβλητότητας, η καθαρή αξία του περιουσιακού στοιχείου ενός ατόμου μειώνεται, με αποτέλεσμα την απώλεια. Με απλά λόγια, η καθαρή αξία του περιουσιακού στοιχείου είναι η αγοραία αξία όλων των προγραμμάτων που έχει επενδύσει ένα άτομο ανά μονάδα μετά την άρνηση των υποχρεώσεων. Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητο να προσδιοριστεί το προφίλ κινδύνου και να επενδυθεί στο πιο κατάλληλο ταμείο (Smith, 2011).

Οι τύποι κινδύνων των αμοιβαίων κεφαλαίων περιγράφονται ως εξής (Berk et al., 2020) :

- **Κίνδυνος αγοράς :** Ο κίνδυνος αγοράς είναι ένας κίνδυνος που μπορεί να οδηγήσει σε ζημιές για κάθε επενδυτή λόγω των κακών επιδόσεων της αγοράς. Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά. Μερικά παραδείγματα είναι μια φυσική καταστροφή, ο πληθωρισμός, η ύφεση, η πολιτική αναταραχή, η διακύμανση των επιτοκίων κ.ο.κ. Ο κίνδυνος αγοράς είναι επίσης γνωστός ως συστηματικός κίνδυνος. Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου ενός ατόμου δεν θα βοηθήσει σε αυτά τα σενάρια. Το μόνο που μπορεί να κάνει ένας επενδυτής είναι να περιμένει να μπουν τα πράγματα στη θέση τους.
- **Κίνδυνος συγκέντρωσης :** Συγκέντρωση σημαίνει γενικά εστίαση σε ένα μόνο πράγμα. Η συγκέντρωση ενός σημαντικού ποσού των επενδύσεων ενός ατόμου σε ένα συγκεκριμένο πρόγραμμα δεν είναι ποτέ καλή επιλογή. Τα κέρδη θα είναι τεράστια εάν

είναι τυχερά, αλλά οι απώλειες θα εκφραστούν κατά καιρούς. Ο καλύτερος τρόπος για να ελαχιστοποιηθεί αυτός ο κίνδυνος είναι η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Η επικέντρωση και η μεγάλη επένδυση σε έναν τομέα είναι επίσης επικίνδυνη. Όσο πιο ποικίλο είναι το χαρτοφυλάκιο, τόσο μικρότερος είναι ο κίνδυνος.

- **Κίνδυνος επιτοκίου** : Το επιτόκιο αλλάζει ανάλογα με τη διαθέσιμη πίστωση των δανειστών και τη ζήτηση από τους δανειολήπτες, υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ τους. Η αύξηση των επιτοκίων κατά την περίοδο επένδυσης μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της τιμής των κινητών αξιών.
- **Κίνδυνος ρευστότητας** : Ο κίνδυνος ρευστότητας αναφέρεται στη δυσκολία εξαγοράς μιας επένδυσης χωρίς να προκύψει ζημία στην αξία του μέσου. Μπορεί επίσης να συμβεί όταν ένας πωλητής δεν μπορεί να βρει αγοραστή για την ασφάλεια. Στα αμοιβαία κεφάλαια, όπως το σύστημα αποταμίευσης που συνδέεται με μετοχές (ELSS), η περίοδος κλειδώματος μπορεί να οδηγήσει σε κίνδυνο ρευστότητας. Τίποτα δεν μπορεί να γίνει κατά την περίοδο κλειδώματος. Σε μια ακόμη περίπτωση, τα κεφάλαια που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο (ETF) ενδέχεται να υποφέρουν από τον κίνδυνο ρευστότητας.
- **Πιστωτικός κίνδυνος** : Ο πιστωτικός κίνδυνος σημαίνει ότι ο εκδότης του προγράμματος αδυνατεί να πληρώσει αυτό που είχε υποσχεθεί ως τόκο. Συνήθως, οι οργανισμοί που χειρίζονται επενδύσεις βαθμολογούνται από τους οργανισμούς αξιολόγησης βάσει αυτών των κριτηρίων. Έτσι, ένα άτομο θα βλέπει πάντα ότι μια επιχείρηση με υψηλή βαθμολογία θα πληρώνει λιγότερο και αντίστροφα. Τα αμοιβαία κεφάλαια, ιδίως τα κεφάλαια χρέους, υποφέρουν επίσης από πιστωτικό κίνδυνο. Στα κεφάλαια χρέους, ο διαχειριστής κεφαλαίου πρέπει να ενσωματώνει μόνο τίτλους επενδυτικού βαθμού. Αλλά μερικές φορές μπορεί να συμβεί ότι για να αποκτήσει υψηλότερες αποδόσεις, ο διαχειριστής κεφαλαίου μπορεί να περιλαμβάνει τίτλους χαμηλότερης πιστοληπτικής ικανότητας. Αυτό θα αυξήσει τον πιστωτικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

