



**ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ ΚΡΗΤΗΣ**  
**ΣΧΟΛΗ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**  
*Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών*  
*Διοίκηση Επιχειρήσεων - Master in Business Administration*

---

*Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία*

**ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ ESG ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ  
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ**

ΜΑΡΙΟΣ Ε. ΓΙΑΝΝΑΔΑΚΗΣ

**Χανιά, 2023**

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε για την απόκτηση του Διπλώματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στη «Διοίκηση Επιχειρήσεων - Master in Business Administration» (ειδίκευση «Χρηματοοικονομική»), που απονέμει η Σχολή Μηχανικών Παραγωγής και Διοίκησης του Πολυτεχνείου Κρήτης.

Εγκρίθηκε την Τρίτη 19 Σεπτεμβρίου 2023 από την εξεταστική επιτροπή:

1. Μιχάλης Δούμπος, Καθηγητής (επιβλέπων)
2. Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης, Καθηγητής
3. Γεώργιος Ατσαλάκης, Αναπλ. Καθηγητής

*Ένα μεγάλο ευχαριστώ στον επιβλέπων Καθηγητή της παρούσας μεταπτυχιακής εργασίας, κ. Μιχάλη Δούμπο για την ευκαιρία συνεργασίας μας και την αμέριστη στήριξή του καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησής της. Δόξα τω Θεώ, με τη στήριξη των γονέων μου και του αδερφού μου, ολοκλήρωσα ακόμα ένα σημαντικό κεφάλαιο στη ζωή μου, έχοντας πλέον τη δυνατότητα να σχεδιάζω και τα επόμενα που έρχονται.*



## Περιεχόμενα

<b>Περίληψη</b> .....	<b>6</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>7</b>
<b>Εισαγωγή</b> .....	<b>8</b>
<b>Κεφάλαιο 1. Περιβάλλον, Κοινωνία, Διακυβέρνηση – ESG</b> .....	<b>9</b>
1.1. Ορισμός επιδόσεων ESG – ανάλυση πυλώνων .....	9
1.2. Ενδεικτικοί δείκτες ESG.....	11
1.3. Υιοθέτηση παραγόντων ESG σε επενδυτικές στρατηγικές.....	16
1.4. Κανονιστικό Πλαίσιο .....	17
1.5. Επιδόσεις εταιρειών με την υιοθέτηση του τρίπτυχου ESG – Βιβλιογραφική ανασκόπηση	23
<b>Κεφάλαιο 2. Χρηματοοικονομική αξιολόγηση με αριθμοδείκτες</b> .....	<b>27</b>
2.1. Βασικές έννοιες – Μέθοδοι ανάλυσης καταστάσεων .....	27
2.2. Κατηγορίες ενδιαφερόμενων .....	30
2.3. Διαδικασία ανάλυσης με αριθμοδείκτες .....	30
2.4. Κατηγορίες αριθμοδεικτών και ερμηνεία .....	32
<b>Κεφάλαιο 3. Έρευνα</b> .....	<b>37</b>
3.1. Τα δεδομένα .....	37
3.2. Περιγραφικά Στατιστικά .....	41
3.3. Γραμμικές Παλινδρομήσεις .....	49
<b>Συμπεράσματα</b> .....	<b>53</b>
<b>Βιβλιογραφία</b> .....	<b>55</b>

## Περίληψη

Το τελευταίο διάστημα, οι σημαντικές παγκόσμιες αλλαγές που έχουν επιφέρει η κλιματική αλλαγή, η υγειονομική κρίση, η άνοδος της τεχνολογίας καθώς και οι γεωπολιτικές αναταραχές, καλούν τις εταιρείες να μετασχηματίζονται και να συμμετέχουν στη βελτίωση των συνθηκών της κοινωνίας, μέσω του πλαισίου των καθημερινών τους δραστηριοτήτων. Οι εταιρείες, αποτελώντας μέρος του κοινωνικού και οικονομικού ιστού, συνδυάζουν το κοινωνικό όφελος με το επιχειρηματικό κέρδος, υιοθετώντας νέες μορφές διακυβέρνησης βασισμένες στο περιβάλλον, την κοινωνία και την επιχειρηματική ηθική.

Το τρίπτυχο περιβάλλον, κοινωνία και εταιρική διακυβέρνηση (ESG), αποτελεί σημαντικό στοιχείο χρηματοοικονομικής σταθερότητας και βιωσιμότητας. Τα κριτήρια ESG, παρέχουν σημαντικές πληροφορίες οι οποίες λαμβάνονται υπόψη στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις επιχειρήσεων και οργανισμών.

Η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία, εξετάζει τα ζητήματα που καλούνται τα ESG κριτήρια να απαντήσουν, δηλαδή, ποιοι παράγοντες δομούν το πλαίσιο του ESG, καθώς και με ποιους τρόπους θα μπορεί μια εταιρεία ή ένας φορέας υπεύθυνος διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων, να τα υιοθετήσει. Τέλος, η βασική μελέτη της παρούσας εργασίας είναι η χρηματοοικονομική αξιολόγηση και η μελέτη επίδοσης των κριτηρίων ESG σε εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, δίνοντας σημαντικά συμπεράσματα που θα λειτουργήσουν συμπληρωματικά στην ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία πάνω στη μελέτη των ESG κριτηρίων.

## **Abstract**

Nowadays, the significant global changes caused by climate change, the health crisis, the rise of technology and the turbulence between populations, have called for companies the need to transform themselves and participate in improving the conditions of society through their daily activities. Firms, being part of the social and economic fabric, are combining social benefits along with business profit, by adopting new forms of governance based on their Environment, Society and Ethics.

The criteria, Environment, Society and Governance or internationally referred to as, ESG, are important elements of financial stability and sustainability. ESG criteria, are important information that is taken into account in investment decisions, actions and lending decisions, as well as insurance in the medium and long time period.

This paper, examines questions that ESG criteria are called upon to answer, such as which are the factors who structure the Environment, Society and Governance criteria, as well as the ways in which a firm or an entity responsible for managing investment funds can adopt them. Last but not least, the main study of this master thesis is the financial analysis and a performance study of ESG criteria of firms listed in the Athens Stock Exchange, providing important conclusions that will serve as a complement to the existing literature on the study of ESG criteria.

## Εισαγωγή

Η χρήση και μελέτη των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών δεν αποτελεί κάτι καινούριο της τελευταίας δεκαετίας, καθότι από τη δεκαετία του '60, αυτού του είδους οι πληροφορίες χρησιμοποιούνταν σε στρατηγικές των κοινωνικά υπεύθυνων επενδύσεων (Socially Responsible Investment – SRI). Αναζητούσαν δηλαδή αξίες πέρα από τους οικονομικούς όρους, σε αντίθεση με τις παραδοσιακές πρακτικές της κεφαλαιαγοράς, που πρέσβευαν πως η μόνη υπευθυνότητα των επιχειρήσεων είναι απέναντι στους μετόχους της (Friedman, 1970).

Πλέον, η υπεύθυνη στάση των επιχειρήσεων αποτελεί κοινωνική επιταγή. Ο αριθμός των επενδυτών που συμπεριλαμβάνουν στα επενδυτικά τους κριτήρια ζητήματα εταιρικής υπευθυνότητας είναι ολοένα και αυξανόμενος. Δυστυχώς, η συνεχής καταστροφή του φυσικού περιβάλλοντος, και η παγκόσμια ευαισθητοποίηση σε ατομικό και συλλογικό επίπεδο για την προστασία του περιβάλλοντος, έχει οδηγήσει τις επιχειρήσεις στην υλοποίηση περιβαλλοντικών και κοινωνικών δράσεων, καθώς και στην υιοθέτηση νέων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης.

Ο όρος «εταιρική κοινωνική ευθύνη» (Corporate Social Responsibility, EKE) αναφέρεται στις δράσεις εκείνες των εταιρειών που στόχο έχουν να συμβάλλουν στην αντιμετώπιση περιβαλλοντικών και κοινωνικών ζητημάτων. Οι επιχειρήσεις είναι στενά συνδεδεμένες με το κοινωνικό σύνολο μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται, καθώς επηρεάζουν και επηρεάζονται από τα δεδομένα της εποχής και τις νέες τάσεις. Αυτό, τις οδηγεί στην ανάγκη να αναγνωρίζουν αλλά και να αναλαμβάνουν την ευθύνη που τους αναλογεί, τόσο απέναντι στην κοινωνία, όσο και απέναντι στο περιβάλλον. Η κοινωνική ευθύνη λοιπόν, είναι το σύνολο των ενεργειών που εκτός από τα συμφέροντα των μετόχων, θεωρούν εξίσου σημαντικά και τα οφέλη προς την κοινωνία και το περιβάλλον. Πλέον η EKE συνδέεται με την έννοια της βιωσιμότητας. Συνεπώς, γίνεται μετάβαση από την EKE στην εταιρική βιωσιμότητα και υπευθυνότητα (Corporate Sustainability & Responsibility).

Η βιωσιμότητα, είναι η διαδικασία αλλαγής κατά την οποία η αξιοποίηση των πόρων, ο προσανατολισμός των τεχνολογικών εξελίξεων, επενδύσεων και θεσμικών αλλαγών είναι σε αρμονία, ενισχύοντας τόσο την υφιστάμενη όσο και τη μελλοντική ικανότητα ανταπόκρισης στις ανάγκες και τις προσδοκίες του ανθρώπου. Βασισμένο σε αυτή την ιδέα, δημιουργήθηκε και ο όρος της κοινωνικά υπεύθυνης επένδυσης, έχοντας ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη των ESG κριτηρίων, δηλαδή, κριτήρια περιβαλλοντικά (environmental), κοινωνικά (social) και εταιρικής διακυβέρνησης (governance).



# Κεφάλαιο 1. Περιβάλλον, Κοινωνία, Διακυβέρνηση – ESG

## 1.1. Ορισμός επιδόσεων ESG – ανάλυση πυλώνων

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, οι όροι περιβάλλον – κοινωνία – διακυβέρνηση (ESG), έχουν αποκτήσει ολοένα και μεγαλύτερη σημασία τόσο σε θέματα διοίκησης όσο και στο κομμάτι της έρευνας, αναφέροντας ότι οι επενδύσεις σε πρακτικές ESG θα πρέπει να θεωρούνται ανταγωνιστικές ευκαιρίες και όχι κόστος ή απειλή (M. Porter, C. Linde, 1995). Όλο και περισσότεροι επενδυτές λαμβάνουν υπόψιν τους αν μια εταιρεία έχει υιοθετήσει πρακτικές ESG, θέλοντας να συμβάλλουν από μεριά τους στη στήριξη της βιώσιμης ανάπτυξης και να παραμένουν επίκαιροι με τις τρέχουσες πρακτικές.

Ο όρος ESG (Environmental, Social, Governance) αναφέρεται στους τρεις βασικούς παράγοντες μέτρησης των ηθικών και περιβαλλοντικών επιπτώσεων μιας επένδυσης σε μια επιχείρηση. Αν και παρακάτω θα υπάρξει λεπτομερής ανάλυση κάθε πυλώνα, εν συντομία τα περιβαλλοντικά κριτήρια εξετάζουν τον τρόπο κατά τον οποίο η εταιρεία λειτουργεί απέναντι στη φύση-περιβάλλον. Τα κοινωνικά κριτήρια αναφέρονται στο πως η εταιρεία διαχειρίζεται τις σχέσεις της με τα εμπλεκόμενα μέλη λειτουργίας της (ανθρώπινο δυναμικό, προμηθευτές, πελάτες) και ο τελευταίος πυλώνας, η εταιρική διακυβέρνηση, ασχολείται με την ηγεσία και διαχείριση της εταιρείας.

Ο όρος των κριτηρίων ESG πρωτοεμφανίστηκε στην έκθεση του ΟΗΕ για το Global Compact (Global Compact), «Who Cares Wins - Connecting Financial Markets to a Changing World»<sup>1</sup> το 2004. Στην έκθεση προτάθηκε μια κοινή πρωτοβουλία χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, να αναπτύξουν κατευθυντήριες γραμμές και να δοθούν συστάσεις για την καλύτερη ενσωμάτωση θεμάτων περιβαλλοντικής, κοινωνικής και εταιρικής διακυβέρνησης στη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων και υπηρεσίες χρηματιστηριακών τίτλων. Η τελική έκθεση εγκρίθηκε από μια ομάδα 20 χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με τη δημοσίευση της να ολοκληρώνεται το 2005, δίνοντας τα πρώτα στοιχεία για την χρηματοοικονομική σύνδεση των ζητημάτων ESG, θέτοντας έτσι τη χρήση ESG δεδομένων στις επενδυτικές αποφάσεις.

Το ακρωνύμιο ESG, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, αντιστοιχεί στους «περιβαλλοντικούς – Environment», «κοινωνικούς – Social» και στους παράγοντες «διακυβέρνησης – Governance», με τη χρήση των οποίων αξιολογείται η βιώσιμη ανάπτυξη

---

<sup>1</sup> World Bank Group (2004), “[Who cares wins: connecting financial markets to a changing world](#)” Washington, D.C.

και το αποτύπωμα της εταιρείας στις πτυχές που κάθε πυλώνας πραγματεύεται. Ουσιαστικά, οι τρεις πυλώνες του ESG, ορίζουν τις πτυχές εκείνες στις οποίες βασίζεται για να λειτουργήσει το σύνολο της ευσυνειδησίας των εταιρειών.

#### Περιβάλλον ή περιβαλλοντική διακυβέρνηση (πυλώνας E)

Αναφέρεται στην μέριμνα που καλείται η εταιρεία να αναλάβει για τη βελτίωση του περιβαλλοντικού της αποτυπώματος. Η περιβαλλοντική διακυβέρνηση εστιάζει στη διαχείριση του περιβαλλοντικού συστήματος, απευθύνεται όμως στις κυβερνήσεις, τις εταιρείες καθώς επίσης και στην ευρύτερη κοινωνία των πολιτών. Οι φυσικοί πόροι, καθώς επίσης και το περιβάλλον αντιμετωπίζονται ως δημόσια αγαθά που καλούνται να διαχειρίζονται ορθολογικά, με αποτελεσματικό τρόπο χωρίς όμως να επηρεάζονται αρνητικά. Τα βασικά δομικά χαρακτηριστικά της περιβαλλοντικής διακυβέρνησης είναι:

- ✓ η συνεκτίμηση των εννοιών του περιβάλλοντος στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων
- ✓ η ένταξη των κοινοτήτων και της οικονομικής ζωής ως υποσύνολο του περιβάλλοντος
- ✓ η ενσωμάτωση της ανθρώπινης ύπαρξης στο φυσικό οικοσύστημα και
- ✓ η αναβάθμιση του συστήματος ανοιχτού βρόχου σε σύστημα κλειστού βρόχου ή αλλιώς πράσινης κυκλικής εφοδιαστικής αλυσίδας.

