



Πολυτεχνείο  
Κρήτης

ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Μεταπτυχιακή Διατριβή

**Η υιοθέτηση του τρίπτυχου περιβάλλον-κοινωνία-  
διακυβέρνηση στη διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων.**

**Παρούσα κατάσταση και βιβλιογραφική ανασκόπηση.**

ΥΠΟ

**ΜΟΥΣΟΥΡΑΚΗ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟ**

Επιβλέπων

**ΔΟΥΜΠΟΣ ΜΙΧΑΛΗΣ**

**ΧΑΝΙΑ, 2022**



Η διατριβή του Μουσουράκη Κωνσταντίνου εγκρίνεται από την τριμελή επιτροπή :

1. Δούμπος Μιχάλης, Επιβλέπων Καθηγητής
2. Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος, Καθηγητής
3. Ατσαλάκης Γεώργιος, Αναπληρωτής Καθηγητής

copyright©2022 υπό Μουσουράκη Κωνσταντίνο

### *Ευχαριστίες*

Με την ολοκλήρωση της μεταπτυχιακής μου διατριβής, θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες σε όλους όσους βοήθησαν για την υλοποίηση αυτής της εργασίας.

Αρχικά θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Μιχάλη Δούμπο για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε αναθέτοντας μου το συγκεκριμένο θέμα αλλά και για τη μεγάλη του βοήθεια και στήριξη κατά τη διάρκεια της συγγραφής αυτής της διατριβής. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές μου Κωνσταντίνο Ζοπουνίδη και Γεώργιο Ατσαλάκη για τη συμβολή τους ως μέλη της τριμελούς επιτροπής καθώς και όλους τους διδάσκοντες καθηγητές του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών για τη βοήθεια και τις γνώσεις που μας παρείχαν και φυσικά την οικογένεια μου για τη στήριξή τους σε όλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος.

### *Ακρωνύμια/Συντομογραφίες*

- Ε.Κ.Ε. : Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη
- Κ.Υ.Ε. : Κοινωνικά Υπεύθυνη Επένδυση
- CSR: Corporate Social Responsibility
- SRI: Socially Responsible Investment

## Πίνακας περιεχομένων

<i>Περίληψη</i> .....	9
<i>1. Βασικές έννοιες</i> .....	11
1.1 Βιώσιμη ανάπτυξη και Αειφόρος επιχείρηση .....	11
1.2 Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη .....	12
1.3 Η έννοια του ESG .....	12
1.4 Κοινωνικά Υπεύθυνη Επένδυση .....	13
1.5 Θεωρία χαρτοφυλακίου (Portfolio theory) .....	14
<i>2. Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη</i> .....	16
2.1 Εισαγωγή .....	16
2.2 Λόγοι μη ύπαρξης ενιαίου ορισμού της Ε.Κ.Ε. ....	16
2.3 Βιβλιογραφική ανασκόπηση της έννοιας Ε.Κ.Ε. ....	18
2.4 Κατηγορίες Ε.Κ.Ε. μέσα από τη βιβλιογραφία .....	23
2.5 Κοινά χαρακτηριστικά και κύριοι άξονες της Ε.Κ.Ε. ....	25
2.6 Θεωρίες που αφορούν την Ε.Κ.Ε. ....	26
2.7 Οφέλη της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης .....	28
2.8 Εμπόδια στην ανάπτυξη και την εφαρμογή δράσεων Ε.Κ.Ε. από τις επιχειρήσεις .....	31
<i>3. Τρίπτυχο ESG</i> .....	32
3.1 Εισαγωγή .....	32
3.2 Παράγοντες ESG .....	33
3.3 Κριτήρια /Δείκτες ESG .....	34
3.4 Εργαλεία ESG .....	36
3.5 Τρόποι δημοσιοποίησης της ESG επίδοσης των επιχειρήσεων .....	44
<i>4. Η σχέση της χρηματοοικονομικής επίδοσης και της επίδοσης ESG των επιχειρήσεων</i> .....	48
4.1 Εισαγωγή .....	48
4.2 Λόγοι που οδηγούν τους μελετητές σε διαφορετικές απόψεις για την σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης .....	50
4.3 Βιβλιογραφική ανασκόπηση για τη σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μίας επιχείρησης .....	51
<i>5. Κοινωνικά Υπεύθυνη Επένδυση</i> .....	57
5.1 Εισαγωγή .....	57
5.2 Διαστάσεις και κατηγορίες της αγοράς Κ.Υ.Ε. ....	58
5.3 Ιστορική αναδρομή της Κ.Υ.Ε. ....	58
5.4 Οφέλη της Κ.Υ.Ε. ....	60
5.5 Διαδικασίες καθορισμού μίας επένδυσης ως Κ.Υ.Ε. ....	61
5.6 Στρατηγικές Κ.Υ.Ε. ....	63

5.7 Συμπεράσματα .....	71
6. Χρηματιστηριακοί Δείκτες Κ.Υ.Ε. ....	73
6.1 Εισαγωγή .....	73
6.2 Dow Jones Sustainability Indexes.....	73
6.3 Σειρά δεικτών FTSE4Good .....	75
6.4 MSCI KLD 400 Social Index .....	76
7. Διαχείριση Χρηματοοικονομικών Κινδύνων μέσω του Τρίπτυχου ESG .....	77
7.1 Εισαγωγή .....	77
7.2 ESG πρακτικές και διαχείριση χρηματοοικονομικών κινδύνων .....	78
7.3 ESG πρακτικές και πιστωτικός κίνδυνος .....	79
7.4 Κλιματικοί κίνδυνοι (Climate risks) .....	80
7.5 Επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής και δράσεις για την αντιμετώπιση της .....	82
7.6 Συμπεράσματα .....	84
8. Μελέτες περίπτωσης επιχειρήσεων με χαμηλή ESG επίδοση που εκτέθηκαν σε ESG κινδύνους .....	86
8.1 Η περίπτωση της British Petroleum (BP).....	86
8.2 Η περίπτωση της Volkswagen (VW) .....	87
8.3 Η περίπτωση της Folli Follie .....	88
9. Χρηματοοικονομικές κρίσεις και ESG επενδύσεις.....	90
9.1 Εισαγωγή .....	90
9.2 ESG επενδύσεις και μεγάλες κρίσεις .....	90
10. ESG και τραπεζικός δανεισμός .....	93
11. Κ.Υ.Ε. μέσω των Μεθόδων Πολυκριτήριας Ανάλυσης Αποφάσεων .....	95
11.1 Εισαγωγή .....	95
11.2 Πολυκριτήριος γραμμικός προγραμματισμός .....	96
11.3 Μέθοδοι PROMETHEE .....	97
11.4 Μέθοδος UTADIS.....	97
11.5 Analytic Hierarchy Process (AHP) .....	98
12. Συμπεράσματα -Μελλοντικές επεκτάσεις.....	100
Βιβλιογραφία.....	103





---

## *Περίληψη*

---

Στις μέρες μας τα προβλήματα που αφορούν το περιβάλλον και την κοινωνία μας, έχουν αυξηθεί σε σημαντικό βαθμό. Για αυτό τον λόγο όλα τα μέλη της κοινωνίας προσπαθούν να υιοθετήσουν έναν τρόπο ζωής πιο υπεύθυνο με στόχο να αφήσουν ένα πιο υγιές περιβάλλον και μια καλύτερη κοινωνία στις επόμενες γενεές. Οι επιχειρήσεις όντας ένα βασικό μέλος της κοινωνίας προσπαθούν και αυτές να δράσουν πιο υπεύθυνα ώστε να περιορίσουν τον αρνητικό αντίκτυπό τους στο περιβάλλον και στην κοινωνία ευρύτερα. Για αυτό τον λόγο αναλαμβάνουν δράσεις εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (Ε.Κ.Ε) ώστε να συμβάλουν στην λεγόμενη βιώσιμη ανάπτυξη. Με την αλλαγή της νοοτροπίας των επιχειρήσεων άλλαξε ο τρόπος και το είδος των επενδύσεων. Πλέον εκτός από την έννοια της κλασσικής επένδυσης έχει αναπτυχθεί και η έννοια της κοινωνικά υπεύθυνης επένδυσης (Κ.Υ.Ε.). Η κοινωνικά υπεύθυνη επένδυση είναι η επένδυση στην οποία εκτός από χρηματοοικονομικά κριτήρια χρησιμοποιούνται και περιβαλλοντικά, κοινωνικά και εταιρικής διακυβέρνησης κριτήρια (ESG κριτήρια) από τους επενδυτές για τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους. Τα χαρτοφυλάκια αυτά λόγω το ότι περιέχουν υπεύθυνες επενδύσεις ονομάζονται πράσινα χαρτοφυλάκια ή ESG χαρτοφυλάκια ή βιώσιμα χαρτοφυλάκια. Η παρούσα διατριβή έχει ως στόχο την παρουσίαση των βασικών αρχών και εννοιών του τρίπτυχου ESG, της κοινωνικά υπεύθυνης επένδυσης (Κ.Υ.Ε.) αλλά και των στρατηγικών που χρησιμοποιούνται για τη δημιουργία πράσινων χαρτοφυλακίων, μέσα από τη μελέτη της διεθνούς βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας.

Τα κεφάλαια στα οποία έχει χωριστεί η παρούσα διατριβή είναι τα εξής: Στο 1<sup>ο</sup> κεφάλαιο γίνεται μια εισαγωγή σε βασικές έννοιες όπου θα βοηθήσουν τον αναγνώστη να διαμορφώσει μια γενική εικόνα για το θέμα. Το 2<sup>ο</sup> κεφάλαιο μας εισάγει στην έννοια της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (Ε.Κ.Ε.) των επιχειρήσεων. Το 3<sup>ο</sup> κεφάλαιο μας εισάγει στις έννοιες των ESG πρακτικών, παραγόντων και κριτηρίων ενώ στο 4<sup>ο</sup> κεφάλαιο γίνεται μια προσπάθεια προσδιορισμού της σχέσης μεταξύ της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων, μέσα από τη διεθνή βιβλιογραφία και αρθρογραφία. Στο 5<sup>ο</sup> κεφάλαιο αναφερόμαστε στην έννοια της

κοινωνικά υπεύθυνης επένδυσης (Κ.Υ.Ε.) αλλά και στις στρατηγικές που ακολουθούν οι κοινωνικά υπεύθυνοι επενδυτές ενώ στο 6<sup>ο</sup> κεφάλαιο αναφερόμαστε στους βασικούς χρηματιστηριακούς δείκτες των Κ.Υ.Ε. Στο 7<sup>ο</sup> κεφάλαιο μελετάμε την επίδραση των ESG στρατηγικών στη διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων και στο 8<sup>ο</sup> κεφάλαιο αναφερόμαστε σε κάποιες μελέτες περίπτωσης επιχειρήσεων που εκτέθηκαν σε ακραίους ESG κινδύνους. Στο 9<sup>ο</sup> και στο 10<sup>ο</sup> κεφάλαιο αναφερόμαστε στη διαχείριση μεγάλων κρίσεων και στον τραπεζικό δανεισμό μέσα από την οπτική του ESG πλαισίου. Στο 11<sup>ο</sup> κεφάλαιο παρουσιάζονται κάποιες μέθοδοι πολυκριτήριας ανάλυσης που αφορούν την λήψη αποφάσεων για τη δημιουργία πράσινων χαρτοφυλακίων. Τέλος το 12<sup>ο</sup> κεφάλαιο αναφέρει συνοπτικά τα συμπεράσματα αυτής της διατριβής και κάποιες πιθανές μελλοντικές επεκτάσεις.

---

## 1. Βασικές έννοιες

---

### 1.1 Βιώσιμη ανάπτυξη και Αειφόρος επιχείρηση

Μια αειφόρος επιχείρηση είναι η επιχείρηση η οποία έχει ως κύριο στόχο την επίτευξη βιώσιμης ανάπτυξης. Την έννοια της Βιώσιμης Ανάπτυξης (Sustainable Development) εισήγαγε για πρώτη φορά το 1987 η Παγκόσμια Επιτροπή Περιβάλλοντος και Ανάπτυξης (The World Commission on Environment and Development – WCED), ορίζοντάς τη μέσω της τότε Νορβηγού πρωθυπουργού Gro Harlem Brundtland ως *“ανάπτυξη που ικανοποιεί τις ανάγκες του παρόντος, χωρίς όμως να δεσμεύει ή να υπονομεύει την ικανότητα των επερχόμενων γενεών να ικανοποιήσουν τις δικές τους ανάγκες”* (Hill, 2020). Μετά από αυτή την έννοια ο όρος της βιώσιμης ανάπτυξης εξελίχθηκε και υιοθετήθηκε πρωτίστως από πολλές χώρες του κόσμου και μέχρι και σήμερα και από πολλές επιχειρήσεις. Κύριος στόχος της βιώσιμης ανάπτυξης/αειφόρου ανάπτυξης των επιχειρήσεων είναι η ανάπτυξη των οικονομικών τους δραστηριοτήτων χωρίς να καταστρέφουν το φυσικό περιβάλλον και λαμβάνοντας υπόψιν τα κρίσιμα κοινωνικά ζητήματα της εποχής (π.χ. φτώχεια, ανεργία, ισότητα των φύλων κ.ά.). Συνεπώς μία αειφόρος επιχείρηση προσπαθεί να βελτιώσει τις συνθήκες ζωής όλων των ενδιαφερόμενων μερών της αλλά και των οντοτήτων που αλληλοεπιδρούν με αυτήν. Η βιώσιμη ανάπτυξη των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται μέσω των πρακτικών Ε.Κ.Ε. (ή πρακτικών ESG) και επιδιώκει τα μακροπρόθεσμα οικονομικά οφέλη και την καλύτερη διαχείριση των κινδύνων και των μεγάλων κρίσεων για την επιχείρηση. Τα τελευταία χρόνια παρατηρούμε μία μεγάλη στροφή των επιχειρήσεων προς τη βιώσιμη ανάπτυξη όμως υπάρχουν συνάμα και πολλές αντιδράσεις. Εδώ και δεκαετίες η σχέση της βιωσιμότητας και της χρηματοοικονομικής επίδοσης έχει απασχολήσει σε μεγάλο βαθμό την ακαδημαϊκή κοινότητα. Υπάρχουν δύο κυρίαρχες απόψεις, η άποψη ότι η επίδοση των πρακτικών Ε.Κ.Ε. (δηλαδή η επίδοση της βιωσιμότητας) και της χρηματοοικονομικής επίδοσης έχουν θετική σχέση, υπάρχει όμως και η άποψη ότι οι πρακτικές Ε.Κ.Ε. και η χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης έχουν μια αρνητική σχέση (ή έστω ουδέτερη σχέση) μεταξύ τους.

## 1.2 Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη

Η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (Ε.Κ.Ε) ή Corporate Social Responsibility (CSR) <sup>1</sup> είναι μία έννοια που πρωτοεμφανίστηκε στον επιχειρηματικό κόσμο περίπου 50 χρόνια πριν. Πιο συγκεκριμένα άρχισε να μελετάται από το 1960 και μετά στις Η.Π.Α, ενώ στην Ευρώπη άρχισε να μελετάται εκτενώς μετά τη δεκαετία του 1980. Σύμφωνα με τους Sila et al. (2017) η έννοια της Ε.Κ.Ε. αναφέρεται στις προσπάθειες των μεγάλων κυρίως επιχειρήσεων να έχουν μία θετική επίδραση σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης (μετόχους, εργαζόμενους, προμηθευτές, καταναλωτές κ.τ.λ.) αλλά και στην κοινωνία και το περιβάλλον. Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) η Ε.Κ.Ε. έχει γίνει πλέον μια καθιερωμένη έννοια για τις επιχειρήσεις με την οποία ενσωματώνουν τις κοινωνικές και περιβαλλοντικές τους ανησυχίες στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες και στην αλληλεπίδρασή τους με τους ενδιαφερόμενους. Καταλαβαίνουμε ότι η έννοια της Ε.Κ.Ε. δημιουργήθηκε για να περιγράψει τις ενέργειες των εταιρειών που έχουν ως στόχο την αντιμετώπιση των περιβαλλοντικών και των κοινωνικών ζητημάτων και συνάμα τη βελτιστοποίηση των σχέσεων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών. Σήμερα η έννοια αυτή χρησιμοποιείται ευρέως από τις επιχειρήσεις ανά τον κόσμο και αποτελεί ένα βασικό θέμα μελέτης στον ακαδημαϊκό κύκλο. Πρέπει βέβαια να επισημανθεί ότι η Ε.Κ.Ε. είναι μία σύνθετη και πολυδιάστατη έννοια για αυτό και δεν υπάρχει ένας κοινά αποδεκτός ορισμός για την περιγραφή της (Ο.Κ.Ε<sup>2</sup>, 2003).

## 1.3 Η έννοια του ESG

Το ακρωνύμιο ESG (**E**nvironmental, **S**ocial, **G**overnance) αντιστοιχεί ουσιαστικά στους περιβαλλοντικούς και κοινωνικούς παράγοντες καθώς και στους παράγοντες της εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τους οποίους μπορούμε να μετρήσουμε τη βιώσιμη ανάπτυξη μιας επιχείρησης. Οι έννοιες της Ε.Κ.Ε. και του Ε.Σ.Γ είναι αρκετά κοντινές και θα μπορούσαμε να πούμε πιο απλά ότι η έννοια του Ε.Σ.Γ αποτελεί την

---

<sup>1</sup> Γνωστή και ως εταιρική υπευθυνότητα.

<sup>2</sup> Οικονομική & Κοινωνική Επιτροπή της Ελλάδος.

εξέλιξη της έννοιας της Ε.Κ.Ε. Σύμφωνα με τον Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) μέσω της έννοιας του Ε.Σ.Γ (και των πρακτικών Ε.Σ.Γ) τα κριτήρια του περιβάλλοντος, της κοινωνίας αλλά και της εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών σταθμίζονται έτσι ώστε να δημιουργήσουν τη μη χρηματοοικονομική επίδοση των εταιρειών. Στη σημερινή εποχή η βιώσιμη ανάπτυξη μιας εταιρείας αλλά και το ηθικό της αποτύπωμα είναι εξίσου σημαντικοί παράγοντες με τη χρηματοοικονομική επίδοση της εταιρείας. Συνεπώς καταλαβαίνουμε ότι πλέον ένα μεγάλο κομμάτι των επενδυτών δεν αρκείται μόνο στην εξέταση της χρηματοοικονομικής επίδοσης αλλά και στην εξέταση της μη χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων. Η έννοια του ESG έχει αλλάξει άρδην και την έννοια της κλασσικής επένδυσης εισάγοντας ένα νέο είδος επένδυσης, τη λεγόμενη κοινωνικά υπεύθυνη επένδυση (Κ.Υ.Ε.).

#### 1.4 Κοινωνικά Υπεύθυνη Επένδυση

Η Κοινωνικά Υπεύθυνη Επένδυση (Κ.Υ.Ε.) ή Socially Responsible Investment (SRI) είναι η επένδυση όπου κατά τη διαδικασία εφαρμογής της ο εκάστοτε επενδυτής λαμβάνει σοβαρά υπόψιν του τις περιβαλλοντικές και κοινωνικές επιπτώσεις, αλλά και τις επιπτώσεις της εταιρικής διακυβέρνησης που πιθανώς να έχει αυτή η επένδυση (Eurosif <sup>3</sup>, 2012). Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) η Κ.Υ.Ε. αναφέρεται σε μια επένδυση που λαμβάνει υπόψιν, εκτός από τα κριτήρια χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας εταιρείας, και τα περιβαλλοντικά, κοινωνικά και εταιρικής διακυβέρνησης κριτήρια (λαμβάνει δηλαδή υπόψιν τα κριτήρια ESG). Σε πολλά άρθρα συναντάμε πολλούς ταυτόσημους όρους με την Κ.Υ.Ε., όπως η ESG επένδυση ή η ηθική/βιώσιμη/πράσινη επένδυση. Προφανώς πρόκειται για συνώνυμες έννοιες οι οποίες εκφράζουν τα χαρακτηριστικά και τον σκοπό της Κ.Υ.Ε. Τη σημερινή εποχή η Κ.Υ.Ε. έχει λάβει μεγάλες διαστάσεις και ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των επενδυτών πλέον πραγματοποιεί επενδύσεις με γνώμονα τα κριτήρια ESG. Οι κύριοι λόγοι προτίμησης αυτών των επενδύσεων έναντι των κλασσικών επενδύσεων είναι ότι η Κ.Υ.Ε. συνδυάζει τους οικονομικούς στόχους μιας επένδυσης (βελτιστοποίηση του διδύμου κέρδους και κινδύνου) μαζί με τους μη οικονομικούς στόχους μιας επένδυσης

---

<sup>3</sup> Ο Eurosif είναι ένας από τους κορυφαίους Ευρωπαϊκούς οργανισμούς για την προώθηση και την ανάπτυξη των βιώσιμων και υπεύθυνων επενδύσεων σε ολόκληρη την Ευρώπη.

(δηλαδή την επίτευξη βιώσιμης ανάπτυξης). Μάλιστα, όπως θα αναλύσουμε και στη συνέχεια, πολλές μελέτες έχουν αναφέρει ότι μια Κ.Υ.Ε. έχει μακροπρόθεσμα χρηματοοικονομικά οφέλη και είναι πιο αποτελεσματική στη διαχείριση και τη μείωση του συνολικού κινδύνου.

### 1.5 Θεωρία χαρτοφυλακίου (Portfolio theory)

Ως χαρτοφυλάκιο ορίζεται το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που κατέχει ή επιθυμεί να αποκτήσει ένας επενδυτής. Ένα χαρτοφυλάκιο μπορεί να περιέχει διάφορα περιουσιακά στοιχεία όπως μετοχές, ομόλογα, έργα τέχνης, τίτλους ιδιοκτησίας, χρηματοοικονομικά παράγωγα κ.ά.

Η θεωρία χαρτοφυλακίου αναπτύχθηκε για πρώτη φορά από τον Harry Markowitz το 1952 με τη δημοσίευση του άρθρου “Portfolio Selection” που έκανε αρχικά στο περιοδικό “The Journal of Finance” και λίγο αργότερα με το βιβλίο που δημοσίευσε με τίτλο “Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments”. Το μοντέλο του Markowitz έχει ως στόχο να κατασκευάσει ένα άριστο χαρτοφυλάκιο. Σύμφωνα λοιπόν με αυτό, ένας επενδυτής που επιθυμεί να μεγιστοποιήσει τα εισοδήματά του από το χαρτοφυλάκιο που κατέχει οφείλει να γνωρίζει το μέσο (αναμενόμενη απόδοση,  $\bar{R}$ ) και τη διακύμανση/τυπική απόκλιση (κίνδυνος,  $\sigma^2/\sigma$ ). Για αυτό το μοντέλο ονομάστηκε, μοντέλο μέσου – διακύμανσης (Mean – Variance model, MV model). Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο ένας ορθολογικός επενδυτής επιδιώκει να μεγιστοποιήσει την αναμενόμενη απόδοση μίας επένδυσης και συνάμα να ελαχιστοποιήσει (μειώσει) τον κίνδυνο που έχει. Αργότερα το μοντέλο αυτό απλοποιήθηκε αρκετά, κυρίως από τον Sharpe (1963) και αποτέλεσε τη βάση και για άλλα πιο σύγχρονα μοντέλα επιλογής χαρτοφυλακίου. (Ζοπουνίδης, 2013)

Τη σημερινή εποχή, λόγω της ύπαρξης των εννοιών όπως της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, του ESG και της κοινωνικά υπεύθυνης επένδυσης, έχει δημιουργηθεί και η αντίστοιχη έννοια που αφορά τα χρηματοοικονομικά χαρτοφυλάκια. Όροι όπως πράσινα χαρτοφυλάκια, χαρτοφυλάκια που ακολουθούν τους παράγοντες ESG ή ESG χαρτοφυλάκια αφορούν τους επενδυτές χαρτοφυλακίου που έχουν ως στόχο να συνθέσουν ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο το οποίο ακολουθεί τους τρεις βασικούς παράγοντες του ESG. Με άλλα λόγια ένα ESG χαρτοφυλάκιο διαρθρώνεται με

επενδύσεις σε οργανισμούς που στηρίζουν τη βιωσιμότητα ενεργά και υπεύθυνα και μέσω αυτών οι επενδυτές προσβλέπουν στην υψηλή απόδοση του χαρτοφυλακίου τους σε συνδυασμό με τη βελτιστοποίηση της κοινωνίας και του φυσικού περιβάλλοντος.

---

## 2. Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη

---

### 2.1 Εισαγωγή

Οι επιχειρήσεις είναι και αυτά μέλη της κοινωνίας στην οποία ζούμε. Χωρίς τις επιχειρήσεις μια κοινωνία δεν θα μπορούσε να λειτουργήσει εύρυθμα. Όπως όλα τα μέλη μιας κοινωνίας έχουν ευθύνες για τη σωστή της λειτουργία, έτσι και οι επιχειρήσεις έχουν και αυτές κάποιες ευθύνες. Γενικά, οι επιχειρήσεις πρέπει να αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες για τη διατήρηση ή και τη βελτίωση της κοινωνίας και του περιβάλλοντος έτσι ώστε να μη δημιουργήσουν προβλήματα στις επόμενες γενεές. Η έννοια που έχει δημιουργηθεί για να περιγράψει την προσπάθεια και τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων να “φερθούν” υπεύθυνα προς το περιβάλλον και στην κοινωνία είναι η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (Ε.Κ.Ε.) ή Corporate Social Responsibility (CSR). Η Ε.Κ.Ε. αναφέρεται στο σύνολο των εθελοντικών δράσεων που αναλαμβάνουν οι επιχειρήσεις, πέρα από τη νομοθεσία της κάθε χώρας, για τη βελτίωση των περιβαλλοντικών και κοινωνικών ζητημάτων που προκύπτουν από την επιχειρηματική λειτουργία. Η έννοια της Ε.Κ.Ε. έχει εισχωρήσει στον επιχειρηματικό κόσμο και σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) είναι πλέον η καθιερωμένη έννοια με την οποία οι εταιρείες ενσωματώνουν τις κοινωνικές και τις περιβαλλοντικές ανησυχίες τους στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες αλλά και στην αλληλεπίδρασή τους με τα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης. Βασικός στόχος των κοινωνικά υπεύθυνων επιχειρήσεων είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους τους σε συνδυασμό με την ανάληψη πρωτοβουλιών για τη βελτιστοποίηση των περιβαλλοντικών και κοινωνικών ζητημάτων (π.χ. ατμοσφαιρική ρύπανση, ισότητα μεταξύ των φύλων κ.ά.).

### 2.2 Λόγοι μη ύπαρξης ενιαίου ορισμού της Ε.Κ.Ε.

Η έννοια της Ε.Κ.Ε. είναι μία πολυδιάστατη έννοια και για αυτό το λόγο κάθε επιχείρηση μπορεί να την ερμηνεύσει με διαφορετικό τρόπο. Αν και έχουν γίνει πολλές προσπάθειες στο παρελθόν για να βρεθεί ένας κοινά αποδεκτός ορισμός της Ε.Κ.Ε.,



αυτό δεν έχει επιτευχθεί ακόμα. Ένας από τους λόγους όπου η Ε.Κ.Ε. δεν έχει έναν συγκεκριμένο ορισμό είναι διότι περικλείει πολλές έννοιες μαζί όπως:

1. Αρχές της βιώσιμης ανάπτυξης.
2. Αρχές του εθελοντισμού (εθελοντικός χαρακτήρας).
3. Την ανάπτυξη σε κοινωνικό και περιβαλλοντικό επίπεδο.

Πολύ σημαντικό ρόλο παίζει και η διαφορετική προσέγγιση του ορισμού της Ε.Κ.Ε. από χώρα σε χώρα αλλά και από το είδος των δράσεων που θεωρούν οι ίδιες οι επιχειρήσεις αναγκαίες για την επίτευξη της Ε.Κ.Ε. (Ε.Δ.Ε.Κ.Ε<sup>4</sup>, 2008; Ο.Κ.Ε, 2003).

Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη & Μπάλλα (2010) οι βασικοί λόγοι για τη διαφορετική ερμηνεία της Ε.Κ.Ε. από επιχείρηση σε επιχείρηση, από κλάδο σε κλάδο και από χώρα σε χώρα είναι οι εξής :

1. Το πολιτικό-πολιτιστικό και εκπαιδευτικό σύστημα.
2. Το εργασιακό πλαίσιο.
3. Το χρηματοοικονομικό περιβάλλον.
4. Η “φύση” της επιχείρησης.
5. Τα συστήματα συντονισμού και ελέγχου.
6. Η δομή της αγοράς.

Συνεπώς καταλαβαίνουμε ότι υπάρχουν αρκετοί παράγοντες οι οποίοι οδηγούν τις επιχειρήσεις στη διαφορετική ερμηνεία της Ε.Κ.Ε., με βασικότερους τη χώρα που εδρεύει η επιχείρηση, το μέγεθος της επιχείρησης, τον τομέα δραστηριότητάς της και την επιχειρηματική της κουλτούρα (Tsoutsoura, 2004). Βέβαια οι επιχειρήσεις που εφαρμόζουν πρακτικές Ε.Κ.Ε. κινούνται σε ένα βασικό πλαίσιο με πολλά κοινά σημεία. Η έλλειψη ενός κοινού ορισμού Ε.Κ.Ε. έχει δημιουργήσει πολλά προβλήματα καθώς έχει δυσκολέψει τους ερευνητές στη δημιουργία μεθοδολογιών για τη μέτρησή της (Ferguson, 2009). Όπως επισημαίνει ο Hopkins (2004), η μη ύπαρξη ενός κοινά αποδεκτού ορισμού της Ε.Κ.Ε., οδηγεί σε αυθαίρετες ερμηνείες της έννοιας αυτής. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα κάποιες επιχειρήσεις να θεωρούν την Ε.Κ.Ε. ως φιланθρωπικό εργαλείο με σκοπό την αύξηση της εταιρικής τους φήμης, άλλες να τη

---

<sup>4</sup> Ελληνικό Δίκτυο για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη.

θεωρούν ως επιχειρηματική στρατηγική με σκοπό τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής τους επίδοσης σε συνδυασμό με τη βελτίωση της κοινωνίας και του περιβάλλοντος και άλλες να έχουν χάσει εντελώς το νόημα της έννοιας και πιθανώς να μην ακολουθούν κάποια πρακτική Ε.Κ.Ε.

### 2.3 Βιβλιογραφική ανασκόπηση της έννοιας Ε.Κ.Ε.

Η κοινωνική υπευθυνότητα ουσιαστικά υπάρχει από τους πρώτους κιόλας πολιτισμούς (π.χ. Ελληνικός πολιτισμός) και είχε την έννοια της κοινωνικής αλληλεγγύης και της επίτευξης ενός κοινού σκοπού για το καλό της κοινωνίας. Ο θεμέλιος όμως λίθος για τη δημιουργία της έννοιας της Ε.Κ.Ε. υπήρξε η Βιομηχανική Επανάσταση (1760-1860) με τις κινητοποιήσεις του εργατικού κινήματος. Από εκείνη την περίοδο έχουμε την ουσιαστική μεταβολή της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων προς τους εργαζομένους τους, προσφέροντας τους κατοικία και πολλές φορές φαγητό, δείχνοντας έτσι το κοινωνικό τους πρόσωπο. Τον 20<sup>ο</sup> αιώνα έχουμε την καθιέρωση των νομικών πλαισίων για τη σωστή λειτουργία μιας επιχείρησης καθώς και την ανάπτυξη του κράτους πρόνοιας. Είναι επίσης ο αιώνας στον οποίο θεσμοθετήθηκαν για πρώτη φορά νομικές και οργανωτικές διαδικασίες για τις επιχειρήσεις. Το 1930 οι Dodd & Berle υποστήριξαν ότι η υπευθυνότητα των επιχειρήσεων είναι μια υπηρεσία παρόμοια με αυτή που προσφέρουν τα κοινωφελή ιδρύματα, μόνο που η επιχείρηση θα αντλήσει τα οφέλη αυτών των ενεργειών από τη φήμη που θα αποκτήσει και από την αποδοχή από τους εργαζομένους και τους πελάτες της (Ηλιάκης, 2015). Η δεκαετία του 1960 είναι η χρονική περίοδος που διαμόρφωσε και συνέστησε στον επιχειρηματικό κόσμο και το ευρύ κοινό την έννοια της Ε.Κ.Ε. Ουσιαστικά εκείνη την εποχή λόγω της ανάπτυξης των Μ.Μ.Ε, οι καταναλωτές κατάλαβαν ότι οι επιχειρήσεις εκμεταλλεύοντουσαν πολλές καταστάσεις και φερόντουσαν ανεύθυνα. Για παράδειγμα, εκμεταλλεύοντουσαν το ανθρώπινο δυναμικό τους, κατέστρεφαν το φυσικό περιβάλλον και εμπλεκόταν σε φαινόμενα διαφθοράς με μοναδικό στόχο το παραπάνω κέρδος. Η πρώτη προσέγγιση για την έννοια της Ε.Κ.Ε. έγινε από τον επιχειρηματία Bowen (1953), ο οποίος χαρακτηρίζεται και ως πατέρας της Ε.Κ.Ε., και αναφέρεται στις υποχρεώσεις των επιχειρηματιών να ακολουθούν πολιτικές και να λαμβάνουν αποφάσεις με τρόπο που είναι συμβατός με τους κανόνες, τους στόχους και τις αξίες της κοινωνίας. Ο Davis (1960) υποστηρίζει ότι η κοινωνική ευθύνη των επιχειρήσεων

ορίζεται ως οι αποφάσεις των επιχειρήσεων και οι δράσεις που λαμβάνονται πέρα από το οικονομικό ενδιαφέρον της επιχείρησης. Οι Eells & Walton (1961) όρισαν ότι η Ε.Κ.Ε. αναφέρεται σε θέματα κοινωνικού ενδιαφέροντος και γενικότερα στις αξίες που πρέπει να διέπουν τη σχέση της εταιρείας και της κοινωνίας. Το 1962 έχουμε και τις πρώτες αντιδράσεις όσον αφορά τις πρακτικές Ε.Κ.Ε. από τις επιχειρήσεις, με πρωτοστάτη τον διεθνή οικονομολόγο Milton Friedman ο οποίος υποστήριξε σθεναρά ότι η σχέση μεταξύ της οικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης και των πρακτικών Ε.Κ.Ε. που ακολουθεί είναι αρνητική. Μετά τον Friedman ακολουθούν και άλλοι ερευνητές οι οποίοι υποστηρίζουν αυτήν τη θέση. Τη δεκαετία του 1970, οι ορισμοί της Ε.Κ.Ε. πολλαπλασιάζονται και εμφανίζονται ταυτόσημοι όροι όπως Κοινωνική Ευθύνη (Social Responsibility), Κοινωνική Εταιρική Επίδοση (Corporate Social Performance), Εταιρική Υπευθυνότητα (Corporate Responsibility) κ.ά. Το 1971 η Επιτροπή Οικονομικής Ανάπτυξης (Committee for Economic Development) εξέδωσε ένα κείμενο με τίτλο “The social responsibility for business corporations” και προσπάθησε να οριοθετήσει την ιδέα της Ε.Κ.Ε. μέσω της προσέγγισης των “τριών ομόκεντρων κύκλων”.