### 3.1.3 Οι τύποι αμοιβαίων κεφαλαίων

Οι τύποι αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζονται ως εξής (Manda, 2021) :

- **Τα κεφάλαια των χρημάτων της αγοράς :** Τα κεφάλαια αυτά επενδύονται σε χρεόγραφα βραχυπρόθεσμου σταθερού εισοδήματος, όπως κρατικά ομόλογα, κοινά ομόλογα, αποδεκτά τραπεζικά γραμμάτια, εμπορικά χαρτιά και πιστοποιητικά καταθέσεων. Είναι γενικά μια ασφαλέστερη επένδυση, αλλά με χαμηλότερη πιθανή απόδοση από άλλα είδη αμοιβαίων κεφαλαίων.
- **Κεφάλαια σταθερού εισοδήματος :** Αυτά τα κεφάλαια αφορούν επενδύσεις που κατέχουν ένα σταθερό ποσοστό απόδοσης, όπως κρατικά ομόλογα, εταιρικά ομόλογα επενδυτικού επιπέδου και εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης. Στόχος τους είναι να εισέρχονται χρήματα στο ταμείο σε τακτική βάση, κυρίως μέσω τόκων που κερδίζει το ταμείο. Τα εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης είναι γενικά πιο επικίνδυνα από τα αμοιβαία κεφάλαια που κατέχουν κρατικά και επενδυτικά ομόλογα.
- **Αμοιβαία κεφάλαια :** Τα κεφάλαια αυτά επενδύονται σε μετοχές. Τα συγκεκριμένα κεφάλαια στοχεύουν να αναπτυχθούν γρηγορότερα από τα κεφάλαια της αγοράς χρήματος ή τα κεφάλαια σταθερού εισοδήματος, οπότε συνήθως υπάρχει μεγαλύτερος κίνδυνος να χαθούν χρήματα. Μπορεί κάποιος να επιλέξει από διάφορους τύπους μετοχικών κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που ειδικεύονται σε μετοχές ανάπτυξης (που συνήθως δεν πληρώνουν μερίσματα), κεφάλαια εισοδήματος (που κατέχουν μετοχές που πληρώνουν μεγάλα μερίσματα), μετοχές αξίας, μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης, μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης, μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης ή συνδυασμούς αυτών.
- **Ισορροπημένα κεφάλαια :** Αυτά τα κεφάλαια επενδύονται σε ένα μείγμα μετοχών και τίτλων σταθερού εισοδήματος. Προσπαθούν να εξισορροπήσουν τον στόχο της επίτευξης υψηλότερων αποδόσεων έναντι του κινδύνου απώλειας χρημάτων. Τα περισσότερα από αυτά τα κεφάλαια ακολουθούν έναν τύπο για να χωρίσουν χρήματα μεταξύ των διαφόρων τύπων επενδύσεων. Τείνουν να έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από τα κεφάλαια σταθερού εισοδήματος, αλλά λιγότερο κίνδυνο από τα καθαρά ίδια κεφάλαια. Τα επιθετικά κεφάλαια κατέχουν περισσότερες μετοχές και λιγότερα ομόλογα, ενώ τα συντηρητικά κεφάλαια λιγότερες μετοχές σε σχέση με τα ομόλογα.
- **Κεφάλαια δεικτών :** Τα κεφάλαια αυτά στοχεύουν στην παρακολούθηση της απόδοσης ενός συγκεκριμένου δείκτη, όπως ο σύνθετος δείκτης S&P/TSX. Η αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου θα ανέβει ή θα μειώνεται καθώς ο δείκτης αυξάνεται ή μειώνεται. Τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών έχουν συνήθως χαμηλότερο κόστος από τα αμοιβαία

κεφάλαια που διαχειρίζονται με ενεργό τρόπο, επειδή ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου δεν χρειάζεται να κάνει τόση έρευνα ή να πάρει τόσες επενδυτικές αποφάσεις.