Οι επενδυτές παλαιότερα λάμβαναν υπόψιν κριτήρια που αντιπροσώπευαν παράγοντες που επηρέαζαν στη λειτουργία και τα έσοδα της εταιρείας, πλέον όμως συνυπολογίζουν και περιβαλλοντικά κριτήρια. Τα κριτήρια αυτά αναφέρονται στις εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα, σε τυχόν επικίνδυνα απόβλητα, στη διαχείριση πόρων όπως επίσης και σε λοιπούς κλιματικούς κινδύνους. Βάση αυτών των κριτηρίων χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των περιβαλλοντικών κινδύνων μιας επιχείρησης και το βαθμό διαχείρισης αντιμετώπισής τους.

#### Κοινωνία ή κοινωνική διακυβέρνηση (πυλώνας S)

Αναφέρεται στις μεθόδους διαχείρισης της εταιρείας και της διαχείρισης του ανθρωπίνου δυναμικού, καθώς επίσης και την υποστήριξη των τοπικών κοινοτήτων και οικονομιών τόσο σε θέματα ασφάλειας όσο και σε γενικά λειτουργικά ζητήματα. Τα κοινωνικά κριτήρια πραγματεύονται τη σύνδεση των εταιρειών με τα ενδιαφερόμενα μέρη. Συγκεκριμένα, είναι ο πυλώνας ο οποίος εξετάζει αν η εταιρεία υιοθετεί τις ίδιες αξίες με εκείνες των προμηθευτών της, αν διαθέτει μέρος των κερδών της στην κοινωνία για ανθρωπιστική στήριξη ή αν συμμετέχει σε εθελοντικές ενέργειες. Σημαντικό κομμάτι της κοινωνικής διακυβέρνησης

αποτελούν οι συνθήκες εργασίες στην εταιρεία καθότι είναι χαρακτηριστικό άρρηκτα συνδεδεμένο με την κερδοφορία της.

Συνεπώς, ο κοινωνικός πυλώνας του πλαισίου ESG αναφέρεται στις πολιτικές εξασφάλισης του σεβασμού των ανθρωπίνων δικαιωμάτων, τις συνθήκες εργασίας, την ασφάλεια και υγεία των μελών, την ευθύνη προς τον πελάτη και προϊόντος, την εξέλιξη σταδιοδρομίας εργαζομένων και τέλος, την ίση μεταχείριση των εργαζομένων.

#### Διακυβέρνηση ή εταιρική διακυβέρνηση (πυλώνας G)

Αναφέρεται στη φορολογική στρατηγική που υιοθετεί η διοίκηση της επιχείρησης, καθώς επίσης και σε ζητήματα διασφάλισης και ελέγχου των λειτουργιών της. Η εταιρική διακυβέρνηση λοιπόν, εξετάζει τα δικαιώματα και τις ευθύνες που φέρει η διοίκηση της εταιρείας, όπως επίσης του διοικητικού συμβουλίου και λοιπών ενδιαφερόμενων μερών. Επιπλέον, η διακυβέρνηση ερευνά τις συνθήκες διαφάνειας υπό τις οποίες η εταιρεία λειτουργεί καθώς επίσης και τη συμμόρφωση τους στους θεσμούς της πολιτείας.

Μέσω του τρίτου πυλώνα των κριτηρίων ESG, οι επενδυτές γνωρίζουν αν η εταιρεία που τους ενδιαφέρει λειτουργεί με διαφάνεια, αν έχει υιοθετήσει ακριβείς και νόμιμες λογιστικές πρακτικές καθώς επίσης και αν οι μέτοχοι έχουν ενεργή συμμετοχή σε σημαντικές λειτουργικές αποφάσεις της εταιρείας. Συνεπώς, ο πυλώνας της διακυβέρνησης παρέχει ενδείξεις για τις πρακτικές που ακολουθεί μια εταιρεία σε θέματα όπως η διαφθορά, η ανεξαρτησία των ελεγκτών, η εκπλήρωση αποζημιώσεων στα μέλη της, το σεβασμό των δικαιωμάτων των μετοχών καθώς επίσης και στον εσωτερικό έλεγχο.

## **1.2. Ενδεικτικοί δείκτες ESG**

Ως παγκόσμια προτεραιότητα, υπεύθυνη για την κινητοποίηση της κοινωνίας σε ανανεωμένες πρακτικές αποτελεί πλέον η βιώσιμη ανάπτυξη. Την τελευταία δεκαετία, όλο και περισσότερες εταιρείες έχουν προβεί στην παρακολούθηση, καταγραφή και δημοσιοποίηση των ευκαιριών και κινδύνων σχετικά με τη βιώσιμη ανάπτυξη.

Οι δείκτες ESG, καταγράφουν τις επιδόσεις του τρίπτυχου περιβάλλον, κοινωνία και διακυβέρνηση επιτυγχάνοντας έτσι την υποβοήθηση στον στρατηγικό προγραμματισμό των εταιρειών να παράγουν αξία μακροπρόθεσμα. Οι πληροφορίες που προκύπτουν, χρησιμοποιούνται από τους ενδιαφερόμενους επενδυτές προκειμένου να δουν πόσο έτοιμη και σωστά δομημένη είναι μια εταιρεία σε αντίστοιχα θέματα, καθώς επίσης και πως η εταιρεία μπορεί να ανταπεξέρχεται στις αλλαγές του περιβάλλοντος που δραστηριοποιείται.

Βασικό χαρακτηριστικό στην επιτυχή δημοσιοποίηση των πληροφοριών ESG, αποτελεί η ικανότητα της επιχείρησης να παρέχει τους παράγοντες εκείνους οι οποίοι συνδέονται με την ικανότητα της εταιρείας να δημιουργεί αξία για την ίδια και τους μετόχους της. Οι ίδιες οι εταιρείες είναι υπεύθυνες για τον εντοπισμό, την ιεράρχηση και τη δημοσιοποίηση των θεμάτων ESG, τα οποία παρέχουν περισσότερες ουσιαστικές πληροφορίες για τη λειτουργία τους, όπως επίσης οφείλουν να παρέχουν όλες εκείνες τις πληροφορίες που επηρεάζουν την εταιρική τους δραστηριότητα. Αυτό κατέστησε απαραίτητο να παρέχονται μονάδες μέτρησης για την αξιολόγηση των κριτηρίων ESG και υποβοήθηση των επενδυτικών αποφάσεων. Λύση στην ανάγκη αυτή αποτέλεσε η παροχή καθολικά αποδεκτών προτύπων για τη μέτρηση των παραγόντων ESG και συγκεκριμένα, δεικτών.

Αρκετές εταιρείες, κυρίως από συμβουλευτικές, έχουν εφαρμόσει κάποιες μεθοδολογίες για τον υπολογισμό αξιολογήσεων ESG, χωρίς όμως τα κριτήρια αξιολόγησης αυτών να είναι καθολικά αποδεκτά. Οι δείκτες, είναι κυρίως εστιασμένοι στο υποσύνολο των παραγόντων στα μοντέλα ESG καθότι υπάρχουν περισσότερες πιθανότητες να επηρεάζουν την οικονομική κατάσταση ή γενικότερα την απόδοση της εταιρείας σε κάποιον κλάδο.

Παρακάτω, στο Σχήμα 1 παρουσιάζονται τα υποσύνολα μελέτης για κάθε πυλώνα και στη συνέχεια ακολουθεί σύντομη παρουσίαση των βασικών δεικτών αξιολόγησης κριτηρίων ESG.



Σχήμα 1. Υποσύνολα Δεικτών ESG

Για την αποφυγή μη αξιόπιστων γνωστοποιήσεων ESG, οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές δημιούργησαν σχετικούς δείκτες μέτρησης και αξιολόγησης των επιδόσεων ESG. Ενδεικτικά αναφέρονται δείκτες όπως οι *Dow Jones Sustainability Index*, *FTSE4Good Index*, *Bloomberg ESG Data*, *MSCI ESG*, *GRESB Benchmark*, *NASDAQ*, *ISS ESG*, *EcoVadis* και ο δείκτης που έχει δημιουργηθεί στην Ελλάδα, ο *AthexESG*. Παρακάτω αναφέρονται τα πιο βασικά χαρακτηριστικά των τεσσάρων βασικών δεικτών.

### **Dow Jones Sustainability Index<sup>2</sup>**

Οι δείκτες βιωσιμότητας Dow Jones (DJSI), δημιουργήθηκαν και δόθηκαν στο κοινό τον Σεπτέμβριο του 1999. Είναι ένα σύνολο δεικτών που χρησιμοποιούνται ευρύτερα σε θέματα βιωσιμότητας και περιβάλλοντος και πιο συγκεκριμένα, στον τομέα επιδόσεων ESG εισηγμένων εταιρειών. Ο DJSI έπειτα από συγχώνευση το 2012, αποτελείται από τους S&P Dow Jones indices και RobecoSAM – Sustainable Asset Management. Η οικογένεια των δεικτών αυτών είναι τα μακροβιότερα παγκόσμια πρότυπα βιωσιμότητας, έχοντας τεθεί ως σημαντικά σημεία αναφοράς για επενδύσεις βιωσιμότητας τόσο για τους επενδυτές, όσο και για εταιρείες. Ο DJSI αποτελείται από μια ανάλυση των οικονομικών, κοινωνικών και περιβαλλοντικών εταιρικών επιδόσεων, αξιολογώντας θέματα που αναφέρονται στα υποσύνολα της Εικόνας 1. Ο δείκτης απορρίπτει εταιρείες που δεν λειτουργούν με βάση τα πρότυπα ESG και χρησιμοποιεί γενικά κριτήρια λειτουργίας των εταιρειών όπως και κριτήρια βιωσιμότητας. Οι εταιρείες επαναξιολογούνται κάθε χρόνο με τη διαδικασία βαθμολόγησης να αρχίζει τον Μάρτιο και οι νέες βαθμολογίες να δημοσιεύονται το Σεπτέμβριο. Οι εταιρείες που δεν παρουσιάζουν συνεχή πρόοδο ενδέχεται να διαγραφούν από τον δείκτη. Μεταξύ των ετήσιων αναθεωρήσεων, εάν η επιτροπή κρίνει ότι μια εταιρεία δεν συμπεριφέρεται σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές για τη βιωσιμότητα. Μια εταιρεία μπορεί να αποκλειστεί από τον δείκτη με βάση μια ποικιλία ηθικών αποκλεισμών. Η επιτροπή του δείκτη εξετάζει επίσης τις ειδήσεις για την εμπλοκή κάθε εταιρείας σε θέματα ESG που ενδέχεται να βλάψουν τη φήμη και την κύρια δραστηριότητα της εταιρείας (Controversies). Η διαδικασία αυτή πραγματοποιείται μέσω της RepRisk<sup>3</sup>, η οποία συλλέγει και ποσοτικοποιεί τα δεδομένα. Οι δείκτες DJSI απευθύνονται και χρησιμοποιούνται σε Ευρώπη, Βόρεια Αμερική και Ασία. Για να ενσωματωθούν στο DJSI, οι εταιρείες αξιολογούνται και επιλέγονται με βάση τα μακροπρόθεσμα οικονομικά, κοινωνικά και περιβαλλοντικά σχέδια διαχείρισης περιουσιακών

---

<sup>2</sup> S&P website (2023), "[Dow Jones Sustainability index](#)"

<sup>3</sup> [RepRisk website](#)

τους στοιχείων. Κάθε χρόνο, μαζί με την επανεξέταση των εταιρειών, έχουν ανανεωθεί και τα κριτήρια αξιολόγησης με στόχο τη συνεχή εξέλιξη και βελτίωση των σχεδίων βιωσιμότητας.

### **FTSE4Good Index<sup>4</sup>**

Η σειρά δεικτών FTSE4Good συστήθηκε το 2001 και αποτελούν δείκτες αναφοράς και διαπραγμάτευσης για τους επενδυτές οι οποίοι δραστηριοποιούνται με τα κριτήρια ESG. Τα κριτήρια FTSE4Good εφαρμόζονται στους δείκτες FTSE Emerging Indexes, οι οποίοι καλύπτουν πάνω από 20 αναπτυσσόμενες χώρες, και ξεκίνησαν το 2016. Οι δείκτες FTSE4Good έχουν δημιουργηθεί για να μετρούν την απόδοση των εταιρειών σε πρακτικές που αναφέρονται στο τρίπτυχο περιβάλλον – κοινωνία και εταιρική διακυβέρνηση. Μια εταιρεία η οποία χαρακτηρίζεται από διαφανή διαχείριση, με τη βοήθεια των σαφώς δομημένων κριτηρίων που καθιστούν οι δείκτες FTSE4Good μπορεί να βοηθηθεί στο να αξιολογήσει ή δημιουργήσει βιώσιμα επενδυτικά προϊόντα. Γενικότερα, οι δείκτες μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εξής:

- ✓ για τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, δηλαδή, ως εργαλεία για τη δημιουργία επενδύσεων, χρηματοπιστωτικών μέσων ή προϊόντων αμοιβαίων κεφαλαίων που εστιάζουν σε βιώσιμες επενδύσεις.
- ✓ για έρευνα, δηλαδή, για την υποβοήθηση στον εντοπισμό εταιρειών με συγκεκριμένες περιβαλλοντικές και κοινωνικές πρακτικές.
- ✓ για αναφορά, δηλαδή, ως ένα διαφανές και εξελισσόμενο παγκόσμιο πρότυπο ESG με βάση το οποίο οι εταιρείες μπορούν να αξιολογήσουν την πρόοδο και τα επιτεύγματά τους και τέλος ως,
- ✓ συγκριτική αξιολόγηση, ως δείκτης δηλαδή αναφοράς για την παρακολούθηση των επιδόσεων των χαρτοφυλακίων βιώσιμων επενδύσεων.

Ο δείκτης εξαιρεί από το δείγμα εταιρειών προς αξιολόγηση, όλες όσες δεν συμβαδίζουν με τα κριτήρια που έχει θέσει στα αντίστοιχα υποσύνολα του τρίπτυχου ESG (Σχήμα 1.).

### **Bloomberg ESG Data Index<sup>5</sup>**

Το σύνολο δεδομένων του δείκτη Bloomberg ESG αποτελεί ένα σύστημα μέτρησης των κριτηρίων ESG για εταιρείες 80 χωρών. Το Bloomberg παρέχει πεδία που καλύπτουν την πλειοψηφία των υποσυνόλων που αναφέρονται στο Σχήμα 1.