Εικόνα 1: Οι τρεις ομόκεντροι κύκλοι που ορίζουν την Ε.Κ.Ε. (Committee for Economic Development, 1971)

Ο εσωτερικός κύκλος περιλαμβάνει τις βασικές οικονομικές ευθύνες της επιχείρησης για την επαρκή λειτουργία της. Ο ενδιάμεσος κύκλος περιλαμβάνει τις ευθύνες για τη σωστή οικονομική κατεύθυνση της επιχείρησης σε συνδυασμό με την κοινωνική ευθύνη της επιχείρησης (π.χ. προστασία του περιβάλλοντος, σωστές εργασιακές σχέσεις κ.ά.). Ο τελευταίος κύκλος περιλαμβάνει τις ευθύνες μίας επιχείρησης, οι οποίες είναι προαιρετικές και αφορούν τα προβλήματα της κοινωνίας μίας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου (π.χ. δράσεις για την αντιμετώπιση της φτώχειας, του ρατσισμού κ.ά.).

Ο Carrol το 1991 υποστήριξε ότι οι επιχειρήσεις δεν έχουν μόνο οικονομικές και νομικές υποχρεώσεις αλλά και ηθικές (εθελοντικές). Κατά τον Carrol η κοινωνική ευθύνη της επιχείρησης συγκροτείται από τέσσερα είδη κοινωνικών υποχρεώσεων οι οποίες σχηματίζουν μια πυραμίδα την λεγόμενη “Πυραμίδα της Εταιρική Κοινωνικής Ευθύνης”.



Εικόνα 2: Πυραμίδα της Εταιρική Κοινωνικής Ευθύνης (Carrol, 1991)

Παρατηρούμε ότι στη βάση της πυραμίδας έχουμε την οικονομική υποχρέωση μιας εταιρίας και πάνω σε αυτή στηρίζονται όλες οι άλλες υποχρεώσεις της. Η οικονομική υποχρέωση είναι ο βασικός σκοπός (ευθύνη) μίας επιχείρησης, ο οποίος είναι η δημιουργία κέρδους για τους μετόχους. Η νομική υποχρέωση έχει να κάνει με την ευθύνη που έχει κάθε επιχείρηση να υπακούει και να συμβαδίζει με τους νόμους και τους κανόνες που έχουν θεσπιστεί από τη χώρα στην οποία λειτουργεί. Έπειτα έχουμε

την ηθική υποχρέωση όπου είναι η ευθύνη που έχει κάθε επιχείρηση να αναλαμβάνει κάποιες δράσεις προς το κοινό καλό όλων των ενδιαφερόμενων μερών της επιχείρησης. Τέλος, έχουμε την εθελοντική υποχρέωση όπου είναι η ευθύνη μιας επιχείρησης να προσφέρει εθελοντικά στο κοινωνικό σύνολο. Η κορυφή της πυραμίδας (εθελοντική υποχρέωση) δεν είναι υποχρεωτική για αυτό βρίσκεται και σε αυτήν τη θέση, και η υλοποίηση της εξαρτάται από το πόσο κοινωνικά υπεύθυνοι είναι οι manager/διοικήσεις των επιχειρήσεων. (Carrol, 1991)

Τη δεκαετία του 1980 άρχισαν οι πρώτες έρευνες για το πολύ σημαντικό ζήτημα της πιθανής ωφέλειας ή μη των δράσεων E.K.E. για τις επιχειρήσεις. Έτσι ο Jones (1980) όρισε την E.K.E. ως την υποχρέωση που έχουν οι επιχειρήσεις στα διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη τους αλλά και στις διάφορες ομάδες της κοινωνίας εκτός από τους μετόχους τους (shareholders). Από εκεί και πέρα έχουμε πάρα πολλές προσπάθειες ορισμού της E.K.E. αλλά και πολλές έρευνες που έχουν να κάνουν με την εύρεση της σχέσης μεταξύ της μη χρηματοοικονομικής επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης των εταιρειών. Από τις αρχές του 2000 οι δράσεις E.K.E. από τις επιχειρήσεις αρχίζουν να αυξάνονται σε πολύ μεγάλο βαθμό, κυρίως λόγω των μεγάλων περιβαλλοντικών σκανδάλων που έρχονται στην επιφάνεια. Την ίδια περίοδο εμφανίζεται η έννοια του ESG τρίπτυχου, μία έννοια που έχει αντικαταστήσει σε μεγάλο βαθμό την έννοια της E.K.E. των επιχειρήσεων στην εποχή μας. Σήμερα οι περισσότερες (κυρίως μεγάλες) επιχειρήσεις δίνουν μεγάλη σημασία στις δράσεις εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, καθώς τις εντάσσουν στις στρατηγικές τους. Αυτό συμβαίνει διότι οι καταναλωτές πλέον δεν αναζητούν από τις επιχειρήσεις μόνο την καλή ποιότητα προϊόντων/υπηρεσιών αλλά και τον σεβασμό προς το περιβάλλον και την κοινωνία στην οποία λειτουργούν. Επίσης η παγκοσμιοποίηση, η απελευθέρωση των αγορών αλλά και ο στόχος προς τη βιώσιμη ανάπτυξη είναι κάποιοι λόγοι που έχουν αυξήσει σε πολύ μεγάλο βαθμό τις κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις<sup>5</sup> και κατά συνέπεια τις δραστηριότητες E.K.E. των εταιριών ανά τον κόσμο.

Εκτός από τα διάφορα άρθρα και τις διάφορες έρευνες που έχουν γίνει κατά καιρούς για την έννοια της E.K.E. υπήρξαν και διάφοροι διεθνείς φορείς που προσπάθησαν να προσεγγίσουν την έννοια της E.K.E. Το διεθνές επιχειρηματικό συμβούλιο για τη

---

<sup>5</sup> Η αξία των περιουσιακών στοιχείων που λειτουργούν βάση των κριτηρίων ESG παγκοσμίως είναι πάνω από 17 τρισεκατομμύρια δολάρια. (Ζοπουνίδης & Εσκαντάρ, 2022)

βιώσιμη ανάπτυξη (ΔΕΣΒΑ, World Business Council for Sustainable Development – WBCSD), στο πλαίσιο διεξαγωγής μίας έρευνας το 1998 με θέμα τον προσδιορισμό του όρου Ε.Κ.Ε. στο Βέλγιο και την Ολλανδία, διατύπωσε τον εξής ορισμό για την Ε.Κ.Ε *“Η εταιρική κοινωνική ευθύνη είναι η διαρκής δέσμευση μιας επιχείρησης να συμπεριφέρεται ηθικά και να συμβάλει στην οικονομική ανάπτυξη ενώ ταυτόχρονα πρέπει να βελτιώνει την ποιότητα ζωής των εργαζομένων και τις συνθήκες της κοινωνίας”* (Holmes & Watts, 2000). Σύμφωνα πάλι με τον Business for Social Responsibility (BSR) η Ε.Κ.Ε. ορίζεται *“ως η δυνατότητα της επιχείρησης να διασφαλίζει συνεχή βιωσιμότητα και ικανοποιητική κερδοφορία πράγμα που της επιτρέπει να ικανοποιεί τους μετόχους της αλλά και να συμπεριφέρεται ηθικά και στα υπόλοιπα ενδιαφερόμενα μέρη, την κοινωνία και το περιβάλλον”*. Τέλος για την Ευρωπαϊκή επιτροπή *“η Ε.Κ.Ε. καλύπτει το γιατί, το πότε και το πώς μια επιχείρηση διαχειρίζεται τους οικονομικούς, κοινωνικούς και περιβαλλοντικούς στόχους και επιδόσεις, καθώς και τη σχέση μεταξύ τους.”*

Από αυτήν τη σύντομη βιβλιογραφική ανασκόπηση καταλαβαίνουμε πόσο δύσκολο είναι να οριστεί μία κοινή έννοια για την Ε.Κ.Ε. και συνάμα πόσο δύσκολο είναι από τη μεριά των επιχειρήσεων να καταλάβουν την έννοια αυτή αλλά και να την ενσωματώσουν στις δραστηριότητές τους.

Στην Ελλάδα το Ελληνικό δίκτυο για την Ε.Κ.Ε. (Ε.Δ.Ε.Κ.Ε.) ορίζει την Ε.Κ.Ε. ως *“την οικειοθελή δέσμευση των επιχειρήσεων για ένταξη των κοινωνικών και περιβαλλοντικών δράσεων στις επιχειρηματικές τους πρακτικές πέρα από όσα επιβάλλονται από την νομοθεσία”*.

Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι ο ορισμός της Ε.Κ.Ε. είναι αρκετά πολύπλοκος, καθώς κάθε χώρα μέσα από τους φορείς της μπορεί να την ορίζει διαφορετικά και αυτό έχει να κάνει κυρίως με την κουλτούρα και τον πολιτισμό της. Επίσης οι επιχειρήσεις ανάλογα με το βαθμό κατανόησης του ορισμού της Ε.Κ.Ε., την εφαρμόζουν ολοκληρωμένη ή ως ένα στάδιο, ενώ υπάρχουν και οι περιπτώσεις επιχειρήσεων οι οποίες νομίζουν ότι εφαρμόζουν Ε.Κ.Ε. αλλά ουσιαστικά δεν την εφαρμόζουν στην πράξη. Στην Ελλάδα ο όρος Ε.Κ.Ε. άργησε να κάνει την εμφάνιση του στον επιχειρηματικό κόσμο, ενώ από διάφορες έρευνες φαίνεται ότι ο βαθμός αφομοίωσης της από τις επιχειρήσεις είναι αρκετά μικρός σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Αυτό έχει να κάνει κυρίως με

το οικονομικό κόστος των δράσεων Ε.Κ.Ε., την ελλιπή ενημέρωση και την έλλειψη κινήτρων.

## 2.4 Κατηγορίες Ε.Κ.Ε. μέσα από τη βιβλιογραφία

Σύμφωνα με τους Hunger et. al. (2004) η Ε.Κ.Ε. μπορεί να διακριθεί σε τρεις βασικές κατηγορίες ανάλογα με τη φύση της (αναγκαστική ή προαιρετική) και ανάλογα με τον σκοπό της (οφέλη σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη της εταιρείας ή μόνο στους μετόχους). Οι τρεις βασικές κατηγορίες που διατύπωσαν είναι οι εξής:

1. Η ηθική Ε.Κ.Ε., η οποία έχει ως στόχο το κοινωνικό όφελος. Κάθε επιχείρηση που ακολουθεί ηθική Ε.Κ.Ε. προσπαθεί να αποφύγει οποιαδήποτε επιβλαβή δραστηριότητα προς την κοινωνία και το περιβάλλον, πέραν από αυτές που απαγορεύονται δια του νόμου της εκάστοτε χώρας.
2. Η ανθρωπιστική ή αλτρουιστική Ε.Κ.Ε., η οποία έχει και αυτή ως στόχο το κοινωνικό καλό ακολουθώντας όμως διαφορετικές πρακτικές. Κάθε επιχείρηση που ακολουθεί ανθρωπιστική ή αλτρουιστική Ε.Κ.Ε. αναλαμβάνει ένα κόστος για να συνεισφέρει στο κοινωνικό σύνολο (π.χ. φιλανθρωπικές δωρεές, κοινωνικά προγράμματα, δράσεις για προστασία του περιβάλλοντος, εθελοντισμός κ.τ.λ.)
3. Η στρατηγική Ε.Κ.Ε. συνδυάζει τα κοινωνικά οφέλη με τους στρατηγικούς στόχους μιας επιχείρησης. Πιο αναλυτικά η στρατηγική Ε.Κ.Ε. ακολουθείτε από τις εταιρείες οι οποίες επιθυμούν να εμφανίζονται ως κοινωνικά υπεύθυνες αλλά συνάμα επιθυμούν οι δράσεις εταιρικής υπευθυνότητας να έχουν και ένα θετικό αντίκτυπο στην οικονομική επίδοση της επιχείρησης. (Hunger, Thomas & Wheelen, 2004).

Σύμφωνα με τον Hohnen (2007) η Ε.Κ.Ε. διαχωρίζεται σε δύο κατηγορίες:

1. Την εξωτερική Ε.Κ.Ε., η οποία ορίζεται ως η πολιτική που ακολουθούν οι επιχειρήσεις, η οποία αφορά τις δράσεις, τις ενέργειες και τα προγράμματα περιβαλλοντικού, εκπαιδευτικού, πολιτιστικού και ερευνητικού χαρακτήρα.

2. Την εσωτερική Ε.Κ.Ε., η οποία έχει να κάνει με τις δράσεις οι οποίες αφορούν τη σωστή διαχείριση των ανθρώπινων πόρων και τα δικαιώματα των εργαζομένων, την τήρηση των κανόνων ασφαλείας για τους εργαζόμενους, την εξασφάλιση των συνδικαλιστικών τους δικαιωμάτων, το σεβασμό των συλλογικών συμβάσεων κ.ά.

Ο Hohnen (2007) ανέφερε επίσης ότι για την επίτευξη Ε.Κ.Ε. πολύ σημαντικό ρόλο έχει και η διοίκηση της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις που θέλουν να αναλάβουν δράσεις Ε.Κ.Ε. πρέπει να έχουν διοικήσεις που πιστεύουν πραγματικά στη βιώσιμη ανάπτυξη και δεν κοιτούν μόνο το δικό τους συμφέρον και κέρδος. Πρέπει επίσης να εντοπίζουν τους εξωτερικούς και εσωτερικούς παράγοντες που καθορίζουν την επιχειρηματική βιωσιμότητα μαζί με την αειφόρο ανάπτυξη και να ακολουθήσουν τις σωστές πρακτικές Ε.Κ.Ε. (Hohnen, 2007).

Τέλος, ο Dahlsrud (2008) σε μία προσπάθεια να βρει μία κοινή συνισταμένη στους ορισμούς της Ε.Κ.Ε. διατύπωσε 5 διαστάσεις για την Ε.Κ.Ε.<sup>6</sup>:

1. Την περιβαλλοντική
2. Την κοινωνική
3. Την οικονομική
4. Τα ενδιαφερόμενα μέρη
5. Τον εθελοντισμό

Η περιβαλλοντική διάσταση αφορά όλες τις δράσεις που μπορεί να αναλάβει μία επιχείρηση προκειμένου να περιορίσει το αρνητικό αντίκτυπό της στο φυσικό περιβάλλον. Κάποιες τέτοιες χαρακτηριστικές δράσεις είναι η προσπάθεια για μείωση της ρύπανσης του αέρα, των υδάτων και του εδάφους, η χρήση ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και προηγμένων τεχνολογιών που προστατεύουν το περιβάλλον, ο περιορισμός κατανάλωσης πόρων, η μείωση των τοξικών αποβλήτων, η ανακύκλωση σε όλα τα στάδια παραγωγής κ.ά. Η κοινωνική διάσταση έχει να κάνει με τις δράσεις των επιχειρήσεων προκειμένου πρωτίστως να βελτιώσουν τις συνθήκες εργασίας του ανθρώπινου δυναμικού τους αλλά αποσκοπούν συνάμα και στη βελτίωση της κοινωνίας. Κάποιες τέτοιες δράσεις έχουν να κάνουν με τη διαμόρφωση κατάλληλων

---

<sup>6</sup> Αυτό έγινε μετά από την ανάλυση 37 διαφορετικών ερευνών και εννοιών Ε.Κ.Ε.



συνθηκών εργασίας ώστε να διασφαλίζεται η υγεία και η ασφάλεια των εργαζομένων, τη θέσπιση κανόνων που θα απαγορεύουν διακρίσεις ανάμεσα στους εργαζόμενους και θα εφαρμόζουν την πολιτική ισότητας και ισονομίας μεταξύ τους, την επιμόρφωση όλων των υπαλλήλων και την ενθάρρυνση τους για ανάπτυξη των επαγγελματικών τους δεξιοτήτων κ.ά. Οι οικονομική διάσταση έχει ως στόχο τη δημιουργία περισσότερων καθαρών κερδών για τους μετόχους με τη διαφορά ότι αυτός ο στόχος είναι μακροπρόθεσμος και όχι βραχυπρόθεσμος. Όπως έχουμε αναλύσει, η Ε.Κ.Ε. έχει ως στόχο τη βιώσιμη ανάπτυξη και αυτή με τη σειρά της προσπαθεί να επιφέρει κέρδη για τους μετόχους σε συνδυασμό με την προστασία του περιβάλλοντος και της κοινωνίας. Τα ενδιαφερόμενα μέρη περιγράφουν τη διάσταση στην οποία πρέπει να λαμβάνονται υπόψη στις αποφάσεις της επιχείρησης οι ανάγκες όλων των ενδιαφερόμενων μερών της (μέτοχοι, προμηθευτές, εργαζόμενοι, καταναλωτές, τοπική κοινωνία κ.ά.). Στη διάσταση αυτή μια επιχείρηση που ακολουθεί δράσεις Ε.Κ.Ε. πρέπει να δημιουργήσει έναν άριστο διάυλο επικοινωνίας με όλα τα άτομα ή τις ομάδες ατόμων που αλληλοεπιδρά έτσι ώστε να τις βοηθήσει και να μην δημιουργεί αρνητικό αντίκτυπο σε αυτές. Ο εθελοντισμός είναι η διάσταση της Ε.Κ.Ε. όπου έχει να κάνει με τα φιланθρωπικά προγράμματα (χορηγίες, δωρεές) των επιχειρήσεων και των επενδύσεων που γίνονται στις τοπικές κοινωνίες έτσι ώστε να περιοριστούν τα χρόνια κοινωνικά προβλήματα όπως η φτώχεια, οι διακρίσεις, ο λεκτικός εκφοβισμός (bulling), η σεξουαλική παρενόχληση κ.ά.

Ο Dahlsrud (2008) συμπέρανε ότι οι διαστάσεις αυτές βρίσκονται στους περισσότερους ορισμούς της Ε.Κ.Ε. απλώς είναι εκφρασμένες διαφορετικά. Άρα η σύγχυση που επικρατεί για τον ορισμό της Ε.Κ.Ε. έχει να κάνει με την κατανόηση και με τον τρόπο που θα εκφραστεί από τις διάφορες επιχειρήσεις και όχι τόσο με την εύρεση ενός κοινού ορισμού.

## 2.5 Κοινά χαρακτηριστικά και κύριοι άξονες της Ε.Κ.Ε.

Μέσα από τη βιβλιογραφία είδαμε ότι η έννοια της Ε.Κ.Ε. μπορεί να είναι διαφορετική ως προς την ερμηνεία της από τις διάφορες επιχειρήσεις και αυτό έχει προκαλέσει μία σχετική σύγχυση όλα αυτά τα χρόνια στη διεθνή επιχειρηματική κοινότητα. Όμως

υπάρχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά της Ε.Κ.Ε. που γίνονται αντιληπτά από την πλειονότητα των επιχειρήσεων. Αυτά σύμφωνα με την Ε.Δ.Ε.Κ.Ε. (2008) είναι τα εξής:

1. Ο εθελοντικός χαρακτήρας της Ε.Κ.Ε.
2. Οι δράσεις της Ε.Κ.Ε. είναι διαφορετικές και ανεξάρτητες από τις δράσεις που επιβάλλονται από την ισχύουσα νομοθεσία κάθε χώρας.
3. Η Ε.Κ.Ε. συνδέεται άμεσα με την έννοια της βιώσιμης ανάπτυξης.
4. Η Ε.Κ.Ε. αποτελεί στρατηγική επιλογή για την επιχείρηση και όχι μία δευτερεύουσα επιλογή.

Οι κύριοι άξονες της Ε.Κ.Ε. (ή αλλιώς τα δευτερεύοντα χαρακτηριστικά της Ε.Κ.Ε.) σύμφωνα με τον Τριανταφύλλου (2014) είναι οι εξής:

1. Η Ε.Κ.Ε. βοηθά στη μακροπρόθεσμη οικονομική επίδοση της επιχείρησης.
2. Η Ε.Κ.Ε. βοηθά να προβληθεί η κοινωνική υπευθυνότητα μίας επιχείρησης και να αυξηθεί η φήμη της.
3. Η Ε.Κ.Ε. βοηθάει στην προστασία του περιβάλλοντος και των εργαζομένων και γενικότερα στη βελτίωση της ποιότητας ζωής όλων των ενδιαφερόμενων μερών της επιχείρησης.
4. Η Ε.Κ.Ε. βοηθάει στην πρόοδο της κοινωνίας.

## 2.6 Θεωρίες που αφορούν την Ε.Κ.Ε.

Μέσα από τη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν αρκετές θεωρίες που αφορούν την Ε.Κ.Ε., όμως μόνο τρεις είναι ουσιαστικά οι θεωρίες που αναλύουν σε όλο το εύρος την έννοια της Ε.Κ.Ε. και τη σύνδεση της με την έννοια της βιώσιμης ανάπτυξης.

- A. Η πρώτη θεωρία είναι η θεωρία νομιμοποίησης (legitimation theory), σύμφωνα με την οποία η επιβίωση μιας επιχείρησης κρίνεται από την κοινωνική εμπιστοσύνη. Ουσιαστικά έχει να κάνει με το κοινωνικό αντίκτυπο που αφήνει μια επιχείρηση. Όσο πιο κοινωνικά υπεύθυνη είναι (φαίνεται) μία επιχείρηση τόσο πιο ευρεία αποδοχή θα έχει από την κοινωνία (τους καταναλωτές).

- B. Η δεύτερη θεωρία είναι η θεωρία της “τριπλής βασικής αρχής” ή “τριπλής προσέγγισης” (triple bottom line)<sup>7</sup>. Η θεωρία αυτή έχει ως στόχο τον υπολογισμό της οικονομικής, κοινωνικής και περιβαλλοντικής επίδοσης. Μια επιχείρηση πρέπει να μετράει τον αντίκτυπο των δραστηριοτήτων της στο περιβάλλον και στην κοινωνία αλλά και την οικονομική της επίδοση έτσι ώστε να επιτύχει βιώσιμη ανάπτυξη (Hindle, 2008). Η “τριπλή βασική αρχή” μπορούμε να πούμε ότι αποτελεί μία έκφανση της ισορροπημένης κάρτας αποτελεσμάτων (Balanced Scorecard) η οποία απεικονίζει ποσοτικά το βαθμό με τον οποίο μια επιχείρηση δημιουργεί αξία για τους μετόχους της, για το περιβάλλον και την κοινωνία.
- C. Η τρίτη και ίσως πιο διαδεδομένη θεωρία είναι αυτή των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders theory). Τα ενδιαφερόμενα μέρη μία επιχείρησης είναι όλα τα άτομα ή οι ομάδες ατόμων με τα οποία αλληλοεπιδρά μία επιχείρηση (π.χ. μέτοχοι, προμηθευτές, εργαζόμενοι, καταναλωτές, τοπική κοινωνία, Μ.Κ.Ο κ.ά.) ή με πιο απλά λόγια είναι το εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον μίας επιχείρησης (Freeman, 1984, Kim, 2015). Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders theory) αποτελεί μία τομή για τις επιχειρήσεις, καθώς δεν εκφράζει την παλαιά άποψη ότι μια επιχείρηση έχει ως μοναδικό στόχο την ικανοποίηση των μετόχων μέσω της αύξησης των κερδών, αλλά εκφράζει την άποψη ότι όλα τα μέρη που αλληλοεπιδρούν με την επιχείρηση πρέπει να έχουν κοινά οφέλη, καθώς όλα μαζί προσπαθούν για την επιτυχία της επιχείρησης. Σύμφωνα μάλιστα με τους Andriof & Waddock (2002) εάν μια επιχείρηση καταλάβει ότι τα ενδιαφερόμενα μέρη είναι και αυτά πολύ σημαντικά για την ύπαρξη και την επιτυχία της επιχείρησης τότε θα μπορέσει να αυξήσει μακροπρόθεσμα την οικονομική της επίδοση και να αποφύγει μεγάλους μελλοντικούς κινδύνους. Εν κατακλείδι, η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών έχει ως στόχο τη συνεργασία όλων των αλληλεξαρτώμενων μερών μιας επιχείρησης για την επίτευξη αμοιβαίας εμπιστοσύνης και κοινού οφέλους. Πιο συγκεκριμένα, κάθε επιχείρηση που είναι κοινωνικά υπεύθυνη πρέπει να

---

<sup>7</sup> Η φράση αυτή επινοήθηκε από τον Elkington (1994) ο οποίος είναι ο ιδρυτής του Βρετανικού φορέα Sustainability.

εντοπίζει τις διάφορες ομάδες που αλληλοεπιδρά έτσι ώστε να μειώσει/εξαλείψει τον αρνητικό αντίκτυπο των δράσεων της πάνω σε αυτές.

## 2.7 Οφέλη της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης

Τη σημερινή εποχή παρατηρούμε ότι οι επενδύσεις σε κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις έχουν αυξηθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό και όλο και περισσότερες επιχειρήσεις προσπαθούν να ακολουθήσουν πρακτικές Ε.Κ.Ε. Πλέον υπάρχει η πεποίθηση ότι για να επιβιώσει μία επιχείρηση θα πρέπει να έχει εκτός από μία καλή οικονομική επίδοση και μία καλή περιβαλλοντική και κοινωνική επίδοση. Συνεπώς οι σύγχρονες επιχειρήσεις θα πρέπει να λαμβάνουν πρωτοβουλίες για να βελτιώνουν τόσο τις χρηματοοικονομικές τους επιδόσεις όσο και τις μη-χρηματοοικονομικές τους επιδόσεις. Μέσα από τη διεθνή βιβλιογραφία παρατηρούμε ότι υπάρχουν δυο απόψεις σχετικά με τις δράσεις Ε.Κ.Ε. των επιχειρήσεων. Η πρώτη άποψη και η επικρατέστερη μέχρι σήμερα είναι ότι οι δράσεις Ε.Κ.Ε. μπορούν βοηθήσουν μια επιχείρηση να έχει μακροπρόθεσμα χρηματοοικονομικά οφέλη, να αναπτύξει ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και εν τέλει να επιτύχει βιώσιμη ανάπτυξη. Η δεύτερη άποψη υποστηρίζει ότι οι δράσεις Ε.Κ.Ε. των επιχειρήσεων αποτελούν ένα επιπλέον λειτουργικό κόστος, και δεν τις προσφέρουν κανένα όφελος. Υπάρχουν μάλιστα και κάποιες μελέτες που υποστηρίζουν ότι οι δράσεις Ε.Κ.Ε. προκαλούν μείωση στα κέρδη της επιχείρησης. Σήμερα η πλειονότητα των επιχειρήσεων υιοθετεί την πρώτη άποψη διότι αναγνωρίζει ότι η Ε.Κ.Ε. προσφέρει πολλά πλεονεκτήματα/οφέλη στις επιχειρήσεις που την εφαρμόζουν. Μερικά από αυτά τα οφέλη/πλεονεκτήματα θα παρουσιαστούν επιγραμματικά παρακάτω:

1. Η Ε.Κ.Ε. βελτιώνει τη χρηματοοικονομική επίδοση και τη μακροπρόθεσμη κερδοφορία της επιχείρησης. Υπάρχουν μάλιστα αρκετές έρευνες<sup>8</sup> οι οποίες δείχνουν μία θετική σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων και των πρακτικών Ε.Κ.Ε. των επιχειρήσεων (δηλαδή της μη χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων).

---

<sup>8</sup> Βλέπε 4<sup>ο</sup> κεφάλαιο.

2. Η Ε.Κ.Ε. βελτιώνει τη φήμη μιας επιχείρησης, δημιουργώντας μάλιστα πιστούς πελάτες που εκτιμούν την υπευθυνότητα της. (Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός ισχυρού brand name μακροπρόθεσμα).
3. Η Ε.Κ.Ε. δημιουργεί ένα ιδανικό εργασιακό περιβάλλον κάνοντας τους ήδη υπάρχοντες υπαλλήλους να είναι πιο αποδοτικοί/παραγωγικοί στην εργασία τους και προσελκύει συνάμα νέους, πιο εξειδικευμένους εργαζόμενους.
4. Η Ε.Κ.Ε. βελτιώνει την πρόβλεψη, την αξιολόγηση και την αντιμετώπιση πιθανών χρηματοοικονομικών κινδύνων.
5. Μέσω της Ε.Κ.Ε. αυξάνεται η καινοτομία μιας επιχείρησης και η ποιότητα των προϊόντων της. Η συμμετοχή των ενδιαφερόμενων μερών στη διαδικασία λήψης αποφάσεων βελτιώνει τα προϊόντα που παράγει μια επιχείρηση και δημιουργεί καινοτόμες ιδέες για αυτά.
6. Η Ε.Κ.Ε. δίνει στις επιχειρήσεις πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές (Market Position) και δημιουργεί καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες.
7. Η Ε.Κ.Ε. βελτιώνει την εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων. Ουσιαστικά γίνεται μείωση των φαινομένων διαφθοράς μεταξύ των ανώτερων στελεχών και των μετόχων της επιχείρησης δημιουργώντας μία πιο διαφανή επιχείρηση.
8. Μειωμένες λειτουργικές δαπάνες. Σύμφωνα με τους Brine, Brown & Hackett (2007) η Ε.Κ.Ε. προσφέρει ευκαιρίες για τη μείωση του κόστους λειτουργίας των επιχειρήσεων. Σύμφωνα επίσης με τους Ζοπουνίδη & Λεμονάκη (2007) το κόστος υλοποίησης των δράσεων Ε.Κ.Ε. δεν πρέπει να θεωρείται ως έξοδο αλλά ως επένδυση στην ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης, καθώς της δίνει τη δυνατότητα να λαμβάνει δεδομένα της παγκόσμιας αγοράς και να προσαρμόζεται κατάλληλα στις νέες εξελίξεις.
9. Αυξάνει τη θετική προβολή από τα Μ.Μ.Ε και τα social media. Τη σημερινή εποχή η κοινή γνώμη επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τα Μ.Μ.Ε και τα social media, έτσι οι επιχειρήσεις που ακολουθούν δράσεις Ε.Κ.Ε. προσπαθούν να “εκμεταλλευθούν” αυτά τα μέσα, μέσω του marketing και των δημοσίων σχέσεων, ώστε να αυξήσουν τη φήμη τους και τελικώς να αποκτήσουν κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα αλλά και αύξηση των κερδών τους.
10. Αποδοχή από τις τοπικές κοινωνίες .

Τα παραπάνω αποτελούν κάποια βασικά οφέλη/πλεονεκτήματα της Ε.Κ.Ε. για τις επιχειρήσεις. Όμως οι πρακτικές Ε.Κ.Ε. από τις επιχειρήσεις έχουν και πολλαπλά οφέλη προς το περιβάλλον και την κοινωνία. Ως προς το περιβάλλον, οι επιχειρήσεις προσπαθούν πλέον οι δράσεις τους να μην έχουν αρνητικό (βλαβερό) αντίκτυπο σε αυτό αλλά να το προστατεύουν. Πιο συγκεκριμένα προσπαθούν να αποφεύγουν ενέργειες που προκαλούν ρύπανση και καταστροφή του φυσικού περιβάλλοντος (π.χ. αποφυγή ρύπανσης των υδάτων, του αέρα και του εδάφους). Επιπλέον λαμβάνουν δράσεις για να το προστατέψουν όπως π.χ. η ανακύκλωση, χρησιμοποιούν ευρύτερα ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, λαμβάνουν μέρος σε εκστρατείες και περιβαλλοντικά προγράμματα όπως δεντροφυτεύσεις, περιβαλλοντικές αποκαταστάσεις κ.ά.

Ως προς την κοινωνία, οι επιχειρήσεις που ακολουθούν πρακτικές Ε.Κ.Ε. τη βοηθούν επενδύοντας σε αυτήν (κυρίως στις τοπικές κοινωνίες) δημιουργώντας χρήσιμες υποδομές, νέες θέσεις εργασίας και ενισχύοντας την τοπική οικονομία. Επίσης μέσω των φιλανθρωπικών προγραμμάτων των επιχειρήσεων αλλά και των εσωτερικών κανόνων που θεσπίζονται από αυτές γίνεται μια προσπάθεια να αμβλυνθούν χρόνια κοινωνικά προβλήματα όπως η φτώχεια, οι διακρίσεις, ο λεκτικός εκφοβισμός (bullying) κ.ά.

Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι η Ε.Κ.Ε. βοηθάει σε πολύ μεγάλο βαθμό τις επιχειρήσεις να αποκτήσουν πρωτίστως κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα όπως εταιρική φήμη, ισχυρό brand name, είσοδο σε κεφαλαιαγορές κ.ά. αλλά βοηθάει επίσης και στην αύξηση των μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων της επιχείρησης. Επιπροσθέτως εκτός από τα οφέλη της επιχείρησης έχουμε και πολλαπλά οφέλη για την κοινωνία και το περιβάλλον. Εν κατακλείδι η Ε.Κ.Ε. δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται ως ένα επιπλέον λειτουργικό κόστος για την επιχείρηση αλλά ως ένα στρατηγικό εργαλείο που θα της αποφέρει πολλά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και θα της προσδώσει αξία.

## 2.8 Εμπόδια στην ανάπτυξη και την εφαρμογή δράσεων Ε.Κ.Ε. από τις επιχειρήσεις

Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που εμποδίζουν τις διαδικασίες εφαρμογής στρατηγικών Ε.Κ.Ε. των επιχειρήσεων και έχουν να κάνουν κυρίως με την έλλειψη οικονομικών πόρων αλλά και την έλλειψη εμπειρίας και τεχνογνωσίας σε θέματα Ε.Κ.Ε. από τους manager των επιχειρήσεων. Το πιο μεγάλο εμπόδιο βέβαια παραμένει η κατανόηση της έννοιας της Ε.Κ.Ε. από τις επιχειρήσεις. Όπως έχουμε αναλύσει, η έννοια της Ε.Κ.Ε. είναι πολυδιάστατη και περίπλοκη και πολλές φορές, κυρίως οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, δεν την κατανοούν και είτε την εφαρμόζουν έως ένα σημείο είτε δεν την εφαρμόζουν καθόλου. Για παράδειγμα, μία επιχείρηση μπορεί να επικεντρωθεί σε δράσεις για την προστασία μόνο του περιβάλλοντος και να νομίζει ότι εφαρμόζει πρακτικές Ε.Κ.Ε., πράγμα που φυσικά δεν ισχύει. Άλλο ένα εμπόδιο είναι τα διάφορα συμφέροντα που δημιουργούνται ανάμεσα στα ενδιαφερόμενα μέρη της κάθε επιχείρησης. Για παράδειγμα πολλές φορές τα ανώτατα διοικητικά στελέχη μίας επιχείρησης δεν εφαρμόζουν πρακτικές Ε.Κ.Ε. έτσι ώστε να παρουσιάσουν γρηγορότερα κέρδη στους μετόχους της επιχείρησης κερδίζοντας έτσι αύξηση των απολαβών τους και πιθανώς την εύνοια τους. Ακόμα ένα εμπόδιο είναι οι πολύπλοκες εταιρικές δομές. Σύμφωνα με την Παναγιωταρά (2012) κυρίως οι πολυεθνικές επιχειρήσεις που έχουν αρκετά πολύπλοκες εταιρικές δομές και είναι διασκορπισμένες σε όλο τον κόσμο είναι δύσκολο να ακολουθήσουν μια ενιαία στρατηγική Ε.Κ.Ε. λόγω της αλλαγής των συνθηκών (κοινωνικών, περιβαλλοντικών, πολιτιστικών) κάθε χώρας. Άλλο ένα σημαντικό εμπόδιο στην εφαρμογή στρατηγικών Ε.Κ.Ε. είναι ότι τα περισσότερα οφέλη είναι μακροπρόθεσμα και έτσι δεν είναι ευδιάκριτα από αυτούς που διοικούν την επιχείρηση. Αυτό έχει ως συνέπεια πολλοί managers να πιστεύουν ότι τα οφέλη της Ε.Κ.Ε. είναι αμελητέα σε σύγκριση με την αύξηση των λειτουργικών εξόδων που επιφέρουν οι πρακτικές Ε.Κ.Ε. με αποτέλεσμα να τις εγκαταλείπουν. Επίσης ένα εμπόδιο στην υλοποίηση στρατηγικών Ε.Κ.Ε. είναι η ελλιπής εταιρική διακυβέρνηση και τα φαινόμενα διαφθοράς. Τέλος ένα σημαντικό εμπόδιο είναι η απουσία συμβουλευτικών αρχών και υπηρεσιών για θέματα Ε.Κ.Ε., που θα βοηθούσαν τις επιχειρήσεις, αλλά και η έλλειψη κρατικής υποστήριξης (π.χ. επιδοτήσεις σε επιχειρήσεις που θέλουν να εφαρμόσουν πρακτικές Ε.Κ.Ε. ή επιβράβευση επιχειρήσεων που εμφανίζουν υψηλούς δείκτες Ε.Κ.Ε. κ.ά.).

---

### 3. Τρίπτυχο ESG

---

#### 3.1 Εισαγωγή

Η έννοια του ESG είναι μία σχετικά σύγχρονη έννοια στα χρηματοοικονομικά και κατά κάποιον τρόπο μπορούμε να πούμε ότι αποτελεί μία εξέλιξη της Ε.Κ.Ε. Το ακρωνύμιο ESG (**E**nvironmental, **S**ocial, **G**overnance) αντιστοιχεί στους περιβαλλοντικούς και κοινωνικούς παράγοντες καθώς και στους παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τους οποίους μπορούμε να μετρήσουμε τη βιώσιμη ανάπτυξη μιας επιχείρησης. Είναι εμφανές πως η κύρια διαφορά μεταξύ του ESG και της Ε.Κ.Ε. έχει να κάνει με την ενσωμάτωση της εταιρικής διακυβέρνησης (Governance) στη μέτρηση της βιώσιμης ανάπτυξης κάτι που η Ε.Κ.Ε. δεν λαμβάνει άμεσα υπόψη (Gerard, 2019). Οι παράγοντες ESG (Environmental, Social, Governance) ουσιαστικά αποτελούν τους τρεις βασικούς άξονες μέσα από τους οποίους εξετάζεται η βιώσιμη ανάπτυξη μίας επιχείρησης ή πιο απλά εξετάζεται εάν μια επιχείρηση είναι κοινωνικά υπεύθυνη ή όχι και σε ποιο βαθμό. Κάθε παράγοντας ESG περιλαμβάνει ένα μεγάλο πλήθος κριτηρίων (κριτήρια ESG) τα οποία είναι απαραίτητα για την επίτευξη μίας κοινωνικά υπεύθυνης επένδυσης (Κ.Υ.Ε.). Ουσιαστικά τα κριτήρια ESG χρησιμοποιούνται για βρουν τον βαθμό βιώσιμης ανάπτυξης μίας επιχείρησης ή πιο απλά χρησιμοποιούνται για δείξουν εάν οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις είναι κοινωνικά υπεύθυνες ή όχι. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι επενδυτές μέσω των ESG κριτηρίων να μπορούν να συνθέσουν χαρτοφυλάκια επενδύσεων τα οποία θα περιέχουν ως επι το πλείστον κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις.



### 3.2 Παράγοντες ESG

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως οι ESG παράγοντες αποτελούν τις τρεις γενικές κατηγορίες όπου εστιάζουν οι επενδυτές έτσι ώστε να ελέγξουν αν μία επιχείρηση είναι κοινωνικά υπεύθυνη ή όχι. Οι τρεις βασικοί ESG παράγοντες είναι οι εξής:

1. Περιβαλλοντικοί παράγοντες (Environmental). Οι περιβαλλοντικοί παράγοντες έχουν να κάνουν με τον τρόπο όπου μία επιχείρηση επιδρά στο φυσικό περιβάλλον. Τα κύρια θέματα που εξετάζονται είναι ο σεβασμός στο περιβάλλον, η αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής, η ρύπανση του εδάφους, των υδάτων και του αέρα, οι εκπομπές CO<sub>2</sub>, αν γίνεται ανακύκλωση από την επιχείρηση, η χρήση ανανεώσιμων πηγών ενέργειας κ.ά. Οι παράγοντες αυτοί χρησιμοποιούνται επίσης και για την αξιολόγηση τυχών περιβαλλοντικών κινδύνων που ενδέχεται να αντιμετωπίσει η επιχείρηση (Αργυροπούλου, 2021).
2. Κοινωνικοί παράγοντες (Social). Οι κοινωνικοί παράγοντες έχουν να κάνουν με ζητήματα κοινωνικού χαρακτήρα. Για παράδειγμα εξετάζονται θέματα όπως τα εργασιακά δικαιώματα, τα ανθρώπινα δικαιώματα, οι κανόνες υγιεινής και ασφάλειας που ακολουθεί η επιχείρηση για την προστασία των εργαζομένων της, τα θέματα διάκρισης μεταξύ των εργαζομένων, το θέμα ισότητας των φύλων κ.ά. Συνεπώς καταλαβαίνουμε ότι οι κοινωνικοί παράγοντες έχουν να κάνουν με τις σχέσεις των ενδιαφερόμενων μερών μίας επιχείρησης (π.χ. σχέση επιχείρησης και εργαζομένων, καταναλωτών, μετόχων, τοπικής κοινότητας κ.ά.), (Αργυροπούλου, 2021).
3. Παράγοντες διακυβέρνησης (Governance). Οι παράγοντες αυτοί εξετάζουν την ορθή εταιρική διακυβέρνηση. Η εταιρική διακυβέρνηση (Corporate Governance) είναι μία διάσταση η οποία δεν εξετάζοταν σε μεγάλο βαθμό με την έννοια της Ε.Κ.Ε. αλλά αντιθέτως είναι βασική συνιστώσα στην έννοια του ESG. Ουσιαστικά αποτελεί ένα πλαίσιο κανόνων μέσα από τους οποίους ελέγχεται μία επιχείρηση σε θέματα διαφάνειας, διαφθοράς αλλά και σε θέματα υπεύθυνης διοίκησης. Σύμφωνα με τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύστημα με το οποίο παρακολουθείται και ελέγχεται η εταιρική διοίκηση (θέματα δωροδοκίας, συμπεριφοράς, διαφθοράς κ.ά.). Σύμφωνα με τους Shleifer & Vishny (1996), η εταιρική διακυβέρνηση είναι το σύνολο των μηχανισμών μέσω των οποίων οι

μέτοχοι εξασφαλίζουν ότι οι επενδύσεις θα έχουν μία ικανοποιητική απόδοση, ενώ σύμφωνα με τους La Porta et. al. (2000) η εταιρική διακυβέρνηση είναι όλοι εκείνοι οι μηχανισμοί μίας επιχείρησης που προστατεύουν τα συμφέροντα των εξωτερικών επενδυτών (μέτοχοι, πιστωτές) ενάντια στις πιθανές ατασθαλίες των εσωτερικών στελεχών (managers, διοίκηση). Τέλος σύμφωνα με τον κανονισμό της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η εταιρική διακυβέρνηση βοηθάει στην εξισορρόπηση μεταξύ των οικονομικών-κοινωνικών στόχων και των προσωπικών/ατομικών στόχων και συμφερόντων έτσι ώστε να επιτευχθεί ο στόχος της επιχείρησης. Εν κατακλείδι η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα εργαλείο, κυρίως για τις μεγάλες επιχειρήσεις, που τις βοηθά να αποφεύγουν φαινόμενα “κακής” διοίκησης, έτσι ώστε να επιτυγχάνονται οι στόχοι των μετόχων και να μην ευνοούνται οι προσωπικές φιλοδοξίες των διοικητικών στελεχών της επιχείρησης.

### 3.3 Κριτήρια /Δείκτες ESG

Κάθε ένας από τους παράγοντες ESG που αναλύσαμε προηγουμένως διαθέτει ένα μεγάλο πλήθος κριτηρίων/δεικτών μέσω των οποίων ένας κοινωνικά υπεύθυνος επενδυτής μπορεί να αξιολογήσει αν μια επιχείρηση είναι κοινωνικά υπεύθυνη ή όχι. Επιπροσθέτως μέσω των ESG κριτηρίων/δεικτών μία επιχείρηση μπορεί να αξιολογήσει (ποσοτικά) τον βαθμό βιώσιμης ανάπτυξης που έχει. Αυτή η μεγάλη δεξαμενή κριτηρίων που αφορά όλους τους παράγοντες ESG και χρησιμοποιούνται από τους εκάστοτε κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές ονομάζονται κριτήρια ESG ή δείκτες ESG.

Στη συνέχεια θα δοθούν κάποια ενδεικτικά κριτήρια από κάθε παράγοντα ESG.

#### Περιβαλλοντικά κριτήρια

Στα περιβαλλοντικά κριτήρια περιλαμβάνονται όλα αυτά τα κριτήρια που αποδεικνύουν αν μια επιχείρηση σέβεται το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί και αν υπακούει στις διεθνείς νόρμες που αφορούν την προστασία του περιβάλλοντος από τις επιχειρήσεις. Κάποια τέτοια κριτήρια είναι τα εξής:

- Επίπεδα εκπομπών ρύπων από την επιχείρηση.

- Επίπεδα εξοικονόμησης φυσικών πόρων.
- Επίπεδο υιοθέτησης περιβαλλοντικών συστημάτων διαχείρισης.
- Επίπεδα επικίνδυνων αποβλήτων.
- Επίπεδα εφαρμογής ανακύκλωσης στις διάφορες βαθμίδες της επιχείρησης.
- Επίπεδο εφαρμογής εναλλακτικών πηγών ενέργειας.
- Κλιματικός κίνδυνος (Climate Risk).

### Κοινωνικά κριτήρια

Στα κοινωνικά κριτήρια περιλαμβάνονται όλα αυτά τα κριτήρια που έχουν να κάνουν με τη διαχείριση του εργατικού δυναμικού μιας επιχείρησης αλλά και κριτήρια που μας δείχνουν τις συνθήκες κάτω από τις οποίες εργάζονται οι υπάλληλοι μίας επιχείρησης. Επίσης περιλαμβάνονται και κριτήρια που δείχνουν τον αντίκτυπο της επιχείρησης σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη της. Κάποια τέτοια κριτήρια είναι τα εξής:

- Κριτήρια που έχουν να κάνουν με τις συνθήκες εργασίας των εργαζομένων και την εξασφάλιση των ανθρωπίνων δικαιωμάτων (δίκαιη αμοιβή, πληρωμή υπερωριών, εργασία μόνο σε ενήλικα άτομα κ.ά.)
- Κριτήρια που αφορούν το εργασιακό περιβάλλον (κριτήρια υγιεινής και ασφάλειας των εργαζομένων, κριτήρια συμπεριφοράς προς τους υπάλληλους της επιχείρησης κ.ά.).
- Κριτήρια ισότητας (μεταξύ φύλων, ανώτερων και κατώτερων υπαλλήλων κ.ά.)
- Κριτήρια επαγγελματικής εξέλιξης και ίσων ευκαιριών.

### Κριτήρια Διακυβέρνησης

Στα κριτήρια διακυβέρνησης ή εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνονται τα κριτήρια τα οποία δείχνουν στους επενδυτές τις πολιτικές μίας επιχείρησης από την πλευρά της διοίκησης. Συνήθως εστιάζουν στα επίπεδα διαφθοράς μίας επιχείρησης σε διοικητικό επίπεδο. Κάποια τέτοια κριτήρια είναι τα εξής:

- Επίπεδα συμμόρφωσης με τους νόμους της χώρας.
- Επίπεδα διαφθοράς και δωροδοκίας.

- Αποζημίωση στελεχών.
- Συνεπή συμμόρφωση με τον κώδικα δεοντολογίας της επιχείρησης.
- Ανεξαρτησία ελεγκτών.
- Πλαστές χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

Όλα αυτά τα κριτήρια ESG μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τις επιχειρήσεις με στόχο πρώτα από όλα να ελέγξουν τον βαθμό Ε.Κ.Ε. που έχουν (δηλαδή να ελέγξουν την ESG επίδοση τους) και έπειτα μέσω της δημοσίευσης των αποτελεσμάτων να προσελκύσουν κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές. Σύμφωνα μάλιστα με τον Ηλιάκη (2015) με τον όρο “δείκτες εταιρικής κοινωνικής υπευθυνότητας” ή “δείκτες βιωσιμότητας” αναφερόμαστε στις ακριβείς και αμερόληπτες μετρήσεις της περιβαλλοντικής, οικονομικής και κοινωνικής επίδοσης των εταιρειών με στόχο την προσέλκυση επενδυτών.

Εν κατακλείδι καταλαβαίνουμε ότι κάθε παράγοντας ESG έχει επιμέρους κριτήρια/δείκτες ESG που βοηθούν τους εκάστοτε κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές να αξιολογήσουν την κάθε επιχείρηση ως προς την ESG επίδοση της, εφόσον αυτές οι επιχειρήσεις δημοσιεύουν τα δεδομένα που το επιτρέπει να γίνει αυτό. Από την άλλη πλευρά η επιχείρηση, χρησιμοποιεί αυτά τα κριτήρια έτσι ώστε να αξιολογήσει τον βαθμό βιώσιμης ανάπτυξης της και μετέπειτα ανάλογα με τα αποτελέσματα μπορεί να προβεί στις απαραίτητες διορθωτικές κινήσεις για την αύξηση της ESG επίδοσής της.

### 3.4 Εργαλεία ESG

Γενικά υπάρχουν διάφορα εργαλεία με τα οποία μία επιχείρηση μπορεί να μετρήσει και να επικοινωνήσει τις δράσεις ESG που αναλαμβάνει. Αυτά τα εργαλεία συνήθως δείχνουν στις επιχειρήσεις τα ελάχιστα επίπεδα επίδοσης που πρέπει να επιτύχουν ώστε να θεωρηθούν επιχειρήσεις με εταιρική κοινωνική ευθύνη. Επιπροσθέτως τις βοηθούν σταδιακά με τις πρακτικές ESG έτσι ώστε να γίνονται καλύτερες και να υπάρχει μία συγκριτική αξιολόγηση της εταιρικής τους βιωσιμότητας. Σύμφωνα με την Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων τα εργαλεία της Ε.Κ.Ε. ή τα ESG εργαλεία διαχωρίζονται σε τρεις μεγάλες κατηγορίες. (European Commission, 2004)

- i. Τα εργαλεία κοινωνικά υπεύθυνης διαχείρισης.
- ii. Τα εργαλεία κοινωνικά υπεύθυνης κατανάλωσης.
- iii. Τα εργαλεία κοινωνικά υπεύθυνης επένδυσης.

#### Εργαλεία κοινωνικά υπεύθυνης διαχείρισης

Τα εργαλεία Ε.Κ.Ε. που περιλαμβάνονται σε αυτή την κατηγορία αφορούν κυρίως τα διάφορα πρότυπα διαχείρισης και επίδοσης που χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις ώστε να ενσωματώσουν πρακτικές Ε.Κ.Ε. στις στρατηγικές τους και εν τέλει να επιτύχουν βιώσιμη ανάπτυξη για την επιχείρησή τους. Τα πιο σημαντικά εργαλεία σε αυτήν την κατηγορία είναι α) οι κώδικες δεοντολογίας και β) τα διάφορα διεθνή πρότυπα διαχείρισης και αναφοράς της αειφορίας.

##### a) Κώδικες δεοντολογίας

Ο κώδικας δεοντολογίας μιας επιχείρησης θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί το πρώτο βήμα προς τη βιώσιμη ανάπτυξη μιας επιχείρησης. Ένας κώδικας δεοντολογίας είναι μία επίσημη κατάσταση που δημιουργεί μία επιχείρηση και μέσα σε αυτήν αναφέρονται οι βασικές αρχές και οι αξίες της επιχείρησης και των ανθρώπων που τη συντελούν. Με άλλα λόγια μπορούμε να πούμε ότι είναι η επίσημη αναφορά της εταιρικής συμπεριφοράς μίας επιχείρησης. Οι κώδικες δεοντολογίας μπορούν να ορίσουν ένα μεγάλο εύρος θεμάτων Ε.Κ.Ε. για μία επιχείρηση όπως τα ανθρώπινα δικαιώματα στο περιβάλλον της επιχείρησης, τα περιβαλλοντικά θέματα, τα εργασιακά θέματα κ.ά. Σύμφωνα με την Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (European Commission, 2004) οι κώδικες δεοντολογίας διαχωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες: στους εταιρικούς κώδικες δεοντολογίας οι οποίοι δημιουργούνται ξεχωριστά από τις επιχειρήσεις, στους κλαδικούς κώδικες δεοντολογίας που δημιουργούνται από επιχειρήσεις που βρίσκονται σε έναν συγκεκριμένο επιχειρηματικό κλάδο, στους διεθνείς και Ευρωπαϊκούς κώδικες δεοντολογίας οι οποίοι είναι κώδικες δεοντολογίας που δημιουργούνται από διεθνείς και ευρωπαϊκούς οργανισμούς και στους

κώδικες δεοντολογίας πολλαπλών ενδιαφερόμενων, όπου είναι κώδικες δεοντολογίας που δημιουργούνται με τη συνεργασία μίας επιχείρησης και των ενδιαφερόμενων μερών της επιχείρησης αυτής (π.χ. συνδικαλιστικές οργανώσεις, Μ.Κ.Ο κ.ά.).

b) Διεθνή πρότυπα διαχείρισης και αναφοράς της αειφορίας

Τα διεθνή πρότυπα διαχείρισης και αναφοράς της αειφορίας δημιουργήθηκαν για να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις να βελτιώσουν την επίδοση της βιώσιμης ανάπτυξής τους. Οι επιχειρήσεις μέσω αυτών των προτύπων αρχικά μπορούν να μετρήσουν την επίδοση τους στους ESG παράγοντες και έτσι να βελτιώσουν τις στρατηγικές Ε.Κ.Ε./ESG που χρησιμοποιούν και εν τέλει να έχουν καλύτερη βιώσιμη ανάπτυξη στο μέλλον. Τα πρότυπα αυτά βοηθούν τις επιχειρήσεις και στην εφαρμογή των στρατηγικών Ε.Κ.Ε. καθώς παρέχουν κάποια “standards” (οδηγίες) σε κάθε στάδιο εφαρμογής μίας στρατηγικής Ε.Κ.Ε. Τα πρότυπα αυτά διακρίνονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες σύμφωνα με όσα αναλύσαμε προηγουμένως. Υπάρχουν τα πρότυπα διαδικασιών (Process standards) που εστιάζουν στη διαδικασία και στον τρόπο εφαρμογής μίας στρατηγικής Ε.Κ.Ε., και τα πρότυπα επίδοσης (Performance standards) που εστιάζουν στη μέτρηση της επίδοσης και της προόδου της βιώσιμης ανάπτυξης μιας επιχείρησης.

Παρακάτω θα παρουσιαστούν κάποια ενδεικτικά πρότυπα διαχείρισης και αναφοράς της αειφορίας που αντλήθηκαν μέσα από τη διεθνή βιβλιογραφία και αρθρογραφία.

- Social Accountability 8000 (SA 8000). Το SA 8000 είναι ένα διεθνές πρότυπο και μία διαδικασία ελέγχου για τις συνθήκες εργασίας και το εργασιακό περιβάλλον μίας επιχείρησης που εκδόθηκε για πρώτη φορά από τον διεθνή Οργανισμό Κοινωνικής Ευθύνης (Social Accountability International, SAI) το 1997 και έχει αναθεωρηθεί δυο φορές έως σήμερα (το 2001 και το 2008). Το πρότυπο SA 8000<sup>9</sup> παρέχει ένα πλαίσιο κανόνων για τους οργανισμούς όλων των τύπων και σε οποιοδήποτε κλάδο ώστε να

---

<sup>9</sup> Μπορούμε να το συναντήσουμε και ως σύστημα προτύπων και πιστοποίησης SA 8000.

διεξάγουν τις δραστηριότητές τους με τρόπο δίκαιο και αξιοπρεπή για τους εργαζόμενους και να επιδεικνύουν την προσήλωση τους στα υψηλότερα κοινωνικά πρότυπα.(<https://sa-intl.org/>).

- ILO – OSH 2001<sup>10</sup>. Οι οδηγίες ILO – OSH 2001 συγκροτούν ένα διεθνές πρότυπο συμβατό με άλλα πρότυπα και οδηγίες συστημάτων διαχείρισης. Οι οδηγίες του ILO – OSH 2001 παρέχουν βοήθεια σε οποιαδήποτε επιχείρηση για την εφαρμογή της ασφάλειας και της υγείας στην εργασία. Με λίγα λόγια οι οδηγίες του ILO – OSH 2001 προσπαθούν να δώσουν ένα πρότυπο για τη σωστή λειτουργία των επιχειρήσεων πάνω στο κομμάτι των εργασιακών δικαιωμάτων και του εργασιακού περιβάλλοντος. (<https://www.ilo.org/>). Τα δυο αυτά πρότυπα (SA 8000 και ILO – OSH 2001) είναι πρότυπα που αφορούν το εργασιακό περιβάλλον μίας επιχείρησης.
- ISO 9000. Το ISO 9000 είναι μια οικογένεια προτύπων που δημιουργήθηκε το 1987 από τον διεθνή οργανισμό τυποποίησης ISO. Η οικογένεια ISO 9000 διαθέτει κάποια πρότυπα τα οποία συμβάλουν στην αποτελεσματική διαχείριση της ποιότητας μέσα σε μία επιχείρηση. Τα συστήματα διαχείρισης ISO 9000 λαμβάνουν υπόψιν όλα τα χαρακτηριστικά που χρειάζεται ένα προϊόν ή μια υπηρεσία προκειμένου να ικανοποιηθούν οι προσδοκίες των πελατών όσον αφορά το κομμάτι της ποιότητας. Η αποτελεσματική εφαρμογή των προτύπων ISO 9000 μπορεί να ελεγχτεί και εσωτερικά από την ίδια την επιχείρηση αλλά και εξωτερικά από τους ίδιους τους πελάτες και άλλους φορείς πιστοποίησης (<https://www.iso.org/>). Το πιο γνωστό πρότυπο από την οικογένεια προτύπων ISO 9000 είναι το πρότυπο ISO 9001 το οποίο καθορίζει τα κριτήρια για ένα σύστημα διαχείρισης ποιότητας και είναι το μόνο πρότυπο στην οικογένεια που μπορεί να πιστοποιηθεί (αν και αυτό δεν είναι απαίτηση). Το ISO 9001 βασίζεται σε μια σειρά από

---

<sup>10</sup> Το πρότυπο αυτό δημιουργήθηκε με τις κατευθυντήριες γραμμές της Διεθνούς Οργάνωσης Εργασίας (Δ.Ο.Ε) τον Απρίλιο του 2001 έπειτα από δύο χρόνια συνεχής διαβούλευσης.

αρχές διαχείρισης ποιότητας, συμπεριλαμβανομένης της ισχυρής εστίασης στον πελάτη, των κινήτρων και των συνεπειών της ανώτατης διοίκησης, της προσέγγισης της διαδικασίας και της συνεχούς βελτίωσης και έχει ως στόχο την καλύτερη ποιότητα προϊόντων και υπηρεσιών προς τον καταναλωτή (<https://www.iso.org/>).

- Μοντέλο επιχειρηματικής αριστείας του EFQM. Το Ευρωπαϊκό Μοντέλο Επιχειρηματικής αριστείας αναπτύχθηκε το 1991 από το Ευρωπαϊκό ίδρυμα για τη διαχείριση της ποιότητας (European Foundation for Quality Management, EFQM). Το μοντέλο αυτό αποτελεί ένα από τα μοναδικά Ευρωπαϊκά πλαίσια για τη βελτίωση της ποιότητας των παραγόμενων προϊόντων/υπηρεσιών μίας επιχείρησης αλλά και τη βελτίωση των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων της επιχείρησης. Συνεπώς το μοντέλο επιχειρηματικής αριστείας του EFQM είναι ένα πολύτιμο εργαλείο αξιολόγησης της ποιότητας των προϊόντων/υπηρεσιών που παρέχει μία επιχείρηση στους πελάτες της αλλά συνάμα επιτρέπει και τη μέτρηση της επιχειρηματικής αριστείας της επιχείρησης. (<https://efqm.org/>). Η οικογένεια ISO 9000 και μοντέλο επιχειρηματικής αριστείας του EFQM αποτελούν πρότυπα τα οποία έχουν να κάνουν με την ποιότητα που προσφέρουν οι επιχειρήσεις στους καταναλωτές.
- ISO 14000. Το ISO 14000 είναι μια οικογένεια προτύπων που δημοσιεύτηκαν για πρώτη φορά το 1996 από τον Διεθνή Οργανισμό Τυποποίησης ISO και έχουν να κάνουν με την περιβαλλοντική διαχείριση μίας επιχείρησης. Ουσιαστικά το ISO 14000 παρέχει οδηγίες οι οποίες βοηθούν τις επιχειρήσεις να αναλάβουν δράσεις για τη μείωση του αντίκτυπου λειτουργίας τους στο φυσικό περιβάλλον. Κάποια γνωστά πρότυπα της οικογένειας ISO 14000 είναι το ISO 14004 το οποίο παρέχει οδηγίες για τη δημιουργία και την εφαρμογή ενός συστήματος περιβαλλοντικής διαχείρισης στην επιχείρηση, ενώ το ISO 14001 καθορίζει τις απαιτήσεις που χρειάζονται για ένα σύστημα περιβαλλοντικής διαχείρισης ώστε να



μπορεί να το χρησιμοποιήσει ένας οργανισμός για να βελτιώσει τις περιβαλλοντικές του επιδόσεις (<https://www.iso.org/>).

- EMAS (Eco-management and audit scheme). Το κοινοτικό σύστημα διαχείρισης και οικολογικού ελέγχου (EMAS) είναι ένα εθελοντικό σχέδιο που αφορά τον έλεγχο και την περιβαλλοντική διαχείριση ενός οργανισμού. Δημοσιεύτηκε για πρώτη φορά το 1995 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενώ έχει αναθεωρηθεί μία φορά, το 2001. Το EMAS περιέχει κανονισμούς που στόχο έχουν τη βελτίωση της περιβαλλοντικής επίδοσης μίας οποιασδήποτε επιχείρησης η ακόμα και ενός δημόσιου οργανισμού. Πιο συγκεκριμένα το EMAS προσπαθεί μέσω των κανόνων του να οδηγήσει σταδιακά την επιχείρηση σε καλύτερες περιβαλλοντικές επιδόσεις και συνάμα προωθεί τις πληροφορίες βελτίωσης σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (Παναγιωταρά, 2012). Η οικογένεια ISO 14000 και το EMAS αποτελούν πρότυπα περιβαλλοντικής διαχείρισης καθώς και τα δύο προσπαθούν να βελτιώσουν το αντίκτυπο των δράσεων μίας επιχείρησης προς το περιβάλλον.
- ISO 26000. Το ISO 26000 χαρακτηρίζεται ως το διεθνές πρότυπο κοινωνικής υπευθυνότητας (Standard for Social Responsibility) και κυκλοφόρησε το 2010 από τον διεθνή οργανισμό τυποποίησης ISO. Το ISO 26000 είναι ουσιαστικά οδηγίες, που απευθύνονται σε κάθε είδους επιχείρηση, οι οποίες έχουν ως στόχο την κατανόηση της Ε.Κ.Ε. και τη σωστή εφαρμογή των στρατηγικών Ε.Κ.Ε. από τις επιχειρήσεις ώστε να βελτιώσουν τη μη χρηματοοικονομική τους επίδοση (δηλαδή να βελτιώσουν το επίπεδο της βιώσιμης ανάπτυξής τους). Το ISO 26000 είναι ένα πρότυπο οδηγιών και συμβουλών και όχι ένα πρότυπο πιστοποίησης όπως π.χ. το ISO 9001. Με την εφαρμογή αυτού του προτύπου μια επιχείρηση θεωρείται ότι αναλαμβάνει δράσεις, πέραν των νομικών της υποχρεώσεων, για την αντιμετώπιση περιβαλλοντικών, κοινωνικών και πολιτιστικών προβλημάτων και τη βοηθάει έμμεσα να βελτιώσει τα χρηματοοικονομικά της αποτελέσματα αλλά και την λειτουργία της (<https://www.iso.org/>). Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι το ISO 26000

είναι το κατεξοχήν πρότυπο που βοηθάει μία επιχείρηση πρώτα από όλα να καταλάβει την έννοια της E.K.E. αλλά ταυτόχρονα της παρέχει χρήσιμες οδηγίες ώστε να χρησιμοποιήσει σωστές στρατηγικές E.K.E. και να δημιουργήσει εν τέλει ένα ολοκληρωμένο σύστημα εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Παρατηρούμε ότι το ISO 26000 δεν είναι ένα πρότυπο που αφορά μόνο μία διάσταση της E.K.E. αλλά είναι το πρότυπο το οποίο βοηθάει μια επιχείρηση να αποκτήσει συνολικά εταιρική υπευθυνότητα. Τα βασικά σημεία που εξετάζονται από τη χρήση του προτύπου ISO 26000 είναι τα εξής α) οργανωτική διακυβέρνηση, β) ανθρώπινα δικαιώματα, γ) συνθήκες εργασίας, δ) περιβαλλοντική πολιτική, ε) κοινοτική συμμετοχή και ανάπτυξη, στ) δίκαιες πρακτικές λειτουργίας, η) επικοινωνία μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών ([www.iso.org](http://www.iso.org)). Τέλος σύμφωνα με πολλούς επιχειρηματίες αλλά και ερευνητές, επιχειρήσεις που ακολουθούν το πρότυπο ISO 26000 έχουν καλύτερη κατανόηση των πρακτικών E.K.E. που πρέπει να ακολουθήσουν με συνέπεια να εφαρμόζουν όλα τα στάδια της E.K.E., να εμφανίζουν μεγαλύτερες επιδόσεις E.K.E. (επιδόσεις ESG) και φυσικά λαμβάνουν όλα τα πλεονεκτήματα που αποφέρουν οι δράσεις της E.K.E.