- **Ειδικά κεφάλαια :** Αυτά τα κεφάλαια επικεντρώνονται σε εξειδικευμένες εντολές όπως ακίνητα, αγαθά ή κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις. Για παράδειγμα, ένα κοινωνικά υπεύθυνο κεφάλαιο μπορεί να επενδυθεί σε εταιρείες που υποστηρίζουν την περιβαλλοντική διαχείριση, τα ανθρώπινα δικαιώματα και τη διαφορετικότητα και μπορεί να αποφύγει εταιρείες που εμπλέκονται σε αλκοόλ, καπνό, τυχερά παιχνίδια, όπλα και άλλα.
- **Κεφάλαια για κεφάλαια (funds-of-funds) :** Τα κεφάλαια αυτά επενδύονται σε άλλα κεφάλαια. Παρόμοια με τα ισορροπημένα κεφάλαια, προσπαθούν να διευκολύνουν την κατανομή και τη διαφοροποίηση περιουσιακών στοιχείων για τον επενδυτή. Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες της αγοράς για κεφάλαια των κεφαλαίων τείνουν να είναι υψηλότερες από τα αυτόνομα αμοιβαία κεφάλαια.

### 3.2 Η άντληση των στοιχείων της έρευνας

Τα αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούνται στην αγορά της Ελλάδας δεν καταγράφουν ίδια εξέλιξη με τα αμοιβαία κεφάλαια στην παγκόσμια αγορά. Στην παγκόσμια αγορά, τα αμοιβαία κεφάλαια καταγράφουν μεγάλη εξέλιξη σε βάθος χρόνου. Από την άλλη πλευρά, τα αμοιβαία κεφάλαια στην αγορά της Ελλάδας καταγράφουν μια ημι-σταθερή εξέλιξη και πραγματοποιήθηκαν πολλές αυξομειώσεις των τιμών κατά την χρονική στιγμή της οικονομικής κρίσης. Με βάση τις παραπάνω πληροφορίες και τα στοιχεία που αναλύθηκαν, έγινε μια εισαγωγή για τις επενδύσεις ESG και κατά πόσο βοηθούν ολόκληρη την χρηματοοικονομική αγορά. Στην συνέχεια, πραγματοποιήθηκε μια εμπειρική έρευνα, όπου αξιολογήθηκαν οι επιδόσεις μερικών ESG αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς, καθώς και του νέου δείκτη (Δείκτης ATHEX ESG) του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ο οποίος θα παρακολουθεί την χρηματιστηριακή απόδοση των εισηγμένων εταιρειών που υιοθετούν και προβάλλουν τις πρακτικές τους σε θέματα περιβάλλοντος, κοινωνίας και εταιρικής διακυβέρνησης, ο υπολογισμός του οποίου ξεκίνησε στις 2/8/2021.

Η συγκεκριμένη έρευνα βασίζεται σε παρατηρήσεις και εκτιμήσεις δεδομένων, όπου βασίζοντας σε αυτά, πραγματοποιήθηκε μια εκτενής ανάλυση και μετατροπή σε ποσοτικά δεδομένα. Ένας περιορισμός που είναι υποχρεωτικό να αναφερθεί είναι ότι για την παρούσα μελέτη, τα δεδομένα



των αμοιβαίων κεφαλαίων αφορούν στοιχεία του παρελθόντος, καθώς η ανάλυση δεν μπορούσε να πραγματοποιηθεί είτε με στοιχεία του παρόντος είτε του μέλλοντος. Τα στοιχεία πρέπει να είναι παρελθοντικά για να καταγραφούν λεπτομέρειες για την αύξηση ή μείωση των αποδόσεων και των κινδύνων των ESG αμοιβαίων κεφαλαίων.