---

<sup>4</sup> FTSE Russell website, "[FTSE4Good Index Series](#)"

<sup>5</sup> [Bloomberg ESG & Climate Indices](#)

## Athex ESG Index<sup>6</sup>

Ο ελληνικός δείκτης ESG του χρηματιστηρίου Αθηνών δημιουργήθηκε τον Ιούλιο του 2021. Σκοπός του δείκτη είναι η παρακολούθηση της επίδοσης των εισηγμένων εταιρειών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, οι οποίες έχουν διακριθεί για την εφαρμογή των πρακτικών στο τρίπτυχο ESG. Ο δείκτης Athex ESG σχεδιάστηκε για να παρέχει στους ενδιαφερόμενους επενδυτές ένα αποτελεσματικό και αξιόπιστο εργαλείο ώστε να τους διευκολύνει στην υιοθέτηση των επενδυτικών τους στρατηγιών, πρακτικές ESG. Επιπλέον, στοχεύει στην κινητοποίηση των ήδη εισηγμένων εταιρειών του Χρηματιστηρίου Αθηνών να δημοσιεύουν τις πληροφορίες που αφορούν την υιοθέτηση των ESG κριτηρίων, ώστε να συμμετέχουν και σε περισσότερες δράσεις βιωσιμότητας. Ο δείκτης περιλαμβάνει έως 60 εταιρείες, οι οποίες πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια. Οι εταιρείες πρέπει να είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, να έχουν ελάχιστη ευρεία διασπορά (free float) μεγαλύτερη από 15% και βαθμολογία ESG μεγαλύτερη ή ίση από 0,30. Αρχικά, συμμετείχαν 35 εταιρείες, δηλαδή, μόνο οι εταιρείες που ήδη υπήρχαν και πληρούσαν τα κριτήρια αυτά. Ως τιμή εκκίνησης του δείκτη είναι οι χίλιες (1000) μονάδες. Η διαδικασία στάθμισης που ακολουθείται είναι:

- ✓ αρχικά υπάρχει υιοθέτηση της μεθοδολογίας προσδιορισμού του βάρους  $w$  κάθε εταιρείας που συμμετέχει καθώς επίσης, και της ESG βαθμολογίας της στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου του δείκτη
- ✓ η κεφαλαιοποίηση κάθε εταιρείας σταθμίζεται με ένα συντελεστή ο οποίος ισούται με το γινόμενο του συντελεστή ευρείας διασποράς, Free Float, και της ESG βαθμολογίας.
- ✓ ως μέγιστο ποσοστό συμμετοχής κάθε εταιρείας που συμμετέχει στο δείκτη, είναι το 10% της αξία του χαρτοφυλακίου του δείκτη.

Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη παρουσιάζεται παρακάτω,

$$P_t = \sum_{i=1}^n \frac{X_{it} S_i W_i C_i}{D}$$

όπου:

---

<sup>6</sup> Χρηματιστήριο Αθηνών – Δελτίο Τύπου (2021), «[Creation of ESG Index by the Athens Stock Exchange](#)»

$P_t$ , η τρέχουσα τιμή που έχει ο δείκτης

$X_{it}$ , η τελευταία τιμή συναλλαγής μίας μετοχής  $i$  που συμμετέχει στη σύνθεση του δείκτη προερχόμενη από το σύστημα διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ, ή η τιμή κλεισίματος της μετοχής  $i$  μετά τη λήξη της τελευταίας συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου Αθηνών

$S_i$ , ο συνολικός αριθμός μετοχών κάθε εταιρείας  $i$

$W_i$ , ο συντελεστής βαρύτητας της εταιρείας  $i$

$C_i$ , ο συντελεστής στάθμισης (capping factor) κάθε εταιρείας  $i$

$D$ , αντιπροσωπεύει τη χρηματιστηριακή αξία έτους βάσης του δείκτη (31/07/2021)

Ο δείκτης υπολογίζεται κάθε 30 δευτερόλεπτα κατά τις ώρες συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, κάνοντας χρήση των τρεχουσών τιμών των μετοχών που συμμετέχουν στη σύνθεση του. Οι τιμές του δείκτη απεικονίζονται με ακρίβεια δύο δεκαδικών ψηφίων.

### **1.3. Υιοθέτηση παραγόντων ESG σε επενδυτικές στρατηγικές**

Η υιοθέτηση και ένταξη των προτύπων ESG από τους επενδυτές έχει ως βασικό στόχο να λαμβάνονται υπόψιν περιβαλλοντικά, κοινωνικά και θέματα εταιρικής διακυβέρνησης στις επενδυτικές αναλύσεις και τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων. Επιπλέον, ενθαρρύνει να υπάρχουν υψηλές προδιαγραφές επιδόσεων κριτηρίων ESG σε εταιρείες στις οποίες επενδύουν, κατανόηση και ενσωμάτωση των προτιμήσεων βασισμένες στη βιωσιμότητα των δικαιούχων και αποταμιευτών και τέλος, τη δημιουργία αναφορών για τη παρακολούθηση των δεσμεύσεων και υιοθετημένων πρακτικών. Οι τρεις πιο βασικοί λόγοι ενσωμάτωσης των πρακτικών ESG στις εταιρείες είναι:

- ✓ η υιοθέτηση των μοντέλων ESG πλέον αποτελεί επενδυτικός κανόνας,
- ✓ τα θέματα περιβάλλον, κοινωνία και διακυβέρνηση είναι οικονομικά σημαντικά κριτήρια και,
- ✓ τα κανονιστικά και πολιτικά πλαίσια, αναδιαμορφώνονται και προσαρμόζονται έτσι ώστε να απαιτείται η υιοθέτηση των μοντέλων ESG.

Η αδυναμία ενσωμάτωσης των μοντέλων ESG από τους επενδυτές, μπορεί να τους φέρει αντιμέτωπους με την αποτυχία των επενδύσεων τους, καθώς επίσης να υποβληθούν και σε νομική αμφισβήτηση ή πιθανές κυρώσεις. Οι αλλαγές των καθηκόντων των επενδυτών και οι



ρυθμίσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος αποσκοπούν κάπου. Συγκεκριμένα, οι υπεύθυνοι δημιουργίας στρατηγικών, οι πολιτικές κυβερνήσεις και οι ρυθμιστικές αρχές κατανοούν ότι θέματα όπως της κλιματικής αλλαγής, βιώσιμης ανάπτυξης και αειφορίας, ανήκουν σε κατηγορίες συστηματικών κινδύνων και ευκαιριών που χρήζουν στοχευμένες και σύγχρονες παρεμβάσεις.

Πλήθος χωρών έχουν ξεκινήσει να εφαρμόζουν την Συμφωνία του Παρισιού<sup>7</sup> για το κλίμα και τη στρατηγική προσέγγιση της βιώσιμης ανάπτυξης στην εθνική πολιτική και στους κρατικούς κανονισμούς. Κυβερνήσεις επίσης έχουν προχωρήσει στην προσαρμογή της βιωσιμότητας στη δομή των χρηματοπιστωτικών ρυθμιστικών αρχών τους. Όλες αυτές οι ενέργειες, δημιουργούν ένα περιβάλλον με πιο ολοκληρωμένο και κατανοητό τρόπο διαχείρισης θεμάτων που πρεσβεύονται από το τρίπτυχο ESG.

Συνεπώς, στο ερώτημα, γιατί να υιοθετηθούν και να συμπεριλαμβάνονται τα μοντέλα ESG στις επενδυτικές στρατηγικές, καθότι μια νέα τάση φέροντας νέες διαδικασίες, είναι γιατί:

- ✓ η υιοθέτηση του κανονιστικού πλαισίου που πρεσβεύεται από το τρίπτυχο ESG, οδηγεί στην υποβοήθηση και αποσαφήνιση κινδύνων και ευκαιριών που αποφέρουν οι νέες πρακτικές ,
- ✓ προσφέρεται η δυνατότητα καλύτερης αξιολόγησης των χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων,
- ✓ συνεισφέρουν στην προσέλκυση περισσότερων επενδυτών, καθότι έχει παρατηρηθεί μεγαλύτερο ενδιαφέρον απ' ότι τα κλασικά επενδυτικά κεφάλαια,
- ✓ οι εταιρείες που υιοθετούν παράγοντες ESG έχουν πολύ καλύτερη μακροπρόθεσμη στρατηγική, όντας καλύτερα προετοιμασμένες σε χρηματοοικονομικούς και μη χρηματοοικονομικούς κινδύνους,
- ✓ ενθαρρύνουν την αξιολόγηση ολόκληρου του συνόλου των κινδύνων και αδύνατων σημείων μιας επιχείρησης.

#### **1.4. Κανονιστικό Πλαίσιο**

Ως κανονιστικό πλαίσιο, αναφέρονται οι νομοθεσίες και κανονισμοί τους οποίους οφείλουν οι εταιρείες να ακολουθούν. Συγκεκριμένα, θα παρουσιαστεί μέρος των ευρωπαϊκών και εθνικών κανονισμών στους οποίους έχει βασιστεί η ανάπτυξη των δεικτών του Οδηγού Δημοσιοποίησης Πληροφοριών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

---

<sup>7</sup> Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (Φεβρουάριος 2023), «[Συμφωνία του Παρισιού για την κλιματική αλλαγή](#)»

Ουσιαστικά στην ενότητα αυτή, πραγματοποιείται μια σύντομη περιγραφή κανονισμών παρέχοντας για κάθε κομμάτι την αντίστοιχη πηγή για την πλήρη πληροφορία προς αποφυγή λάθος κατανόησης σημαντικών κανονισμών.

#### Δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών (NFRD)

Οι εταιρείες υποχρεούνται να παρέχουν δεδομένα από τις χρηματοοικονομικές πηγές που παρουσιάζουν ότι πληρούν συγκεκριμένα πρότυπα, σχετικά με τα κριτήρια ESG. Τα δεδομένα αυτά οφείλουν να δημοσιοποιούνται σε επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας και να διατίθενται στους οίκους αξιολόγησης και στους μετόχους. Οι μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες δημοσιεύονται ετήσια μια φορά και αποκαλούνται ως «Ετήσιος Κοινωνικός Απολογισμός» ή «Ετήσια Έκθεση Αειφορίας». Στην Ελλάδα, από τις 30 Σεπτεμβρίου του 2017, σύμφωνα με την οδηγία (N.4403/2016)<sup>8</sup> για την εφαρμογή των ευρωπαϊκών και εθνικών πολιτικών για τη διαφάνεια και τη δέσμευση των εταιρειών σε θέματα βιώσιμης ανάπτυξης και υπεύθυνης επιχειρηματικότητας, όπως επίσης και στη μέτρηση των οικονομικών, περιβαλλοντικών και κοινωνικών επιδόσεων τους, παρέχεται μεγάλη σημασία στην ανάπτυξη αποτελεσματικού πλαισίου αναφοράς και ενσωμάτωσης των αρχών της βιώσιμης ανάπτυξης στο μοντέλο και διαδικασία λειτουργίας τους.

Με βάση αυτόν τον κανονισμό, οι εταιρείες που καλούνται να προβούν στη δημοσίευση των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών τους είναι:

- ✓ **Εισηγμένες εταιρείες** οι οποίες έχουν προσωπικό άνω των 500 ατόμων, προσωπικό έως 500 άτομα, θυγατρικές εταιρείες των εισηγμένων εταιρειών στη χώρα προέλευσης τους, με εξαίρεση όμως οι εταιρείες των οποίων οι πληροφορίες αναφέρονται ήδη στην έκθεση της μητρικής.
- ✓ **Μη εισηγμένες εταιρείες** οι οποίες θεωρούνται μεγάλες (κύκλος εργασιών μεγαλύτερος των 40.000.000€ και με μέσο όρο εργαζομένων μεγαλύτερο των 250 ατόμων). Επίσης, μη εισηγμένες εταιρείες οι οποίες θεωρούνται μεσαίες (κύκλος εργασιών από 8.000.000€ έως 39.999.999€ και από 50 έως 249 άτομα προσωπικό) και εταιρείες που θεωρούνται μικρές (κύκλος εργασιών από 700.000€ έως 7.999.999€) και με προσωπικό από 10 έως και 49 άτομα).
- ✓ **Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα**
- ✓ **Ασφαλιστικές εταιρείες**

---

<sup>8</sup> Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2017), «[Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την υποβολή εκθέσεων μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών](#)»

✓ **Εταιρείες δημοσίου συμφέροντος** (έχουν οριστεί από τις εθνικές αρχές)

Συγκεκριμένα, η οδηγία για τη δημοσιοποίηση των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών (NFRD 2014/95/ ΕΕ) περιγράφει τις απαιτήσεις που χρειάζονται για την κοινοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και πληροφοριών σχετικά με τη διαφοροποίηση από μεγάλες εταιρείες. Αναλυτικά, η οδηγία NFRD εφαρμόζεται επί του παρόντος σε μεγάλες εταιρείες δημοσίου συμφέροντος (πληροφορίες χαρακτηρισμού από τα bullets), καλύπτοντας περίπου 11.700 εισηγμένες εταιρείες, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και άλλες καθορισμένες εταιρείες σύμφωνα με τις εθνικές αρχές σε όλη την ΕΕ. Επιπλέον, ο Νόμος υπ' αριθ. 4548/2018 περί δημοσιοποίησης μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και η Εγκύκλιος υπ' αριθ. 62784/06-06-2017 του Υπουργείου Οικονομίας και Ανάπτυξης, που αναπτύχθηκαν σύμφωνα με τις διατάξεις της οδηγίας NFRD, καλούν τις μεγάλες εταιρείες να δημοσιοποιούν συγκεκριμένες πληροφορίες σχετικά με τον τρόπο λειτουργίας και διαχείρισης των περιβαλλοντικών και κοινωνικών προκλήσεων. Όπως ορίζει η οδηγία NFRD, οι μεγάλες επιχειρήσεις που είναι οντότητες δημοσίου συμφέροντος πρέπει να περιλαμβάνουν στις εκθέσεις διαχείρισής τους μια μη χρηματοοικονομική κατάσταση σχετικά με:

- ✓ την εξέλιξη,
- ✓ την απόδοση,
- ✓ τη θέση και τον αντίκτυπο της δραστηριότητάς τους όσον αφορά θέματα που αφορούν το περιβάλλον, την κοινωνία, τους εργαζομένους, τα ανθρώπινα δικαιώματα, την εφοδιαστική αλυσίδα και την καταπολέμηση της διαφθοράς και της δωροδοκίας.