#### Εργαλεία κοινωνικά υπεύθυνης κατανάλωσης

Τα εργαλεία E.K.E. που περιλαμβάνονται σε αυτήν την κατηγορία είναι κυρίως διάφορα κοινωνικά και περιβαλλοντικά σήματα αλλά και οργανώσεις “δίκαιου εμπορίου” που έχουν αναπτυχθεί από διάφορους βιομηχανικούς κλάδους, δημόσιες αρχές και Μ.Κ.Ο. Τα σήματα αυτά αφορούν την κοινωνικά υπεύθυνη κατανάλωση και προσπαθούν να ενημερώσουν του καταναλωτές για τους τρόπους που παράγονται τα προϊόντα μιας επιχείρησης ή τον τρόπο που προσφέρονται οι υπηρεσίες μίας επιχείρησης. Πολλά από αυτά τα σήματα ενημερώνουν τον καταναλωτή εάν μία επιχείρηση λαμβάνει δράσεις E.K.E. (δηλαδή εάν λαμβάνει ESG πρακτικές) και συνεπώς εάν είναι μία επιχείρηση με εταιρική υπευθυνότητα. Τα σήματα αυτά έχουν ως στόχο πρώτα από όλα να διαχωρίσουν τα προϊόντα των επιχειρήσεων οι οποίες είναι κοινωνικά υπεύθυνες από τα υπόλοιπα προϊόντα όπου οι επιχειρήσεις που τα παράγουν δεν ακολουθούν ESG πρακτικές και έπειτα να επηρεάσουν τους καταναλωτές. Τα

σήματα αυτά είναι αρκετά σημαντικά καθώς διαχωρίζουν τις επιχειρήσεις που ακολουθούν πρακτικές ESG και τις κάνουν γνωστές στο ευρύ καταναλωτικό κοινό. Στις μέρες μας είναι ακόμα πιο σημαντικά καθώς έχει αποδειχθεί ότι ένα μεγάλο ποσοστό καταναλωτών είναι διαθέσιμο να δαπανήσει κάτι παραπάνω από τον οικογενειακό προϋπολογισμό προκειμένου να υποστηρίξει επιχειρήσεις οι οποίες ακολουθούν πρακτικές E.K.E. και συμβάλουν στη βιώσιμη ανάπτυξη. Τα σήματα αυτά είναι ποικίλα και μπορεί να καλύπτουν μία διάσταση του ESG (π.χ. κοινωνική) ή και όλες τις διαστάσεις του ESG. Συνήθως τα σήματα αυτά αναγράφονται πάνω στα προϊόντα της εκάστοτε επιχείρησης ή στα ράφια των καταστημάτων που πουλάνε αυτά τα προϊόντα. Παρακάτω θα δοθεί μία λίστα η οποία θα αναφέρει επιγραμματικά κάποια από αυτά τα σήματα και κάποιες οργανώσεις “Δίκαιου Εμπορίου”.

#### 1. Οργανώσεις “Δίκαιου Εμπορίου”

- Διεθνής Οργάνωση Σήμανσης Δίκαιου Εμπορίου (Fair-trade Labeling Organization). ([www.fairtrade.net](http://www.fairtrade.net))
- Διεθνής Ομοσπονδία Εναλλακτικού Εμπορίου (International Federation For Alternative Trade-IFAT). (<https://ifat.de/en/>)
- Ευρωπαϊκή Ένωση Δίκαιου Εμπορίου (European Fair Trade Association – EFTA). ([www.eftafairtrade.org](http://www.eftafairtrade.org))

#### 2. Κοινωνικά Σήματα <sup>11</sup>

- Goodweave Label
- Rugmark Label
- Flower Label Program (FLP)

#### 3. Περιβαλλοντικά σήματα

- EU Eco-Label

---

<sup>11</sup> Σήμερα τα σήματα Rugmark και Flower Label Program δεν υπάρχουν, καθώς το πρώτο μετασηματίστηκε στο Goodweave ενώ το δεύτερο απλά καταργήθηκε.

- Forest Stewardship Council (FSC)
- Pan-European Forest Certification (PEFC)

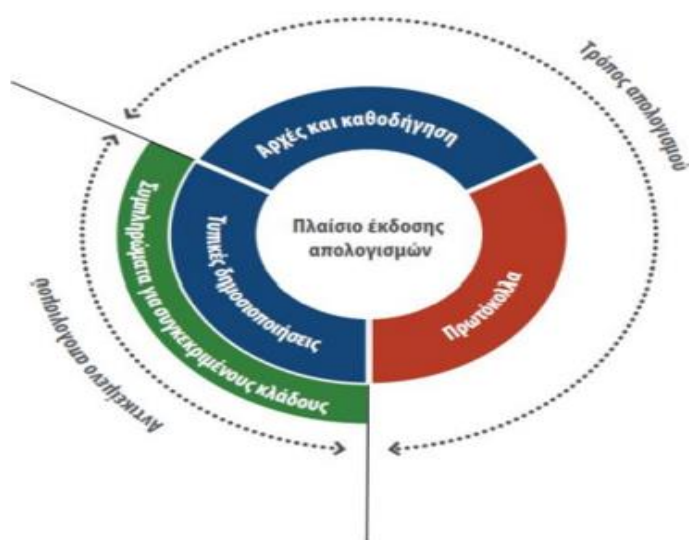
### 3.5 Τρόποι δημοσιοποίησης της ESG επίδοσης των επιχειρήσεων

Οι πρακτικές ESG έχουν αλλάξει σε μεγάλο βαθμό τις επενδύσεις στις μέρες μας. Η έννοια της κοινωνικά υπεύθυνης επένδυσης έχει αλλάξει τον τρόπο με τον οποίο φέρονται οι επιχειρήσεις αλλά και οι επενδυτές. Πλέον κυρίως οι κοινωνικά υπεύθυνοι επενδυτές δεν ελέγχουν μόνο τη χρηματοοικονομική επίδοση μίας επιχείρησης αλλά και τη μη χρηματοοικονομική επίδοσή της. Η μη χρηματοοικονομική επίδοση αφορά κυρίως την επίδοση μίας επιχείρησης στα διάφορα ESG κριτήρια. Οι επιχειρήσεις ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο ανήκουν αλλά και ανάλογα τις δράσεις Ε.Κ.Ε. που αναλαμβάνουν ακολουθούν διαφορετικούς τρόπους δημοσιοποίησης της μη χρηματοοικονομικής τους επίδοσης. Η επικοινωνία της ESG επίδοσης μίας επιχείρησης συνήθως πραγματοποιείται μέσω μίας δημόσιας έκθεσης που εκδίδεται ανά τακτά χρονικά διαστήματα (συνήθως κάθε έτος) και ονομάζεται έκθεση αειφορίας ή αναφορά αειφορίας. Αυτή η έκθεση έχει ως στόχο να αναφέρει τη μη χρηματοοικονομική επίδοση μίας επιχείρησης, δηλαδή να αναφέρει το επίπεδο Ε.Κ.Ε. μιας επιχείρησης αλλά και το επίπεδο βιώσιμης ανάπτυξης της με στόχο την προσέλκυση περισσότερων κοινωνικά υπεύθυνων επενδυτών αλλά και την ενημέρωση όλων των ενδιαφερόμενων μερών της επιχείρησης. Η αναφορά αειφορίας αναπτύχθηκε στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και δεν αποτελούσε μία βασική έκθεση των επιχειρήσεων καθώς τις πιο πολλές φορές παρουσιαζόταν ως υπόμνημα ή ως συμπλήρωμα των ετήσιων οικονομικών ισολογισμών τους. Σήμερα όμως αποτελεί ξεχωριστή αναφορά και μάλιστα πολύ σημαντική για την επιχείρηση καθώς οι κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις πλέον έχουν αυξηθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό. Εκτός από τις δημόσιες εκθέσεις πολλές επιχειρήσεις επιλέγουν να δημοσιεύσουν μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες στις ιστοσελίδες τους, σε οικονομικές εφημερίδες και blogs αλλά και σε πηγές Μ.Κ.Ο. Έχει παρατηρηθεί ότι οι πληροφορίες που δημοσιεύονται στις παραπάνω πηγές είναι πολλές φορές ελλιπείς. Για αυτόν το λόγο τα τελευταία χρόνια έχουν δημιουργηθεί πολλοί πάροχοι αξιολογήσεων ESG επιδόσεων (όπως π.χ. Bloomberg, Thomson Reuters κ.ά.) που παρέχουν αξιόπιστα αποτελέσματα στους διάφορους επενδυτές έτσι ώστε να πραγματοποιήσουν σωστές επενδυτικές αποφάσεις. Αν και ο τρόπος δημοσιοποίησης της ESG επίδοσης μίας επιχείρησης έχει

αναπτυχθεί σε σχέση με παλαιότερα η παροχή πληροφοριών για τη μέτρηση της ESG επίδοσης μιας επιχείρησης αποτελεί ίσως έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες μη υλοποίησης ESG πρακτικών. Στην ερευνά τους οι Eccles et al. αναφέρουν “ το μεγαλύτερο εμπόδιο για την υιοθέτηση βιώσιμης ανάπτυξης είναι η έλλειψη αντικειμενικών και υψηλής ποιότητας δεδομένων σχετικά με την απόδοση των εταιρειών στα κριτήρια ESG”. Ο κύριος λόγος που γίνεται αυτό είναι διότι οι πάροχοι τέτοιων πληροφοριών κοστολογούν πολύ ακριβά τις υπηρεσίες τους, έχοντας έτσι έναν καθοριστικό ρόλο στη βιώσιμη ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Για αυτόν τον λόγο δημιουργήθηκαν, από πολλούς μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς, κάποια πρότυπα τα οποία βοηθούν στη μέτρηση και στην παρουσίαση της ESG επίδοσης των επιχειρήσεων. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν τα πρότυπα GRI και SASB.

Ο GRI (Global Reporting Initiative) ιδρύθηκε στη Βοστώνη το 1997 μετά από τη δημόσια κατακραυγή του κόσμου για την περιβαλλοντική ζημία (πετρελαιοκηλίδα) που δημιουργήθηκε από το δεξαμενόπλοιο Exxon Valdez της εταιρίας Exxon Shipping. Το GRI είναι μία πρωτοβουλία δύο μη κερδοσκοπικών οργανισμών (CERES και Tellus Institute) με πρωταρχικό στόχο να δημιουργηθεί ένας μηχανισμός λογοδοσίας για να διασφαλιστεί ότι οι επιχειρήσεις τηρούν τις αρχές υπεύθυνης περιβαλλοντικής συμπεριφοράς. Με τα χρόνια αυτός ο στόχος αναβαθμίστηκε και πλέον ο GRI προσπαθεί να αναπτύσσει και να διαδίδει διεθνή πλαίσια κατευθυντήριων οδηγιών για τη σωστή έκδοση απολογισμών αειφορίας από τις επιχειρήσεις. Η πρώτη έκδοση των κατευθυντήριων γραμμών του GRI (G1) δημοσιεύθηκε το 2000, παρέχοντας έτσι το πρώτο παγκόσμιο πλαίσιο για την αναφορά βιωσιμότητας. Το επόμενο έτος, ο GRI ιδρύθηκε ως ανεξάρτητο, μη κερδοσκοπικό ίδρυμα. Το 2002 ο GRI μετεγκαταστάθηκε στο Άμστερνταμ της Ολλανδίας και ξεκίνησε η πρώτη ενημέρωση των κατευθυντήριων γραμμών του (G2). Καθώς η ζήτηση για αναφορές αειφορίας από τις επιχειρήσεις αυξανόταν συνεχώς έτσι και η αποδοχή του GRI αυξανόταν σταθερά, οι κατευθυντήριες οδηγίες επεκτάθηκαν και βελτιώθηκαν, οδηγώντας στο G3 (2006) και στο G4 (2013). Το 2016, ο GRI πέρασε από την παροχή κατευθυντήριων γραμμών στον καθορισμό των πρώτων παγκόσμιων προτύπων για την αναφορά βιωσιμότητας (τα πρότυπα GRI). Τα πρότυπα συνεχίζουν να ενημερώνονται αλλά και να αυξάνονται, συμπεριλαμβανομένων των νέων θεματικών προτύπων για τη φορολογία (2019) και τα απόβλητα (2020) (<https://www.globalreporting.org/>). Τα πρότυπα GRI είναι από τα πιο ευρέως διαδεδομένα πρότυπα στον επιχειρηματικό κόσμο όσον αφορά τη δημιουργία

εκθέσεων αειφορίας. Σύμφωνα μάλιστα με την Τρισευγένη (2019) το 90% των μεγαλύτερων εταιρειών στον κόσμο χρησιμοποιούν τα πρότυπα GRI για την αποτύπωση των εκθέσεων αειφορίας τους. Εν κατακλείδι ο GRI είναι ένας από τους σημαντικότερους μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς ο οποίος παρέχει πρότυπα στις επιχειρήσεις (πρότυπα GRI) για τη μέτρηση και την παρουσίαση των ESG επιδόσεων τους.



Εικόνα 3: Πλαίσιο GRI για την έκδοση απολογισμών αειφορίας (GRI 2006; Ηλιάκης, 2015)

Ο SASB (Sustainability Accounting Standards Board) είναι και αυτός ένας μη κερδοσκοπικός οργανισμός που ιδρύθηκε το 2011 από τον Jean Rogers για την ανάπτυξη λογιστικών προτύπων βιωσιμότητας. Ο SASB μέσω των προτύπων που έχει δημιουργήσει θέτει ως στόχο να βοηθήσει τις επιχειρήσεις και τους επενδυτές μέσω της δημιουργίας και της παροχής σωστών και σαφών πληροφοριών για τη χρηματοοικονομική αλλά και την ESG επίδοση των επιχειρήσεων. Οι πληροφορίες που παρέχονται μέσω αυτού του προτύπου είναι αξιόπιστες και συγκρίσιμες μεταξύ των εταιριών σε παγκόσμια κλίμακα και βοηθάει τους επενδυτές στην λήψη αποφάσεων. Μάλιστα λόγω της παγκόσμιας προσπάθειας για μεγαλύτερη ακρίβεια και σαφήνεια

στην επίδοση της βιωσιμότητας των επιχειρήσεων, τον Ιούλιο του 2020 ο SASB και ο GRI ανακοίνωσαν ένα πρόγραμμα συνεργασίας για να δείξουν πως οι επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιήσουν ταυτόχρονα και τα δύο πρότυπα μαζί (Πρότυπα GRI και Πρότυπα SASB). ([www.sasb.org](http://www.sasb.org), <https://bit.ly/3DAd4EV>)

---

## 4. Η σχέση της χρηματοοικονομικής επίδοσης και της επίδοσης ESG των επιχειρήσεων

---

### 4.1 Εισαγωγή

Παλαιότερα ο κύριος στόχος των ανθρώπων που διοικούσαν μία επιχείρηση ήταν η συνεχής αύξηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης δηλαδή με πιο απλά λόγια στόχος ήταν η αύξηση των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων της επιχείρησης. Αυτό οφειλόταν στη λεγόμενη θεωρία των μετόχων (shareholders theory), η οποία εξέφραζε την άποψη ότι ο μοναδικός στόχος μίας επιχείρησης είναι η αύξηση των κερδών των μετόχων της επιχείρησης. Με τον καιρό όμως ο επιχειρηματικός κόσμος συνειδητοποίησε ότι μία επιχείρηση για να λειτουργήσει σωστά πρέπει να είναι όλα τα μέλη που αλληλοεπιδρά ευχαριστημένα και κάθε ένα να εκπληρώνει τους στόχους που έχει θέσει. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να δημιουργηθεί η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders theory), η οποία αναφέρει ότι η επιτυχία μιας επιχείρησης βασίζεται στη δυνατότητά της να διαχειρίζεται τις σχέσεις μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών της. Ως ενδιαφερόμενα μέρη μιας επιχείρησης ορίζονται τα άτομα ή οι ομάδες ατόμων οι οποίες επηρεάζονται από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της ή επηρεάζουν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της (Freeman, 1984). Για παράδειγμα, ως ενδιαφερόμενα μέρη μιας επιχείρησης μπορούν να θεωρηθούν οι εργαζόμενοι της, οι προμηθευτές της, οι μέτοχοι ακόμα και οι πελάτες της επιχείρησης. Πάνω σε αυτήν τη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών βασίστηκαν και οι έννοιες της E.K.E., της ESG επίδοσης μιας επιχείρησης, της κοινωνικά υπεύθυνης επένδυσης (K.Y.E.) αλλά και της βιώσιμης ανάπτυξης. Σταδιακά οι επενδυτές επένδυναν περισσότερο σε κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις με αποτέλεσμα εξίσου σημαντική με τη χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης να είναι και η ESG επίδοση της επιχείρησης. Ως ESG επίδοση<sup>12</sup> μίας επιχείρησης ορίζουμε την επίδοσή της βάσει των κριτηρίων ESG. Σήμερα όπως έχουμε αναφέρει έχει

---

<sup>12</sup> Μπορούμε να τη συναντήσουμε και ως επίδοση μιας επιχείρησης βάσει των κριτηρίων E.K.E ή ως βιώσιμη αποδοτικότητα της επιχείρησης.



επικρατήσει η άποψη ότι μία κοινωνικά υπεύθυνη επιχείρηση έχει πολλά έμμεσα οφέλη όπως π.χ. καλύτερη διαχείριση των κινδύνων, βελτίωση της φήμης της κ.ά. Ένα βασικό ερώτημα που απασχολεί τους ερευνητές μέχρι και σήμερα είναι εάν οι πρακτικές Ε.Κ.Ε. που ακολουθεί μία επιχείρηση επηρεάζουν θετικά ή αρνητικά τα χρηματοοικονομικά της αποτελέσματα. Γενικά, από τότε που πρωτοεμφανίστηκε η έννοια της Ε.Κ.Ε. έχουν γίνει πολλές έρευνες πάνω σε αυτό το θέμα και ουσιαστικά δεν υπάρχει μία σαφής και κατηγορηματική απάντηση. Όπως και πολλά άλλα οικονομικά θέματα έτσι και η σχέση μεταξύ της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μίας επιχείρησης έχει δυο απόψεις. Υπάρχει η άποψη αλλά και οι έρευνες οι οποίες υποστηρίζουν ότι η ESG επίδοση και η χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης έχουν μία θετική σχέση μεταξύ τους και συνεπώς υποστηρίζουν ότι οι ESG δραστηριότητες μιας επιχείρησης επιδρούν θετικά στα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα της. Από την άλλη μεριά υπάρχει η άποψη και οι έρευνες οι οποίες υποστηρίζουν ότι η ESG επίδοση και η χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης έχουν μια αρνητική ή τουλάχιστον ουδέτερη σχέση μεταξύ τους. Συνεπώς, η δεύτερη άποψη υποστηρίζει ότι μια επιχείρηση η οποία αναλαμβάνει δραστηριότητες Ε.Κ.Ε. είτε δεν έχει κάποιο ουσιαστικό όφελος στα χρηματοοικονομικά της αποτελέσματα είτε παρουσιάζει ζημία στα χρηματοοικονομικά της αποτελέσματα. Το γεγονός της διαφωνίας αυτής έγκειται στο γεγονός ότι η πρώτη άποψη (θετική άποψη) ενστερνίζεται τη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders theory) ενώ η δεύτερη άποψη (ουδέτερη/αρνητική) ενστερνίζεται τη θεωρία των μετόχων (shareholders theory). Σήμερα η πλειονότητα των ερευνών δείχνει ότι η σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης είναι θετική και ως εκ τούτου οι δραστηριότητες Ε.Κ.Ε. των επιχειρήσεων εκτός όλων των άλλων πλεονεκτημάτων που της προσδίδουν, της επιφέρουν και μακροπρόθεσμα χρηματοοικονομικά οφέλη και συνεπώς της προσδίδουν αξία. Αυτό έρχονται να το επιβεβαιώσουν και σημαντικοί θεσμοί όπως το Δ.Ν.Τ. το οποίο στην έκθεση χρηματοοικονομικής σταθερότητας του 2019 υποστηρίζει ότι οι πρακτικές βιώσιμης ανάπτυξης μίας επιχείρησης έχουν θετικές επιπτώσεις στα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης αλλά και σε άλλους τομείς της επιχείρησης όπως στην εταιρική διακυβέρνηση, στη φήμη της επιχείρησης και στη διαχείριση μεγάλων οικονομικών κρίσεων (π.χ. υγειονομική κρίση του 2020, Ζοπουνίδης & Εσκαντάρ, 2022).

## 4.2 Λόγοι που οδηγούν τους μελετητές σε διαφορετικές απόψεις για την σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, ο βασικός λόγος της διαφωνίας των μελετητών όσον αφορά το θέμα της σχέσης της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων έχει να κάνει με το ότι η άποψη που υποστηρίζει ότι οι δυο αυτές επιδόσεις έχουν μία θετική συσχέτιση βασίζεται στη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders theory) ενώ η άποψη που υποστηρίζει ότι αυτές οι δυο επιδόσεις έχουν μια ουδέτερη ή αρνητική συσχέτιση βασίζεται στη θεωρία των μετόχων (shareholders theory). Βέβαια υπάρχουν και άλλοι λόγοι οι οποίοι συμβάλουν σε αυτή την αβεβαιότητα των επιστημονικών ευρημάτων. Κάποιοι από αυτούς τους λόγους είναι οι εξής (Αργυροπούλου, 2021; Ζοπουνίδης & Εσκαντάρ, 2022):

- Η οικονομική απόδοση μιας επιχείρησης μπορεί να μετρηθεί/εκτιμηθεί με διάφορους τρόπους όπως με τους δείκτες ROA, την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων αλλά και μέσα από διάφορους δείκτες της αγοράς όπως ο Tobin's Q κ.ά. Αυτό όμως καθιστά πολύ δύσκολο να προσδιοριστεί μία γενική σχέση μεταξύ της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.
- Ένα άλλος λόγος έχει να κάνει με το ότι η γεωγραφική και η χρονική διάσταση ποικίλη ανάμεσα στις διάφορες μελέτες και έρευνες που έχουν γίνει.
- Άλλος ένας λόγος είναι ότι οι διάφορες μελέτες ασχολούνται με επιχειρήσεις από διαφορετικούς επιχειρηματικούς τομείς και κλάδους.
- Τέλος, έναν λόγο αποτελεί και η πολυδιάστατη και δύσκολη έννοια της Ε.Κ.Ε. Μελέτες που επικεντρώνονται σε διαφορετικούς τύπους Ε.Κ.Ε. μπορούν να καταλήξουν σε διαφορετικά αποτελέσματα σχετικά με τη σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.

Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι είναι λογικό να εμφανίζονται αντίθετες απόψεις πάνω σε αυτό το θέμα. Καταλήγουμε επίσης ότι πλειονότητα της διεθνούς βιβλιογραφίας παρουσιάζει μία θετική σχέση μεταξύ της ESG επίδοσης και χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων. Επιπροσθέτως, μέσα από πολλές έρευνες και άρθρα έχει ξεκαθαριστεί ότι και οι τρεις παράγοντες ESG παίζουν θετικό ρόλο τόσο στη

χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης όσο και σε πολλά άλλα θέματα σωστής λειτουργίας της επιχείρησης.

Πιο αναλυτικά σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) όσον αφορά τον περιβαλλοντικό παράγοντα, η μείωση της ρύπανσης και η σωστή διαχείριση των πόρων είναι τα πιο σημαντικά κριτήρια για τη χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης ενώ όσον αφορά τον παράγοντα της διακυβέρνησης, κριτήρια όπως οι αποζημιώσεις των στελεχών και μηχανισμοί κατά της εξαγοράς θεωρούνται τα πιο σημαντικά κριτήρια. Τέλος, όσον αφορά τον κοινωνικό παράγοντα κριτήρια όπως οι σωστές συνθήκες εργασίας και ισότητα μεταξύ των φύλων αποτελούν τα πιο σημαντικά κριτήρια για τη χρηματοοικονομική επίδοση των επιχειρήσεων.

#### 4.3 Βιβλιογραφική ανασκόπηση για τη σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μίας επιχείρησης

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως η σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μίας επιχείρησης έχει απασχολήσει την επιχειρηματική και την ακαδημαϊκή κοινότητα από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 μέχρι και σήμερα. Οι έρευνες παρουσιάζουν κυρίως δυο επικρατέστερες απόψεις. Η πρώτη άποψη εκφράζει την πεποίθηση ότι η σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης είναι θετική, ενώ η δεύτερη άποψη εκφράζει την πεποίθηση ότι η σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης είναι αρνητική ή ουδέτερη. Ο κύριος υποστηρικτής της σημαντικότητας της Ε.Κ.Ε. ήταν ο Davis (1960) ο οποίος υποστήριξε ότι η Ε.Κ.Ε. πρέπει να είναι αναπόσπαστο κομμάτι για τις επιχειρήσεις που θέλουν να επιτύχουν βιώσιμη ανάπτυξη.

Οι δύο απόψεις που επικρατούν σχετικά με τη σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης βασίζονται σε δύο βασικές θεωρίες, στη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders theory) και στη θεωρία των μετόχων (shareholders theory). Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholder theory) αποτελεί βάση για την πρώτη άποψη, ότι δηλαδή η ESG επίδοση μιας επιχείρησης και η χρηματοοικονομική επίδοσή της σχετίζονται θετικά ενώ η θεωρία

των μετόχων (shareholders theory) αποτελεί βάση για τη δεύτερη άποψη, ότι δηλαδή η ESG επίδοση μιας επιχείρησης και η χρηματοοικονομική επίδοσή της σχετίζονται αρνητικά ή ουδέτερα.

Ο Freeman (1984) ήταν ένας από τους πολλούς ο οποίος υποστήριξε ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να μεγιστοποιήσουν την ευημερία όλων των ενδιαφερόμενων μερών και όχι μόνο των μετόχων, συνεπώς ήταν υπέρμαχος της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders theory) αλλά και από τους πρώτους εκφραστές της άποψης ότι η ESG επίδοση δεν είναι απαραίτητα αρνητική. Μέχρι σήμερα έχουν υπάρξει αρκετές έρευνες οι οποίες υποστηρίζουν ότι υπάρχει μία θετική συσχέτιση μεταξύ της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης. Οι Orlitzky et al. (2003) εξέτασαν 52 προηγούμενες μελέτες και συμπέραναν ότι η ESG επίδοση μιας επιχείρησης έχει θετική επίδραση στους χρηματοοικονομικούς δείκτες και ιδιαίτερα στους δείκτες που αφορούν την λογιστική απεικόνιση της επιχείρησης. Οι Ronneboog et al. (2008) διεξήγαγαν μια πολύ σημαντική έρευνα και συμπέραναν δυο πολύ σημαντικά πράγματα όσων αφορά τις υψηλότερες χρηματοοικονομικές επιδόσεις των εταιρειών που εμφανίζουν συνάμα και υψηλή ESG επίδοση.

- 1) Το πρώτο συμπέρασμα της έρευνας είναι ότι η περιβαλλοντική επίδοση πιθανόν να σχετίζεται με τις μελλοντικές χρηματοοικονομικές ροές μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα πιθανές περιβαλλοντικές κυρώσεις και δικαστικές διαμάχες μπορεί να προκαλέσουν την έντονη αντίδραση των επενδυτών και αυτό με τη σειρά του να προκαλέσει την λεγόμενη αποεπένδυση (divestment) προς την επιχείρηση.
- 2) Το δεύτερο συμπέρασμα είναι ότι οι αγορές μπορούν να εσωτερικεύσουν το εξωτερικό κόστος μιας επιχείρησης μέσω επενδυτών που είναι πρόθυμοι να πληρώσουν κάτι παραπάνω για καλύτερες περιβαλλοντικές επιδόσεις.

Η έρευνα των Beurden & Gossling (2008) μελέτησε ένα μεγάλο αριθμό προηγούμενων ερευνών και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η πλειοψηφία αυτών εκφράζει την άποψη μιας θετικής συσχέτισης μεταξύ ESG επίδοσης και χρηματοοικονομικής επίδοσης. Στο ίδιο μήκος κύματος κινείται και η έρευνα των Ji-ming & Hao bai (2009). Η έρευνα τους περιλάμβανε 32 εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο της Σανγκάης και έδειξε ότι η χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης εξαρτάται από την ESG επίδοση της επιχείρησης και η συσχέτιση μεταξύ τους είναι ισχυρά θετική. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον

παρουσιάζει η έρευνα που διεξήγαγαν οι Mittal, Sinha & Singh (2008) οι οποίοι προσπάθησαν να συσχετίσουν τη χρηματοοικονομική αποδοτικότητα με την εταιρική κοινωνική ευθύνη των εισηγμένων εταιρειών του χρηματιστηρίου της Ινδίας. Για να το πετύχουν, χώρισαν τις 50 εισηγμένες εταιρίες του δείκτη S&P CNX Nifty<sup>13</sup> σε κοινωνικά υπεύθυνες και μη κοινωνικά υπεύθυνες, την περίοδο 2001-2005. Στη συνέχεια σύγκριναν την αποδοτικότητα αυτών των εταιριών, αξιολογώντας την απόδοση των επενδύσεων τους με τον μέσο σταθμικό δείκτη του κόστους κεφαλαίου (EVA) και την προστιθέμενη αγοραία αξία (Market Value Added, MVA) δηλαδή τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας τους (της συνολικής αξίας των μετοχών στην τρέχουσα τιμή) με την λογιστική αξία όλων των στοιχείων τους. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι εταιρίες που ήταν κοινωνικά υπεύθυνες παρουσίαζαν μια θετική συσχέτιση με το MVA ενώ με το EVA υπήρχε αρνητική σχέση. Κατά συνέπεια δεν προκύπτουν ασφαλή συμπεράσματα σχετικά με το ερευνητικό ερώτημα για το αν οι κοινωνικά υπεύθυνες εταιρίες υπερτερούν γενικά στην αποδοτικότητα σε σχέση με τις υπόλοιπες. Ο Kaiser (2020) έκανε μια έρευνα που αφορούσε τον έλεγχο της χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας των κλασικών χαρτοφυλακίων και των ESG χαρτοφυλακίων. Η έρευνα αυτή περιλάμβανε επιχειρήσεις από τις Η.Π.Α. και από την Ευρωπαϊκή Ένωση για τη χρονική περίοδο 2003-2016 και συμπέρανε ότι υπήρξε μεγαλύτερη αποδοτικότητα στα ESG χαρτοφυλάκια έναντι των κλασικών χαρτοφυλακίων τόσο για τις επιχειρήσεις των Η.Π.Α. όσο και για τις επιχειρήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επίσης σε μία μελέτη που πραγματοποιήθηκε για την Γερμανική αγορά από τον Velte (2017) βρέθηκε ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης, με τον παράγοντα όμως της εταιρικής διακυβέρνησης να έχει τη μεγαλύτερη σημασία για τη χρηματοοικονομική επίδοση (σε σχέση με τον περιβαλλοντικό και κοινωνικό παράγοντα)<sup>14</sup>. Δυο πολύ ιδιαίτερες και σημαντικές έρευνες ήταν αυτές των Parker & Eibirt (1975) και των Dremptic et al. (2019). Σύμφωνα με τις έρευνες τους όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος μίας

---

<sup>13</sup> Ο συγκεκριμένος δείκτης είναι ένας δείκτης αναφοράς του Ινδικού χρηματιστηρίου που αντιπροσωπεύει τον σταθμισμένο μέσο όρο 50 από τις μεγαλύτερες Ινδικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο εθνικό χρηματιστήριο. Είναι ένας από τους δύο κύριους χρηματιστηριακούς δείκτες που χρησιμοποιούνται στην Ινδία, ο άλλος είναι ο BSE SENSEX. ([https://en.wikipedia.org/wiki/NIFTY\\_50](https://en.wikipedia.org/wiki/NIFTY_50))

<sup>14</sup> Η έρευνα αυτή αφορούσε την περίοδο 2010-2014 και περιλάμβανε 412 Γερμανικές εταιρείες.

επιχείρησης τόσο πιο ισχυρή θετική συσχέτιση εμφανίζεται μεταξύ της χρηματοοικονομικής επίδοσης και της ESG επίδοσης μίας επιχείρησης, για αυτό μάλιστα υποστηρίζουν ότι οι μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις δίνουν περισσότερη σημασία στις δραστηριότητες ESG. Τέλος μια αρκετά πρόσφατη έρευνα που πραγματοποιήθηκε το 2021 εξέτασε πάνω από 1000 μελέτες και έρευνες που δημοσιεύτηκαν από το 2015 έως και το 2020 (Rockefeller Asset Management, 2021)<sup>15</sup> και αποκάλυψε μια θετική συσχέτιση μεταξύ της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης στο 58% των μελετών. Το 13% έδειξε μια ουδέτερη σχέση ενώ μόλις το 8% έδειξε μία αρνητική σχέση.