Για να λάβει χώρα η ακόλουθη έρευνα έγινε χρήση χρηματοοικονομικών δεδομένων για το επιλεγμένο διάστημα. Ειδικότερα αφορούν τις εβδομαδιαίες τιμές κλεισίματος για τα 5 ESG αμοιβαία κεφάλαια και αντίστοιχα του Δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η χρονική περίοδος των δεδομένων κυμαίνονταν από την 1/9/2021 έως 1/5/2022. Σήμερα, έχουν καταγραφεί στην ελληνική αγορά περισσότερα από 150 ESG αμοιβαία κεφάλαια. Για την επιλογή των 5 ESG αμοιβαίων κεφαλαίων δεν υπήρξε κάποιο συγκεκριμένο κριτήριο (τυχαία δειγματοληψία). Τα ESG αμοιβαία κεφάλαια που επιλέχθηκαν εξ αρχής ήταν περίπου 32. Μερικά ESG αμοιβαία κεφάλαια αποκλείστηκαν γιατί είχαν ελλιπή δεδομένα, με αποτέλεσμα να μην προκύπτει ξεκάθαρη εικόνα της κατάστασης τους. Κάποια άλλα ESG αμοιβαία κεφάλαια δεν είχαν καθόλου δεδομένα για την εξεταζόμενη περίοδο οπότε αποκλείστηκαν και αυτά. Μετά τον αποκλεισμό αυτών (27), καταλήξαμε στην αναγκαστική επιλογή των 5 παρακάτω αμοιβαίων κεφαλαίων :

- iShares MSCI USA ESG select ETF - Blackrock
- iShares Global Clean Energy ETF (ICLN) - Blackrock
- Franklin ESG-Focused Balanced Fund
- Eurobank fund of funds ESG focus
- Πειραιώς μικτό ESG

Μέσω την μεθοδολογίας όπου ακολουθήθηκε για να πραγματοποιηθεί η ανάλυση, η επεξεργασία των δεδομένων υπολογίστηκαν ακόλουθα η διακύμανση, η τυπική απόκλιση των αποδόσεων αλλά και η μέση εβδομαδιαία απόδοση τόσο για τα 5 ESG αμοιβαία κεφάλαια όσο και για τον δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Μετά από την εκτίμηση της διακύμανσης, της τυπικής απόκλισης και της μέσης εβδομαδιαίας απόδοσης), αξίζει να αναφερθεί ότι υπολογίστηκε και ο δείκτης αξιολόγησης «Treynor». Τέλος, για την εκτίμηση των αποτελεσμάτων του δείκτη Treynor ήταν υποχρεωτική η απόδοση των επιτοκίων χωρίς κίνδυνο. Μερικές πληροφορίες για τα ESG αμοιβαία κεφάλαια που επιλέχθηκαν είναι οι εξής :

- iShares MSCI USA ESG select ETF – Blackrock: Το ETF iShares MSCI USA ESG Select επιδιώκει να παρακολουθεί τα επενδυτικά αποτελέσματα ενός δείκτη που

αποτελείται από εταιρείες των ΗΠΑ που έχουν θετικά περιβαλλοντικά, κοινωνικά και διακυβερνητικά χαρακτηριστικά, όπως προσδιορίζονται από τον πάροχο του δείκτη.

- iShares Global Clean Energy ETF (ICLN) – Blackrock: Το iShares Global Clean Energy ETF (ICLN) επιδιώκει να παρακολουθήσει τα επενδυτικά αποτελέσματα ενός δείκτη που αποτελείται από παγκόσμιες μετοχές στον τομέα της ενέργειας (clean energy).
- Franklin ESG-Focused Balanced Fund: Το Franklin ESG-Focused Balanced Fund επιδιώκει να προσφέρει συνολική απόδοση επενδύοντας σε μετοχές και χρεόγραφα, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη τις περιβαλλοντικές, κοινωνικές και διακυβερνητικές εκτιμήσεις κατά την επιλογή των επενδύσεων και την κατασκευή του χαρτοφυλακίου.
- Eurobank fund of funds ESG focus: Το Eurobank fund of funds ESG focus επενδύει σε αμοιβαία κεφάλαια που παρέχονται από κορυφαίους διεθνείς διαχειριστές κεφαλαίων. Το Eurobank fund of funds ESG focus διαθέτει ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών και ομολόγων που υιοθετούν κριτήρια ESG (περιβαλλοντικά, κοινωνικά και διακυβερνητικά). Επενδύει μακροπρόθεσμα και είναι εγκεκριμένο στο Λουξεμβούργο.
- Piraeus Balanced ESG Responsible Investing Fund of Funds: Το Piraeus Balanced ESG Responsible Investing Fund of Funds στοχεύει κυρίως σε επενδύσεις μεριδίων ΟΣΕΚΑ ή άλλων οργανισμών που ασχολούνται με συλλογικές επενδύσεις που παρέχει διαφοροποίηση επιπέδου περιουσιακών στοιχείων σε διεθνείς αγορές μετοχών και ομολόγων, η επιλογή των οποίων, ανάμεσα σε άλλα κριτήρια, εκτιμάει και λαμβάνει υπόψη την υπόσταση και το επίπεδο αναφοράς των ΟΣΕΚΑ/ΟΣΕ στις αρχές της Περιβαλλοντικής, Κοινωνικής και Εταιρικής Διακυβέρνησης (ESG).