Επίσης, οι εταιρείες με περισσότερους από 10 εργαζομένους, καθαρό κύκλο εργασιών άνω των 700.000€ ή συνολικό ενεργητικό άνω των 350.000€ υποχρεούνται να δημοσιεύουν πληροφορίες, ιδιαίτερα για θέματα περιβαλλοντικής απόδοσης και προσωπικού. Η οδηγία για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών για την εταιρική βιωσιμότητα (CSRD) προτάθηκε τον Απρίλιο του 2021 ως τροποποίηση των ήδη υπαρχόντων απαιτήσεων δημοσιοποίησης πληροφοριών της NFRD. Η αλλαγή<sup>9</sup> που είχε είναι ότι επεκτάθηκε το πεδίο εφαρμογής σε όλες τις μεγάλες εταιρείες και όλες τις εταιρείες που είναι εισηγμένες σε οργανωμένες αγορές (εκτός από τις εισηγμένες πολύ μικρές εταιρείες), πλέον απαιτεί τον έλεγχο, ως μέτρο διασφάλισης, των δημοσιοποιούμενων πληροφοριών, θεσπίζει λεπτομερέστερες απαιτήσεις δημοσιοποίησης πληροφοριών, καθώς και την απαίτηση δημοσιοποίησης πληροφοριών για

---

<sup>9</sup> Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2014), «[Τροποποίηση της οδηγίας 2013/34/ΕΕ](#) όσον αφορά τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και πληροφοριών για την πολυμορφία από ορισμένες μεγάλες επιχειρήσεις και ομίλους»

θέματα βιωσιμότητας σύμφωνα με τα υποχρεωτικά πρότυπα της ΕΕ. Τέλος, υποχρεώνει τις εταιρείες να δηλώνουν ψηφιακά τις δημοσιοποιούμενες πληροφορίες, ώστε να τροφοδοτούνται σε ένα ευρωπαϊκό ενιαίο σημείο πρόσβασης.

Οι παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη στην εκτίμηση σημαντικότητας των πληροφοριών στις ετήσιες εκθέσεις είναι:

- ✓ Το επιχειρηματικό μοντέλο (στόχοι, στρατηγικές, τρόποι & συστήματα διαχείρισης, αξίες, στοιχεία ενεργητικού εταιρείας) και οι πιο σημαντικοί κίνδυνοι που έχει η εταιρεία.
- ✓ Σημαντικά ζητήματα εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο τομέα ή προμηθεύονται/διακινούν σε κοινές εφοδιαστικές αλυσίδες. Επίσης, ζητήματα που έχουν ήδη προσδιοριστεί από ανταγωνιστικές εταιρείες, πελάτες ή προμηθευτές.
- ✓ Στόχοι και συμφέροντα των ενδιαφερόμενων φορέων, για τα οποία οι εμπλεκόμενες εταιρείες καλούνται να συνεργάζονται για να παρουσιάζουν και επεξηγούν τις ανησυχίες τους και τα συμφέροντα που επιδιώκουν.

Οι μη χρηματοοικονομικές καταστάσεις οφείλουν να παρέχουν τις ορθές εκτιμήσεις των ευνοϊκών και μη ευνοϊκών πτυχών, ενώ οι πληροφορίες οφείλουν να αξιολογούνται και να παρουσιάζονται με αμερόληπτο τρόπο. Εξετάζονται όλες οι διαθέσιμες και αξιόπιστες εισροές, ενώ η ύπαρξη παραπλανητικών στοιχείων, ανακρίβειες και παράλειψη πληροφοριών δέχεται κυρώσεις. Στη μη χρηματοοικονομική κατάσταση, η διάκριση στα γεγονότα, τις απόψεις και τις ερμηνείες οφείλουν να γίνονται με σαφή τρόπο.

Ευρωπαϊκό σύστημα ταξινόμησης περιβαλλοντικών βιώσιμων οικονομικών δραστηριοτήτων (EU taxonomy)<sup>10</sup>

Ο Κανονισμός της ΕΕ περί ταξινόμησης (EU Taxonomy)<sup>11</sup> δημοσιεύθηκε στις 22 Ιουνίου 2020 και τέθηκε σε ισχύ στις 12 Ιουλίου 2020. Στόχος του είναι η καθοδήγηση των συμμετεχόντων στην αγορά, καθιερώνοντας ένα σύστημα ταξινόμησης για να προσδιοριστεί εάν και σε ποιο βαθμό μια δεδομένη οικονομική δραστηριότητα είναι «περιβαλλοντικά βιώσιμη». Επιπροσθέτως, η ταξινόμηση απαιτεί από τους συμμετέχουσες εταιρείες στις

---

<sup>10</sup> European Commission, “[EU taxonomy for sustainable activities](#)”

<sup>11</sup> [Regulation \(EU\) 2020/852](#) of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088 (Text with EEA relevance)

χρηματοπιστωτικές αγορές να προβούν γνωστοποιήσεις, όπως η γνωστοποίηση του επιπέδου ευθυγράμμισης με δραστηριότητες που θεωρούνται βιώσιμες από την ταξινόμηση.

Η ταξινόμηση της ΕΕ παρέχει τυποποιημένους ορισμούς για περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες οι οποίοι ενισχύουν τη διαφάνεια και την εμπιστοσύνη σε ολόκληρη την αγορά, συμβάλλοντας έτσι στη δημιουργία ενός ασφαλούς επενδυτικού περιβάλλοντος από τη δημιουργία «ψευδοοικολογικών ταυτοτήτων» και παρέχοντας βοήθεια στις εταιρείες ώστε να γίνουν πιο φιλικές προς το κλίμα, μετριάζοντας τον κατακερματισμό της αγοράς και μετατοπίζοντας τις επενδύσεις εκεί όπου υπάρχει μεγαλύτερη ανάγκη.

Οι εταιρείες που συμμορφώνονται με την οδηγία της ΕΕ περί δημοσιοποίησης μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών, συμπεριλαμβανομένων των μεγάλων τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών και των εισηγμένων εταιρειών, πρέπει να εφαρμόζουν κριτήρια τεχνικού ελέγχου ώστε να αξιολογείται το αντίκτυπο, ο μετριασμός και η προσαρμογή των δραστηριοτήτων τους στην κλιματική αλλαγή και να αποκαλύπτουν το βαθμό ευθυγράμμισης των δραστηριοτήτων τους με την ταξινόμηση.

#### Ελληνικός Κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης<sup>12</sup>

Ο νέος κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης καταρτίστηκε σύμφωνα με το άρθρο 17 του Ν. 4706/2020, αντικαθιστώντας τον Ιούνιο του 2021, την έκδοση που είχε δημοσιευθεί το 2013 από το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ο νέος κώδικας αναφέρεται σε εταιρείες με αξίες εισηγμένες στην χρηματιστηριακή αγορά. Επίσης, βασίζεται στην αρχή της «συμμόρφωσης ή εξήγησης», δηλαδή, δεν επιβάλλει υποχρεώσεις ή κυρώσεις, αλλά παρέχει οδηγίες σε αυτές τις εταιρείες σχετικά με τον τρόπο υιοθέτησης ορθών πρακτικών. Παράλληλα, παρέχει διευκόλυνση στη διαμόρφωση πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης προσαρμοσμένων στην φιλοσοφία κάθε εταιρείας.

Σημαντικό χαρακτηριστικό του νέου κώδικα είναι η ξεκάθαρη αναφορά του σε θέματα βιωσιμότητας – ESG, κάνοντας συγκεκριμένες αναφορές στο αντίκτυπο μιας εταιρείας με βάση σημαντικούς παράγοντες ESG. Οι νέες ενότητες, της βιωσιμότητας και των ενδιαφερόμενων μερών στοχεύουν στη διασφάλιση της δομής των διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης ενός οργανισμού ώστε να εξασφαλίζεται ότι η διοίκηση μπορεί εύκολα να εντοπίζει, κατανοεί και διαχειρίζεται τα βασικά μη χρηματοοικονομικά (ESG) θέματα. Ο κώδικας ενδεικτικά αναφέρει ότι:

---

<sup>12</sup> Hellenic Corporate Governance Council (June 2021), «[Hellenic Corporate Governance Code](#)»

- ✓ Τα κριτήρια επιλογής των μελών διοικητικού συμβουλίου διασφαλίζουν ότι το διοικητικό συμβούλιο είναι ικανό να κατανοεί και διαχειρίζεται συλλογικά ζητήματα ESG.
- ✓ Η αμοιβή των εκτελεστικών μελών και διευθυντικών στελεχών, εξετάζεται από το διοικητικό συμβούλιο μέσω δεικτών που σχετίζονται με ζητήματα ESG και βιώσιμης ανάπτυξης, μέσω των οποίων μπορεί να παραχθεί μακροπρόθεσμη αξία στην εταιρεία.
- ✓ Τα πρότυπα που χρησιμοποιούνται από την εταιρεία για τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών, οφείλουν να αναφέρονται.
- ✓ Τα εταιρικά συμφέροντα και τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα της εταιρείας συνδέονται με την μακροπρόθεσμη απόδοση της.
- ✓ Η εταιρεία οφείλει να υιοθετεί πολιτικές για τη βιώσιμη ανάπτυξη και εφαρμογή προτύπων ESG.
- ✓ Οι πληροφορίες εταιρικής διαχείρισης και απόδοσης σε θέματα ESG, παρέχονται στους μετόχους και τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη. Παρέχεται σε κάθε εταιρεία η δυνατότητα να επιλέξει την έκδοση αυτόνομης βιώσιμης ανάπτυξης, την ενσωμάτωση αναφοράς του τρίπτυχου ESG στις χρηματοοικονομικές της εκθέσεις, ή τη δημοσίευση ενοποιημένης έκθεσης στην οποία θα προσδιορίζεται η διαδικασία που η εταιρεία παράγει αξίας μέσω της στρατηγικής, της εταιρικής διακυβέρνηση και της επίδοσής της.
- ✓ Το αντίκτυπο των δραστηριοτήτων της εταιρείας στο περιβάλλον και γενικότερα στην κοινωνία, καθορίζει τη βιωσιμότητα της. Η μέτρηση της γίνεται με τη χρήση χρηματοοικονομικών παραγόντων ESG, οικονομικά σημαντικών για την εταιρεία και για τα συμφέροντα των εταιρικών μελών.
- ✓ Το διοικητικό συμβούλιο:
  - i. Εξασφαλίζει την επίγνωση και κατανόηση των συμφερόντων των ενδιαφερόμενων μερών με την παροχή αποτελεσματικών μηχανισμών.
  - ii. Προσδιορίζει στην ετήσια έκθεση εκείνα τα μη χρηματοοικονομικά θέματα που αποδίδουν μακροπρόθεσμη αξία στην εταιρεία.
  - iii. Περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο λήφθηκαν υπόψιν τα συμφέροντα και οι αποφάσεις που πάρθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο στην ετήσια έκθεση της εταιρείας.
  - iv. Έχει υπό την εποπτεία του την εκτελεστική διοίκηση για νέες τεχνολογίες και περιβαλλοντικά θέματα.

- v. Μεριμνά για τον προσδιορισμό των κυριότερων ενδιαφερόμενων μερών της εταιρείας και για την κατανόηση των συμφερόντων τους και πως αυτά επηρεάζουν στην στρατηγική της εταιρείας .
- vi. Εξασφαλίζει αποτελεσματικούς τρόπους επικοινωνίας και κατανόησης με τα ενδιαφερόμενα μέρη με σκοπό την επίτευξη των εταιρικών στόχων και στρατηγικής της εταιρείας .

## **1.5. Επιδόσεις εταιρειών με την υιοθέτηση του τρίπτυχου ESG –**

### **Βιβλιογραφική ανασκόπηση**

Τις τελευταίες δεκαετίες, ολοένα και περισσότερο έχει αρχίσει να εμφανίζεται μια νέα τάση στην εταιρική βιωσιμότητα, η εθελοντική δέσμευση σε βιώσιμες δραστηριότητες. Η δέσμευση αυτή έχει προκύψει από τις κοινωνικές προσδοκίες που υπάρχουν αλλά και από τους κανόνες διεθνούς δικαίου υπέρ αειφορίας, ανθρωπίνων δικαιωμάτων και βιώσιμης ανάπτυξης. Η νέα τάση, έχει επιφέρει αρκετές θεμελιώδεις μεταβολές σε επιχειρηματικά μοντέλα και στην επιστήμη της διοίκησης ώστε να συμβαδίζουν περισσότερο στο τρίπτυχο ESG. Συγκριτικά, η συμβατική πολιτική διοίκησης, με κύριο παράγοντα τους μετόχους, στόχευε στην οικονομική ανάπτυξη και αύξηση των οφελών στις μετοχές, εν αντιθέσει της βιώσιμης πολιτικής στη διοίκηση, η οποία κατευθύνει προς τους ενδιαφερόμενους, δηλαδή, συνυπολογίζει τόσο την αύξηση οφελών στις μετοχές όσο όμως και την ευχαρίστηση των πελατών, εργαζομένων, κοινωνικού συνόλου και εταιρικού συμβουλίου.

Η σχέση μεταξύ της βιωσιμότητας και της χρηματοοικονομικής απόδοσης, αποτελεί σημαντικό και αρκετά συζητήσιμο θέμα στην ακαδημαϊκή έρευνα. Μεγάλη πλειοψηφία των ερευνών που έχουν προηγηθεί, δηλώνουν μια θετική σχέση μεταξύ βιωσιμότητας και χρηματοοικονομικής απόδοσης, κάτι που δείχνει λογικό καθότι η καλή χρηματοοικονομική αποδοτικότητα επηρεάζει την εταιρική βιωσιμότητα. Συγκεκριμένα, η παροχή οικονομικών πόρων χρειάζεται για την επένδυση στην εταιρική βιωσιμότητα, με αποτέλεσμα, εταιρείες με υψηλή χρηματοοικονομική απόδοση και χαμηλούς κινδύνους να μπορούν να ενεργούν πιο υπεύθυνα έναντι των ανταγωνιστών τους και εν τέλη, ως συνέπεια, η διαθέσιμη και αυξημένη εταιρική βιωσιμότητα, κάνοντας την εταιρεία πιο επενδυτικά ελκυστική, να επιφέρει πόρους.