Ο βασικός πολέμιος της E.K.E. ήταν ο Friedman (1970) ο οποίος υποστήριζε σθεναρά τη θεωρία των μετόχων (shareholders theory), καθώς πίστευε ότι ο μοναδικός στόχος μίας επιχείρησης ήταν η δημιουργία μεγαλύτερων κερδών για τους μετόχους. Συνεπώς ήταν και από τους πρώτους που εξέφρασαν την άποψη ότι η σχέση της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης είναι αρνητική με την αιτιολογία ότι οι πρακτικές E.K.E. είναι ένα επιπλέον κόστος για την επιχείρηση που δεν προσδίδει κάτι στην αξία της. Σε αυτή την άποψη έχουν κινηθεί αρκετές έρευνες όπως του Vance (1975) ο οποίος συμπέρανε ότι η σχέση μεταξύ της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης είναι ισχυρά αρνητική και αποτελεί πηγή κινδύνου για την επιχείρηση. Οι Palmer, Oates & Portrey (1995) υποστήριξαν μέσω της ερευνάς τους ότι οι δραστηριότητες E.K.E. όχι μόνο μπορούν να δημιουργήσουν επιπλέον κόστος για τις επιχειρήσεις, αλλά μπορούν να τις οδηγήσουν και στην απώλεια του ανταγωνιστικού τους πλεονεκτήματος (εάν έχουν). Οι Balabanis et al. (1998) διεξήγαγαν μία έρευνα στην Αγγλία με την οποία ήθελαν να αποδείξουν ότι υπάρχει σύνδεση μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης των εταιρειών. Ερεύνησαν 56 μεγάλες εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου και τις αξιολόγησαν για την εταιρική κοινωνική τους ευθύνη καθώς και για τη χρηματοοικονομική τους επίδοση. Οι δείκτες που χρησιμοποίησαν για να τον υπολογισμό της επίδοσης των εταιρειών ήταν οι ακόλουθοι: Απόδοση απασχολούμενων κεφαλαίων (Return on Capital Employed, ROCE), Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity, ROE), Δείκτης μεικτών κερδών (Gross Profit Ratio) και Excess Market Evaluation (EMV) ενώ χρησιμοποιήθηκε και το beta ως μέτρο του συστηματικού κινδύνου των εταιριών. Τα

---

<sup>15</sup> <https://rcm.rockco.com/>

αποτελέσματα αυτής της έρευνας δεν απέδωσαν μια ξεκάθαρη εικόνα για τη συσχέτιση μεταξύ χρηματοοικονομικής επίδοσης και της επίδοσης ESG γιατί ενώ απέδειξαν ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ αυτών των δύο μεγεθών δεν επιβεβαιώθηκε από το στατιστικό έλεγχο ότι πρόκειται για ισχυρή θετική συσχέτιση. Επιπρόσθετα έδειξαν ότι δεν ισχύει μια θετική συσχέτιση για όλες τις εταιρείες που εφαρμόζουν Ε.Κ.Ε. Αρκετά ενδιαφέρουσα είναι και η έρευνα των Lopez et al. (2007) οι οποίοι ερεύνησαν την πιθανή ύπαρξη διαφοράς στους δείκτες αποδοτικότητας μεταξύ δύο τύπων Ευρωπαϊκών εταιρειών, κατά τα έτη 1998-2004, αυτών που έχουν υιοθετήσει πρακτικές εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και αυτών που δεν έχουν υιοθετήσει. Προκειμένου να το πετύχουν αυτό χρησιμοποίησαν 55 εταιρείες εισηγμένες στο δείκτη Dow Jones Sustainability Index και ίσο αριθμό εταιρειών εισηγμένων στο δείκτη Dow Jones Global Index. Οι δείκτες που επέλεξαν για τη μέτρηση της αποδοτικότητας ήταν ο ROE (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων), ο REV (Λογαριασμός εσόδων-εξόδων), ο ROA (Αποδοτικότητα Ενεργητικού) ενώ παράλληλα συνεκτίμησαν το περιθώριο κέρδους και το κόστος κεφαλαίου. Τα συμπεράσματα που προέκυψαν δεν επιβεβαιώνουν ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ χρηματοοικονομικής και μη χρηματοοικονομικής επίδοσης των εταιρειών που έχουν υιοθετήσει στρατηγικές Ε.Κ.Ε.

Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) δύο είναι οι κύριες μελέτες που παρέχουν μία ανάλυση ενός μεγάλου αριθμού άρθρων και παραθέτουν σημαντικά ευρήματα για το θέμα της σχέσης μεταξύ της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης. Η πρώτη μελέτη είναι αυτή των Clark et al. (2015), “From the stockholder to the stakeholder. How sustainability can drive performance”, η οποία αναλύει πάνω από 200 επιστημονικά άρθρα και καταλήγει στα εξής συμπεράσματα.

- Το 10% των μελετών σχετικά με το κόστος κεφαλαίου δείχνουν ότι οι πρακτικές ESG μειώνουν το κόστος χρηματοδότησης.
- Το 88% των μελετών δείχνουν ότι οι ισχυρές πρακτικές ESG μεταφράζονται σε καλύτερη λειτουργική απόδοση.
- Το 80% των μελετών δείχνουν ότι η απόδοση της τιμής της μετοχής επηρεάζεται θετικά από τις πρακτικές ESG.

Η δεύτερη μελέτη είναι αυτή των Friede, Bush & Bassen (2015) “ESG and financial performance, aggregated evidence from more than 200 empirical studies”, η οποία εξετάζει πάνω από 200 άρθρα και προσδιορίζει μια μη αρνητική σχέση μεταξύ της ESG και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μίας επιχείρησης.

Εν κατακλείδι καταλαβαίνουμε ότι όπως και πολλά άλλα χρηματοοικονομικά θέματα έτσι και το θέμα της σχέσης μεταξύ της ESG και της χρηματοοικονομικής επίδοσης έχει δύο πιθανές απαντήσεις. Τη σημερινή εποχή η επικρατέστερη απάντηση είναι ότι υπάρχει μία θετική σχέση ανάμεσα στη χρηματοοικονομική και την ESG επίδοση των επιχειρήσεων καθώς η πλειονότητα των ερευνών αυτό υποστηρίζει.



---

## 5. Κοινωνικά Υπεύθυνη Επένδυση

---

### 5.1 Εισαγωγή

Τη σημερινή εποχή η έννοια του ESG έχει αλλάξει σε μεγάλο βαθμό την έννοια και της διαδικασίας της επένδυσης. Πλέον εκτός από την κλασσική επένδυση υπάρχει και η έννοια της Κοινωνικά Υπεύθυνης Επένδυσης (Κ.Υ.Ε., Socially Responsible Investment, SRI). Οι δύο αυτές έννοιες έχουν διαφορετική φιλοσοφία αλλά διαφέρουν εξίσου σημαντικά και στη διαδικασία της επένδυσης. Μια κλασσική επένδυση ορίζεται ως η δέσμευση πόρων με στόχο να προκύψουν μεγαλύτερα χρηματοοικονομικά οφέλη σε μελλοντικές περιόδους (Bierman & Smidt, 2021). Συνεπώς καταλαβαίνουμε ότι μια κλασσική επένδυση έχει ως στόχο τη μεγιστοποίηση του κέρδους των επενδυτών. Η έννοια της Κ.Υ.Ε. έχει να κάνει με την επένδυση όπου κατά τη διαδικασία εφαρμογής της ο εκάστοτε επενδυτής πρέπει να λάβει υπόψιν του τις περιβαλλοντικές και τις κοινωνικές επιπτώσεις που θα έχει η συγκεκριμένη επένδυση (Eurosif, 2012). Σύμφωνα με τους Renneboog et. al. (2008), μια κοινωνικά υπεύθυνη επένδυση εφαρμόζει ένα σύνολο επενδυτικών ελέγχων για να επιλέξει ή να αποκλείσει επενδύσεις (κεφάλαια) βάσει περιβαλλοντικών κοινωνικών και ηθικών κριτηρίων. Τέλος, σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) μία Κ.Υ.Ε. αφορά τις επενδύσεις σε επιχειρήσεις λαμβάνοντας υπόψιν χρηματοοικονομικά και μη χρηματοοικονομικά κριτήρια όπως περιβαλλοντικά κριτήρια, κοινωνικά κριτήρια και κριτήρια ελέγχου της εταιρικής διακυβέρνησης. Τα συμπεράσματα που βγάζουμε από αυτούς τους τρεις σημαντικούς ορισμούς είναι ότι μια Κ.Υ.Ε. δεν έχει ως στόχο μόνο το μεγαλύτερο κέρδος των επενδυτών αλλά εξετάζει κριτήρια που δείχνουν εάν μια επένδυση επηρεάζει τα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης και μακροπρόθεσμα το περιβάλλον και την κοινωνία που ζούμε.

Είναι εύκολα κατανοητό ότι μία Κ.Υ.Ε. συνδέεται άμεσα με τα κριτήρια ESG, καθώς κάθε επενδυτής επιλέγει ένα πλήθος από αυτά για να ελέγξει εάν η επικείμενη επένδυση που θέλει να κάνει είναι κοινωνικά υπεύθυνη ή όχι, για αυτό άλλωστε σε πολλά άρθρα παρατηρήσαμε και τον όρο ESG επένδυση ο οποίος είναι σχεδόν ταυτόσημος όρος με την Κ.Υ.Ε.

## 5.2 Διαστάσεις και κατηγορίες της αγοράς Κ.Υ.Ε.

Μια επένδυση για να είναι κοινωνικά υπεύθυνη ή όχι εξαρτάται από τα εξής:

- Από τα πιστεύω, τις αντιλήψεις και τις ηθικές αξίες του εκάστοτε επενδυτή.
- Από το πλήθος και το είδος των ESG κριτηρίων που επιλέγει κάθε επενδυτής έτσι ώστε να χαρακτηρίσει μια επένδυση κοινωνικά υπεύθυνη.
- Από τις αντιλήψεις της εκάστοτε αγοράς.

Οι επενδυτές οι οποίοι λαμβάνουν υπόψιν τους χρηματοοικονομικά και μη χρηματοοικονομικά κριτήρια (κριτήρια ESG) για την υλοποίηση μίας επένδυσης ονομάζονται κοινωνικά υπεύθυνοι επενδυτές. Όσον αφορά την αγορά Κ.Υ.Ε., παρατηρούμε δύο κατηγορίες κοινωνικά υπεύθυνων επενδύσεων οι οποίες έχουν να κάνουν με τους διαφορετικούς τύπους επενδυτών. Οι δυο κατηγορίες αυτές είναι οι εξής :

- 1) Η πρώτη κατηγορία είναι οι Κ.Υ.Ε. των καταναλωτών ή πωλητών (Consumer or Retail SRI) όπου ουσιαστικά περιλαμβάνονται οι επενδύσεις των ιδιωτών (ατόμων ή ομάδων) που πραγματοποιούνται σύμφωνα με τις προσωπικές τους αξίες.
- 2) Η δεύτερη κατηγορία αφορά τη θεσμική Κ.Υ.Ε. (Institutional SRI) όπου αναφέρεται στις Κ.Υ.Ε. που γίνονται από φορείς (κρατικούς ή μη κρατικούς) όπως π.χ. τα συνταξιοδοτικά ταμεία, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τις ασφαλιστικές εταιρείες κ.ά.

## 5.3 Ιστορική αναδρομή της Κ.Υ.Ε.

Η έννοια της Κ.Υ.Ε. έχει κάνει την εμφάνισή της σε διάφορες περιόδους της ιστορίας. Οι πρώτες ενδείξεις εμφανίζονται στους θρησκευτικούς οργανισμούς διαφόρων περιόδων, όπου πιστοί έπαιρναν αποφάσεις σύμφωνα με ηθικούς, θρησκευτικούς και ιδεολογικούς κανόνες που είχαν θεσπίσει. Η πρώτη όμως ουσιαστική αναφορά

εντοπίζεται τον 17<sup>ο</sup> αιώνα στην αγγλοσαξονική κοινωνία με το κίνημα Quakers, όπου μεγάλο μέρος του πληθυσμού συσπειρώθηκε εναντίον της σκλαβιάς, της φτώχειας και της κακομεταχείρισης των ιθαγενών της Αμερικής (Ζοπουνίδης & Εσκαντάρ, 2022; Eurosif, 2012). Την έννοια της Κ.Υ.Ε. την εντοπίζουμε επίσης και στην νότια Αφρική την εποχή του Απαρτχάιντ όπου αποκλείονταν από κεφάλαια, επιχειρήσεις που έκαναν φυλετικούς διαχωρισμούς. Το πρώτο ομόλογο κοινωνικά υπεύθυνης επένδυσης δημιουργήθηκε το 1928 και ονομάστηκε US Pioneer Fund. Ένα από τα πιο πρόσφατα παραδείγματα Κ.Υ.Ε. έχει να κάνει με τις επιχειρήσεις που ασχολούνται με το εμπόριο “ορυκτών σύγκρουσης”. Ορυκτά όπως ο κασσίτερος, το βολφράμιο και ο χρυσός χρησιμοποιούνται ευρέως για την κατασκευή προϊόντων τελευταίας τεχνολογίας όπως κινητά, tablets κ.τ.λ. Η εξόρυξη και η πώληση αυτών των ορυκτών γίνεται συνήθως μέσω ένοπλων συγκρούσεων, καταπάτησης των ανθρωπίνων δικαιωμάτων και με άλλους αθέμιτους τρόπους. Αυτό το φαινόμενο έχει οδηγήσει πολλούς θεσμικούς επενδυτές αλλά και ιδιώτες επενδυτές να μην επενδύουν σε τέτοιες επενδυτικές δραστηριότητες και να τις αποκλείουν κατευθείαν από τα χαρτοφυλάκια τους. Από το 1960 έως και σήμερα ο αριθμός των Κ.Υ.Ε. έχει αυξηθεί σε πολύ μεγάλα επίπεδα φέρνοντας κατ’ επέκταση ραγδαία ανάπτυξη στην αγορά Κ.Υ.Ε. Σύμφωνα με μία αναφορά των Financial Times (Σεπτέμβριος 2019), η αξία των περιουσιακών στοιχείων που λειτουργούν με βάση τα κριτήρια ESG στην Ευρωπαϊκή Ένωση αυξήθηκε από τα 540 δισεκατομμύρια ευρώ το 2017 στα 685 δισεκατομμύρια ευρώ το 2018. Το 2019 το Responsible Investment Association (RIA) ερεύνησε 1.004 επενδυτές λιανικής ως προς τις προοπτικές τους σχετικά με τις επενδύσεις ESG. Η έρευνα διαπίστωσε ότι το 79% των ερωτηθέντων ήθελε ο πάροχος χρηματοοικονομικών υπηρεσιών να τους παρουσιάζει υπεύθυνες επενδυτικές επιλογές που ταιριάζουν με τις αξίες τους. Σήμερα η αξία των περιουσιακών στοιχείων που λειτουργούν βάσει των κριτηρίων ESG παγκοσμίως είναι πάνω από 17 τρισεκατομμύρια δολάρια (Ζοπουνίδης και Εσκαντάρ, 2022). Η ραγδαία αυτή αύξηση των κοινωνικά υπεύθυνων κεφαλαίων οφείλεται στο γεγονός πως μια Κ.Υ.Ε. πετυχαίνει μια εξισορρόπηση των στόχων που οι σημερινοί επενδυτές επιθυμούν. Συνδυάζει τον στόχο της αύξησης των κερδών ενός επενδυτή σε συνδυασμό με την περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική αειφορία. Αυτό είναι σημαντικό για τους περισσότερους από τους σημερινούς επενδυτές διότι έχουν αναγνωρίσει ότι μόνο με μία υγιή σχέση μεταξύ των επιχειρήσεων (δηλαδή των επενδυτών/μετόχων) και όλων των άλλων μερών της κοινωνίας, μια επιχείρηση μπορεί να επιβιώσει και να αποκτήσει βιώσιμη ανάπτυξη.

## 5.4 Οφέλη της Κ.Υ.Ε.

Όπως αναφέραμε και στην προηγούμενη ενότητα ο ρυθμός ανάπτυξης της αγοράς Κ.Υ.Ε. είναι ραγδαίος . Αυτό συμβαίνει διότι οι επενδυτές έχουν συνειδητοποιήσει ότι η μεγιστοποίηση των κερδών τους θα έρθει μόνο εάν ευημερούν και τα υπόλοιπα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης αλλά και συνολικά η κοινωνία. Μία Κ.Υ.Ε. όμως παρέχει και κάποια άλλα οφέλη στους επενδυτές. Πρώτον σύμφωνα με πολλές έρευνες οι Κ.Υ.Ε. έχουν μεγαλύτερα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (όσον αφορά την απόδοση μετοχών) σε σύγκριση με άλλου είδους επενδύσεις. Δεύτερον, μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές σε μακροπρόθεσμα και όχι βραχυπρόθεσμα κέρδη, καθώς επενδύοντας σε κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις εξασφαλίζεται η αειφόρος ανάπτυξη. Ένα πάρα πολύ σημαντικό πλεονέκτημα αυτών των επενδύσεων είναι ότι μπορούν να περιορίσουν τον κίνδυνο χαρτοφυλακίου σε μεγάλο βαθμό κάτι που στα σύγχρονα χρηματοοικονομικά είναι αναγκαίο για μια επένδυση. Επίσης, οι ESG επενδύσεις διαφαίνεται να είναι πιο ανθεκτικές σε μεγάλες κρίσεις όπως π.χ. την υγειονομική κρίση του 2020 (Covid-19) ή κάποιο περιβαλλοντικό ατύχημα. Όλα αυτά συνοψίζονται στην πολύ σημαντική μελέτη που παρουσιάστηκε το 2005 με τίτλο “Who cares win” (Investing for long term value). Η μελέτη αυτή απέδειξε επιστημονικά ότι η εξέταση περιβαλλοντικών, κοινωνικών και εταιρικής διακυβέρνησης δεικτών μέσα στις κεφαλαιαγορές οδηγούν σε μεγαλύτερα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα και πιο βιώσιμες αγορές και εταιρείες σε συνδυασμό με ένα συνολικά καλύτερο περιβαλλοντικό και κοινωνικό πλαίσιο<sup>16</sup>. Είναι λοιπόν φυσικό ένα μεγάλο πλήθος επενδυτών να στρέφεται σε τέτοιου είδους επενδύσεις καθώς αυτές εξετάζουν ένα πιο ευρύ φάσμα κριτηρίων (χρηματοοικονομικά και μη χρηματοοικονομικά κριτήρια), είναι μακροπρόθεσμα πιο αποδοτικές και αντισταθμίζουν τον κίνδυνο σε αρκετά ικανοποιητικό βαθμό. Συνάμα, βελτιώνουν τα περιβαλλοντικά και κοινωνικά ζητήματα και ικανοποιούν τις απαιτήσεις των ενδιαφερόμενων μερών της επιχείρησης, συμβάλλοντας έτσι στην αειφόρο ανάπτυξη.

---

<sup>16</sup> [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/de954acc-504f-4140-91dc-d46cf063b1ec/WhoCaresWins\\_2004.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jqeE.mD](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/de954acc-504f-4140-91dc-d46cf063b1ec/WhoCaresWins_2004.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jqeE.mD)

## 5.5 Διαδικασίες καθορισμού μίας επένδυσης ως Κ.Υ.Ε.

Ένα πολύ σημαντικό κομμάτι για τους κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές είναι να χαρακτηρίσουν μία επένδυση ως Κ.Υ.Ε. Εν γένει γνωρίζουμε ότι εάν μία επένδυση πληροί τα κριτήρια ESG που έχει θέσει ο εκάστοτε επενδυτής και πληροί φυσικά και τα χρηματοοικονομικά κριτήρια που διαπιστώνουν ότι η επένδυση είναι επικερδής τότε μπορούμε να τη χαρακτηρίσουμε ως Κ.Υ.Ε. Αυτό βέβαια είναι μία πολύ γενική ερμηνεία για να χαρακτηρίσει κάποιος μια επένδυση ως κοινωνικά υπεύθυνη. Σύμφωνα τον Ηλιάκη (2015) υπάρχουν τέσσερις βασικές διαδικασίες οι οποίες βοηθούν στο να ξεκαθαριστεί εάν μία επένδυση είναι κοινωνικά υπεύθυνη ή όχι. Αυτές οι διαδικασίες είναι οι εξής:

- 1) Ο αρνητικός έλεγχος (Negative screening).
- 2) Ο θετικός έλεγχος (Positive screening).
- 3) Το τριπλό αποτέλεσμα (Triple bottom line).
- 4) Συνδυασμός του τριπλού αποτελέσματος με τον ακτιβισμό του μετόχου.

### Αρνητικός έλεγχος (Negative screening)

Ο αρνητικός έλεγχος είναι η πιο ευρέως διαδεδομένη διαδικασία ελέγχου ανάμεσα στους επενδυτές Κ.Υ.Ε. Ουσιαστικά αυτή η διαδικασία ελέγχει όλες της υποψήφιες προς επένδυση επιχειρήσεις και αποκλείει απευθείας αυτές που δεν πληρούν τις ελάχιστες προϋποθέσεις των κριτηρίων ESG. Κάποια χαρακτηριστικά παραδείγματα εταιρειών που αποκλείονται απευθείας από τη διαδικασία αξιολόγησης μιας επένδυσης είναι επιχειρήσεις που ασχολούνται με την παραγωγή αλκοολούχων ποτών, με την παραγωγή όπλων και οπλικών συστημάτων, εταιρείες που ασχολούνται με τα τυχερά παιχνίδια, καπνοβιομηχανίες αλλά και εταιρείες που διαπιστευμένα ρυπαίνουν το περιβάλλον ή καταπατούν θεμελιώδη ανθρώπινα δικαιώματα. Μετά την ολοκλήρωση του αρνητικού ελέγχου συνήθως ακολουθεί η χρηματοοικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων αλλά και ο έλεγχος των επιχειρήσεων βάση συγκεκριμένων κριτηρίων ESG (που θέτει ο εκάστοτε επενδυτής) έτσι ώστε να επιλεγούν οι καλύτερες

επιχειρήσεις για τη δημιουργία του χαρτοφυλακίου επενδύσεων (του ESG χαρτοφυλακίου).

Βάσει του αρνητικού ελέγχου έχει δημιουργηθεί και ο όρος “Αμαρτωλές μετοχές” (Sin stocks). Οι αμαρτωλές μετοχές είναι οι μετοχές εταιρειών οι οποίες δραστηριοποιούνται σε επιχειρηματικούς κλάδους που αντιβαίνουν τους κανόνες και το πλαίσιο της Ε.Κ.Ε. Τέτοιες επιχειρήσεις είναι οι επιχειρήσεις που ασχολούνται με την παραγωγή ή πώληση όπλων και οπλικών συστημάτων, οι επιχειρήσεις που ασχολούνται με την παραγωγή ή πώληση αλκοολούχων ποτών, οι καπνοβιομηχανίες, οι επιχειρήσεις τυχερών παιχνιδιών κ.ά. Στις περισσότερες δυτικές χώρες αυτές οι επιχειρήσεις και τα προϊόντα που παράγουν ή οι υπηρεσίες που προσφέρουν είναι νόμιμες και συμφωνούν με τους ρυθμιστικούς κανόνες που έχει θεσπίσει η πολιτεία. Πολλοί είναι όμως οι επενδυτές που αποκλείουν τέτοιες επιχειρήσεις από τα χαρτοφυλάκια τους καθώς εκτός το ότι δεν ακολουθούν κοινωνικά υπεύθυνες πρακτικές (και δεν συμβαδίζουν με τις αξίες τους) πιστεύουν ότι ενέχουν μεγαλύτερο ηθικό και οικονομικό κίνδυνο λόγω το ότι μπορούν να στοχοποιηθούν εύκολα από την κοινωνία αλλά και να χρεοκοπήσουν σε περίπτωση κάποιου ατυχήματος ή κρίσης.

#### Θετικός έλεγχος (Positive screening)

Ο θετικός έλεγχος σε αντίθεση με τον αρνητικό έλεγχο ελέγχει και αναδεικνύει τις επιχειρήσεις οι οποίες έχουν υψηλές επιδόσεις ESG. Ουσιαστικά ο θετικός έλεγχος παρουσιάζει τις επιχειρήσεις οι οποίες έχουν τις υψηλότερες επιδόσεις στα κριτήρια ESG που θέτει ο εκάστοτε επενδυτής. Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) στον θετικό έλεγχο υπάρχουν διάφορες προσεγγίσεις. Υπάρχει η προσέγγιση best in class όπου σε αυτήν επιλέγονται επιχειρήσεις με την καλύτερη βαθμολογία στα κριτήρια ESG ανάλογα με τον τομέα δραστηριότητας που ανήκουν. Υπάρχει η προσέγγιση best in universe όπου επιλέγονται οι επιχειρήσεις με τις καλύτερες βαθμολογίες ESG από όλους τους τομείς δραστηριότητας (μάλιστα σε αυτήν την προσέγγιση αποκλείονται απευθείας οι ρυπογόνες αγορές όπως η βιομηχανία του πετρελαίου, του άνθρακα κ.ά.). Τέλος, υπάρχει η προσέγγιση best effort που ευνοεί τις επιχειρήσεις που βελτιώνουν συνεχώς και ανά τακτά χρονικά διαστήματα την επίδοσή τους στα διάφορα κριτήρια ESG.

### Το τριπλό αποτέλεσμα (Triple bottom line)

Το τριπλό αποτέλεσμα είναι ένας συνδυασμός του θετικού και του αρνητικού ελέγχου. Χρησιμοποιεί τις διαδικασίες του θετικού και του αρνητικού ελέγχου έτσι ώστε πρώτα από όλα να αποκλείσει τις επιχειρήσεις οι οποίες δεν πληρούν τα ελάχιστα κριτήρια ESG ώστε να θεωρηθούν Κ.Υ.Ε. και έπειτα βαθμολογεί τις επιχειρήσεις με βάση τα κριτήρια ESG που έχει θέσει ο εκάστοτε επενδυτής αλλά και με βάση οικονομικά κριτήρια. Το τριπλό αποτέλεσμα είναι γνωστό ως 3P (από το Planet, People, Profit) αλλά και ως “οι τρεις πυλώνες της βιωσιμότητας” (three pillars of sustainability). Καταλαβαίνουμε λοιπόν ότι μια επένδυση βάσει του τριπλού αποτελέσματος θεωρείται κοινωνικά υπεύθυνη αν και μόνο αν είναι αποδοτική και στους τρεις πυλώνες (Planet, People, Profit).

### Συνδυασμός του τριπλού αποτελέσματος με τον ακτιβισμό του μετόχου

Αυτή η διαδικασία έχει να κάνει καθαρά με την προθυμία των μετόχων να είναι ενεργοί στις αποφάσεις που λαμβάνονται για την εταιρεία από τους manager της. Αυτό μπορεί να γίνει μέσω της καλής σχέσης και επικοινωνίας των μετόχων με το διοικητικό συμβούλιο της εκάστοτε επιχείρησης αλλά και με το δικαίωμα ψήφου που μπορεί να έχουν οι μέτοχοι στα διοικητικά συμβούλια. Μέσω αυτών των ενεργειών οι μέτοχοι προσπαθούν να επηρεάσουν τις αποφάσεις της διοίκησης και να τις οδηγήσουν σε απόρριψη ορισμένων επενδύσεων (αρνητικός έλεγχος) ή στην υλοποίηση κάποιων συγκεκριμένων επενδύσεων (θετικός έλεγχος). Κάποιοι μέτοχοι μάλιστα προκειμένου να υπερασπιστούν τις ιδέες και τα πιστεύω τους όσον αφορά τα περιβαλλοντικά και κοινωνικά ζητήματα φτάνουν στο σημείο να “απειλούν” τη διοίκηση μέσω της πώλησης των μετοχών τους (το λεγόμενο divestment).

## 5.6 Στρατηγικές Κ.Υ.Ε.

Κάθε κοινωνικά υπεύθυνος επενδυτής μπορεί να αναλάβει διαφορετικές δράσεις ώστε να υλοποιήσει μία κοινωνικά υπεύθυνη επένδυση. Συνεπώς, καταλαβαίνουμε ότι υπάρχουν διάφορες στρατηγικές που μπορεί να ακολουθήσει ένας επενδυτής για να πραγματοποιήσει μία κοινωνικά υπεύθυνη επένδυση. Σύμφωνα με τον Eurosif (2018) κάθε στρατηγική Κ.Υ.Ε. που θα ακολουθήσει ένας επενδυτής περιστρέφεται γύρω από

το τρίπτυχο του ESG, δηλαδή γύρω από τα κριτήρια που εξετάζουν την περιβαλλοντική και κοινωνική επίδοση των επιχειρήσεων αλλά και την επίδοση τους στα κριτήρια της εταιρικής διακυβέρνησης. Μέσα από τη βιβλιογραφία θα δούμε ότι δεν υπάρχει κάποια κοινή ορολογία στις στρατηγικές Κ.Υ.Ε. αλλά όλες κινούνται σε ένα κοινό πλαίσιο. Σύμφωνα με τον Eurosif (2018) υπάρχουν 7 στρατηγικές Κ.Υ.Ε. και αυτές είναι οι εξής:

- 1) Επένδυση βάση των αρχών βιωσιμότητας (Sustainability themed investment).
- 2) Best in class investment (Επιλογή της καλύτερης στην κατηγορία επένδυσης).
- 3) Στρατηγική αποκλεισμού.
- 4) Στρατηγική βάσει κανόνων (Norm based screening).
- 5) Εποπτεία προς την τήρηση των αρχών βιωσιμότητας.
- 6) Επένδυση με αντίκτυπο (Impact investing).
- 7) Ένταξη των ESG παραγόντων στη χρηματοοικονομική ανάλυση (Integration of ESG factors in financial analysis).

#### Επένδυση βάση των αρχών βιωσιμότητας (Sustainability themed investment)

Η στρατηγική της επένδυσης βάση των αρχών βιωσιμότητας έχει ως κύριο στόχο την ανάπτυξη της εταιρικής βιωσιμότητας επιδρώντας σε συγκεκριμένα θέματα (π.χ. σε θέματα που αφορούν την κλιματική αλλαγή, την ρύπανση της ατμόσφαιρας κ.τ.λ.). Γενικά αυτή η στρατηγική αν και παρέχει ένα πολύ καλό βαθμό διαφοροποίησης και στοχεύει κατευθείαν στην εταιρική βιωσιμότητα είναι μια από τις λιγότερο χρησιμοποιούμενες στρατηγικές Κ.Υ.Ε. κυρίως στην Ευρώπη.

#### Best in class investment (Επιλογή της καλύτερης στην κατηγορία επένδυσης).

Η στρατηγική best in class investment είναι όπως ακριβώς η προσέγγιση best in class που είχαμε αναφέρει στον θετικό έλεγχο (positive screening). Ουσιαστικά είναι η στρατηγική που αφορά την επιλογή της καλύτερης Κ.Υ.Ε. δεδομένου των επιδόσεων των επιχειρήσεων ενός συγκεκριμένου κλάδου στα ESG κριτήρια. Γενικά η στρατηγική αυτή σε πολλά άρθρα αναφέρεται και ως στρατηγική θετικού ελέγχου



(positive screening investment) περιλαμβάνοντας και άλλες παραλλαγές της προσέγγισης best in class όπως η best in universe και η best effort.

### Στρατηγική αποκλεισμού

Η στρατηγική αποκλεισμού έχει ακριβώς την ίδια διαδικασία με τον αρνητικό έλεγχο. Ουσιαστικά αποκλείονται επιχειρήσεις (ή και ολόκληροι επιχειρηματικοί κλάδοι) οι οποίες δεν πληρούν τις ελάχιστες προϋποθέσεις των ESG κριτηρίων για να μπορούν να ελεγχθούν και να εισαχθούν σε ένα πράσινο χαρτοφυλάκιο. Κάποιοι συνηθισμένοι επιχειρηματικοί κλάδοι που αποκλείονται λόγω αυτής της στρατηγικής είναι οι καπνοβιομηχανίες, η βιομηχανία κατασκευής όπλων και οπλικών συστημάτων, οι εταιρείες τυχερών παιχνιδιών κ.ά. Γενικά είναι μια στρατηγική που εξαρτάται από πολλούς παράγοντες (π.χ. ηθική αξία των επενδυτών, κατανόηση της έννοιας ESG από τους επενδυτές κ.ά.) αλλά έχει πολύ μεγάλη εφαρμογή σε παγκόσμιο επίπεδο.

### Στρατηγική βάσει κανόνων (Norm based screening)

Είναι η στρατηγική που απαιτεί την αξιολόγηση κάθε επιχείρησης με συγκεκριμένα περιβαλλοντικά, κοινωνικά και εταιρικής διακυβέρνησης διεθνή πρότυπα για τη σύνθεση του ESG χαρτοφυλακίου. Οι επενδυτές τις περισσότερες φορές χρησιμοποιούν ένα συνδυασμό από τα διαθέσιμα διεθνή πρότυπα (π.χ. πρότυπα ISO, πρότυπα GRI) που έχουν δημιουργηθεί από διάφορους οργανισμούς ή δημιουργούν ένα δικό τους πρότυπο βασισμένο στα διεθνή πρότυπα έτσι ώστε συνθέσουν το καλύτερο δυνατό χαρτοφυλάκιο K.Y.E. (Ηλιάκης, 2015).

### Εποπτεία προς την τήρηση των αρχών βιωσιμότητας

Πρόκειται επί της ουσίας για στρατηγικές που κρίνονται σημαντικά από την εποπτεία και τα ποιοτικά κριτήρια που καθορίζουν οι εκάστοτε ιδιοκτήτες-μέτοχοι των

ενδιαφερόμενων προς επένδυση εταιρειών μέσω των συλλογικών οργάνων λήψης αποφάσεων (Αστάρια, 2015).

### Επένδυση με αντίκτυπο (Impact investing)

Ο όρος impact investing ή επένδυση με αντίκτυπο δημιουργήθηκε το 2007 από το ίδρυμα Rockefeller και σε αντίθεση με άλλα επενδυτικά στυλ είναι πιο άμεση και επικεντρώνεται στη βελτίωση συγκεκριμένων κοινωνικών και περιβαλλοντικών ζητημάτων (π.χ. επενδύσεις που αφορούν τη βελτίωση της εκπαίδευσης, τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, τη διάσωση των δασών κ.ά.). Σύμφωνα μάλιστα με τους Grabenwater & Lichtenstein (2012) κάθε επένδυση που αναζητά το κέρδος αλλά συνάμα αναζητά σκόπιμα την παραγωγή σημαντικών πλεονεκτημάτων για το περιβάλλον και την κοινωνία μπορεί να χαρακτηριστεί και ως επένδυση με αντίκτυπο (impact investing). Επίσης παραθέτουν πέντε κοινά χαρακτηριστικά με τα οποία μπορούμε να διακρίνουμε μία επένδυση με αντίκτυπο (Ηλιάκης, 2015). Αυτά είναι τα εξής:

- Προσανατολισμός στο κέρδος.
- Συσχέτιση μεταξύ επιπτώσεων και οικονομικής επίδοσης.
- Σκόπιμη επίπτωση.
- Μετρήσιμος αντίκτυπος.
- Θετική επίδραση στην κοινωνία.