### **3.3 Τα αποτελέσματα της απόδοσης και του κινδύνου των χαρτοφυλακίων**

Για την ετήσια απόδοση, το ποσοστό, με βάση την ανάλυση των δεδομένων, εκτιμήθηκε στο 1,259% και για την εβδομαδιαία απόδοση, το ποσοστό, με βάση την ανάλυση των δεδομένων, εκτιμήθηκε στο 0,0053%. Λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση των 5 ESG αμοιβαίων κεφαλαίων και αντίστοιχα του δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών, έγινε εκτίμηση της απόδοσης, με βάση τα αντίστοιχα δεδομένα, με την μέθοδο του γεωμετρικού μέσου όρου των αποδόσεων, όπου σχετίζονταν με τις τιμές κλεισίματος κάθε εβδομάδας των 5 ESG αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και του δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Στον πίνακα 5 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από τα 5 ESG αμοιβαία κεφάλαια όπου έλαβαν θετικές τιμές

σχετικά με την απόδοση τους κάθε εβδομάδα. Η γενική απόδοση του δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατέγραψε κι αυτή θετική τιμή και συγκεκριμένα είναι στο 0,44% όπου είναι μια αρκετά καλή απόδοση. Επίσης, πρέπει να αναφερθεί ότι όλα τα ESG αμοιβαία κεφάλαια διαθέτουν τιμές μικρότερες από την τιμή του δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τέλος, η μέση απόδοση των 5 ESG αμοιβαίων κεφαλαίων εκτιμήθηκε στο 0,089% όπου είναι αρκετά χαμηλή συγκριτικά με την γενική απόδοση και αντίστοιχα αρκετά ικανοποιητική σε σύγκριση με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, όπου η απόδοση εκτιμήθηκε περίπου στο 0,0053%.

<b>Όνομασία χαρτοφυλακίων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων</b>	<b>Ποσοστό μέσης εβδομαδιαίας απόδοσης</b>
iShares MSCI USA ESG select ETF - Blackrock	0,102%
iShares Global Clean Energy ETF (ICLN) - Blackrock	0,092%
Franklin Templeton ESG focused balanced fund	0,096%
Eurobank fund of funds ESG focus	0,087%
Πειραιώς μικτό ESG	0,073%
<b>Δείκτης ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών</b>	<b>0,44%</b>

**Πίνακας 5 :** Η μέση απόδοση (εβδομαδιαία) των ESG αμοιβαίων κεφαλαίων και η τιμή του δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων καταγράφουν αυξομειώσεις εντός του υπό εξεταζόμενου χρονικού πλαισίου, οπότε για να υπάρχει η δυνατότητα εκτίμησης του κινδύνου, θα πρέπει να υπολογιστεί η διασπορά των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων από την μέση τιμή. Αυτό όμως κρύβει στοιχεία αλλοίωσης των αποτελεσμάτων καθώς θα ληφθούν υπόψη και οι ακραίες τιμές που υπό κανονικές συνθήκες δεν θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται. Οπότε, η εναλλακτική για την εκτίμηση του κινδύνου των ESG αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ο υπολογισμός της τυπικής απόκλισης των υπό εξεταζόμενων δεδομένων, όπου οι τιμές της τυπικής απόκλισης παρουσιάζουν την πραγματική κατάσταση χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι ακραίες τιμές. Στον πίνακα 6, καταγράφονται τα αποτελέσματα των τυπικών αποκλίσεων των ESG αμοιβαίων κεφαλαίων όπως επίσης και του δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η τιμή του δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών εκτιμήθηκε, μετά από υπολογισμούς, στο

1,136% ενώ η τιμή του μέσου όρου για τον κίνδυνο των ESG αμοιβαίων κεφαλαίων εκτιμήθηκε, μετά από υπολογισμούς, στο 1,297%.