Όπως προαναφέρθηκε, η ερμηνεία της σχέσης χρηματοοικονομική απόδοση εταιρειών και τρίπτυχου περιβάλλον – κοινωνία και διακυβέρνηση, αποτελεί επίκαιρη και ευρέως συζητήσιμη θεματική. Παρακάτω, παρουσιάζεται ενδεικτικά μέρος επιστημονικών ερευνών

που έχουν πραγματοποιηθεί, υπάρχοντας τόσο η άποψη για μια θετική συσχέτιση αλλά επίσης και για πιο ουδέτερα ή ακόμα και αρνητικά αποτελέσματα.

Η πρώτη έρευνα που μελετήθηκε είναι των Friede et al. (2015) η οποία εξέτασε 2200 έρευνες, η πλειοψηφία των οποίων διαπιστώθηκε ότι κατέληγε στην ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ επίδοσης ESG και χρηματοοικονομικής απόδοσης. Τα συμπεράσματα που προέκυψαν από τη συγκεκριμένα έρευνα είναι τα εξής:

- ✓ Παρατηρείται μεγαλύτερο ποσοστό θετικής συσχέτισης μεταξύ κριτηρίων ESG και χρηματοοικονομικής απόδοσης όταν δεν μελετώνται τα χαρτοφυλάκια των εταιρειών (56,7%), σε σύγκριση με όταν λαμβάνονται υπόψιν, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια (15,5%). Συγκεκριμένα, όταν οι μελέτες βασίζονται σε χαρτοφυλάκια, τότε τα αποτελέσματα που προκύπτουν τείνουν να έχουν μια ουδέτερη συσχέτιση ενώ η αρνητική συσχέτιση αυξάνεται σε μελέτες που τα λαμβάνουν υπόψιν έναντι εκείνων που τα αποκλείουν (11,0% με χαρτ/κιο, 5,8% χωρίς να ληφθεί υπόψιν).
- ✓ Επιπλέον, έγινε μελέτη και σε δημοσιεύσεις που αναφέρουν πως η ύπαρξη σχέσης μεταξύ των κριτηρίων ESG και της χρηματοοικονομικής απόδοσης οφείλεται και από τη γεωγραφική θέση που δραστηριοποιείται η εταιρεία. Προκύπτει το συμπέρασμα από την έρευνα ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες, εξαιρώντας χώρες από τη βόρεια Αμερική, έχουν χαμηλότερο ποσοστό θετικών ευρημάτων. Περιοχές της Ευρώπης έχουν ποσοστό θετικών σχέσεων στο 26,1% ενώ στη βόρεια Αμερική το ποσοστό αυτό είναι 42,7% και στις αναδυόμενες αγορές εντοπίστηκε θετική συσχέτιση 65,4% έναντι των αναπτυσσόμενων στο 38%. Πιθανός παράγοντας είναι η μεγαλύτερη ευκολία υιοθέτησης και στρατηγικού προγραμματισμού των αναπτυσσόμενων αγορών στα κριτήρια ESG, έναντι των αναπτυσσόμενων που έχουν μια απαιτητική διαδικασία αναθεώρησης των ήδη υπάρχουσών στρατηγικών τους.

Ακόμα μια έρευνα που καταλήγει σε συμπεράσματα θετικής συσχέτισης είναι των Whelan et al. (2021), η οποία εξέτασε 1000 δημοσιευμένες εργασίες την περίοδο 2015-2020 και κατέληξε στη θετική συσχέτιση του τρίπτυχου ESG και της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Ειδικότερα, τα κύρια συμπεράσματα της συγκεκριμένης βιβλιογραφικής έρευνας είναι:

- ✓ Παρατηρήθηκε μια έντονη θετική επίδραση της απόδοσης ESG στη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών με την πάροδο των χρόνων.
- ✓ Οι επενδύσεις με χαμηλές επιδόσεις ESG παρατηρείται να έχουν μειωμένη ασφάλεια κατά τη διάρκεια κοινωνικών ή οικονομικών κρίσεων.



- ✓ Καλύτερα οικονομικά αποτελέσματα προκύπτουν όταν οι εταιρείες εφαρμόζουν κανόνες βιωσιμότητας, κάτι που οφείλεται σε παράγοντες καινοτομίας και διαχείρισης κινδύνων όπου οι εταιρείες οφείλουν να εξετάζουν όταν υιοθετούν τους κανόνες βιωσιμότητας .
- ✓ Ύπαρξη βελτίωσης στη χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας κατά την υλοποίηση διαχείρισης και μείωσης των εκπομπών άνθρακα.

Τα θετικά οικονομικά αποτελέσματα μιας εταιρείας δεν έρχονται αυτόματα από τη δημοσίευση χρήσης και πληροφοριών ESG. Μια ακόμα έρευνα που μελετήθηκε για την ύπαρξη θετικής συσχέτισης των κριτηρίων ESG και της χρηματοοικονομικής απόδοσης είναι των Abdi et al. (2021) η οποία εξέταση δεδομένα από 38 αεροπορικές εταιρείες παγκοσμίως την περίοδο 2009 – 2019, καταλήγοντας στην θετική συσχέτιση μεταξύ του ESG SCORE και της χρηματοοικονομικής απόδοσης.

Στο ίδιο αποτέλεσμα θετικής συσχέτισης μεταξύ επιδόσεων ESG και χρηματοοικονομικής απόδοσης κατέληξε και η έρευνα των Alareeni και Hamdan (2020) μελετώντας για τη διάρκεια 2009-2018 δείγμα εταιρειών που συμμετέχουν στο δείκτη S&P500. Προέκυψε ότι οι εταιρείες που εμφανίζουν υψηλή οικονομική μόχλευση, τείνουν να έχουν καλύτερες επιδόσεις ESG. Επιπλέον, όσο πιο υψηλές είναι επιδόσεις του τρίπτυχου ESG τόσο πιο υψηλά αποτελέσματα έχουν και οι δείκτες χρηματοοικονομικής απόδοσης, όπως η απόδοση ενεργητικού (return on assets, ROA) και η απόδοση ιδίων κεφαλαίων(return on equity, ROE).

Παρατηρείται λοιπόν ότι οι επιδόσεις ESG μιας εταιρείας όντως επηρεάζουν την οικονομική της απόδοση. Παρόλα αυτά ένα πιο μικρό μέρος της έρευνας που έχει γίνει δείχνει και πιο ουδέτερα αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, η έρευνα του Velte (2017), μελετώντας δείγμα 412 εταιρειών από το χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης, διαπίστωσε ότι ενώ η απόδοση της εταιρείας στο τρίπτυχο περιβάλλον – κοινωνία – διακυβέρνηση έχει θετική συσχέτιση με τον δείκτη ROE, δεν επηρεάζουν το δείκτη Tobin's Q (μετράει αν η επιχείρηση ή η συνολική αγορά είναι σχετικά υπερτιμημένη ή υποτιμημένη) γεγονός που δηλώνει την ύπαρξη μιας συνολικά ουδέτερης ή τουλάχιστον όχι απόλυτα θετικής σχέσης μεταξύ χρηματοοικονομικών δεικτών και ESG. Με την εξέταση του τρίπτυχου που δομούν το μοντέλο ESG, προέκυψε το συμπέρασμα ότι ο πυλώνας G επηρεάζει περισσότερο τη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών σε σύγκριση με τους άλλους δύο πυλώνες.

Συλλογικά λοιπόν, λαμβάνοντας υπόψιν όλες τις προς μελέτη έρευνες και τα θεωρητικά δεδομένα, προκύπτει ότι η σχέση της χρηματοοικονομικής απόδοσης μιας εταιρείας που έχει

υιοθετήσει ESG και οι επιδόσεις της είναι θετικά συσχετισμένες ή όχι αρνητικά συσχετισμένες. Οι καλές επιδόσεις των εταιρειών σε θέματα περιβάλλον – κοινωνία – διακυβέρνηση επηρεάζουν την οικονομική της απόδοσης είτε εξ ολοκλήρου είτε άλλοι πυλώνες περισσότερο από τους υπόλοιπους.

Η επίδραση που έχουν οι επιδόσεις ESG στη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών φαίνεται ότι απασχολεί όλο και περισσότερους ερευνητές τα τελευταία χρόνια, λόγος για τον οποίο πραγματοποιείται και η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία. Αν και το μεγαλύτερο μέρος των ερευνών προσεγγίζουν διαφορετικά το θέμα συσχέτισης επίδοσης ESG και χρηματοοικονομικής απόδοσης, καταλήγουν στο θετικό αποτέλεσμα του ερωτήματος αυτού. Σε κάθε περίπτωση φαίνεται ότι οι επιδόσεις μιας εταιρείας σε ζητήματα ESG επηρεάζουν τις αποφάσεις των ενδιαφερόμενων μελών επηρεάζοντας εν συνεχεία τη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών αυτών.

## **Κεφάλαιο 2. Χρηματοοικονομική αξιολόγηση με αριθμοδείκτες**

### **2.1. Βασικές έννοιες – Μέθοδοι ανάλυσης καταστάσεων**

Η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί τη διαδικασία αποτύπωσης της παρούσας χρηματοοικονομικής κατάστασης μια εταιρείας και αξιολόγησης των επενδυτικών ενεργειών προς αυτήν. Μέσω της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, αντλούνται πληροφορίες που βοηθούν επιχειρηματίες, αναλυτές, σύμβουλους επιχειρήσεων αλλά και τραπεζικά στελέχη στη διαδικασία λήψης των επιχειρηματικών αποφάσεων τους.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση για μια εταιρεία, αποτελείται από μια σειρά μεθόδων και σταδίων όπου ο αναλυτής καλείται να υιοθετήσει. Οι πιο βασικές μέθοδοι ανάλυσης είναι,

- ✓ Κάθετη ανάλυση
- ✓ Οριζόντια ανάλυση
- ✓ Ανάλυση με αριθμοδείκτες και
- ✓ Ανάλυση του Νεκρού σημείου

Όλες οι προαναφερόμενες μέθοδοι έχουν τα θετικά και τα αρνητικά τους, οπότε συχνά γίνεται ο συνδυασμός αυτών στο εύρος της ανάλυσης. Μεγαλύτερη προτίμηση δίνεται στη μέθοδο ανάλυσης με αριθμοδείκτες, γεγονός που εφαρμόστηκε και στην παρούσα μεταπτυχιακή εργασία, καθότι η μέθοδος προσφέρει πιο άμεση και καθαρή ερμηνεία των χρηματοοικονομικών δεδομένων.

#### Κάθετη ανάλυση

Η κάθετη ανάλυση είναι η μέθοδος όπου ένα σημαντικό στοιχείο μιας συγκεκριμένης οικονομικής κατάστασης, όπως οι πωλήσεις, χρησιμοποιείται ως βάση υπολογισμού. Όλα τα άλλα στοιχεία της οικονομικής κατάστασης συγκρίνονται με αυτό το μέγεθος έχοντας ως αποτέλεσμα τα στοιχεία της χρηματοοικονομικής κατάστασης να εκφράζονται ως ποσοστά της βάσης υπολογισμού. Η κάθετη ανάλυση, αποτελεί μέσο ανάλυσης της εσωτερικής δομής των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Το όνομα της ανάλυσης αυτής οφείλεται στο ότι εφαρμόζεται σε οικονομικές καταστάσεις κάθετης παράθεσης και η μελέτη των ποσοστών που εμφανίζονται σ' αυτές γίνεται με κάθετο τρόπο.

#### Οριζόντια ανάλυση

Η οριζόντια ανάλυση είναι η μέθοδος εκείνη που συγκρίνει και αξιολογεί τις μεταβολές διαφόρων στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων και των μεταβολών της

χρηματοοικονομικής θέσης μιας εταιρείας, σε χρονική περίοδο δύο ή παραπάνω ετών. Το όνομα της οριζόντιας ανάλυσης οφείλεται στη μελέτη των οριζόντιων μεταβολών στα στοιχεία των διαδοχικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων ή αλλιώς των συγκριτικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Επομένως, στοιχεία έτους, εξαμήνου τριμήνου ή μήνα, συγκρίνονται με τα αντίστοιχα προηγούμενων χρήσεων προκύπτοντας συμπεράσματα σχετικά με την τάση και το ρυθμό τους διαχρονικά. Οι προϋποθέσεις που οφείλουν οι συγκριτικές καταστάσεις να πληρούν για τη διαχρονική αξιολόγηση των στοιχείων είναι:

- ✓ ομοιόμορφη ταξινόμηση στοιχείων σε όλες τις περιόδους για τις οποίες αναφέρονται,
- ✓ τα προς μελέτη στοιχεία πρέπει να είναι ενταγμένα στις ίδιες επί μέρους ομάδες στοιχείων,
- ✓ τήρηση και ανανέωση σε περίπτωση αλλαγής, των λογιστικών στοιχείων, καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο με βάση τους νομοθετικούς κανόνες.

Σε περίπτωση που οι παραπάνω προϋποθέσεις δεν πληρούνται, οι συγκρίσεις ενδέχεται να δώσουν παραπλανητική εικόνα και να οδηγήσουν σε εσφαλμένα συμπεράσματα.

#### Ανάλυση με αριθμοδείκτες

Μέσω των μεθόδων ανάλυσης που αναπτύχθηκαν, συχνά ακολουθούνται μερικά διαδοχικά στάδια για τη διαδικασία της ανάλυσης και παρουσίασης της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας. Αρχικά, το πρώτο στάδιο είναι εκείνο της στατιστικής ανάλυσης, κατά το οποίο γίνεται η επιλογή του αριθμού των χρήσεων που θα εξεταστούν στην ανάλυση. Συγκεκριμένα, γίνεται η κατανόηση των λογαριασμών του ισολογισμού της εταιρείας και ο έλεγχος ομοιομορφίας του δείγματος, δηλαδή, ότι αποτελείται από συγκρίσιμο υλικό. Επιπλέον, κατά τη φάση της στατιστικής ανάλυσης συμπεριλαμβάνεται και η κατανόηση των αποτελεσμάτων χρήσης.

Εναλλακτικά της στατιστικής ανάλυσης, αν και αποτελεί μέρος αυτής, είναι και η κριτική διερεύνηση μέσω δεικτών, μέθοδος που ακολουθείται και στην παρούσα μεταπτυχιακή εργασία. Η μέθοδος ανάλυσης με αριθμοδείκτες αποτελεί μια από τις πιο αξιόπιστες και δημοφιλής τεχνικές χρηματοοικονομικής αξιολόγησης, καθιστώντας δυνατή τη περιγραφή της σχέσης μεταξύ δύο ή πολλαπλών οικονομικών μεγεθών. Αν και σε επόμενη υποενότητα του παρόντος κεφαλαίου θα γίνει αναλυτική παρουσίαση στη διαδικασία ανάλυσης μέσω αριθμοδεικτών, ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο υπολογισμός και η χρήση αριθμοδεικτών παρέχει ενδεικτικές πληροφορίες της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας. Έτσι, η μελέτη των αριθμοδεικτών πρέπει να γίνεται συνδυαστικά με αποτελέσματα δεικτών ίδιας εταιρείας για

προηγούμενα έτη, συγκριτικά με τιμές εταιρειών στον αντίστοιχο κλάδο δραστηριοποίησης και φυσικά με τις αντίστοιχες νόρμες που έχουν δοθεί.