Η διαφορά της συγκεκριμένης στρατηγικής από τις άλλες στρατηγικές Κ.Υ.Ε. είναι ότι αναζητά μετρήσιμα κοινωνικά και περιβαλλοντικά αποτελέσματα και οι διαχειριστές τέτοιων επενδύσεων προσπαθούν σημαντικά για τη μέτρησή τους. Εν κατακλείδι καταλαβαίνουμε ότι μία επένδυση με αντίκτυπο (impact investing) είναι ένα είδος επένδυσης που θέτει ως απαραίτητη προϋπόθεση τη δημιουργία απτού οφέλους για την κοινωνία και το περιβάλλον σε συνάρτηση με το χρηματοοικονομικό όφελος. (Hill, 2020)

Στενά συνδεδεμένος με τον όρο της επένδυσης με αντίκτυπο (impact investing) είναι και ο όρος της επένδυσης αποστολής (mission investing) που χρησιμοποιείτε συχνά για να αναφερθεί στις επενδυτικές δραστηριότητες φιланθρωπικών ιδρυμάτων και θρησκευτικών ταμείων. Οι επενδύσεις αποστολής (mission investing) έχουν και αυτές ως στόχο να βελτιώσουν στην πράξη κρίσιμα κοινωνικά και περιβαλλοντικά ζητήματα σε συνδυασμό με τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής επίδοσης του εκάστοτε ιδρύματος. Η κύρια διαφορά μεταξύ της επένδυσης με αντίκτυπο και της επένδυσης αποστολής είναι ότι η επένδυση με αντίκτυπο μπορεί να πραγματοποιηθεί από οποιοδήποτε επενδυτή (θεσμικό ή μη), αντίθετα η επένδυση αποστολής μπορεί να γίνει μόνο από φιλανθρωπικά ιδρύματα και θρησκευτικά ταμεία. Βέβαια λόγω ότι αυτές οι δύο έννοιες είναι πολύ κοντινές πολλές φορές χρησιμοποιούνται ταυτόσημα από τους επενδυτές και τους ερευνητές και για αυτό στη διεθνή βιβλιογραφία ορίζονται και ως αλληλοκαλυπτόμενες έννοιες. (Hill, 2020)

#### Ένταξη των ESG παραγόντων στη χρηματοοικονομική ανάλυση (Integration of ESG factors in financial analysis)

Σύμφωνα με τον Eurosif (2012) αυτή η στρατηγική λαμβάνει υπόψιν ισοδύναμα τους χρηματοοικονομικούς παράγοντες αλλά και τους μη χρηματοοικονομικούς παράγοντες στην κύρια ανάλυση των επενδύσεων. Η ένταξη των ESG παραγόντων στη χρηματοοικονομική ανάλυση ουσιαστικά περιλαμβάνει την ένταξη των ESG κινδύνων και ωφελειών με μετρήσιμους όρους μέσα σε αυτήν. Σύμφωνα με τον Ηλιάκη (2015) η ένταξη των ESG παραγόντων στη χρηματοοικονομική ανάλυση έχει κατηγοριοποιηθεί σε τρεις κατηγορίες:

- Μη συστηματική ESG ένταξη.
- Συστηματική ESG ένταξη.
- Περιορισμοί των επενδύσεων στη βάση αξιολογήσεων που προέκυψαν από ESG έρευνα και ανάπτυξη.

Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδης & Εσκαντάρ (2022) οι στρατηγικές Κ.Υ.Ε. μπορούν να διακριθούν σε πέντε κατηγορίες:

- 1) Τη στρατηγική best in class όπου ουσιαστικά βοηθάει στην επιλογή των καλύτερων προς επένδυση επιχειρήσεων από κάθε τομέα χωρίς να αποκλείει καμία.
- 2) Τον αποκλεισμό όπου βοηθάει στο να αποκλείονται οι επιχειρήσεις οι οποίες δεν πληρούν τα ελάχιστα περιβαλλοντικά και κοινωνικά κριτήρια. Οι αποκλεισμοί αυτοί μπορεί να αφορούν και ένα ολόκληρο επιχειρηματικό κλάδο (όπως βιομηχανία των όπλων) αλλά μπορεί να είναι και κανονιστικοί αποκλεισμοί (μη συμμόρφωση ή μη επικύρωση διεθνών συνθηκών/συμβάσεων).
- 3) Τη δέσμευση των μετόχων όπου βοηθάει στην επιρροή των επιχειρήσεων μέσω της δύναμης που έχουν οι μέτοχοι ώστε να προωθηθούν οι δράσεις E.K.E. των επιχειρήσεων. Ένας επενδυτής K.Y.E. θα προσπαθεί συνεχώς μέσω των δικαιωμάτων που έχει να επιβάλει στις εκάστοτε διοικήσεις δράσεις για περαιτέρω βελτίωση της ESG επίδοσης.
- 4) Τη θεματική προσέγγιση όπου βοηθάει ώστε να γίνουν επενδύσεις σε επιχειρήσεις που συνδέονται άμεσα με την αειφόρο ανάπτυξη (π.χ. επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, κάνουν ανακύκλωση, έχουν δραστηριότητα σε ζητήματα όπως η κλιματική αλλαγή, η ρύπανση του αέρα κ.ά.).
- 5) Την επένδυση επιπτώσεων (impact investing), που έχει ως στόχο την επένδυση σε επιχειρήσεις συχνά μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο οι οποίες επιδιώκουν να δημιουργήσουν θετικές και μετρήσιμες κοινωνικές ή περιβαλλοντικές επιπτώσεις.

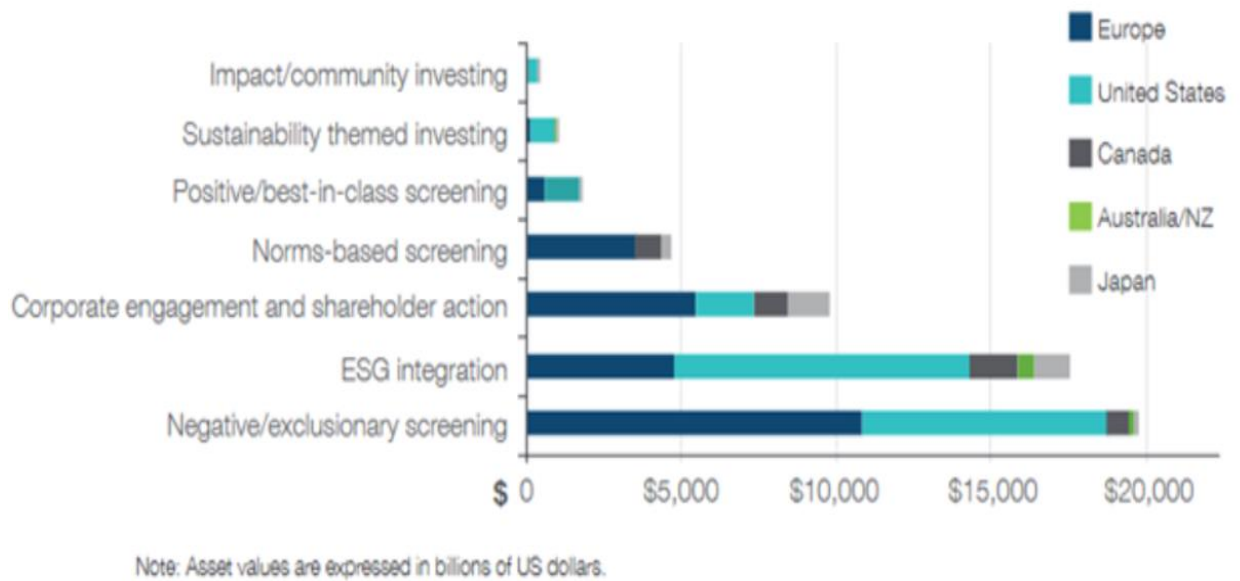
Εν κατακλείδι, συμπεραίνουμε ότι υπάρχουν κάποιες διαφοροποιήσεις στις στρατηγικές K.Y.E., στις διάφορες μελέτες που έχουν δημοσιευτεί αλλά αυτές είναι αμελητέες. Στις περισσότερες αναφορές οι στρατηγικές K.Y.E. έχουν ως στόχο την αύξηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης σε συνδυασμό με την επίλυση κοινωνικών και περιβαλλοντικών ζητημάτων. Κύρια χαρακτηριστικά των στρατηγικών είναι ο αποκλεισμός επιχειρήσεων (ή ολόκληρων επιχειρηματικών κλάδων), η επιλογή των καλύτερων εταιρειών προς επένδυση με βάση τα κριτήρια ESG, η επένδυση με αντίκτυπο, και η πίεση των μετόχων προς τις διοικήσεις των επιχειρήσεων που έχουν επενδύσει για βελτίωση της ESG επίδοσης.

eurosif	GSIA-equivalent	PRI-equivalent	EFAMA-equivalent
Exclusions	ESG Negative screening	ESG Negative / Exclusionary screening	Negative screening or Exclusion
Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based approach
Best-in-Class selection	ESG Positive screening and Best-in-Class	ESG Positive screening and Best-in-Class	Best-in-Class policy
Sustainability themed	Sustainability-themed	ESG -themed Investments	Thematic investment
ESG integration	ESG Integration	Integration of ESG issues	-
Engagement and voting	Corporate engagement and shareholder action	Engagement (three types)	Engagement (voting)
Impact investing /Community	Impact Investing	- -	

Εικόνα 4 : Πίνακας στρατηγικών Κ.Υ.Ε. από διάφορους διεθνής οργανισμούς (Eurosif, 2014, Ηλιάκης, 2015).

Παρακάτω θα δοθεί ένα διάγραμμα που έχει αντληθεί από ένα διαδικτυακό άρθρο των Ancona & Riganelli (2021) με τίτλο “Sustainable investing : the new gold rush”<sup>17</sup> και αφορούν τις στρατηγικές Κ.Υ.Ε.

<sup>17</sup> <https://www.springeconomy.it/sustainable-investing-the-new-gold-rush/>



Εικόνα 5 : Περιουσιακά στοιχεία ESG επενδύσεων ανά στρατηγική και ανά γεωγραφική περιοχή. (GSIA 2019, Ancona & Riganelli, 2021).

Από το παραπάνω διάγραμμα παρατηρούμε ότι οι στρατηγικές, επένδυση με αντίκτυπο (impact investing), επενδύσεις με βάση τις αρχές βιωσιμότητας και επενδύσεις best in class (θετικός έλεγχος), είναι λιγότερο προτιμητέες από τους επενδυτές σε σχέση με τις άλλες στρατηγικές Κ.Υ.Ε. Επίσης παρατηρούμε ότι οι ίδιες στρατηγικές χρησιμοποιούνται σε πολύ μεγάλο βαθμό κυρίως στις Η.Π.Α. και σε ένα μικρότερο ποσοστό στην Ευρώπη ενώ η στρατηγική με τη μεγαλύτερη προτίμηση από τους επενδυτές (τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στην Ευρώπη) είναι η στρατηγική του αποκλεισμού (αρνητικός έλεγχος).

## 5.7 Συμπεράσματα

Η Κ.Υ.Ε. είναι ένα είδος επένδυσης το οποίο μπορούμε να πούμε ότι προέκυψε κυρίως λόγω της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών η οποία υποστηρίζει ότι για να έχουμε μια βιώσιμη επιχείρηση θα πρέπει όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη της να συνεργάζονται και να επιτυγχάνουν τους στόχους τους. Αν και αρχικά η Κ.Υ.Ε. θεωρούνταν ανούσια χωρίς κάποιο κέρδος για τους επενδυτές, με το πέρασμα των χρόνων και την κατανόηση από μεριάς των επενδυτών ότι μόνο κάτω από μία κοινωνία και ένα φυσικό περιβάλλον που ευημερεί μπορεί να επιβιώσει μια επιχείρηση, η Κ.Υ.Ε. ήρθε στο προσκήνιο με θετικές πλέον κριτικές. Πλέον η πλειοψηφία των ερευνών αναφέρει ότι μια Κ.Υ.Ε. δεν αποτελεί μία ζημιογόνο επένδυση αλλά μια επένδυση με μακροπρόθεσμα χρηματοοικονομικά οφέλη που αντισταθμίζει σε ικανοποιητικό βαθμό πολλαπλούς κινδύνους. Στις μέρες μας οι Κ.Υ.Ε. έχουν αυξηθεί κατά πολύ και αναμένονται να αυξηθούν ακόμα περισσότερο τις επόμενες δεκαετίες. Στην Ευρώπη και ειδικότερα στην Ελλάδα οι Κ.Υ.Ε. δεν είναι σε υψηλά επίπεδα, αλλά από τις αρχές της δεκαετίας του 2000 έχουν αρχίσει να γίνονται συζητήσεις στον επιχειρηματικό κόσμο για τη βελτίωση της Ε.Κ.Ε. των επιχειρήσεων με στόχο τη βιώσιμη ανάπτυξη. Η στροφή προς τις Κ.Υ.Ε. ήταν ένας μονόδρομος για τους επενδυτές λόγω των πολλών περιβαλλοντικών σκανδάλων και ατυχημάτων της εποχής μας (π.χ. ατύχημα στον κόλπο του Μεξικού) αλλά και λόγω των πολλών κοινωνικών προβλημάτων που δημιουργήθηκαν από τις πολλαπλές κρίσεις που πέρασε η ανθρωπότητα την τελευταία δεκαετία (π.χ. χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, υγειονομική κρίση του 2020-Covid-19). Εάν οι επιχειρήσεις δεν στραφούν σε υπεύθυνες δράσεις για την επίλυση κοινωνικών και περιβαλλοντικών ζητημάτων κινδυνεύουν να μην επιβιώσουν μακροπρόθεσμα. Αυτό φυσικά επηρέασε και τους επενδυτές όπου πλέον σε μεγάλο βαθμό εκτός από τη χρηματοοικονομική επίδοση των επενδύσεων τους ελέγχουν και τη μη χρηματοοικονομική επίδοση των επενδύσεων τους, δηλαδή ελέγχουν τον κοινωνικό και περιβαλλοντικό αντίκτυπο που θα έχουν οι επενδύσεις τους εξετάζοντας μία σειρά από κριτήρια (ESG κριτήρια). Οι επενδυτές που επενδύουν με βάση τα ESG κριτήρια και τα χρηματοοικονομικά κριτήρια, ονομάζονται κοινωνικά υπεύθυνοι επενδυτές και βασίζονται σε διάφορες στρατηγικές Κ.Υ.Ε. έτσι ώστε να δημιουργήσουν ένα χαρτοφυλάκιο με τις επιθυμητές ESG επενδύσεις τους. Στις μέρες

μας υπάρχουν αρκετά προϊόντα Κ.Υ.Ε. αλλά και εργαλεία Κ.Υ.Ε. που βοηθούν και δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να συνθέσουν ένα αποδοτικό χρηματοοικονομικά και ηθικά υπεύθυνο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων. Για παράδειγμα, υπάρχουν τα πράσινα, κοινωνικά και ηθικά κεφάλαια τα οποία είναι αμοιβαία κεφάλαια που χρησιμοποιούν θετικούς ή αρνητικούς ελέγχους (positive or negative screens) για τη δημιουργία των κατάλληλων ESG χαρτοφυλακίων (πράσινων χαρτοφυλακίων). Κάποια άλλα εργαλεία Κ.Υ.Ε. είναι οι χρηματιστηριακοί δείκτες που έχουν δημιουργηθεί για να βοηθούν τους κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές (π.χ. ο Dow Jones Sustainability Index, ο FTSE4GOOD και άλλοι).



---

## 6. Χρηματιστηριακοί Δείκτες Κ.Υ.Ε.

---

### 6.1 Εισαγωγή

Για τη διευκόλυνση των κοινωνικά υπεύθυνα επενδυτών έχουν δημιουργηθεί διάφοροι διεθνώς αναγνωρισμένοι χρηματιστηριακοί δείκτες οι οποίοι ονομάζονται χρηματιστηριακοί δείκτες εταιρικής κοινωνικής υπευθυνότητας ή ESG χρηματιστηριακοί δείκτες. Μέσω αυτών οι επενδυτές μπορούν να έχουν μια γενική επίβλεψη και πληροφόρηση της αγοράς των κοινωνικά υπεύθυνων επενδύσεων. Κάποιοι από τους πιο σημαντικούς ESG χρηματιστηριακούς δείκτες, που αποτελούν σημαντικά εργαλεία για την επίτευξη των Κ.Υ.Ε. είναι η οικογένεια δεικτών Dow Jones Sustainability (DJSI), οι δείκτες FTSE4Good και ο δείκτης MCSI KLD 400 Social.

### 6.2 Dow Jones Sustainability Indexes

Η οικογένεια των δεικτών Dow Jones Sustainability (DJSI) δημιουργήθηκε το 1999 και αποτελείται από δείκτες που σχετίζονται με την επίδοση της βιωσιμότητας των μεγαλύτερων εισηγμένων εταιρειών στον Dow Jones Total Stock Market Index. Με λίγα λόγια η οικογένεια αυτών των δεικτών εντοπίζει την απόδοση των μετοχών των εταιρειών βάσει κοινωνικών, περιβαλλοντικών και οικονομικών κριτηρίων. Ο στόχος αυτών των δεικτών είναι να αποκλείουν επιχειρήσεις που δεν δρουν σύμφωνα με τις αρχές της Ε.Κ.Ε. και να αναδεικνύουν αυτές που έχουν υψηλές επιδόσεις ESG έτσι ώστε να μπορέσουν να επενδύσουν οι εκάστοτε επενδυτές. Η οικογένεια δεικτών DJSI περιλαμβάνει έναν κύριο παγκόσμιο δείκτη, τον DJSI World, και διάφορους άλλους δείκτες με βάση διάφορες γεωγραφικές περιοχές (Ευρώπη, Αμερική, Σκανδιναβία κ.ά.). Περιλαμβάνει επίσης ειδικούς δείκτες με βάση τους διάφορους κλάδους της βιομηχανίας (Ηλιάκης, 2015; Φλώρου, 2017).

Πίνακας 1: Πίνακας οικογένειας δεικτών Dow Jones Sustainability (DJSI) και πλήθος εταιρειών που συμμετέχουν σε κάθε δείκτη (Ηλιάκης, 2015).

<b>Index</b>	<b>Πλήθος εταιρειών που συμμετέχουν στο δείκτη</b>
<b>DJSI World</b>	319
DJSI World Developed	286
DJSI World 80	80
<b>DJSI Asia Pacific</b>	148
DJSI Asia Pacific 40	40
DJSI Japan 40	40
<b>DJSI Emerging Markets</b>	86
<b>DJSI Europe</b>	154
DJSI Eurozone	92
DJSI Europe 40	40
DJSI Eurozone 40	40
<b>DJSI North America</b>	149
DJSI United States	124
DJSI North America 40	40
DJSI United States 40	40
<b>DJSI Australia</b>	48
<b>DJSI Korea</b>	54
DJSI Korea 20	20
<b>DJSI World Enlarged</b>	602
DJSI Nordic	35

Για την ένταξη στους δείκτες DJSI οι εταιρείες αξιολογούνται και επιλέγονται με βάση τις ESG επιδόσεις τους αλλά και τα σχέδια τους που αφορούν τις δράσεις Ε.Κ.Ε. που θέλουν να αναπτύξουν στο μέλλον. Βέβαια τα κριτήρια επιλογής για ένταξη στην οικογένεια των δεικτών DJSI αναβαθμίζονται συνεχώς και οι επιχειρήσεις κατά συνέπεια οφείλουν να βελτιώνουν το επίπεδο της βιωσιμότητάς τους, προκειμένου να παραμείνουν στον δείκτη. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι η οικογένεια των δεικτών DJSI είναι πολύ σημαντική για τους κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές καθώς τους παρέχει πολύ σημαντικές πληροφορίες και εκτιμήσεις για τις δράσεις Ε.Κ.Ε. των επιχειρήσεων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μετριάζεται το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης

(agency problem) ανάμεσα στην επιχείρηση και τα υπόλοιπα ενδιαφερόμενα μέρη. Οι επιχειρήσεις που καταφέρνουν να εισαχθούν στους δείκτες DJSI έχουν ένα σημαντικό πλεονέκτημα καθώς μπορούν να προσελκύσουν ένα πολύ μεγαλύτερο αριθμό επενδυτών (Ηλιάκης, 2015).

### 6.3 Σειρά δεικτών FTSE4Good

Η σειρά δεικτών FTSE4Good δημιουργήθηκε το 2001 από τον όμιλο FTSE και είναι μια σειρά δεικτών που έχει να κάνει με την ηθική αξιολόγηση των επιχειρήσεων που είναι υποψήφιος προς επένδυση. Οι δείκτες FTSE4Good μετρούν τις επιδόσεις των επιχειρήσεων που αναλαμβάνουν μεγάλο αριθμό περιβαλλοντικών, κοινωνικών και εταιρικής διακυβέρνησης πρακτικών. Οι δείκτες FTSE4Good ανήκουν στη σειρά δεικτών FTSE Global Equity και είναι μια σειρά εμπορεύσιμων δεικτών που λειτουργούν προς το συμφέρον των κοινωνικά υπεύθυνων επενδυτών<sup>18</sup>. Καταλαβαίνουμε λοιπόν ότι οι δείκτες FTSE4Good είναι ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο αξιολόγησης επενδύσεων για τους κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές και τους βοηθά να δημιουργήσουν ένα αποδοτικό ESG χαρτοφυλάκιο επενδύσεων. Οι δείκτες FTSE4Good μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν και ως εξής (Ηλιάκης, 2015):

- Ως εργαλείο για τη δημιουργία χρηματοοικονομικών προϊόντων που έχουν ως βάση τους την Κ.Υ.Ε.
- Για την αναγνώριση κοινωνικά και περιβαλλοντικά υπεύθυνων επιχειρήσεων.
- Ως σημεία αναφοράς για την παρακολούθηση της απόδοσης των χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνουν Κ.Υ.Ε.
- Ως παγκόσμιο πρότυπο ESG με το οποίο οι εταιρείες μπορούν να παρακολουθούν την πρόοδο τους πάνω στο θέμα της Ε.Κ.Ε.

---

<sup>18</sup> <https://www.ftserussell.com/products/indices/ftse4good>

## 6.4 MSCI KLD 400 Social Index

Ο δείκτης MSCI KLD 400 Social κυκλοφόρησε το 1990 και σχεδιάστηκε για να βοηθά τους κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές να αξιολογούν τις επενδυτικές τους επιλογές με βάση τα ESG κριτήρια. Ιδρύθηκε από την Amy Domini<sup>19</sup>, για αυτό και παλαιότερα αυτός ο δείκτης ήταν γνωστός και ως Domini 400 Social Index. Ο δείκτης MSCI KLD 400 Social είναι ένας δείκτης που ανήκει στην οικογένεια δεικτών MSCI Global. Προωθεί τις επιχειρήσεις με υψηλές βαθμολογίες ESG σε σύγκριση με άλλες εταιρείες του ίδιου κλάδου. Είναι σαφές ότι ο δείκτης αποκλείει απευθείας εταιρείες που δεν πληρούν τις ελάχιστες απαιτήσεις ώστε να εξεταστούν με βάση τα κριτήρια ESG. (π.χ. καπνοβιομηχανίες, εταιρείες παραγωγής αλκοολούχων ποτών κ.ά.). Ο δείκτης εστιάζει σε μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης απαιτώντας από τις υποψήφιες επιχειρήσεις να έχουν έδρα τις Η.Π.Α. ή να είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης<sup>20</sup>. Λόγω της συνεχιζόμενης εξέτασης που γίνεται (κάθε χρόνο), οι εταιρείες που αποτυγχάνουν να διατηρήσουν τις απαιτούμενες ESG επιδόσεις αντικαταθίστονται από άλλες επιχειρήσεις με καλύτερες επιδόσεις (Ηλιάκης, 2015).

---

<sup>19</sup> Μια από τους ιδρυτές της KLD Research & Analytics, μιας ανεξάρτητης εταιρείας έρευνας επενδύσεων που παρέχει εργαλεία διαχείρισης επενδύσεων τα οποία χρησιμοποιούνται από επαγγελματίες για την εξυπηρέτηση πελατών που απαιτούν επενδυτικές στρατηγικές βασισμένες στην κοινωνική και περιβαλλοντική ευθύνη (<https://www.csrwire.com/>).

<sup>20</sup> [https://www.Investopedia.com/terms/d/domini\\_400.asp](https://www.Investopedia.com/terms/d/domini_400.asp), <https://en.wikipedia.org/wiki/MSCI>

---

## 7. Διαχείριση Χρηματοοικονομικών Κινδύνων μέσω του Τρίπτυχου ESG

---

### 7.1 Εισαγωγή

Στα σύγχρονα χρηματοοικονομικά εξίσου σημαντικό με την εκτίμηση της απόδοσης μιας επένδυσης είναι και η εκτίμηση του κινδύνου της επένδυσης. Η έννοια του κινδύνου δεν έχει μέχρι σήμερα κάποιον κοινά αποδεκτό ορισμό από την επιχειρηματική κοινότητα και συνεπώς κάθε ένας μπορεί να τον ερμηνεύσει διαφορετικά, να τον μετρήσει με διαφορετικούς τρόπους και μοντέλα και κατά συνέπεια να τον διαχειριστεί και διαφορετικά. Μια ερμηνεία της έννοιας του κινδύνου μέσα από τη διεθνή βιβλιογραφία είναι η εξής, “Κίνδυνος είναι η πιθανότητα να μην έχουμε τα αναμενόμενα αποτελέσματα από την υλοποίηση μίας επένδυσης ή μιας επιχειρηματικής δράσης”. Οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι που αφορούν τόσο τους επενδυτές όσο και τις επιχειρήσεις είναι αρκετοί και χωρίζονται με βάση την πηγή προέλευσης τους (π.χ. κίνδυνος αγοράς, πιστωτικός κίνδυνος, κίνδυνος ρευστότητας κ.ά.) και με βάση τις δυνατότητες διαφοροποίησης τους (συστηματικός κίνδυνος, μη συστηματικός κίνδυνος και συστημικός κίνδυνος). Οι σύγχρονοι επενδυτές δίνουν μεγάλη σημασία στον περιορισμό του κινδύνου των επενδύσεων τους ή στον περιορισμό του κινδύνου του χαρτοφυλακίου επενδύσεων που συνθέτουν. Η διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους όπως:

- Διαφοροποίηση: Η διαφοροποίηση του κινδύνου έχει να κάνει με τη διασπορά των δραστηριοτήτων ενός επενδυτή σε μη συσχετισμένες επενδύσεις.
- Αντιστάθμιση: Η αντιστάθμιση κινδύνου είναι μια τεχνική κάλυψης απέναντι στις απώλειες κεφαλαίων που μπορεί να προκύψουν ως αποτέλεσμα απρόσμενων κινήσεων της αγοράς, με χαρακτηριστικότερη την προστασία έναντι του συναλλαγματικού, του επιτοκιακού ή του συστημικού κινδύνου. Αυτό επιτυγχάνεται συνήθως με την αγορά χρηματοπιστωτικών

εργαλείων τα οποία δίνουν το αντίθετο αποτέλεσμα από μια επενδυτική κίνηση όπως είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures).

- Με μεταφορά των κινδύνων: Αυτή η πρακτική αφορά τη μεταφορά των κινδύνων σε τρίτους μέσω πώλησης, ασφάλισης ή άλλων εξιδεικευμένων εργαλείων αντιστάθμισης.

Πλέον οι ESG πρακτικές αποτελούν και αυτές ένα χρήσιμο εργαλείο για την αντιμετώπιση και τη διαχείριση διάφορων κινδύνων στους οποίους εκτίθενται οι επιχειρήσεις και έχουν να κάνουν με τους παράγοντες του περιβάλλοντος, της κοινωνίας και της εταιρικής διακυβέρνησης.

## 7.2 ESG πρακτικές και διαχείριση χρηματοοικονομικών κινδύνων

Μέσα από τη διεθνή βιβλιογραφία έχει αποδειχθεί ότι επιχειρήσεις που ενσωματώνουν στρατηγικές ESG μπορούν να μειώσουν τον συνολικό τους κίνδυνο. Γενικότερα οι δραστηριότητες ESG που αναλαμβάνουν πολλές επιχειρήσεις βοηθούν στη διαχείριση των ESG κινδύνων. Οι ESG κίνδυνοι έχουν να κάνουν με τις πιθανές αρνητικές επιπτώσεις που θα υποστεί μια επιχείρηση εάν λάβει λανθασμένες αποφάσεις σε θέματα που αφορούν το περιβάλλον, την κοινωνία και την εταιρική διακυβέρνηση. Πιο συγκεκριμένα μια λάθος απόφαση ή ένας λάθος χειρισμός μιας επιχείρησης πάνω σε αυτούς τους τρεις παράγοντες μπορεί να διαταράξει την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης, την οικονομική της επίδοση, να αυξήσει τον πιστωτικό της κίνδυνο και να τη φέρει αντιμέτωπη με πρόστιμα και κυρώσεις. Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) οι επιχειρήσεις οι οποίες δεν ακολουθούν στρατηγικές ESG και δεν ενδιαφέρονται για τη βιώσιμη ανάπτυξη εκτίθενται σε υψηλότερους περιβαλλοντικούς κινδύνους, κινδύνους εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και κινδύνους φήμης. Αυτοί οι κίνδυνοι (κίνδυνοι ESG) με τη σειρά τους μπορούν να οδηγήσουν σε διαρκή μείωση της αξίας μιας επιχείρησης και να μεγεθύνουν και άλλους χρηματοοικονομικούς κινδύνους όπως π.χ. τον πιστωτικό κίνδυνο ή τον κίνδυνο ρευστότητας. Συνεπώς καταλαβαίνουμε ότι η μη αποτελεσματική διαχείριση των ESG κινδύνων μπορεί να προκαλέσει μια αλυσιδωτή ενεργοποίηση κάθε είδους χρηματοοικονομικών κινδύνων μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα, ένα περιβαλλοντικό ατύχημα μπορεί να αναγκάσει

την επιχείρηση να πληρώσει μεγάλα πρόστιμα αλλά και να υποστεί κυρώσεις με αποτέλεσμα να αυξηθεί ο κίνδυνος ρευστότητας της επιχείρησης. Επίσης, μια λάθος αντιμετώπιση, πάνω σε κοινωνικά ζητήματα από την πλευρά της επιχείρησης, μπορεί να προκαλέσει αύξηση του κινδύνου φήμης, ενώ προβλήματα στην εταιρική διακυβέρνηση μπορούν να προκαλέσουν αύξηση του λειτουργικού κινδύνου. Κάθε ένα από αυτά τα γεγονότα μπορεί όμως να αυξήσει και τον πιστωτικό κίνδυνο της επιχείρησης.

Εν κατακλείδι η λήψη στρατηγικών ESG δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να διαχειρίζονται καλύτερα τους ESG κινδύνους και να εμποδίζουν την αύξηση των βασικών χρηματοοικονομικών κινδύνων της επιχείρησης. Σύμφωνα μάλιστα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλές ESG επιδόσεις καταφέρνουν να βελτιώσουν το δίδυμο “απόδοση-κίνδυνος” που αποτελεί τον θεμελιώδη λίθο για τη σωστή λειτουργία της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλές επιδόσεις στα κριτήρια ESG μπορούν να αυξήσουν τα χρηματοοικονομικά τους αποτελέσματα μακροπρόθεσμα ενώ συνάμα μπορούν να μειώσουν την έκθεση τους σε ESG κινδύνους και σε άλλους βασικούς χρηματοοικονομικούς κινδύνους.

### 7.3 ESG πρακτικές και πιστωτικός κίνδυνος

Οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν χαμηλές ESG επιδόσεις μπορούν να εκτεθούν σε ακραίους κινδύνους (κίνδυνοι ESG). Αυτοί μπορούν να αυξήσουν με τη σειρά τους άλλους πιο βασικούς χρηματοοικονομικούς κινδύνους όπως τον κίνδυνο ρευστότητας, τον κίνδυνο φήμης, τον λειτουργικό κίνδυνο κ.ά.. Η αύξηση αυτών των κινδύνων μπορεί να επηρεάσει ακόμα και την πιστοληπτική ικανότητα κάθε επιχείρησης. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία τα κριτήρια ESG είναι πολύ σημαντικά εργαλεία εξέτασης του πιστωτικού κινδύνου. Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη, Γαλαριώτη & Εσκαντάρ (2022) η επίδραση των διαφορετικών διαστάσεων της ESG επίδοσης των επιχειρήσεων στον πιστωτικό κίνδυνο δεν είναι ομοιόμορφη. Πιο συγκεκριμένα η μείωση του πιστωτικού κινδύνου προκύπτει από καλύτερες επιδόσεις στις εξής κατηγορίες ESG κριτηρίων:

- a. κλιματική αλλαγή

- b. ανθρώπινο κεφάλαιο
- c. εταιρική διακυβέρνηση και ορθή χρήση των φυσικών πόρων.