<b>Όνομασία χαρτοφυλακίων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων</b>	<b>Τυπική απόκλιση</b>
iShares MSCI USA ESG select ETF - Blackrock	1,152%
iShares Global Clean Energy ETF (ICLN) - Blackrock	1,874%
Franklin Templeton ESG focused balanced fund	1,540%
Eurobank fund of funds ESG focus	1,847%
Πειραιώς μικτό ESG	1,756%
<b>Δείκτης ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών</b>	<b>1,136%</b>

**Πίνακας 6 :** Ο κίνδυνος των ESG αμοιβαίων κεφαλαίων και η τιμή του δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών

### **3.4 Τα αποτελέσματα του δείκτη Treynor των ESG αμοιβαίων κεφαλαίων**

Ο δείκτης Treynor είναι ο δείκτης που υπολογίζει την επιπρόσθετη απόδοση, που λαμβάνει ο επενδυτής για κάθε μονάδα κινδύνου πάνω από το επιτόκιο κινδύνου. Στον πίνακα 7, ο αναγνώστης μπορεί να παρατηρήσει ότι υπάρχουν διακυμάνσεις στις τιμές του δείκτη Treynor των ESG αμοιβαίων κεφαλαίων που εξετάστηκαν. Ο δείκτης ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών δέχεται την τιμή του 0,0047 όπου είναι η μεγαλύτερη τιμή συγκριτικά με τα αποτελέσματα του δείκτη Treynor των εξεταζόμενων ESG αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο δείκτης ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι λογικό να κατέχει τον μεγαλύτερο αριθμό σε σχέση με τα υπόλοιπα εξεταζόμενα ESG αμοιβαία κεφάλαια, λόγω ότι έχει να κάνει με το σύνολο των μεριδίων των ESG αμοιβαίων κεφαλαίων του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

<b>Όνομασία μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων</b>	<b>Δείκτης Treynor</b>
iShares MSCI USA ESG select ETF - Blackrock	0,0044
iShares Global Clean Energy ETF (ICLN) - Blackrock	0,0041
Franklin Templeton ESG focused balanced fund	0,0039
Eurobank fund of funds ESG focus	0,0036
Πειραιώς μικτό ESG	0,0031
<b>Δείκτης ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών</b>	<b>0,0047</b>

**Πίνακας 7 :** Ο δείκτης Treynor των ESG αμοιβαίων κεφαλαίων και η τιμή του δείκτη ATHEX ESG του Χρηματιστηρίου Αθηνών

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Εν κατακλείδι, μέσο - μακροπρόθεσμα, οι εκδότες που λαμβάνουν υπόψη αυτά τα κοινωνικά ζητήματα είναι πιο πιθανό να αποφύγουν αντιπαραθέσεις και να βελτιώσουν τη φήμη τους, με στόχο να διατηρήσουν τους πελάτες και τους εργαζόμενους και να διατηρήσουν την εμπιστοσύνη των μετόχων σε περιόδους αβεβαιότητας και αλλαγών. Ωστόσο, προς το παρόν, ο βαθμός στον οποίο οι τρέχουσες πρακτικές ESG ξεκλειδώνουν επαρκώς σημαντικές πληροφορίες που είναι προσβάσιμες και χρησιμοποιούνται αποτελεσματικά από τους επενδυτές παραμένει ένα ανοιχτό ερώτημα. Η ανάπτυξη του ESG αντιμετώπιζε δυσκολίες στην είσοδο των βασικών επενδυτικών στρατηγικών τα τελευταία χρόνια. Αυτό μπορεί να οφείλονταν εν μέρει στις εσφαλμένες αντιλήψεις των επενδυτών ότι η βιώσιμη επένδυση περιορίζει τις επιλογές και συμβιβάζει με τους βασικούς οικονομικούς στόχους. Ωστόσο, η ταχεία ανάπτυξη και η διαφοροποίηση των κεφαλαίων ESG όπως και των επενδυτικών στρατηγικών υποδηλώνουν ότι ο κλάδος έχει μετασηματιστεί. Υπάρχουν μικτά στοιχεία ότι οι επενδύσεις ESG είναι σε θέση να προσφέρουν κοινωνικό όφελος χωρίς να θυσιάσουν τις οικονομικές αποδόσεις σε σχέση με την απόδοση των παραδοσιακών χαρτοφυλακίων, ωστόσο ο βαθμός στον οποίο οι επενδύσεις ESG μπορεί να συμβάλλουν στην ενίσχυση της μακροπρόθεσμης αξίας μέσω της ενσωμάτωσης ενός πίνακα των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών θα επωφελούνταν από περαιτέρω αξιολόγηση.