Με την εφαρμογή των παραπάνω ή αντίστοιχων προσαρμοσμένων μεθόδων κατά περίπτωση εταιρείας και μελέτης, είναι φυσικό επακόλουθο να υπάρξει η εξαγωγή συμπερασμάτων. Για να μπορέσει ο αναλυτής να παρέχει ασφαλή και αξιόπιστα συμπεράσματα, θα πρέπει να υπάρχει και η αντίστοιχη εμπειρία και γνώση πάνω στον κλάδο που δραστηριοποιούνται οι προς μελέτη εταιρείες. Επίσης, η ουσιαστική γνώσης της εγχώριας και παγκόσμιας οικονομίας, βοηθάει στην ευκολότερη αντίληψη των αποτελεσμάτων τα οποία επηρεάζονται από τα δρόμενα. Τέλος, ο χρηματοοικονομικός αναλυτής, οφείλει να συνδυάζει χρηματοοικονομικές και λογιστικές γνώσεις έτσι ώστε να μπορεί να δώσει στο βέλτιστο την ερμηνεία των αποτελεσμάτων, αποφεύγοντας μονομερή προσέγγιση.

Τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία κάθε εταιρείας, δεν δίνουν πάντοτε την ακριβή και πραγματική οικονομικής της κατάσταση καθότι είτε έχουν υποστεί επεξεργασία σχετιζόμενες με φορολογικές διευκολύνσεις, την πιστοληπτική της ικανότητα, γενικές συναλλαγές με το κράτος ή γενικά για στρατηγικούς επιχειρηματικούς της σκοπούς. Η πληροφορία που δίνεται λοιπόν από τα αριθμητικά δεδομένα δεν είναι έτοιμη προς αξιολόγηση ή επεξεργασία. Αντιθέτως, οφείλει να γίνεται συγκριτική της αξιολόγηση με άλλη πηγή ή αντίστοιχης εταιρείας κλάδου.

Συνήθως, οι οικονομικές καταστάσεις είναι οι πηγές παροχής πληροφοριών για τους ενδιαφερόμενους πάσης φύσεως εντός ή εκτός της εταιρείας. Συνεπώς, κάθε ενδιαφερόμενος εξυπηρετεί τη δική του σκοπιμότητα, η οποία πηγάζει μέσα από τα δικά του συμφέροντα. Η εξυπηρέτηση των συμφερόντων όλων των ενδιαφερόμενων ικανοποιείται μέσω της ορθής ερμηνείας των αριθμητικών στοιχείων που θα αντληθούν από τις οικονομικές καταστάσεις. Τις πληροφορίες αυτές για να τις μετατρέψει σε χρήσιμη πληροφορία θα πρέπει να τις επεξεργαστεί με κατάλληλα εργαλεία – τεχνικές όπως αναφέρθηκαν προηγούμενα.

Η πληροφορία λοιπόν που παρέχεται, προϊόν της χρηματοοικονομικής ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων και έχοντας σωστή διαχείριση οδηγεί σε σημαντικά συμπεράσματα που αναφέρονται στην κατάσταση της ρευστότητας της εταιρείας για κάλυψη των ληξιπρόθεσμων οφειλών της, την κατάσταση σταθερότητας της έτσι ώστε να εξασφαλίζει την κάλυψη των μακροχρόνιων υποχρεώσεων της, τα ποσοστά ανάπτυξης της βάση των στρατηγικών ικανοτήτων υψηλότερης ανταγωνιστικότητας που τίθεται από τη διοίκηση και τέλος, την αποδοτικότητα της όσο αφορά την καθαρή της θέση.

## **2.2. Κατηγορίες ενδιαφερόμενων**

Η χρηματοοικονομική ανάλυση αφορά δύο κατηγορίες ενδιαφερομένων, τους εσωτερικούς και τους εξωτερικούς.

Εσωτερικοί ενδιαφερόμενοι είναι εκείνοι που έχουν άμεση σχέση με την επιχείρηση και συνεπώς έχουν στη διάθεσή τους λογιστικά και στατιστικά στοιχεία, κάνοντας έτσι την ανάλυση τους πιο αντικειμενική και αξιόπιστη. Ως εσωτερικοί ενδιαφερόμενοι θα μπορούσα να χαρακτηριστούν οι εσωτερικοί λογιστές, οι διευθύνοντες σύμβουλοι, λοιπά στελέχη των επιχειρήσεων και γενικότερα η ομάδα διοίκησης της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, με την εσωτερική ανάλυση ασχολούνται οι ελεγκτές και οι ορκωτοί λογιστές. Οι μέτοχοι και το υπαλληλικό προσωπικό αποτελούν τρίτα πρόσωπα καθότι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, δεν έχουν άμεση πρόσβαση σε οικονομικά και στατιστικά στοιχεία της εταιρείας.

Σημαντικό στοιχείο της εσωτερικής ανάλυσης είναι η δυνατότητα παροχής στη διοίκηση διεξοδικής ενημέρωσης και απεικόνισης της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας. Συνεπώς τα στελέχη είναι σε θέση να παίρνουν στρατηγικές αποφάσεις οδηγώντας στην υγιή λειτουργία της.

Εξωτερικοί ενδιαφερόμενοι είναι εκείνοι που δεν έχουν άμεση σχέση με την εταιρεία, δηλαδή βρίσκονται εκτός αυτής. Ως εξωτερικοί θεωρούνται οι μέτοχοι, οι πελάτες της εταιρείας, οι προμηθευτές της, επενδυτές, τα τραπεζικά ιδρύματα και δημόσιοι οργανισμοί. Οι εξωτερικοί ενδιαφερόμενοι έχουν πρόσβαση μόνο σε δημοσιευμένα λογιστικά στοιχεία όπως οι ισολογισμοί, τα αποτελέσματα χρήσης και η έκθεση των ορκωτών ελεγκτών. Αυτά τα στοιχεία όμως είναι ανεπαρκή και έτσι ο εξωτερικός ενδιαφερόμενος, θα πρέπει να λάβει πληροφορίες και από άλλες πηγές, συνήθως, από δημοσιεύματα του οικονομικού και πολιτικού τύπου, από δελτία τραπεζών, μελέτες και δημοσιεύσεις επιμελητηρίων, καθώς και την επετηρίδα του χρηματιστηρίου.

## **2.3. Διαδικασία ανάλυσης με αριθμοδείκτες**

Κάθε εταιρεία έχει ως στόχο της την επίτευξη κερδών και καλής αποδοτικότητας μακροχρόνια, καθώς και τη διατήρηση της ρευστότητας της σε ικανοποιητικά επίπεδα, βραχυχρόνια. Αυτές οι δυο αρχές λειτουργίας μίας εταιρείας, απασχολούν ιδιαίτερα τη διοίκηση στην προσπάθειά της για επίτευξη μιας ικανοποιητικής τρέχουσας οικονομικής κατάστασης καθώς και μελλοντικής δραστηριοποίησης.

Η αποδοτικότητα και η ρευστότητα, αν και έχουν μερική συσχέτιση μεταξύ τους, δεν είναι ταυτόσημες. Συγκεκριμένα, η ρευστότητα μακροχρόνια προϋποθέτει την ύπαρξη αποδοτικότητας καθότι χωρίς την ύπαρξη κερδών για μεγάλο χρονικό διάστημα, η εταιρεία δεν μπορεί να βρει πηγές παροχής των αναγκαίων κεφαλαίων για την κάλυψη των υποχρεώσεων της. Σε βραχυπρόθεσμο όμως χρονικό διάστημα, η ρευστότητα και η αποδοτικότητα είναι δύο ανεξάρτητες έννοιες. Για τη μέτρηση αυτών, βοηθούν οι αριθμοδείκτες. Οι αριθμοδείκτες εκφράζουν τις λογικές σχέσεις μεταξύ της διαχείρισης και εκμετάλλευσης της εταιρείας. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες εκφράζουν τη σχέση μεταξύ δύο στοιχείων της ίδιας ή άλλης χρηματοοικονομικής κατάστασης της εταιρείας.

Σκοπός των αριθμοδεικτών είναι ο προσδιορισμός της πραγματικής θέσης της οικονομικής μονάδας στον κλάδο που δραστηριοποιείται. Απομονωμένα κάθε δείκτης δεν ισοδυναμεί με κάποια μεγάλη και ουσιαστικής σημασίας πληροφορία για την εταιρεία, γι' αυτό η μελέτη τους γίνεται διαχρονικά συγκρίνοντας πολλών ετών δεδομένα αλλά και αποτελέσματα άλλων εταιρειών του κλάδου. Βασικό μειονέκτημα της διαχρονικής μελέτης και σύγκρισης είναι η απουσία μέτρου σύγκρισης για τον αναλυτή ως προς τον χαρακτηρισμό των τιμών ενός δείκτη. Μια διαχρονική σύγκριση θεωρείται έγκυρη όταν η εταιρεία έχει υιοθετήσει πιστά τις ίδιες στρατηγικές μεθόδους και μεθόδους διαχείρισης, καθώς και κανόνες σύνταξης των οικονομικών της στοιχείων σε όλη την έκταση της προς ανάλυση χρονικής περιόδου. Επιπλέον, ο ρυθμός πληθωρισμού οφείλει να είναι χαμηλός, ειδάλλως πρέπει να πραγματοποιηθεί αποπληθωρισμός στα λογιστικά μεγέθη ή να ληφθούν υπόψιν οι όποιες επιδράσεις τους.

Η αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας μέσω σύγκρισης των τιμών στους αριθμοδείκτες των εταιρειών του κλάδου δραστηριοποίησης για το ίδιο αντίστοιχο χρονικό διάστημα, αποτελεί έναν από τους πιο παραγωγικούς και στρατηγικά σωστούς τρόπους αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, οι τιμές των δεικτών στον ίδιο κλάδο αποτελούν σημαντικά πρότυπα, καθότι κάθε κλάδος έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τα οποία επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας. Η σύγκριση μεταξύ των εταιρειών ίδιου κλάδου για να θεωρείται έγκυρη οφείλει:

- ✓ Όλες οι προς σύγκριση εταιρείες να εφαρμόζουν ίδιες μεθόδους, κανόνες και αρχές σύνταξης οικονομικών καταστάσεων για την ύπαρξη ομοιομορφίας δεδομένων και δυνατότητας συγκρισιμότητας.

- ✓ Ο κλάδος να αποτελείται από συγκρινόμενες μεταξύ τους εταιρείες (ως προς το μέγεθος, χαρακτηριστικά).

Η διαχρονική σύγκριση των αριθμοδεικτών βοηθάει στον εντοπισμό των αδύναμων και δυνατών χαρακτηριστικών της εταιρείας διαχρονικά. Αν οι πιο πρόσφατες τιμές των δεικτών είναι οκνηροί ως προς τις διεθνείς νόρμες και ανταγωνιστικές εταιρείες του κλάδου, οφείλει η εταιρεία να προβεί σε διορθωτικές ενέργειες προς αποφυγή αρνητικών οικονομικών επιπτώσεων.

#### **2.4. Κατηγορίες αριθμοδεικτών και ερμηνεία**

Οι αριθμοδείκτες, ανάλογα με το τι ο αναλυτής θέλει να μελετήσει και από που προέρχονται τα δεδομένα υπολογισμού, διαχωρίζονται σε ισολογισμού, κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, κατάστασης διάθεσης αποτελεσμάτων και μικτοί αριθμοδείκτες. Οι αριθμοδείκτες χωρίζονται στις παρακάτω τρεις (3) βασικές κατηγορίες, ανάλογα με τις διαφορετικές πτυχές της οικονομικής κατάστασης και δραστηριότητας της εταιρείας,

- ✓ Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας
- ✓ Αριθμοδείκτες επίδοσης διαχείρισης
- ✓ Αριθμοδείκτες φερεγγυότητας

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας δείχνουν την αποδοτικότητα της εταιρείας (απόδοση ιδίων και ξένων κεφαλαίων), τη δυναμική των κερδών της καθώς και την αποτελεσματικότητα της διοίκησης, όπως αυτή εμφανίζεται από την απόδοση των πωλήσεων και των επενδύσεων. Δείχνει δηλαδή την ικανότητα της εταιρείας να δημιουργεί έσοδα και να ικανοποιεί τους διάφορους συμμετέχοντες στη δραστηριότητά της.

Οι αριθμοδείκτες επίδοσης διαχείρισης δείχνουν τόσο τη διαχείριση όσο και τη δομή των περιουσιακών στοιχείων, του ενεργητικού και του παθητικού, την πολιτική που ακολουθεί η εταιρεία στις πιστώσεις, τη διαχείριση των αποθεμάτων, καθώς και τη διαχείριση των εξόδων της εταιρείας.

Οι αριθμοδείκτες φερεγγυότητας παρουσιάζουν το βαθμό στον οποίο η εταιρεία μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, το βαθμό που μπορεί να δανειστεί ξένα κεφάλαια, και τη ρευστότητά της. Αποτελεί το χρηματοοικονομικό κεφάλαιο της επιχείρησης σε σχέση με το βιομηχανικό – οικονομικό κεφάλαιο που αφορά το ενεργητικό.