Επιπροσθέτως, σύμφωνα με την έρευνα τους παρατηρήθηκε ότι η βιωσιμότητα της χώρας είναι σημαντική στη σχέση μεταξύ της εταιρικής βιωσιμότητας και του πιστωτικού κινδύνου. Σε χώρες με χαμηλότερο επίπεδο απόδοσης βιωσιμότητας, οι δραστηριότητες E.K.E. μπορούν να μειώσουν το κόστος συναλλαγών και να αυξήσουν την πρόσβαση στο κεφάλαιο. Αντίθετα οι επιχειρήσεις οι οποίες δεν έχουν υψηλές ESG επιδόσεις και βρίσκονται σε χώρες με υψηλές επιδόσεις βιωσιμότητας είναι βέβαιο ότι θα έχουν αρνητικές επιπτώσεις στην λειτουργία τους. Πιο συγκεκριμένα αυτές οι επιχειρήσεις θα είναι περισσότερο εκτεθειμένες σε κίνδυνους φήμης και συνάμα σε μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο και κίνδυνο ρευστότητας με αποτέλεσμα να επηρεάζεται αρνητικά και η χρηματοοικονομική τους επίδοση. Τέλος, οι συγγραφείς αναφέρουν ότι ανεξάρτητα από το επίπεδο βιωσιμότητας της εκάστοτε χώρας, η βελτίωση στα επίπεδα έκθεσης μιας επιχείρησης σε πιστωτικό κίνδυνο μπορεί να γίνει με τη βελτίωση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτή η βελτίωση βοηθάει στη δημιουργία εσωτερικών πόρων, μειώνει την αστάθεια των ταμειακών ροών και βελτιώνει το επίπεδο του πιστωτικού κινδύνου της επιχείρησης. Συνεπώς, συμπεραίνεται ότι οι επιχειρήσεις αρχικά θα πρέπει να ενισχύουν τις δραστηριότητες τους για βελτίωση της εταιρικής τους διακυβέρνησης και έπειτα θα πρέπει να παίρνουν πρωτοβουλίες για βελτίωση των περιβαλλοντικών και των κοινωνικών τους δραστηριοτήτων (Ζοπουνίδης, Γαλαριώτης & Εσκαντάρ, 2022).

#### 7.4 Κλιματικοί κίνδυνοι (Climate risks)

Τα τελευταία χρόνια έχει δημιουργηθεί ένα νέο είδος περιβαλλοντικών κινδύνων που προκύπτουν από την κλιματική αλλαγή. Αυτοί οι κίνδυνοι ονομάζονται κλιματικοί κίνδυνοι (climate risks) και σύμφωνα με πολλές μελέτες αναμένεται να επηρεάσουν τις περισσότερες επιχειρήσεις ανά τον κόσμο για αυτό μάλιστα αποτελούν ένα από τα σημαντικά θέματα που συζητούνται τόσο σε ακαδημαϊκό επίπεδο όσο και σε πολιτικό επίπεδο.

Η κλιματική αλλαγή (π.χ. αύξηση της θερμοκρασίας, ξηρασία, τυφώνες και κάθε είδος έντονων φυσικών φαινομένων) μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τη χρηματοοικονομική επίδοση των επιχειρήσεων και συνάμα να αυξήσει τα επίπεδα έκθεσης σε κάθε είδος



χρηματοοικονομικού κινδύνου. Η κλιματική αλλαγή εκτός από τις επιχειρήσεις μπορεί να επηρεάσει ακόμα και ολόκληρες οικονομίες κρατών (αναπτυσσόμενων και αναπτυγμένων), ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα και φυσικά τις ψυχικές και οικονομικές αντοχές του κάθε ατόμου ξεχωριστά.

Οι κλιματικοί κίνδυνοι ανήκουν στην κατηγορία των περιβαλλοντικών κινδύνων. Πλέον όμως αναφέρονται ξεχωριστά λόγω των μεγάλων επιπτώσεων που έχουν. Οι κλιματικοί κίνδυνοι διακρίνονται σε τρεις κύριες κατηγορίες σύμφωνα με την Αλβέρτη (2021):

- a. Τους φυσικούς κινδύνους (Physical risks): Αυτοί οι κίνδυνοι αναφέρονται στις χρηματοοικονομικές επιπτώσεις λόγω της κλιματικής αλλαγής, συμπεριλαμβανομένων των ακραίων φυσικών φαινομένων, των σταδιακών αλλαγών στο κλίμα καθώς και την υποβάθμιση του περιβάλλοντος (αποψίλωση, ρύπανση του αέρα κ.τ.λ.), (<https://www.ngfs.net/>). Οι φυσικοί κίνδυνοι διακρίνονται σε δύο υποκατηγορίες, τους φυσικούς κινδύνους όπου προκύπτουν από τα ακραία φυσικά φαινόμενα όπως οι πλημμύρες, η ξηρασία, οι τυφώνες κ.ά., και τους χρόνιους φυσικούς κινδύνους που προκύπτουν από τις προοδευτικές μεταβολές του φυσικού οικοσυστήματος όπως η άνοδος της θερμοκρασίας, η άνοδος της στάθμης της θάλασσας κ.ά.
- b. Τους κινδύνους μετάβασης (Transition risks): Οι κίνδυνοι μετάβασης αναφέρονται στη χρηματοοικονομική ζημία ενός οργανισμού κατά την προσπάθειά του να προσαρμοστεί σε μία πιο βιώσιμη ανάπτυξη και πολιτική (ή πιο απλά στην προσπάθειά του να ενσωματώσει στρατηγικές βιώσιμης ανάπτυξης).
- c. Τους κινδύνους ευθύνης και αποζημιώσεων<sup>21</sup> (Liability risks): Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη και Εσκαντάρ (2022) οι κίνδυνοι ευθύνης και αποζημιώσεων είναι η ζημία (λόγω των προστίμων και των κυρώσεων) που καλείται να πληρώσει μια επιχείρηση διότι θεωρείται ότι συμβάλει στην αύξηση του προβλήματος της κλιματικής αλλαγής.

---

<sup>21</sup> Σύμφωνα με πολλούς ερευνητές αυτή η κατηγορία μπορεί να ενταχθεί στις δύο πρώτες κατηγορίες των κλιματικών κινδύνων και για αυτό το λόγο συχνά δεν αναφέρεται ως ξεχωριστή κατηγορία.

## 7.5 Επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής και δράσεις για την αντιμετώπιση της

Τις τελευταίες δεκαετίες έχει παρατηρηθεί αύξηση των φαινομένων της κλιματικής αλλαγής και σταδιακή εξάντληση των φυσικών πόρων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των περιβαλλοντικών κινδύνων και ειδικότερα την αύξηση των κλιματικών κινδύνων που επηρεάζουν τις επιχειρήσεις και τις κοινωνίες ευρύτερα. Ήδη η κλιματική αλλαγή έχει επιφέρει μεγάλες ζημιές στις επιχειρήσεις και τις εθνικές οικονομίες. Σύμφωνα με την Αλβέρτη (2021) στο διάστημα 1981 έως 2011 οι πλημμύρες έπληξαν περίπου 5,5 εκατομμύρια άτομα και επέφεραν άμεσες ζημιές άνω των 90 δισεκατομμυρίων ευρώ, ενώ από το 2007 έως το 2016 οι ζημιές των επιχειρήσεων από τα ακραία φυσικά φαινόμενα αυξήθηκαν κατά 86%. Επίσης, η ίδια αναφέρει ότι εάν δεν επιτευχθεί συγκράτηση του επιπέδου της θερμοκρασίας τότε οι καταστροφές από φυσικά φαινόμενα πιθανώς να πλήξουν έως και το 67% του πληθυσμού της Ευρώπης μέχρι το 2100. Μια σημαντική έρευνα των Khan et al. (2019) πάνω στις μακροπρόθεσμες μακροοικονομικές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής μας δείχνει τη σοβαρότητα της κατάστασης. Η συγκεκριμένη έρευνα έγινε την περίοδο από 1960 έως το 2014 και χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από 174 χώρες. Τα σημαντικά συμπεράσματα της έρευνας είναι τα εξής:

- Η κλιματική αλλαγή έχει μακροπρόθεσμη αρνητική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη τόσο των επιχειρήσεων όσο και των αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών.
- Εάν η θερμοκρασία της γης αυξάνεται ετησίως κατά 0,01 βαθμούς τότε η εισοδηματική ανάπτυξη θα μειώνεται κατά 0,0543 ποσοστιαίες μονάδες κάθε χρόνο.

Όσον αφορά την Ελλάδα η μη λήψη μέτρων από τις κυβερνήσεις και από τις επιχειρήσεις για την αντιμετώπιση του φαινομένου της κλιματικής αλλαγής θα έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του Α.Ε.Π. κατά 2% μέχρι το 2050 κάτι το οποίο μεταφράζεται με πιο απλά λόγια σε συνολικό κόστος της τάξης των 700 δισεκατομμυρίων ευρώ για την Ελληνική οικονομία μέχρι το 2100. (Μελέτη της Τράπεζας της Ελλάδος, 2018).

Από όλα τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι οι χώρες, οι επιχειρήσεις αλλά και το κάθε άτομο ξεχωριστά θα πρέπει να μεταβεί σε μια διαφορετική οικονομική κουλτούρα και φιλοσοφία. Η κοινωνία μας πρέπει να μεταβεί στην λεγόμενη πράσινη οικονομία ή

βιώσιμη οικονομία ή την οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα. Συνεπώς η λύση για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής είναι η στροφή προς τη βιώσιμη ανάπτυξη. Πολλοί παγκόσμιοι οργανισμοί, επιχειρήσεις αλλά και χώρες έχουν κατανοήσει την ανάγκη μετατροπής της οικονομίας σε πράσινη οικονομία και ήδη τα τελευταία χρόνια έχουν ληφθεί αρκετές δράσεις προς αυτήν την κατεύθυνση. Καταρχήν όπως έχουμε αναφέρει έχουν αυξηθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό οι Κ.Υ.Ε. αλλά και ο αριθμός των ESG χαρτοφυλακίων. Επιπροσθέτως έχουν παρθεί αρκετές δράσεις από διάφορους οργανισμούς και φορείς έτσι ώστε να τεθούν οι στόχοι για τη βιώσιμη ανάπτυξη που πρέπει να επιτύχει η διεθνής επιχειρηματική κοινότητα και η κάθε χώρα ξεχωριστά την επόμενη δεκαετία.

Κάποιες από αυτές τις δράσεις είναι οι εξής:

#### U.N Agenda 2030 for Sustainable Development

Το 2015 η γενική συνέλευση των Ηνωμένων Εθνών διεξήχθη με σκοπό τη δημιουργία ενός σχεδίου δράσης για τη μελλοντική διεθνή ανάπτυξη. Οι 193 χώρες που συμμετείχαν στη συνέλευση αυτή κατέληξαν στη θέσπιση 17 στόχων βιώσιμης ανάπτυξης αλλά και σε 169 συνδεδεμένους σκοπούς βάσει αυτών των στόχων. Αυτή η δράση (Transforming our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development) είναι μία πολύ σημαντική σειρά στόχων για τη βιώσιμη ανάπτυξη που πρέπει να αναπτύξουν οι κυβερνήσεις των χωρών αλλά και οι επιχειρήσεις για να αποφευχθούν οι επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής και των περιβαλλοντικών κινδύνων γενικότερα. (<https://sdgs.un.org/2030agenda>)

#### Η συμφωνία του Παρισίου για το κλίμα (COP 21)

Μια πολύ σημαντική κίνηση προς την κατεύθυνση της βιώσιμης ανάπτυξης και της μετάβασης στην πράσινη οικονομία έγινε τον Δεκέμβριο του 2015 με τη συμφωνία του Παρισίου για το κλίμα (COP 21) όπου οι ηγέτες 196 χωρών δημιούργησαν ένα σχέδιο δράσης που στόχο έχει τον περιορισμό της υπερθέρμανσης του πλανήτη. Πιο συγκεκριμένα συμφωνήθηκε η προσπάθεια για συγκράτηση της αύξησης της θερμοκρασίας της γης κάτω από τους 2 °C με μακροπρόθεσμο στόχο τον περιορισμό της αύξησης της θερμοκρασίας της γης στο 1,5 °C. Οι χώρες επίσης συμφώνησαν να

γνωστοποιούν κάθε πέντε χρόνια τα σχέδια δράσης τους αλλά και τα επίπεδα επίτευξης των στόχων τους από τις δράσεις που αναλαμβάνουν. (<https://www.cop21paris.org/>)

### Οι δράσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής

Η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει θέσει ως στόχο να είναι παγκόσμια πρωτοπόρος όσον αφορά τη βιώσιμη ανάπτυξη. Μέσα στον σχεδιασμό της είναι να γίνει η πρώτη κλιματικά ουδέτερη οικονομία έως το 2050. Επίσης συμμετέχει στις περισσότερες δράσεις που έχουν να κάνουν με την προώθηση της βιώσιμης ανάπτυξης και με την επίτευξη συμφωνιών για τη θέσπιση κανόνων και στόχων για τη μετάβαση στη βιώσιμη ανάπτυξη και στην πράσινη οικονομία (π.χ. το σύνολο των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης συμμετείχαν στη συμφωνία του Παρισιού). Τέλος, βοηθάει οικονομικά τις επιχειρήσεις που έχουν ως στόχο, την ανάπτυξη ESG δράσεων και μακροπρόθεσμα τη βιώσιμη ανάπτυξη.

### 7.6 Συμπεράσματα

Οι ESG κίνδυνοι (περιβαλλοντικοί κίνδυνοι, κοινωνικοί κίνδυνοι και κίνδυνοι διακυβέρνησης) είναι οι κίνδυνοι που αφορούν τις πιθανές επιπτώσεις μιας επιχείρησης μετά από λάθος χειρισμούς ή αποφάσεις πάνω στους τομείς του περιβάλλοντος της κοινωνίας και της εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτοί οι κίνδυνοι είναι ακραίοι και φέρουν πολύ σοβαρές χρηματοοικονομικές και λειτουργικές επιπτώσεις στις επιχειρήσεις, καθώς εκτός τη ζημία που προκαλούν αυξάνουν και το επίπεδο των βασικών χρηματοοικονομικών κινδύνων της επιχείρησης (π.χ. του πιστωτικού κινδύνου, του λειτουργικού κινδύνου κ.ά.). Μέσα από τη διεθνή βιβλιογραφία αποδεικνύεται ότι οι επιχειρήσεις με υψηλές ESG επιδόσεις καταφέρνουν να διαχειριστούν καλύτερα τους ESG κινδύνους και συνεπώς να έχουν καλύτερη διαχείριση και στους βασικούς χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Οι κλιματικοί κίνδυνοι αποτελούν κομμάτι των περιβαλλοντικών κινδύνων και έχουν να κάνουν με τις επιπτώσεις που προκύπτουν σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα λόγω της κλιματικής αλλαγής. Σήμερα οι κλιματικοί κίνδυνοι αποτελούν ένα βασικό θέμα συζήτησης στον επιχειρηματικό κόσμο καθώς έχουν επιφέρει μεγάλες ζημιές σε επιχειρήσεις, κράτη (αναπτυγμένα και αναπτυσσόμενα) και συνολικά σε ολόκληρη την

κοινωνία. Σύμφωνα με το περιοδικό Stern, εάν δεν καταφέρουμε να αντιμετωπίσουμε την κλιματική αλλαγή σύντομα, το κόστος στις οικονομίες των χωρών θα είναι πολύ υψηλότερο από το κόστος που επέφεραν και οι δυο παγκόσμιοι πόλεμοι μαζί (Αλβέρτη, 2021). Για αυτό τον λόγο διεθνείς φορείς και οργανισμοί έχουν αρχίσει να αναλαμβάνουν δράσεις, έτσι ώστε να θέσουν τα θεμέλια και τους στόχους για να επιτευχθεί η βιώσιμη ανάπτυξη σε κάθε τομέα της οικονομίας και εν συνεχεία να μεταβούμε συνολικά στην λεγόμενη πράσινη οικονομία. Σήμερα βρισκόμαστε ήδη σε αυτήν τη μετάβαση και το παρατηρούμε από την αύξηση του αριθμού των Κ.Υ.Ε. αλλά και από την ανάγκη όλο και περισσότεροι οργανισμοί να ενσωματώσουν κριτήρια ESG για την αξιολόγηση των επενδύσεων τους και τη διαχείριση των χρηματοοικονομικών τους κινδύνων.

---

## 8. Μελέτες περίπτωσης επιχειρήσεων με χαμηλή ESG επίδοση που εκτέθηκαν σε ESG κινδύνους

---

### 8.1 Η περίπτωση της British Petroleum (BP)

Μια από τις μεγαλύτερες καταστροφές, όσον αφορά την ρύπανση των υδάτων, είναι αυτή που προκλήθηκε από την εταιρεία BP τον Απρίλιο του 2010 στον κόλπο του Μεξικού. Όλα ξεκίνησαν από μια διαρροή του αγωγού εξόρυξης πετρελαίου που οδήγησε στην ολοσχερή καταστροφή της εξέδρας Deepwater Horizon και στη δημιουργία μιας τεράστιας πετρελαιοκηλίδας στον κόλπο του Μεξικού. Αυτή η διαρροή είναι η μεγαλύτερη φυσική καταστροφή (από περιβαλλοντικό ατύχημα μίας επιχείρησης) στην ιστορία των Η.Π.Α. και η μεγαλύτερη πετρελαιοκηλίδα που έχει δημιουργηθεί ποτέ σε θαλάσσια περιοχή. Σύμφωνα με την αμερικανική κυβέρνηση, το πετρέλαιο που διέρρευσε στη θάλασσα ήταν περίπου 4,9 εκατομμύρια βαρέλια. Ο τότε πρόεδρος των Η.Π.Α., Μπαράκ Ομπάμα, είχε μάλιστα δηλώσει ότι “θα αναγκάσουμε την BP να πληρώσει για τη μεγαλύτερη περιβαλλοντική καταστροφή στην ιστορία των Η.Π.Α.”.

Οι επιπτώσεις για το περιβάλλον (κυρίως για το θαλάσσιο οικοσύστημα) του κόλπου του Μεξικού ήταν τεράστιες. Εξίσου τεράστιο ήταν και το οικονομικό πλήγμα τόσο της ίδιας της εταιρείας όσο και της τοπικής οικονομίας των γύρω περιοχών αλλά και της αμερικανικής οικονομίας συνολικά. Από την πλευρά της, η εταιρεία κλήθηκε να καταβάλει μεγάλες αποζημιώσεις στις επιχειρήσεις των γύρω περιοχών που επλήγησαν και ανέλαβε επίσης εξ ολοκλήρου τα έξοδα για τον καθαρισμό της πετρελαιοκηλίδας και της ακτογραμμής που μόλυνε. Εκείνη την περίοδο η BP δέχθηκε τεράστιο πλήγμα στη φήμη της αλλά και πάρα πολλές κυρώσεις από την αμερικανική δικαιοσύνη. Στην BP, εκτός από τις οικονομικές κυρώσεις και τις αποζημιώσεις που της ζητήθηκαν, της ασκήθηκε και ποινική δίωξη για ανθρωποκτονία 11 ατόμων από αμέλεια, ποινή που αργότερα μετατράπηκε σε πρόστιμο 18,7 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η επιχείρηση αντιμετώπισε προβλήματα στην ρευστότητά της, καθώς είχε υποχρέωση να πληρώσει υπέρογκα ποσά σε αποζημιώσεις και κυρώσεις και εν τέλει όλα αυτά οδήγησαν και στο να αυξηθεί ο πιστωτικός της κίνδυνος καθώς υποβαθμίστηκε η πιστοληπτική της

ικανότητα<sup>22</sup>. Επιπροσθέτως, εκείνη την περίοδο η τιμή της μετοχής της μειώθηκε σε μεγάλο βαθμό, φέρνοντας μεγάλες αναταράξεις και στα χρηματοοικονομικά της αποτελέσματα. Παρά τα προβλήματα και τις δυσκολίες που προέκυψαν στην εταιρία μετά το ατύχημα, κατάφερε να ανακάμψει και τέσσερα μόλις χρόνια μετά να τελειώσει με τον καθαρισμό της πετρελαιοκηλίδας. Ωστόσο, αξίζει να αναφέρουμε ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις των γύρω περιοχών δεν άντεξαν τον αντίκτυπο της περιβαλλοντικής καταστροφής και παρά τις αποζημιώσεις που έλαβαν από την BP χρεοκόπησαν ή εξαγοράστηκαν. Καταλαβαίνουμε λοιπόν ότι τα ελλιπή μέτρα περιβαλλοντικής προστασίας της BP την εξέθεσαν σε μεγάλα επίπεδα περιβαλλοντικού κινδύνου αλλά και σε άλλους βασικούς χρηματοοικονομικούς κινδύνους όπως ο κίνδυνος ρευστότητας, ο κίνδυνος φήμης και ο πιστωτικός κίνδυνος με αρνητικά αποτελέσματα για τη χρηματοοικονομική της επίδοση αλλά και για την ορθή της λειτουργία. Από την άλλη πλευρά αυτό το ατύχημα κατέστρεψε ένα σημαντικό μέρος του θαλάσσιου οικοσυστήματος της περιοχής και ζημίωσε οικονομικά και λειτουργικά τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις των γύρω περιοχών.

## 8.2 Η περίπτωση της Volkswagen (VW)

Ένα σκάνδαλο που αφορά τον περιβαλλοντικό παράγοντα και τον παράγοντα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι το σκάνδαλο της αυτοκινητοβιομηχανίας VW. Το 2015 ο ίδιος ο CEO της VW παραδέχθηκε ότι η εταιρεία είχε εγκαταστήσει ένα εξιδεικευμένο λογισμικό στα οχήματα diesel, το οποίο της επέτρεπε να περνάει επί σειρά ετών τα τεστ για τις εκπομπές βλαβερών αερίων που γίνονταν από τις αμερικανικές ομοσπονδιακές αρχές. Μάλιστα άλλα στελέχη της VW παραδέχθηκαν με τη σειρά τους, ότι τα ποσοστά εκπομπής μη επιτρεπτών αερίων ήταν 40 φορές πάνω από τα επιτρεπτά επίπεδα.

Μετά την αποδοχή του σκανδάλου, στην εταιρεία επιβλήθηκαν πολύ μεγάλα πρόστιμα από την αμερικανική δικαιοσύνη για παραβίαση περιβαλλοντικών κανονισμών και

---

<sup>22</sup> <https://bit.ly/3xEexcl>, <https://bit.ly/3vqRMWw>

νομοθεσιών. Η φήμη της εταιρείας μετά την αποκάλυψη του σκανδάλου έφθασε σε πολύ χαμηλά επίπεδα και αυτό είχε ως αποτέλεσμα να επηρεάσει αρνητικά τη χρηματοοικονομική της επίδοση και να δημιουργήσει προβλήματα ρευστότητας. Πιο συγκεκριμένα λίγες μέρες μετά την αποκάλυψη του σκανδάλου η μετοχή της VW έπεσε κατά 20%, ενώ η πτώση της συνεχίστηκε για αρκετές εβδομάδες. Σύμφωνα μάλιστα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2021)<sup>23</sup> οι αρνητικές συνέπειες αυτού του σκανδάλου φάνηκαν και από το γεγονός ότι το spread του ασφάλιστρου κινδύνου της VW διευρύνθηκε κατά 187 μονάδες βάσης μέσα σε τρεις μέρες. Επιπροσθέτως υπήρξαν πολλά παράπονα από πελάτες της αλλά και αντιδράσεις από αρκετές περιβαλλοντικές οργανώσεις ανά τον κόσμο (π.χ. Greenpeace) αναγκάζοντας τον διευθυντή της VW στις Η.Π.Α. να δεσμευτεί για την αποκατάσταση της εικόνας της επιχείρησης λέγοντας χαρακτηριστικά ότι *“θα ξαναφτιάξουμε τα αυτοκίνητα μας καλύτερα και δεν θα επαναληφθεί ξανά κάποιο τέτοιο φαινόμενο διότι είναι αντίθετο με τις αρχές και τις αξίες μας”*. Τέλος αξίζει να αναφέρουμε ότι το σκάνδαλο της VW παρέσυρε όλες τις μετοχές των μεγάλων εταιρειών του κλάδου όπως της BMW, της Mercedes κ.ά. Το συμπέρασμα από αυτήν τη μελέτη περίπτωσης είναι ότι οι επιχειρήσεις που δεν έχουν καλή επίδοση στα κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης και ταυτόχρονα έχουν χαμηλές περιβαλλοντικές επιδόσεις, πιθανόν να εμφανίσουν μείωση στα χρηματοοικονομικά τους αποτελέσματα και αύξηση των επιπέδων έκθεσης σε διάφορους χρηματοοικονομικούς κινδύνους<sup>24</sup>.

### 8.3 Η περίπτωση της Folli Follie

Η 3<sup>η</sup> μελέτη περίπτωσης αφορά μια ελληνική εταιρεία, την Folli Follie, η οποία περιπλέχθηκε σε ένα πρωτοφανές για τα ελληνικά δεδομένα σκάνδαλο εταιρικής διακυβέρνησης που περιλάμβανε δωροδοκίες, απάτες μέχρι και πλαστογραφίες. Η πορεία του σκανδάλου σύμφωνα με τον ελληνικό τύπο, φαίνεται να ξεκινάει από το

---

<sup>23</sup> <https://www.naftemporiki.gr/story/1700581/pistotikos-kindunos-kai-esg-meletes-periptosis>

<sup>24</sup> <https://bit.ly/3uNIpkq>, <https://bit.ly/3uNIpkq>, <https://bit.ly/3voxhK7>



2006, όμως μόλις το 2018 άρχισε να βγαίνει στην επιφάνεια ύστερα από έναν έλεγχο που διενεργήθηκε στην επιχείρηση. Μέσα από αυτόν τον έλεγχο διαπιστώθηκε ένα απίστευτο μέγεθος πλαστογραφήσεων, και εικονικών συναλλαγών σε δήθεν θυγατρικές της εταιρείας στην Ασία. Στην ουσία όμως όλα αυτά τα τραπεζικά διαθέσιμα που παρουσίαζε σε τραπεζικούς λογαριασμούς της Ασία ήταν ανύπαρκτα. Σκοπός όλων αυτών των ενεργειών ήταν να παρέχεται μια παραπλανητική εικόνα για τα οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης έτσι ώστε να φαίνεται κερδοφόρα και φερέγγυα και να μπορεί να λαμβάνει περισσότερα τραπεζικά δάνεια. Αυτό το σκάνδαλο είχε ως αποτέλεσμα να διαταράξει τη χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης και να την οδηγήσει στα πρόθυρα της πτώχευσης. Για το σκάνδαλο αυτό έχουν ήδη προφυλακιστεί μέχρι και σήμερα οι δύο κύριοι μεγαλομέτοχοι της εταιρείας αλλά και άλλα μεγάλα στελέχη της. Παρατηρούμε λοιπόν άλλη μια περίπτωση όπου μια επιχείρηση με “κακή” εταιρική διακυβέρνηση φτάνει στα πρόθυρα της χρεοκοπίας και φυσικά εκτίθεται σε μεγάλο βαθμό σε όλους τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους. (<https://bit.ly/3jMu4yo> <https://bit.ly/3EmCLZQ>).

---

## 9. Χρηματοοικονομικές κρίσεις και ESG επενδύσεις

---

### 9.1 Εισαγωγή

Μια χρηματοοικονομική κρίση είναι μία κατάσταση που επηρεάζει το μεγαλύτερο μέρος της παγκόσμιας οικονομίας και την πλειονότητα των επιχειρήσεων. Οι κρίσεις οδηγούν αρχικά σε υφέσεις τις οικονομίες των χωρών ανά το κόσμο και συνεπώς μπορούν να επηρεάσουν και την εύρυθμη λειτουργία των επιχειρήσεων. Η πρώτη μεγάλη κρίση της σύγχρονης ιστορίας είναι η παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929 όπου ξεκίνησε από το χρηματιστηριακό “κραχ” στις Η.Π.Α. Πολλοί μελετητές τη θεωρούν ως τη μεγαλύτερη κρίση της σύγχρονης ιστορίας με καταστρεπτικές συνέπειες τόσο σε οικονομικό όσο και σε κοινωνικό επίπεδο. Επηρέασε σχεδόν όλες τις οικονομίες των χωρών αυξάνοντας την ανεργία, τον πληθωρισμό και τα επίπεδα της φτώχειας και αποτέλεσε ένα σημαντικό παράγοντα για την έναρξη του Β΄ παγκοσμίου πολέμου μια δεκαετία αργότερα. Μετά τη δεκαετία του 1960 έχουμε μία σειρά από κρίσεις οι οποίες επηρέασαν λίγο έως πολύ τις επιχειρήσεις και την πορεία των επενδύσεων. Πρώτα έχουμε την πετρελαϊκή κρίση του 1973 η οποία ξεκίνησε όταν τα μέλη του οργανισμού Αραβικών πετρελαιοπαραγωγών χωρών (OAPEC) ξεκίνησαν εμπάργκο στη χορήγηση πετρελαίου. Έπειτα έχουμε τη δεύτερη πολύ μεγάλη κρίση στη σύγχρονη ιστορία, τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, η οποία ξεκίνησε από τις Η.Π.Α. λόγω της “φούσκας” των στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης. Τέλος η πιο πρόσφατη κρίση είναι η υγειονομική κρίση που ξέσπασε στις αρχές του 2020.

### 9.2 ESG επενδύσεις και μεγάλες κρίσεις

Μετά από μία οποιαδήποτε κρίση το χρηματοπιστωτικό σύστημα προσπαθεί να ερμηνεύσει τους λόγους που οδήγησαν στην κρίση αυτή και να αναπτύξει κατάλληλα μέτρα ώστε να αντιμετωπίσει καλύτερα τις πιθανές επόμενες κρίσεις. Μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 πολλοί επενδυτές συνειδητοποίησαν ότι οι βραχυπρόθεσμοι στόχοι που θέτουν οι επιχειρήσεις, τους εκθέτουν σε πολύ μεγάλους κινδύνους χωρίς να τους δίνουν τις αντίστοιχες απολαβές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη στροφή μεγάλης μερίδας επενδυτών σε άλλου είδους επενδύσεις με πιο

μακροπρόθεσμο ορίζοντα που μείωναν συνάμα σε μεγάλο βαθμό το συνολικό κίνδυνο της επένδυσης τους. Αυτές οι επενδύσεις όπως έχουμε αναφέρει ονομάζονται κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις (Κ.Υ.Ε.) ή βιώσιμες επενδύσεις. Συνεπώς, η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 ήταν η αρχή για τη στροφή των επενδυτών και των επιχειρήσεων στη βιώσιμη ανάπτυξη. Αυτό το φαινόμενο εμφανίστηκε και κατά τη διάρκεια της υγειονομικής κρίσης (πανδημία) όπου σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη και Εσκαντάρ (2022) αυξήθηκαν σημαντικά οι επενδύσεις σε επιχειρήσεις με υψηλές επιδόσεις ESG. Μάλιστα μία έρευνα της HSBC (2020), που αφορούσε τις βιώσιμες επενδύσεις, έδειξε ότι οι παγκόσμιες επενδύσεις σε κεφάλαια ESG αυξήθηκαν σε πολύ μεγάλο βαθμό το πρώτο τρίμηνο του 2020 και ότι το 41% των επενδυτών θεωρούν τα ζητήματα βιωσιμότητας ύψιστης σημασίας για τις επενδύσεις τους (Αργυροπούλου, 2021). Επιπροσθέτως μια πρόσφατη έρευνα της JP Morgan σχετικά με τις Κ.Υ.Ε. κατά τη διάρκεια της πανδημίας έδειξε ότι το 55% των ερωτηθέντων προσβλέπουν σε μία θετική προοπτική των μετοχών με υψηλή βαθμολογία ESG τα επόμενα τρία χρόνια (Αργυροπούλου, 2021). Σύμφωνα επίσης με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) οι πωλήσεις τίτλων που αφορούσαν τις επιχειρήσεις με χαμηλές επιδόσεις ESG, κατά τη διάρκεια της πανδημίας, ήταν πιο μεγάλη. Αυτό υποδηλώνει ότι οι ESG επενδύσεις ήταν πιο ανθεκτικές κατά την περίοδο της πανδημίας με τους επενδυτές να είναι πιο υπομονετικοί και υποστηρικτικοί και να μην πωλούν τις μετοχές τους ώστε να αποφύγουν τις απώλειες εκείνης της δύσκολης περιόδου. Υπάρχουν ήδη αρκετές μελέτες που εστιάζουν στην περίοδο της πανδημίας, όπως η μελέτη των Pastor & Vorsatz (2020), οι οποίοι διαπίστωσαν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια με καλύτερες επιδόσεις ESG στις Η.Π.Α., είχαν καλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια που παρουσίαζαν χαμηλές επιδόσεις ESG. Παρόμοια αποτελέσματα συμπέρανε και ο Hoang (2020) από τη μελέτη που πραγματοποίησε κατά τη διάρκεια της πανδημίας για την αγορά του Ην. Βασιλείου. Πιο συγκεκριμένα ανέφερε ότι η αύξηση των επενδύσεων σε επιχειρήσεις με υψηλές επιδόσεις ESG οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδύσεις αυτές συμβάλουν στην καλύτερη αντιμετώπιση των κινδύνων που δημιούργησε η πανδημία. Σύμφωνα με την πλειοψηφία των μέχρι τώρα ερευνών, κατά τη διάρκεια της πανδημίας οι ESG επενδύσεις αποδείχθηκαν πιο ανθεκτικές στον κίνδυνο χωρίς σημαντική απώλεια στις αποδόσεις τους.

Συνεπώς συμπεραίνουμε ότι οι επενδύσεις σε επιχειρήσεις με υψηλές επιδόσεις ESG, εμφανίζουν μικρότερη μεταβλητότητα στις αποδόσεις τους σε σχέση με την αγορά

κατά τη διάρκεια μεγάλων κρίσεων και έτσι αντιμετωπίζουν καλύτερα τον κίνδυνο που δημιουργείται από τις κρίσεις αυτές. Για αυτόν τον λόγο, τόσο κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007, όσο και κατά τη διάρκεια της υγειονομικής κρίσης (COVID-19) οι Κ.Υ.Ε. αυξήθηκαν σε σχέση με άλλου είδους επενδύσεις.