Ταυτόχρονα, οι όροι και οι πρακτικές των επενδύσεων ESG δεν έχουν καθοριστεί με σαφήνεια και οι έννοιες διαφέρουν μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών, ιδιαίτερα μεταξύ των ορίων. Φαίνεται ότι υπάρχουν αρκετές βασικές προσεγγίσεις για τις επενδύσεις ESG, συμπεριλαμβανομένων των αρνητικών και θετικών ελέγχων, της κλίσης των χαρτοφυλακίων που ευθυγραμμίζονται με τις βαθμολογίες ESG, καθώς και τις επιπτώσεις και τις πρακτικές ενσωμάτωσης ESG. Ταυτόχρονα, αυτές οι προσεγγίσεις συνδυάζονται κατά καιρούς με επενδυτικές στρατηγικές που θα μπορούσαν με τη σειρά τους να αλλάξουν την επιλογή περιουσιακών στοιχείων στα χαρτοφυλάκια. Επιπλέον, η έλλειψη τυποποιημένων πρακτικών αναφοράς και διαφάνειας και η δυσκολία μετάφρασης των ποιοτικών πληροφοριών σε αριθμητικές πληροφορίες, δημιουργεί εμπόδια στη σωστή ενσωμάτωση παραγόντων βιωσιμότητας στις επενδυτικές αποφάσεις. Τέλος, λαμβάνοντας υπόψη την ταχεία αύξηση των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων από διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούν μορφές πρακτικών ESG, οι εθνικές χρηματοπιστωτικές ρυθμιστικές αρχές έχουν αρχίσει να αξιολογούν μια σειρά πρακτικών που σχετίζονται με τις μορφές βιώσιμης χρηματοδότησης, με αυξανόμενη εστίαση στις ταξινομήσεις, τις προσεγγίσεις και το μάρκετινγκ των ESG επενδύσεων.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

---

- Abhayawansa S., Tyagi S., (2021), «Sustainable Investing: The Black Box of Environmental, Social, and Governance (ESG) Ratings», *The Journal of Wealth Management*, 24(1), 49–54.
- Ameer R., (2016), «Usefulness of ASSET4 ESG for Socially Responsible Investing in a Small Economy», *The Journal of Investing*, 25(2), 125–135.
- Amel-Zadeh A., Serafeim G., (2018), «Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey», *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103.
- Bennani L., Le Guenedal T., Lepetit F., Ly L., Mortier V., Roncalli T., Sekine T., (2018). «How ESG Investing Has Impacted the Asset Pricing in the Equity Market», *SSRN Electronic Journal*, 4(8), 145-166.
- Berk J. B., Binsbergen J. H. van, Miller M., (2020), «Mutual Funds: Skill and Performance», *The Journal of Portfolio Management*, 46(5), 17-31.
- Billio M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L., (2020), «Inside the ESG Ratings: (Dis) Agreement and Performanc», *SSRN Electronic Journal*, 4(6), 45-68.
- Blank H., Lasdon E., (2021), «The Continuing Evolution of ESG Data and Ratings», Unpublished.
- Cerqueti R., Ciciretti R., Dalo A., Nicolosi M., (2020), «ESG Investment Funds: A Chance to Reduce Systemic Risk», *SSRN Electronic Journal*, 4(6), 12-34.
- Chong J., Phillips G. M., (2016), «ESG Investing: A Simple Approach», *The Journal of Wealth Management*, 19(2), 73–88.
- Coqueret G., (2020), «ESG Equity Investing : A Short Survey. *SSRN Electronic Journal*», 4(6), 148-163.
- Cornell B., (2020), «ESG Investing: Conceptual Issues. *The Journal of Wealth Management*», 23(3), 61–69.

- Cornell B., (2020), «ESG preferences, risk and return. *European Financial Management*», 27(1), 12–19.
- Daugaard D., (2019), «Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review», *Accounting & Finance*, 60(2), 1501–1530.
- Devalle A., Fiandrino S., Cantino V., (2017), «The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A Firm-Level Perspective Analysis», *International Journal of Business and Management*, 12(9), 53-71.
- Doni F., Johannsdottir L., (2019), «Environmental Social and Governance (ESG) Ratings», *Climate Action*, 1(5), 1–15.
- Drei A., Guenedal T. L., Lepetit F., Mortier V., Roncalli T., Sekine T., (2019), «ESG Investing in Recent Years: New Insights from Old Challenges», Unpublished.
- Erhardt J., (2020), «The search for ESG alpha by means of machine learning -a methodological approach, Unpublished.
- Escrig-Olmedo E., Rivera-Lirio J. M., Muñoz-Torres M. J., Fernández-Izquierdo M. Á., (2017) «Integrating multiple ESG investors’ preferences into sustainable investment: A fuzzy multicriteria methodological approach», *Journal of Cleaner Production*, 16(2), 1334–1345.
- Escrig-Olmedo E., Fernández-Izquierdo M., Ferrero-Ferrero I., Rivera-Lirio J., Muñoz-Torres M., (2019), «Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles», *Sustainability*, 11(3), 915-932.
- Folger-Laronde Z., Pashang S., Feor L., ElAlfy A., (2020) «ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic», *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 4(5), 1–7.
- Friede G., Busch T., Bassen A., (2015), «ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies», *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.