Παρακάτω παρουσιάζονται ενδεικτικά οι αριθμοδείκτες και οι υπολογισμοί τους, που ανήκουν στις τρεις βασικές κατηγορίες που αναφέρθηκαν,



<b>Δείκτες αποδοτικότητας</b>	μικτό περιθώριο κέρδους =	Πωλήσεις -Κόστος Πωλ. Πωλήσεις
	καθαρό περιθ. κέρδους =	κέρδη Μ.Φ. Πωλήσεις
	χρηματ/κή αποδοτικότητα =	Καθαρά Κέρδη Μ.Φ. ΙΚ
	βιομηχ. αποδοτικότητα =	Κέρδη Π.Φ.&τόκων Σύνολο Ενεργητικού
	δείκτης κυκλοφ. Ενεργ/κού =	Πωλήσεις Σύνολο Ενεργητικού
	δείκτης κυκλοφ. ΙΚ =	Πωλήσεις ΙΚ
	δείκτης κυκλοφ. Υποχρ/ων =	Πωλήσεις Υποχρεώσεις
<b>Δείκτης Επίδοσης Διαχείρισης</b>	μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων =	απαιτήσεις * 365 ετήσιες πιστωτικές πωλήσεις
	δείκτης κυκλοφορίας αποθεμάτων =	κόστος πωλήσεων μέσο επίπεδο αποθεμάτων
	δείκτης σημασίας χρημ/κών εξόδων =	χρημ/κά έξοδα πωλήσεις
	μέση περίοδος εξόφλησης πληρωτέων λογ/μών =	πληρωτέοι λογ/μοί * 365 αγορές πρώτων & βοηθητικών υλών
	βασικό διάστημα βιωσιμότητας =	Συνολικά Στοιχεία Εξασφ. Βιωσιμ. επόμενα ημερήσια έξοδα λειτουργία
	δείκτης σημασίας γενικών & διοικητικών εξόδων =	γενικά & διοικητικά έξοδα πωλήσεις
	δείκτης σημασίας εξόδων λειτουργίας διάθεσης =	έξοδα λειτουργίας διάθεσης πωλήσεις
	<b>Δείκτες Φερεγγυότητας</b>	δείκτης συνολικής ικανότητας δανεισμού =
δείκτης μακροπροθ. Ικανότητας δανεισμού =		ΙΚ ΙΚ + Μακρ. Υπ.
δείκτης γενικής ρευστότητας =		Κυκλοφορούν Ενεργητικό Βραχ. Υποχρ.
δείκτης άμεσης ρευστότητας =		Κυκλ.Ενεργ. - Αποθέματα Βραχ. Υποχρ.
δείκτης κάλυψης ΑΚΚ από διαρκή Κεφάλαια =		ΚΚ ΑΚΚ
δείκτης ικανότητας αποπλ. Υποχρ. =		Σύνολο Υποχρεώσεων Περιθ. Αυτοχρημ/σης
δείκτης ΚΚ =		Διαρκή Κεφάλαια Καθαρό Πάγιο Ενεργητικό

Πίνακας 1. Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες αξιολόγησης εταιρειών

Στον παρακάτω πίνακα, παρουσιάζονται οι δείκτες οι οποίοι επιλέχθηκαν για την χρηματοοικονομική αξιολόγηση στην παρούσα μεταπτυχιακή εργασία, συνεπώς γίνεται η παρουσίαση και ερμηνεία των δεικτών αυτών, και όχι όλου του συνόλου των δεικτών του Πίνακα 1.

Δείκτες Αποδοτικότητας	καθαρό περιθ. κέρδους =	καθαρά κέρδη προ φόρων
		Πωλήσεις
	χρηματ/κή αποδοτικότητα =	Καθαρά Κέρδη Μ.Φ.
		ΙΚ
	βιομηχ. αποδοτικότητα =	Κέρδη Π.Φ.&τόκων
	Σύνολο Ενεργητικού	
δείκτης κυκλοφ. Ενεργ/κού =		Πωλήσεις
		Σύνολο Ενεργητικού
δείκτης εσόδων ανά εργαζόμενο =		Πωλήσεις
		αριθμός full-time μισθωτών
Δείκτες Επίδοσης Διαχείρισης	δείκτης επιβάρυνσης λειτουργικών εξόδων	Σύνολο λειτουργικών Εξόδων
		Πωλήσεις
Δείκτες Φερεγγυότητας	δείκτης συνολικής ικανότητας δανεισμού	Σύνολο υποχρεώσεων
		Σύνολο ενεργητικού
	δείκτης ταμειακής ρευστότητας =	ταμειακά διαθέσιμα
		Σύνολο Βραχ/μων Υποχρεώσεων

*Πίνακας 2. Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες αξιολόγησης εταιρειών παρούσας εργασίας*

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους (εκφράζεται σε %) δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που πετυχαίνει η εταιρεία από τις πωλήσεις της, δηλαδή, είναι το καθαρό ποσοστό κέρδους με το οποίο λειτουργεί η επιχείρηση. Ο αριθμοδείκτης υπολογίζεται διαιρώντας τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μιας οικονομικής περιόδου με το σύνολο των καθαρών πωλήσεων της ίδιας περιόδου που μελετάται. Ως καθαρά λειτουργικά κέρδη δεν συνυπολογίζονται τυχόν μη λειτουργικά έσοδα και κέρδη, όπως εκείνα προσωρινών επενδύσεων και αντίστοιχα, τα μη λειτουργικά έξοδα και ζημίες όπως ζημίες πυρκαγιών κτλ. Συνεπώς, καθότι τα συγκεκριμένα στοιχεία ενδέχεται να επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό το αποτέλεσμα, ο τύπος υπολογισμού που χρησιμοποιείται και παρουσιάζεται και στον Πίνακα 2. είναι με τη χρήση των καθαρών κερδών προ φόρων. Όσο μεγαλύτερη η τιμή του δείκτη,

τόσο πιο κερδοφόρα η επιχείρηση, δείχνοντας έτσι το κέρδος που μερίζεται στους ιδιοκτήτες (μετόχους), προσελκύοντάς τους να επενδύουν περισσότερο στην επιχείρηση.

Ο αριθμοδείκτης *χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας* (εκφράζεται σε %) δείχνει την απόδοση που έχουν τα κεφάλαια που οι μέτοχοι επένδυσαν στην επιχείρηση. Ο αριθμοδείκτης υπολογίζεται διαιρώντας τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους προς το σύνολο των ίδιων κεφαλαίων. Παρουσιάζει λοιπόν το βαθμό στον οποίο τα διοικητικά στελέχη μετατρέπουν τις επενδύσεις των μετόχων σε περιουσιακά στοιχεία αποφέροντας κέρδη. Ο δείκτης μπορεί να έχει θετική ή αρνητική τιμή, όμως η αρνητική τιμή δυσαρεστεί τους επενδυτές έχοντας ως πιθανό αποτέλεσμα την αποχώρησή τους. Σύμφωνα με τις διεθνείς νόρμες, μια τιμή του δείκτη 20% είναι ικανοποιητική, μέτρια θεωρείται μεταξύ 10-20% και για τιμή μικρότερη του 10% μη ικανοποιητική.

Ο αριθμοδείκτης *βιομηχανικής αποδοτικότητας* (εκφράζεται σε %) δείχνει αν μια επιχείρηση έχει βιώσιμη δραστηριότητα. Ο αριθμοδείκτης υπολογίζεται διαιρώντας τα καθαρά κέρδη προ φόρων προς το σύνολο του ενεργητικού. Συγκεκριμένα, μετράει τα κέρδη της εταιρείας πριν τους φόρους και την ικανοποίηση αυτών που συνεισφέρουν στην περιουσία αυτής. Σε γενικές γραμμές, ο δείκτης δείχνει αν οι υπηρεσίες της εταιρείας ή το προϊόν της, είναι ανταγωνιστικά. Σύμφωνα με τις διεθνείς νόρμες, μια τιμή του δείκτη 20% είναι ικανοποιητική, μέτρια θεωρείται μεταξύ 5-20% και για τιμή μικρότερη του 5% μη ικανοποιητική.

Ο αριθμοδείκτης *κυκλοφορίας ενεργητικού* (εκφράζεται σε φορές) δείχνει αν υπάρχει ή όχι υπερεπένδυση των κεφαλαίων στην εταιρεία, σε σχέση πάντα με το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιούνται. Δείχνει ουσιαστικά πόσο συχνά χρησιμοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας για τη δημιουργία εσόδων. Ο αριθμοδείκτης υπολογίζεται διαιρώντας τις πωλήσεις προς το σύνολο του ενεργητικού. Μια υψηλή τιμή του αριθμοδείκτη, δηλώνει ότι, η επιχείρηση προβαίνει σε εντατική αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της, ενώ μια χαμηλή τιμή, δείχνει πως η εταιρεία όχι μόνο δεν χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία για επίτευξη εσόδων, αλλά επενδύει πολλά περισσότερα κεφάλαια στα στοιχεία ενεργητικού απ' ό,τι χρειάζεται με πιθανά αρνητικά μελλοντικά αποτελέσματα για την οικονομική υγεία της. Η νόρμα του δείκτη πρέπει να είναι μεγαλύτερη της μονάδας.

Ο αριθμοδείκτης *έσοδα ανά εργαζόμενο* υπολογίζονται ως τα συνολικά έσοδα μιας εταιρείας διαιρούμενα με τον τρέχοντα αριθμό των εργαζομένων της. Είναι ένας σημαντικός δείκτης που μετρά κατά προσέγγιση πόσα χρήματα παράγει κάθε εργαζόμενος για την εταιρεία. Ιδανικά,

μια εταιρεία επιθυμεί την υψηλότερη δυνατή αναλογία εσόδων ανά εργαζόμενο, διότι μια υψηλότερη αναλογία υποδηλώνει μεγαλύτερη παραγωγικότητα, η οποία συχνά μεταφράζεται σε περισσότερα κέρδη για την εταιρεία. Άλλοι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την αναλογία εσόδων ανά εργαζόμενο περιλαμβάνουν τον κύκλο εργασιών των εργαζομένων και την ηλικία της εταιρείας

Ο αριθμοδείκτης *επιβάρυνσης λειτουργικών εξόδων* δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τα λειτουργικά της έξοδα. Υπολογίζεται διαιρώντας το σύνολο των λειτουργικών εξόδων με τις πωλήσεις. Μια τιμή μικρότερη της μονάδας αποτελεί επιθυμητό αποτέλεσμα του δείκτη, δηλώνοντας ότι οι πωλήσεις της εταιρείας υπερτερούν των λειτουργικών της εξόδων.

Ο αριθμοδείκτης *συνολικής ικανότητας δανεισμού* (εκφράζεται σε %) δείχνει το βαθμό που τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας καλύπτονται από τα δανειακά κεφάλαια. Ουσιαστικά, υπολογίζεται ο βαθμός εξασφάλισης που δίνει η εταιρεία στους πιστωτές της σε περιουσιακά στοιχεία. Οι πιστωτές επιθυμούν μικρή τιμή του δείκτη καθώς αυτό ισοδυναμεί σε μικρότερο κίνδυνο, ρίσκο δηλαδή, όταν τη χρηματοδοτήσουν. Υπολογίζεται διαιρώντας το σύνολο των υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού και με βάση τις διεθνείς νόρμες, τιμή μεταξύ 67-80% είναι μέτρια, μεγαλύτερη του 80% δεν είναι καλή ένδειξη καθώς δηλώνει επιχείρηση υπό πτώχευση (πολλές υποχρεώσεις).

Ο αριθμοδείκτης *ταμειακής ρευστότητας* δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλήσει τις πιθανές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα περιουσιακά της στοιχεία. Δείχνει δηλαδή, πόσες φορές τα περιουσιακά της στοιχεία καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Επιπλέον, με τη χρήση αυτού του δείκτη, μπορούμε να κατανοήσουμε αν οι εισπράξεις και οι πληρωμές πραγματοποιούνται με ομαλό τρόπο. Υπολογίζεται διαιρώντας τα ταμειακά διαθέσιμα προς το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Επιθυμητές τιμές του δείκτη είναι  $\geq 0.5$ . Μια τιμή πολύ μεγαλύτερη από 0.5 υποδεικνύει καλή ρευστότητα και χαμηλό κίνδυνο μη κάλυψης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, ενώ το αντίθετο συμβαίνει όταν η τιμή είναι κάτω από το 0.5.

## Κεφάλαιο 3. Έρευνα

### 3.1. Τα δεδομένα

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται οι εταιρείες για τις οποίες λήφθηκαν τα δεδομένα και εξετάστηκαν στην ανάλυση. Αποτελούν εταιρείες οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και υιοθετούν μοντέλα ESG.

Lamda Development SA	Viohalco SA	Public Power Corporation SA
Greek Organisation of Football Prognostics SA	Aegean Airlines SA	Gr Sarantis SA
Motor Oil Hellas Corinth Refineries SA	Jumbo SA	Terna Energy SA
HELLENiQ ENERGY Holdings SA	Piraeus Port Authority SA	Ellaktor SA
Hellenic Exchanges Athens Stock Exchange SA	MIG Holdings SA	GEK TERNA Holdings Real Estate Construction SA
Athens Water Supply and Sewerage Company SA	Mytilineos SA	Coca Cola HBC AG
Hellenic Telecommunications Organization SA	Intracom Holdings SA	Titan Cement International SA

*Πίνακας 3. Εταιρείες δείγματος*

Στην παρούσα εργασία μελετήθηκαν 10 μεταβλητές για το σύνολο επιδόσεων ESG κριτηρίων, και υπολογίστηκαν και οχτώ σημαντικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες, αποσκοπώντας στην χρηματοοικονομική αξιολόγηση και επίδοση ESG των 20 εταιρειών μελέτης. Τα δεδομένα τετραετίας (2018-2022) αντλήθηκαν από δύο διαφορετικούς οίκους αξιολόγησης κριτηρίων ESG. Συγκεκριμένα, η πλειοψηφία των δεδομένων και η ανάλυση της μελέτης, βασίζεται σε πληροφορίες οι οποίες πάρθηκαν από τον οίκο Refinitiv<sup>13</sup> και συμπληρωματικά, μικρό μέρος πληροφοριών λήφθηκε και από τον οίκο S&P<sup>14</sup>.

Αναλυτικά, στον οίκο Refinitiv ανήκουν οι έξι μεταβλητές επιδόσεων στις διαστάσεις του περιβάλλοντος (E), της κοινωνίας (S), της εταιρικής διακυβέρνηση (G), καθώς και η ολική βαθμολογία ESG, η αξιολόγηση των επιχειρήσεων σε αρνητικά στοιχεία ESG (controversies) και η βαθμολογία που συνδυάζει τις επιδόσεις ESG και τα αρνητικά στοιχεία (combined). Από την ίδια βάση αντλήθηκαν και όλα τα λογιστικά δεδομένα ισολογισμών για κάθε υπό μελέτη

<sup>13</sup> Πηγή: [Refinitiv ESG company scores](#)

<sup>14</sup> Πηγή: [S&P Global ESG Scores](#)

εταιρεία. Στον οίκο S&P ανήκουν τέσσερις μεταβλητές επιδόσεων E, S, G, ESG SCORE των οποίων ρόλος στην μελέτη είναι συμπληρωματικός.