---

## 10. ESG και τραπεζικός δανεισμός

---

Ένα μεγάλο ερώτημα που έχει δημιουργηθεί κυρίως στον ακαδημαϊκό κύκλο είναι το εάν οι τράπεζες οφείλουν να δρουν σύμφωνα με τις αρχές της Ε.Κ.Ε. και να υιοθετούν κατά συνέπεια κάποια στρατηγική ESG. Στις αρχές της εμφάνισης του πλαισίου ESG δεν μπορούσαμε να διακρίνουμε κάποιο σημαντικό λόγο όπου θα έκανε τις τράπεζες να ακολουθήσουν κάποια στρατηγική ESG. Στη σημερινή εποχή όμως αρκετές τράπεζες μπορούν να χαρακτηριστούν κοινωνικά υπεύθυνες διότι ακολουθούν τον λεγόμενο υπεύθυνο δανεισμό. Οι τράπεζες που ακολουθούν υπεύθυνο δανεισμό είναι οι τράπεζες οι οποίες έχουν εισάγει τα κριτήρια ESG στη διαδικασία λήψης αποφάσεων για τη δανειοδότηση υποψήφιων επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη & Εσκαντάρ (2022) ο ανεύθυνος δανεισμός μπορεί να δημιουργήσει αρνητικό κλίμα και αρνητική δημοσιότητα στις τράπεζες, ενώ ακόμα μπορεί να επιφέρει και σημαντικές κυρώσεις σε αυτές. Επιπροσθέτως, οι τράπεζες που δανειοδοτούν επιχειρήσεις με χαμηλές επιδόσεις ESG εκτίθενται σε μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο καθώς οι επιχειρήσεις αυτές είναι ευάλωτες σε κάθε είδος χρηματοοικονομικού κινδύνου. Αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα σε κάποιο αρνητικό γεγονός να αθετήσουν τις υποχρεώσεις τους και να μην αποπληρώσουν τα τραπεζικά ιδρύματα από όπου έχουν δανειστεί.

Εν κατακλείδι, συμπεραίνουμε ότι τα τραπεζικά ιδρύματα τα οποία δεν έχουν ενσωματώσει κριτήρια ESG στη διαδικασία λήψης αποφάσεων για τη δανειοδότηση μιας επιχείρησης, εκτίθενται σε μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο και πιθανώς να εμφανίζουν μικρότερα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα σε σχέση με τα τραπεζικά ιδρύματα που έχουν ενσωματώσει κριτήρια ESG στη διαδικασία λήψης αποφάσεων για τη δανειοδότηση μιας επιχείρησης. Γενικότερα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα δεν έχουν αφομοιώσει σε μεγάλο βαθμό τα κριτήρια ESG, ενώ οι τράπεζες που έχουν συμπεριλάβει τέτοια κριτήρια στις διαδικασίες χορήγησης δανείων, δεν λαμβάνουν (προς το παρόν) υπόψιν τους πιο εξελιγμένα περιβαλλοντικά και κοινωνικά κριτήρια (όπως π.χ. βιοηθική, διαχείριση γενετικών πόρων, μεταφορά υπάλληλων, προγραμματισμός συνταξιοδότησης κ.ά.). Σύμφωνα με τους Ζοπουνίδη &

Εσκαντάρ (2022), σε λίγο καιρό όλες οι τράπεζες θα αναγκαστούν να στραφούν στο υπεύθυνο δανεισμό και έτσι θα δημιουργήσουν μία νέα “γενιά τραπεζών” η οποία θα πιστεύει και θα στηρίζει τη βιώσιμη ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

---

## 11. Κ.Υ.Ε. μέσω των Μεθόδων Πολυκριτήριας Ανάλυσης Αποφάσεων

---

### 11.1 Εισαγωγή

Σύμφωνα με τους Δούμπο & Ζοπουνίδη (2021) η επίλυση των σύγχρονων χρηματοοικονομικών προβλημάτων απαιτεί την εξέταση μεγάλου πλήθους διαφορετικών κριτηρίων. Τα προβλήματα τα οποία απαιτούν την εξέταση πολλών και συνήθως αντικρουόμενων κριτηρίων λέγονται πολυκριτήρια προβλήματα. Το ερώτημα που γεννάται είναι με ποιόν τρόπο θα γίνει η σύνθεση όλων αυτών των κριτηρίων ώστε να έχουμε την καλύτερη και πιο αντικειμενική λύση σε ένα πολυκριτήριο πρόβλημα; Για αυτόν το λόγο αναπτύχθηκε η πολυκριτήρια υποστήριξη αποφάσεων, η οποία αποτελεί ένα εξελιγμένο χώρο της επιχειρησιακής έρευνας. Η πολυκριτήρια υποστήριξη αποφάσεων αποτελείται από διάφορες μεθοδολογίες και μοντέλα, τα οποία έχουν ως στόχο να παρέχουν τα κατάλληλα εργαλεία στον αποφασίζοντα ώστε να επιλύσει ένα πολυκριτήριο πρόβλημα απόφασης. Σύμφωνα με τους Pardalos et al. (1995) οι κύριες κατηγορίες πολυκριτήριων μεθόδων είναι οι εξής τέσσερις:

1. Πολυκριτήριος Μαθηματικός Προγραμματισμός (Multi objective Mathematical Programming).
2. Θεωρία Πολυκριτήριας Χρησιμότητας/Αξίας (Multi-attribute utility/value theory).
3. Προσέγγιση Σχέσεων Υπεροχής (Outranking Relations Approach).
4. Αναλυτική Συνθετική Προσέγγιση (Preference Disaggregation Analysis).

Οι πολυκριτήριες μέθοδοι αξιολόγησης χρησιμοποιούνται ευρέως από τον επιχειρηματικό κόσμο για την επίλυση πολυκριτήριων προβλημάτων απόφασης διότι παράγουν πιο αξιόπιστα αποτελέσματα και λαμβάνουν υπόψιν τους τις προτιμήσεις του αποφασίζοντα αλλά και ποιοτικά κριτήρια ελέγχου (Δούμπος & Ζοπουνίδης, 2021). Η δημιουργία ενός αποδοτικού χαρτοφυλακίου Κ.Υ.Ε. από έναν κοινωνικά υπεύθυνο επενδυτή αποτελεί και αυτό ένα πολυκριτήριο πρόβλημα απόφασης. Μέσα από τη βιβλιογραφία παρατηρήσαμε διάφορες πολυκριτήριες μεθοδολογίες που έχουν χρησιμοποιηθεί με στόχο την εύρεση του πιο αποδοτικού χαρτοφυλακίου Κ.Υ.Ε.

σύμφωνα με τις προτιμήσεις του αποφασίζοντα (κοινωνικά υπευθύνου επενδυτή). Αυτές οι πολυκριτήριες μεθοδολογίες είναι οι εξής :

- Πολυκριτήριο γραμμικός προγραμματισμός
- Μέθοδοι PROMETHEE
- Μέθοδος UTADIS
- Analytic Hierarchy Process (AHP)

## 11.2 Πολυκριτήριο γραμμικός προγραμματισμός

Ο πολυκριτήριο μαθηματικός προγραμματισμός αποτελεί μια επέκταση της θεωρίας του μαθηματικού προγραμματισμού όπου αντί για μια αντικειμενική συνάρτηση προς βελτιστοποίηση υπάρχουν πολλές συναρτήσεις για βελτιστοποίηση.

Η γενική μαθηματική διατύπωση ενός προβλήματος πολυκριτηρίου μαθηματικού προγραμματισμού έχει την ακόλουθη μορφή .

$$\text{Max } \{f_1(x), f_2(x), \dots, f_n(x)\}$$

$$\text{Υπό : } x \in A .$$

Όπου  $x$  είναι το διάνυσμα των μεταβλητών απόφασης και  $f_1(x), f_2(x), \dots, f_n(x)$  είναι οι αντικειμενικές συναρτήσεις (γραμμικές ή μη) και  $A$  το σύνολο των εφικτών λύσεων. Είναι σαφές ότι η διαφορά από τη θεωρία του μαθηματικού προγραμματισμού με μια αντικειμενική συνάρτηση (ένα στόχο) υπάρχει στη βελτιστοποίηση. Στον πολυκριτήριο μαθηματικό προγραμματισμό δεν μπορούμε να βελτιστοποιήσουμε ταυτόχρονα όλες τις αντικειμενικές συναρτήσεις για αυτό καταφεύγουμε στην περίπτωση της “συμβιβαστικής λύσης” η οποία ονομάζεται και αποδοτική λύση ή βέλτιστη κατά Pareto λύση. Η αποδοτική λύση είναι η λύση για την οποία δεν υπάρχει άλλη λύση που να υπερτερεί από αυτή για όλους τους στόχους (αντικειμενικές συναρτήσεις, Δούμπος & Ζοπουνίδης, 2021).



### 11.3 Μέθοδοι PROMETHEE

Οι μέθοδοι PROMETHEE (Preference Ranking Organization Method for Enrichment Evaluations) βασίζονται στη θεωρία των σχέσεων υπεροχής ενώ αξιοποιούν τη διαδικασία των διμερών συγκρίσεων των διάφορων εναλλακτικών. Σύμφωνα με τους Δούμπο & Ζοπουνίδη (2021) οι μέθοδοι PROMETHEE είναι από τις πιο διαδεδομένες μεθόδους στην κατηγορία των σχέσεων υπεροχής. Επίσης, είναι εύκολα αντιληπτές και κατανοητές σαν μέθοδοι και εισάγουν τόσο ποσοτικά όσο και ποιοτικά κριτήρια για τη λήψη αποφάσεων. Οι μέθοδοι PROMETHEE κατατάσσουν τις εναλλακτικές βάσει μιας σύγκρισης που πραγματοποιείται μεταξύ τους λαμβάνοντας όμως υπόψιν στη σύγκριση αυτή πολλαπλά κριτήρια. Πολύ σημαντικό για το τελικό συμπέρασμα είναι να καταλάβουμε ότι οι μέθοδοι PROMETHEE δεν διαχωρίζουν τις προς εξέταση επιχειρήσεις (εναλλακτικές) σε “καλές” και “κακές” αλλά τις κατατάσσουν βάσει μιας σύγκρισης που πραγματοποιείται μεταξύ τους, λαμβάνοντας συγχρόνως υπόψιν στη σύγκριση αυτή όλα τα κριτήρια που θεωρεί σημαντικά ο αποφασίζοντας. Συνεπώς όσον αφορά το πρόβλημα απόφασης της σύνθεσης ενός πράσινου χαρτοφυλακίου από τους κοινωνικά υπεύθυνους επενδυτές, οι μέθοδοι PROMETHEE δεν διαχωρίζουν τις επιχειρήσεις σε αυτές που ακολουθούν πρακτικές ESG και σε αυτές που δεν ακολουθούν πρακτικές ESG, αλλά τις κατατάσσουν με βάση τη σύγκριση που έχει πραγματοποιηθεί μεταξύ τους, λαμβάνοντας υπόψιν όλα τα κριτήρια ESG που έχει θέσει ο αποφασίζοντας (κοινωνικά υπεύθυνος επενδυτής).

### 11.4 Μέθοδος UTADIS

Η μέθοδος UTADIS (Utilité Additive Discriminantes) είναι μια μέθοδος πολυκριτήριας ανάλυσης αποφάσεων η οποία αποτελεί παραλλαγή της UTA και στηρίζεται στις αρχές της αναλυτικής συνθετικής προσέγγισης, η οποία αναπτύχθηκε από τους Jacquet-Lagrange & Siskos (1982). Η UTADIS είναι κατάλληλο εργαλείο όταν ο σκοπός είναι η ταξινόμηση εναλλακτικών σε προκαθορισμένες κατηγορίες και όχι η κατάταξη των εναλλακτικών (όπως κάνει η UTA). Αναπτύσσει ένα υπόδειγμα που συνθέτει τα κριτήρια αξιολόγησης έτσι ώστε το αποτέλεσμα της σύνθεσης αυτής να αποδίδει υψηλή βαθμολόγηση στις εναλλακτικές δραστηριότητες της πρώτης κατηγορίας (βιώσιμες επιχειρήσεις) και σταδιακά χαμηλότερη βαθμολόγηση στις δραστηριότητες

που ανήκουν στις χαμηλότερες κατηγορίες (επιχειρήσεις με χαμηλές αποδόσεις ESG, Zorounidis & Doumplos, 1998)

### 11.5 Analytic Hierarchy Process (AHP)

Η AHP είναι μία πολυκριτήρια μέθοδος που αναπτύχθηκε για πρώτη φορά από τον Thomas L. Saaty τη δεκαετία του 70 και ανήκει στην κατηγορία της πολυκριτήριας χρησιμότητας/αξίας. Πιο συγκεκριμένα, η AHP χρησιμοποιεί μία ιεραρχία για να δομήσει ένα πρόβλημα απόφασης. Για το πρόβλημα δημιουργίας ενός πράσινου χαρτοφυλακίου, έχουμε τα εξής στάδια:

1. Στο πρώτο στάδιο ιεράρχησης (ανώτατο επίπεδο ιεραρχίας) βρίσκεται ο στόχος του μοντέλου όπου είναι συνήθως η αξιολόγηση της ESG επίδοσης των επιχειρήσεων.
2. Στο δεύτερο στάδιο βρίσκονται τα ESG κριτήρια αξιολόγησης των επιχειρήσεων.
3. Στο τρίτο στάδιο συνήθως βρίσκονται τα υποκριτήρια που χαρακτηρίζουν τα κριτήρια.
4. Στο τέταρτο και τελευταίο στάδιο βρίσκονται οι επιχειρήσεις που αξιολογούνται.

Ο διαχωρισμός σε αυτά τα στάδια διαμορφώνει μια ιεραρχική δόμηση του προβλήματος και αποτελεί το πρώτο βήμα της μεθοδολογίας. Στο δεύτερο βήμα, ο αποφασίζοντας (συνήθως ο κοινωνικά υπεύθυνος επενδυτής) εκφράζει τις προτιμήσεις του. Ουσιαστικά, σε αυτό το βήμα ο αποφασίζοντας συγκρίνει τα κριτήρια και τα υποκριτήρια που υπάρχουν στα διάφορα επίπεδα ιεράρχησης ανά δυο και έτσι αναγνωρίζονται οι προτιμήσεις του. Στο τρίτο βήμα, γνωρίζοντας τις προτιμήσεις του αποφασίζοντας, υπολογίζονται τα σχετικά βάρη των στοιχείων ενός επιπέδου με το αμέσως προηγούμενο επίπεδο, δηλαδή γίνεται η εκτίμηση των σχετικών βαρών στα κριτήρια της απόφασης. Στο τέταρτο βήμα χρησιμοποιούνται τα σχετικά βάρη των κριτηρίων και των υποκριτηρίων όλων των επιπέδων που έχουμε βρει έτσι ώστε να υπολογιστεί η τελική βαθμολογία (τελικό σκορ ESG) κάθε επιχείρησης. Μετά από αυτά τα βήματα και έπειτα από την εύρεση της τελικής βαθμολόγησης καταλήγουμε

σε μία κατάταξη από τις καλύτερες προς τις χειρότερες επιχειρήσεις σύμφωνα με τις ESG επιδόσεις τους.

---

## *12. Συμπεράσματα -Μελλοντικές επεκτάσεις*

---

Τη σημερινή εποχή τα προβλήματα του περιβάλλοντος και της κοινωνίας έχουν αυξηθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό και αυτό έχει ως αποτέλεσμα να επηρεάζεται η εύρυθμη λειτουργία των επιχειρήσεων. Για αυτό τον λόγο, πολλές επιχειρήσεις πλέον αναλαμβάνουν δράσεις για την προσπάθεια επίλυσης/μείωσης αυτών των προβλημάτων. Αρχικά αναφέραμε την έννοια της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, η οποία περιγράφει την ενσωμάτωση των περιβαλλοντικών και κοινωνικών ανησυχιών στις δραστηριότητες των επιχειρήσεων και στα ενδιαφερόμενα μέρη (Ζοπουνίδης & Εσκαντάρ, 2022). Η Ε.Κ.Ε. είναι μια έννοια η οποία μέχρι σήμερα δεν έχει κάποιο κοινά αποδεκτό ορισμό αλλά βασίζεται σε κάποια κοινά χαρακτηριστικά και κάποιους κοινούς άξονες. Κύριος στόχος των επιχειρήσεων που αναλαμβάνουν δραστηριότητες Ε.Κ.Ε. είναι η αύξηση των μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών τους αποτελεσμάτων και η μείωση του συνολικού τους κινδύνου σε συνδυασμό με τη βελτίωση του αντίκτυπου που “αφήνουν” στην κοινωνία και το περιβάλλον. Με την πάροδο των χρόνων η έννοια της Ε.Κ.Ε. εξελίχθηκε και πλέον έχει εμφανιστεί η έννοια του ESG (Environmental, Social, Governance). Η κύρια διαφορά της έννοιας του ESG και της έννοιας της Ε.Κ.Ε. είναι ότι οι επιχειρήσεις εκτός από τις δραστηριότητες που αναλαμβάνουν για τη βελτίωση των περιβαλλοντικών και των κοινωνικών προβλημάτων, αναλαμβάνουν δραστηριότητες και για τη βελτίωση της εταιρικής τους διακυβέρνησης. Με λίγα λόγια στην έννοια του τρίπτυχου ESG έχει προστεθεί και ο παράγοντας της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι δυο αυτές έννοιες άλλαξαν και την έννοια της κλασσικής επένδυσης. Πλέον οι επενδυτές για την αξιολόγηση μιας επιχείρησης δεν ενδιαφέρονται μόνο για τα χρηματοοικονομικά της αποτελέσματα, αλλά και για τα μη χρηματοοικονομικά της αποτελέσματα (δηλαδή την επίδοση σε παράγοντες ESG). Οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις έχουν κατανοήσει ότι μακροπρόθεσμα θα έχουν μεγαλύτερα οφέλη εάν στραφούν στη βιώσιμη ανάπτυξη, για αυτόν τον λόγο σήμερα παρατηρούμε μεγάλη αύξηση στον αριθμό των κοινωνικά υπεύθυνων επενδύσεων (Κ.Υ.Ε.). Οι επενδυτές αξιολογούν τις επενδύσεις τους με βάση τόσο τα χρηματοοικονομικά κριτήρια όσο και τα μη χρηματοοικονομικά κριτήρια

(κριτήρια ESG), με στόχο τη σύνθεση βιώσιμων επενδυτικών χαρτοφυλακίων (ή πράσινων χαρτοφυλακίων, ή ESG χαρτοφυλακίων).

Η έννοια του τρίπτυχου ESG (και η έννοια της Ε.Κ.Ε.) οφείλει τη δημιουργία της στη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders theory), η οποία υποστηρίζει ότι όλα τα αλληλεξαρτώμενα μέρη μίας επιχείρησης πρέπει να επικοινωνούν μεταξύ τους και το κάθε ένα από αυτά πρέπει να λαμβάνει το μερίδιο επιτυχίας και αντίκτυπου που του αναλογεί. Υπάρχει όμως και η θεωρία των μετόχων (shareholders theory) η οποία υποστηρίζει ότι ο μοναδικός στόχος μίας επιχείρησης είναι η αύξηση των κερδών των μετόχων της επιχείρησης. Για αυτόν τον λόγο μέσα από τη διεθνή βιβλιογραφία και αρθρογραφία παρατηρήσαμε ότι υπάρχουν δυο απόψεις για τη σχέση μεταξύ της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μίας επιχείρησης. Η πρώτη άποψη εκφράζει μια θετική σχέση μεταξύ αυτών των δυο διαστάσεων, ενώ η δεύτερη άποψη εκφράζει μία αρνητική ή έστω ουδέτερη σχέση μεταξύ τους. Η πλειοψηφία πάντως των ερευνών μέχρι σήμερα δείχνει ότι η επικρατέστερη άποψη είναι η θετική σχέση μεταξύ της ESG και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μίας επιχείρησης. Ακόμα ένα σημαντικό συμπέρασμα μέσα από τη βιβλιογραφική μας έρευνα είναι ότι οι επιχειρήσεις που ακολουθούν στρατηγικές ESG, εκτός από τα μακροπρόθεσμα χρηματοοικονομικά οφέλη που θα έχουν, μειώνουν σημαντικά την έκθεση τους σε ακραίους κινδύνους και κατ' επέκταση μειώνουν τα επίπεδα έκθεσης τους σε όλους τους βασικούς χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Επιπροσθέτως, οι επιχειρήσεις που υιοθετούν στρατηγικές ESG μειώνουν την έκθεση τους στους κλιματικούς κινδύνους, οι οποίοι απορρέουν από το φαινόμενο της κλιματικής αλλαγής. Οι κοινωνικά υπεύθυνοι επενδυτές έχουν και αυτοί παρόμοια οφέλη με τις επιχειρήσεις, δηλαδή έχουν μακροπρόθεσμα επενδυτικά κέρδη, μείωση του συνολικού κινδύνου και πιο ανθεκτικά χαρτοφυλάκια σε περιόδους κρίσεων. Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή αποτελεί μια βιβλιογραφική ανασκόπηση με στόχο την κατανόηση βασικών εννοιών για την πορεία προς τη βιώσιμη ανάπτυξη.

Κάποιες προτάσεις για μελλοντική έρευνα είναι οι εξής:

- Να γίνουν περισσότερες ποσοτικές έρευνες για τις επιδόσεις ESG των ελληνικών επιχειρήσεων (σε όλους τους επιχειρηματικούς κλάδους), ώστε να γίνουν γνωστά τα οφέλη του τρίπτυχου ESG και στην Ελλάδα.

- Να γίνει προσπάθεια δημιουργίας ενός σύνθετου δείκτη ταξινόμησης των επιχειρήσεων με βάση τα κριτήρια ESG.
- Να γίνουν περισσότερες έρευνες για την Ε.Κ.Ε. των τεσσάρων ελληνικών συστημικών τραπεζών.
- Να γίνει προσπάθεια για την ανάδειξη μια ισχυρά θετικής σχέσης μεταξύ της ESG επίδοσης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.

---

## Βιβλιογραφία

---

- Αλβέρτη, Σ., 2021. *Διαχείριση περιβαλλοντικών κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό τομέα*. Μεταπτυχιακή Διατριβή, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο.
- Αργυροπούλου, Α., 2021. *Αξιολόγηση επιχειρήσεων με βάση την απόδοση τους στην περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική ευθύνη και η αγοραία υπεραξία*. Μεταπτυχιακή Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Αστάρα, Ο., 2015. *Βιώσιμη ανάπτυξη, εταιρική κοινωνική ευθύνη & αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Διερεύνηση των εισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο Αθηνών*. Διδακτορική Διατριβή, Χαροκόπειο Πανεπιστήμιο.
- Δούμπος, Μ., Ζοπουνίδης, Κ., 2021. *Πολυκριτήρια Υποστήριξη Αποφάσεων σε Επιχειρήσεις & Οργανισμούς*. Αλέξανδρος ΙΚΕ.
- Ε.Δ.Ε.Κ.Ε., 2008. *Οδηγός Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης για Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις*. Αθήνα.
- Ζοπουνίδης, Κ., Εσκαντάρ, Μ., 2022. *Κοινωνικά υπεύθυνη επένδυση, μέθοδοι και κριτήρια ESG*. Αθήνα : Κλειδάριθμος.
- Ζοπουνίδης, Κ., 2013. *Βασικές αρχές χρηματοοικονομικού μανάτζμεντ*. Χανιά : Κλειδάριθμος.
- Ζοπουνίδης, Κ., Μπάλλα, Β., 2010. *4 Μοντέλα Διαχείρισης Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης*. Λεύκωμα Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη: Δράσεις & Πρακτικές 2010, Επιστημονικό μάρκετινγκ, σ.σ. 24-27.
- Ζοπουνίδης, Κ., Λεμονάκης, Χ., 2007. *Το βήμα της ΕΚΕ: Η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και η Ανάπτυξη του Ανταγωνιστικού Επιχειρηματικού Πλεονεκτήματος*.
- Ηλιάκης, Ε., 2015. *Κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις: Μια πολυκριτήρια συγκριτική αξιολόγηση*. Μεταπτυχιακή Διατριβή, Πολυτεχνείο Κρήτης.
- Καντζηλάκης, Μ., 2014 . *Διερεύνηση της εταιρική κοινωνική ευθύνης και της εταιρικής φήμης στην Ελλάδα*. Διπλωματική Εργασία, Πολυτεχνείο Κρήτης.
- Κολοβός, Σ., 2020. *Ο ρόλος του ESG δείκτη στις επενδύσεις: Μία συγκριτική προσέγγιση*. Μεταπτυχιακή Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

- Ξανθάκου, Α. *ESG (Environmental, Social, Governance): Επίδραση στην εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση*. Μεταπτυχιακή Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Ξυδώνας, Π., Ψαρράς, Ι., Ζοπουνίδης, Κ., 2010. *Σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου*. Αθήνα : Κλειδάριθμος.
- Ο.Κ.Ε., 2003. *Η Γνώμη της Ο.Κ.Ε.*
- Παναγιωταρά, Ε., 2012. *Πολυκριτήρια αξιολόγηση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και η επίδρασή της στις επιδόσεις των επιχειρήσεων*. Μεταπτυχιακή Διατριβή, Πολυτεχνείο Κρήτης.
- Πανταζή, Ε., 2010. *Ανάπτυξη και εφαρμογή ενός μοντέλου αξιολόγησης της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης σε επιχειρήσεις και οργανισμούς*. Διπλωματική Εργασία, Πολυτεχνείο Κρήτης.
- Τράπεζα της Ελλάδος. (2018). *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2018*. 361.
- Τριανταφύλλου, Κ., 2014. *Εταιρική κοινωνική ευθύνη στην BP: Νοοτροπία και διοικητικές πρακτικές*. Διπλωματική Εργασία, Πολυτεχνείο Κρήτης.
- Τρισευγένη, Κ., 2019. *Εταιρική κοινωνική ευθύνη στις Ελληνικές επιχειρήσεις: Μια συγκριτική ανάλυση σε σχέση με τα διεθνή πρότυπα*. Διπλωματική Εργασία, Πολυτεχνείο Κρήτης.
- Φλώρου, Ε., 2017. *Προσδιοριστικοί παράγοντες επιλογής των εταιρειών στον δείκτη DJSI*. Μεταπτυχιακή Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Χριστάκου, Βαΐα, 2021. *Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος*. Μεταπτυχιακή Διατριβή, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο .
- Andriof, J., Waddock, S., 2002. *Unfolding stakeholder thinking*. In J. Andriof, & S. Waddock, *Unfolding stakeholder engagement*. Greenleaf Publishing. pp. 19-42.
- Balabanis, G., Phillips, C.H., & Lyall, J., 1998. *Corporate social responsibility and economic performance in the top British companies: Are they linked?* European Business Review, Vol. 98, No 1, pp. 25-44.
- Beurden Van, P., & Gössling, T., 2008. *The worth of values: A literature review on the relation between corporate social and financial performance*. Journal of Business Ethics, Vol. 82, No. 2, pp. 407-424.



- Bierman, H., Smidt, S., 2021. *Αποφάσεις Προϋπολογισμού Κεφαλαίου. Εκδόσεις: Κλειδάριθμος.*
- Bowen, H. R., 1953. *Social responsibilities of the businessman.* New York: Harper & Row.
- Brine, M., Brown, R., & Hackett, G., 2007. *Corporate social responsibility and financial performance in the Australian context.* Economic Round-up, pp. 47-58.
- BSR, 2003, October. *Overview of Corporate Social Responsibility.*
- Carroll, A. B., 1991. *The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders.* Business Horizons, vol. 34, pp. 39-48
- Clark, G., Feiner, A., Viehs, M., 2015. *From the stockholder to the stakeholder. How sustainability can drive performance.* University of Oxford and Arabesque Partners.
- Committee for Economic Development, 1971. *Social Responsibility for business corporations.*
- Dahlsrud, A., 2008. *How Corporate Social Responsibility is Defined: An Analysis of 37 Definitions.* Corporate Social Responsibility and Environmental Management, Vol. 15, Issue 1, pp. 1-13.
- Davis, K., 1960. *Can business afford to ignore social responsibilities?* California Management Review, 2(3), pp. 70-76.
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B., 2019. *The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review.* Journal of Business Ethics, 1–28.
- Eccles, R. G., Kastropeli, M. D., & Potter, S. J., 2017. *How to Integrate ESG into Investment Decision-Making: Results of a Global Survey of Institutional Investors.* Journal of Applied Corporate Finance, 29(4), 125–133.
- Eells, R., Walton, C., 1961. *Conceptual Foundations of Business.* Homewood, Illinois: Richard D.
- Elkington, J., 1997. *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business.* Oxford: Capstone Publishing.
- European Commission, 2004. *ABC of the main instruments of Corporate Social Responsibility.* Luxembourg: European Communities.

- European SRI Study, 2018. (Eurosif).
- European SRI Study, 2014. (Eurosif)
- European SRI Study, 2012. (Eurosif)
- Ferguson, H., 2009. *The Environmental Scan in Corporate Citizenship*. The McMaster Journal of Communication. Vol. 6, Issue 1, Article 4, pp. 34-58.
- Financial Times Report 2019.
- Friede, G., Busch, T., Bassen, A., 2015. *ESG and financial performance, aggregated evidence from more than 200 empirical studies*. Journal of Sustainable Finance and Investment 5:3, 210-233.
- Freeman, R. E., 1984. *Strategic management: A stakeholder approach*. Marshfield, MA: Pitman Publishing.
- Friedman, M., 1970. *The social responsibility of business is to increase its profits*. New York Times Magazine. pp. 32-33, 122-126.
- Gerard, B., 2019. *ESG and Socially Responsible Investment: A Critical Review*. SSRN Electronic Journal.
- Hill, J., 2020. *Environmental, Social and Governance (ESG) Investing. A balanced analysis of the theory and practice of a sustainable portfolio*. Elsevier.
- Hindle, T., 2008. *Triple Bottom Line*. In T. Hindle, *Guide to Management Ideas and Gurus*. London: The Economist.
- Holmes, R., & Watts, P., 2000. *Corporate social responsibility: Making good business sense*. Geneva: World Business Council for Sustainable Development.
- Hohnen, P., & Potts, J., 2007. *Corporate social responsibility: An implementation guide for business*. Canada: International Institute for Sustainable Development.
- Hopkins, M., 2004. *Corporate Social Responsibility: Issues Paper, Working Paper No.27*. Geneva: International Labour Office.
- Hoang, T., 2020. *Does ESG disclosure transparency help mitigate the Covid-19 pandemic shock? An empirical analysis of listed firms in the UK*.
- Hunger J., Wheelen D., Thomas L., 2004. *Εισαγωγή στο Στρατηγικό Μάνατζμεντ*. Αθήνα, Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

- Jacquet-Lagrange, E., Siskos, J., 1982. *Assessing a set of additive utility functions for multicriteria decision-making, the UTA method*. European Journal of Operational Research, 10(2), 151–164.
- Ji-Ming, L., Hong, Z., Hao-bai, W., 2009. *An Empirical Study of Corporate Financial Performance and Corporate Social Responsibility: Evidence from the Service Industry of Zhejiang Province*. Management and Service Science International Conference, September 20-22 2009.
- Jones, T. M., 1980. *Corporate social responsibility revisited, redefined*. California Management Review(3), pp. 59-67.
- Kaiser, L., 2020. *ESG Integration: Value, Growth and Momentum*. Journal of Asset Management, 21, 32-51.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A., 2019. *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*.
- Kim Y., 2015. *Environmental, Sustainable Behaviors and Innovation of Firms During the Financial Crisis*. Business Strategy and the Environment, 24, 58–72
- Krueger, P., Sautner, Z., Starks, L., 2020. *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*. Oxford University.
- La Porta, R., Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000. *Investor protection and corporate governance*. Journal of Financial Economics, Vol. 58, pp.3-27. Elsevier.
- López. M.V., Garcia, A., & Rodriguez, L., 2007. *Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones Sustainability Index*. Journal of Business Ethics, Vol. 75, pp. 285-300.
- Mittal, K.R., Sinha, N. & Singh, N., 2008. *Current research development: An analysis of linkage between economic value added and corporate social responsibility*, Management Decision, Vol. 46, No. 9, pp. 1437-1443.
- OECD, 2011. *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. OECD Publishing.
- Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S., 2003. *Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis*. Organization Studies, 24(3), pp. 403–441.
- Pardalos, P.M., Siskos, Y., Zopounidis, C., 1995. *Advances in Multicriteria Analysis*. Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.

- Parker, I., & Eilbirt, H., 1975. *The practice of business social responsibility: the underlying factors*. Business Horizons, 18(4), 5–10.
- Pastor, L., Vorsatz, B., 2020. *Mutual Fund Performance and Flows During the COVID-19 Crisis*. Chicago Booth Research Paper No. 20-18, Fama-Miller Working Paper.
- Renneboog, L., Horst, J., Chendi, Z., 2008. *Socially Responsible Investment: Institutional aspects, performance & investor behavior*, Journal of Banking & Finance, 32(9), 1723-1742.
- Shleifer, A., & Vishny, R., 1996. *A Survey of Corporate Governance*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 5554. Cambridge, MA.
- Sharpe, W.F., 1963. *A Simplified Model for Portfolio Analysis*. Management Science. pp. 277-293.
- Sila, I., Cek, K., 2017. *The Impact of Environmental, Social and Governance Dimensions of Corporate Social Responsibility on Economic Performance: Australian Evidence*. Procedia Computer Science 120: 797–804.
- Taherdoost, H., 2017. *Decision Making Using the Analytic Hierarchy Process (AHP). A Step-by-Step Approach*. International Journal of Economics and Management System, 5(2), 115-130.
- Tsoutsoura, M., 2004. *Corporate Social Responsibility and Financial Performance*. Berkeley: University of California.
- Vance, S., 1975. Are socially responsible corporations good investment risks? Managerial Review, 64(8), pp. 18–24.
- Velte, P., 2017. *Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany*. Journal of Global Responsibility, Vol. 8 No. 2, pp. 169-178.
- Zopounidis, C., & Doumpos, M., 1998. *Developing a multicriteria decision support system for financial classification problems: the FINCLAS system*. Optimization Methods and Software, 8(3–4), 277–304.