- Giese G., Lee L.-E., Melas D., Nag Z., Nishikawa L., (2019), «Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance», *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69–83.
- Hughes A., Urban M. A., Wójcik D., (2021), «Alternative ESG Ratings: How Technological Innovation Is Reshaping Sustainable Investment», *Sustainability*, 13(6), 3551-3565.
- Ielasi F., Ceccherini P., Zito P., (2020), «Integrating ESG Analysis into Smart Beta Strategies», *Sustainability*, 12(22), 9351-9366.
- Kaiser L., (2017), «Style, Momentum and ESG Investing», *SSRN Electronic Journal*, 4(6), 98-122.
- Kaur I., (2018), «Effect of mutual funds characteristics on their performance and trading strategy: A dynamic panel approach», *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 14-29.
- Kempeneer S., Peeters M., Compernelle T., (2021), «Bringing the User Back in the Building: An Analysis of ESG in Real Estate and a Framework to Guide Future Research», *Sustainability*, 4(2), 147-169.
- Kim S., Li F., (2021), «Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance», *Sustainability*, 13(7), 3746-3762.
- Klapper L., (2004), «The development of mutual funds around the world», *Emerging Markets Review*, 5(1), 1-38.
- Lopez C., Contreras O., Bendix J., (2020), «ESG Ratings: The Road Ahead», *SSRN Electronic Journal*, 4(4), 148-163.
- Manda V., (2021), «Emerging Mutual Fund Trends for 2021», *Open Science Framework*, 4(6), 23-39.
- Nabi A. A., Zuhair U., (2015), «Performance and Evaluation of Portfolio of Mutual Funds», *Journal of Economic Info*, 2(2), 1-5.

- Ouhaddou M., (2020), «Socially Responsible Investments: A comparative analysis of ESG and traditional indices», Unpublished.
- Olmedo E. E., Torres M. J. M., Izquierdo M. A. F., (2010), «Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies», *International Journal of Sustainable Economy*, 2(4), 442-460.
- Ramić H., (2019), «Relationship between ESG performance and financial performance of companies: an overview of the issue», Unpublished.
- Roncalli T., (2021) «Green and Sustainable Finance, ESG Investing and Climate Risk», Unpublished.
- Sahut J.-M., Pasquini-Descomps H., (2015), «ESG Impact on Market Performance of Firms: International Evidence», *Management international*, 19(2), 40–63.
- Sherwood M. W., Pollard J., (2018), «The current role of ESG investing in portfolio management», *Responsible Investing*, 130–160.
- Sinha R., Datta M., Ziolo M., (2019), «Inclusion of ESG Factors in Investments and Value Addition: A Meta-Analysis of the Relationship», *Effective Investments on Capital Markets*, 93–109.
- Smith D. M., (2011), «The Economics of Mutual Funds», *Mutual Funds*, 33–49.
- Tarmuji I., Maelah R., & Tarmuji N. H., (2016), «The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score», *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), 67–74.
- Tyvonchuk O., (2020), «ESG company ratings – the nature and features of formation», *Galic'kij ekonomičnij visnik*, 67(6), 104–113.
- Vannoni V., Ciotti E. (2020), «Esg or Not Esg? A Benchmarking Analysis, *International Journal of Business and Management*, 15(8), 152-178.

- Vezer M., David T., Ranney K., Morrow D., (2017), «How Investors Integrate ESG: A Typology of Approaches, Sustainalytics, 6(2), 12-31.
- Vojtko R., Padysak M., (2019), «Quant's Look on ESG Investing Strategies, SSRN Electronic Journal, 1(5), 154-169.
- Wimmer M., (2012), «ESG-Persistence in Socially Responsible Mutual Funds», SSRN Electronic Journal, 4(5), 62-78.