Οι οίκοι αξιολόγησης έγιναν ιδιαίτερα γνωστοί στην Ελλάδα για τη συνεισφορά τους στην ελληνική κρίση. Συγκεκριμένα, είναι ιδιωτικές εταιρείες οι οποίες παρέχουν μοντέλα αξιολόγησης ομολόγων, επιχειρήσεων και κρατών. Οι S&P, Moody's και Fitch Ratings είναι οι μεγαλύτεροι οίκοι, κατέχοντας το 95% της παγκόσμιας αγοράς. Οι αξιολογήσεις που παρέχουν φανερώνουν ότι όσο πιο υψηλή η βαθμολογία τόσο πιο ασφαλής θεωρείται η επένδυση με αυξημένη την προσέλκυση επενδυτών.

Ενδεικτικές πληροφορίες για τους οίκους αξιολόγησης της εργασίας αναφέρονται παρακάτω,


### Refinitiv

Οι βαθμολογίες ESG της Refinitiv έχουν σχεδιαστεί για να μετρούν με διαφάνεια και αντικειμενικότητα τις σχετικές επιδόσεις, τη δέσμευση και την αποτελεσματικότητα μιας εταιρείας στον τομέα των ESG σε 10 βασικά θέματα (εκπομπές, περιβαλλοντική καινοτομία προϊόντων, ανθρώπινα δικαιώματα, εταιρικές λειτουργίες, κ.λπ.) με βάση δημόσια αναφερόμενα δεδομένα. Οι βαθμολογίες ESG της Refinitiv αντικατοπτρίζουν το υποκείμενο πλαίσιο δεδομένων ESG και αποτελούν μια διαφανή, βασισμένη στα δεδομένα αξιολόγηση των σχετικών επιδόσεων και ικανοτήτων των εταιρειών στον τομέα των ESG, ενσωματώνοντας και λαμβάνοντας υπόψη την ουσιαστική λειτουργία και σκοπό του κλάδου δραστηριοποίησης.

Η βαθμολογία ESG της Refinitiv μετρά τις επιδόσεις της εταιρείας σε θέματα ESG με βάση επαληθεύσιμα στοιχεία που έχουν αναφερθεί στο δημόσιο τομέα. Καταγράφει και υπολογίζει πάνω από 630 μέτρα ESG σε επίπεδο εταιρείας, εκ των οποίων ένα υποσύνολο 186 από τα πιο συγκρίσιμα και ουσιώδη ανά κλάδο επίπεδα, τροφοδοτεί τη συνολική διαδικασία αξιολόγησης και βαθμολόγησης της εταιρείας. Τα υποκείμενα μέτρα βασίζονται σε εκτιμήσεις σχετικά με τη συγκρισιμότητα, το αντίκτυπο, τη διαθεσιμότητα δεδομένων και τη συνάφεια με τον κλάδο η οποία ποικίλει σε κάθε ομάδα κλάδου.

Αυτά ομαδοποιούνται σε 10 κατηγορίες που διαμορφώνουν τις βαθμολογίες των τριών πυλώνων και την τελική βαθμολογία ESG, η οποία αντικατοπτρίζει τις επιδόσεις, τη δέσμευση και την αποτελεσματικότητα της εταιρείας σε θέματα ESG με βάση τις δημοσίως αναφερόμενες πληροφορίες. Η βαθμολόγηση γίνεται με βάση την εκατοστιαία κατάταξη για τον υπολογισμό των επιμέρους βαθμολογιών και δεν είναι ευαίσθητη στις ακραίες τιμές σε

τυχόν αναλύσεις (τόσο λοιπόν το 0 όσο και το 100 οφείλουν να συμμετέχουν). Η μεθοδολογία βαθμολόγησης λαμβάνει υπόψη τρεις βασικούς παράγοντες. Αρχικά, πόσες εταιρείες είναι χειρότερες από την τρέχουσα, πόσες εταιρείες έχουν την ίδια τιμή και τέλος πόσες εταιρείες δεν έχουν καθόλου τιμή. Οι βαθμολογίες των κατηγοριών συγκεντρώνονται σε τρεις πυλώνες - περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση. Η βαθμολογία του πυλώνα ESG Score είναι ένα σχετικό άθροισμα των βαρών των κατηγοριών που ποικίλουν ανά κλάδο για τις κατηγορίες "Περιβάλλον" και "Κοινωνία". Για τη "Διακυβέρνηση", τα βάρη παραμένουν τα ίδια για όλους τους κλάδους.

ESG Score	Grade	Περιγραφή	
$0,0 \leq \text{score} \leq 0,0833$	D-	Η βαθμολογία "D" υποδηλώνει χαμηλές σχετικές επιδόσεις ESG και ανεπαρκή βαθμό διαφάνειας όσον αφορά τη δημοσιοποίηση σημαντικών δεδομένων ESG.	ESG Laggards  ESG Leaders
$0,0833 < \text{score} \leq 0,166$	D-		
$0,166 < \text{score} \leq 0,2500$	D+		
$0,250 < \text{score} \leq 0,3333$	C-	Η βαθμολογία "C" υποδηλώνει ικανοποιητικές σχετικές επιδόσεις ESG και μέτριο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δεδομένων δημοσίως.	
$0,333 < \text{score} \leq 0,4166$	C		
$0,4166 < \text{score} \leq 0,5000$	C+		
$0,500 < \text{score} \leq 0,5833$	B-	Η βαθμολογία "B" υποδηλώνει καλές σχετικές επιδόσεις σε θέματα ESG και πάνω από το μέσο όρο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δεδομένων	
$0,5833 < \text{score} \leq 0,6666$	B		
$0,6666 < \text{score} \leq 0,7500$	B+		
$0,7500 < \text{score} \leq 0,8333$	A-	Η βαθμολογία "A" υποδηλώνει εξαιρετική σχετική επίδοση ESG και υψηλή βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών δεδομένων ESG στο κοινό	
$0,8333 < \text{score} \leq 0,9166$	A		
$0,9166 < \text{score} \leq 1,0$	A+		

*Πίνακας 4. Ερμηνεία βαθμολογίας ESG οίκου Refinitiv*

Η Refinitiv παρέχει δύο συνολικές βαθμολογίες ESG, την ESG Score, η οποία μετρά τις επιδόσεις της εταιρείας σε θέματα ESG με βάση επαληθεύσιμα δημοσιευμένα δεδομένα και την ESGC (ESG Combined), η οποία συνδυάζει τη βαθμολογία ESG με την ESG Controversies, παρέχοντας μια ολοκληρωμένη αξιολόγηση της εταιρείας για το αντίκτυπο και τη συμπεριφορά της σε σχέση με τη βιωσιμότητα, διαχρονικά.

Η βαθμολογία ESGC παρέχει μια ολοκληρωμένη βαθμολόγηση των επιδόσεων της εταιρείας σε θέματα ESG, με βάση τις αναφερόμενες πληροφορίες που αφορούν τους πυλώνες ESG και διαφόρων άλλων ESG πληροφοριών που συλλέχθηκαν από παγκόσμιες πηγές μέσω ενημέρωσης. Ο κύριος στόχος της βαθμολογίας είναι να παρέχει την πλήρη εικόνα επιδόσεων ESG μιας εταιρείας, έχοντας λάβει υπόψιν τόσο τη βαθμολογία επιδόσεων ESG Score όσο και τα αρνητικά γεγονότα που διαδόθηκαν μέσω των μέσων ενημέρωσης. Συνδυάζει λοιπόν το ESG Score με το ESG Controversies στη συνολική βαθμολογία ESGC. Όταν οι εταιρείες έχουν ESG Controversies, εμπλέκονται λοιπόν σε αντιπαραθέσεις στον τομέα των ESG, τότε η συνολική βαθμολογία ESGC προκύπτει ως ο σταθμισμένος μέσος όρος των βαθμολογιών ESG

και της βαθμολογίας ESG Controversies ανά φορολογική περίοδο, με τις πρόσφατες διαφωνίες να αντικατοπτρίζονται στην τελευταία ολοκληρωμένη περίοδο. Όταν οι εταιρείες δεν εμπλέκονται σε διαφωνίες και αντιπαραθέσεις, άρα δεν υπάρχει ESG Controversies (τιμή 100, όσο έχουν διαφωνίες και σκάνδαλα, μειώνεται το σκορ), η βαθμολογία ESGC είναι ίση με τη βαθμολογία ESG Score.

Κατά τη διάρκεια του έτους, εάν προκύψει κάποιο σκάνδαλο, η εμπλεκόμενη εταιρεία λαμβάνει μια «ποινή» και αυτό επηρεάζει τη συνολική της ESGC βαθμολογία και τη διαβάθμισή της. Το αντίκτυπο του συμβάντος αυτού μπορεί να εξακολουθεί να φαίνεται και στα επόμενα έτη εάν υπάρχουν νέες εξελίξεις που σχετίζονται με το αρνητικό γεγονός, όπως για παράδειγμα, αγωγές, συνεχιζόμενες νομικές διαμάχες ή πρόστιμα. Όλη αυτή τη χρονική περίοδο που οποιαδήποτε διαμάχη εξελίσσεται, οτιδήποτε νέο υλικό προκύπτει, καταγράφεται. Η βαθμολογία ESG Controversies, επηρεάζεται επίσης και από την αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία, καθώς εταιρείες μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, προσελκύουν μεγαλύτερη προσοχή από τα μέσα ενημέρωσης για σκανδαλοθηρία, απ' ότι εταιρείες μικρότερης κεφαλαιοποίησης.

### S&P

Σε αντίθεση με τα σύνολα δεδομένων ESG που βασίζονται απλώς σε δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες, τα S&P Global ESG Scores ενημερώνονται και αξιολογούνται μέσω της S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA), η οποία συλλέγει και ελέγχει δεδομένα ESG από αξιόπιστες δημόσιες πηγές για κάθε εταιρεία. Επιπλέον, εκτός από την ανάλυση και συλλογή πληροφοριών από τα μέσα ενημέρωσης και των ενδιαφερόμενων μερών, παρέχεται και πρόσβαση σε λεπτομερείς πληροφορίες ESG πριν ακόμα δημοσιευτούν στο ευρύ κοινό.

Η S&P Global αξιολογεί το περιβαλλοντικό αποτύπωμα των εταιρειών αξιολογώντας τέσσερις σημαντικούς παράγοντες. Συγκεκριμένα, αναλύει τις εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου, τη χρήση νερού, τα ποσοστά παραγωγής αποβλήτων και ρύπανσης, καθώς επίσης και το τρόπο και ποσοστό χρήσης γης και βιοποικιλότητας. Η αξιολόγηση ESG της S&P Global Ratings σταθμίζει τους πιθανούς κοινωνικούς και διακυβερνητικούς κινδύνους για να καθορίσει την ικανότητα μιας οντότητας να λειτουργήσει με επιτυχία, μαζί με μια αξιολόγηση ετοιμότητας στην πρόβλεψη και προσαρμογή ποικίλων μακροπρόθεσμων περιβαλλοντικών διαταραχών, καθορίζοντας τελικά τη βαθμολογία ESG.

Οι κοινωνικοί παράγοντες δεν εξαρτώνται μόνο από τον τρόπο με τον οποίο οι καταναλωτές θα κρίνουν τη συμπεριφορά μιας εταιρείας. Τα γεωπολιτικά γεγονότα εμπίπτουν επίσης στην



κοινωνική κατηγορία των επενδύσεων ESG και συγκρούσεις που προκύπτουν με αποτέλεσμα αυτές να μπορούν να εμποδίσουν τις εταιρείες να παράγουν ή να διανέμουν τα προϊόντα τους. Ως παράδειγμα, η S&P Global Ratings θεωρεί ότι οι εταιρείες πετρελαίου και φυσικού αερίου τείνουν να έχουν υψηλή έκθεση σε κοινωνικούς παράγοντες σε όλες τις κατηγορίες ESG (όχι μόνο σε περιβαλλοντικούς παράγοντες), δεδομένης της σοβαρής ζημίας που μπορούν να προκαλέσουν τα ατυχήματα ή οι αλλαγές στην κυβερνητική πολιτική και οι διακρατικές συγκρούσεις στην απόδοση μιας εταιρείας σε διάφορους δείκτες.

Η S&P Global αξιολογεί τις επιδόσεις διακυβέρνησης των εταιρειών αξιολογώντας τέσσερις παράγοντες: τη δομή και εποπτεία, κώδικες και αξίες, διαφάνεια και υποβολή εκθέσεων, όπως επίσης και κίνδυνοι και συστήματα στον κυβερνοχώρο. Οι τιμές επιδόσεων όπως και στη Refinitiv είναι από 0-100 με αντίστοιχης λογικής απόδοσης (με 100 η ηγετική βαθμολογία ESG). Στην παρούσα εργασία, λόγω του ότι τα δεδομένα από τον οίκο S&P είναι περιορισμένης διαθεσιμότητας, ο ρόλος τους στην εργασία είναι συμπληρωματικός, χωρίς καθοριστικό ρόλο αποτελέσματος.

### **3.2. Περιγραφικά Στατιστικά**

Έπειτα από τη συλλογή των δεδομένων, το διαχωρισμό τους ανά εταιρεία για τις αντίστοιχες διαθέσιμες χρονικές περιόδους, υπολογίστηκαν τα περιγραφικά στατιστικά κάθε μιας μεταβλητής. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι, η στατιστική παρουσίαση συσχέτισης και επιρροής των ESG επιδόσεων στη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών. Στόχος της επεξεργασίας αυτής είναι η παρουσίαση των περιγραφικών στατιστικών για ανάπτυξη σχολιασμών και παρουσίασης των μεταβλητών αναλυτικά, τόσο για αυτές που αναφέρονται στις επιδόσεις ESG όσο και για τιμές των αριθμοδεικτών.

Μέσω των περιγραφικών στατιστικών στο δείγμα των αριθμοδεικτών, παρατηρείται το σύνολο του δείγματος, για κάθε δείκτη πως αποδίδει με βάση την αντίστοιχη νόρμα που έχει οριστεί. Αντίστοιχα, για το δείγμα των εταιρειών που υπολογίστηκαν οι δείκτες, μέσω των περιγραφικών στατιστικών συμπεραίνεται ποιες από αυτές χρησιμοποιούν μοντέλα ESG. Τα περιγραφικά στατιστικά βοηθούν στον σκοπό της μελέτης όπως έχει οριστεί παραπάνω, χωρίς όμως να αποτελούν ισχυρό κριτήριο για πλήρη αιτιολόγηση συσχέτισης, αλλά μια ένδειξη.

*Αποτελέσματα μελέτης επιδόσεων ESG*

<i>Refinitiv</i>	μέση τιμή	τυπική απόκλιση	min	max	1ο τεταρτημόριο	3ο τεταρτημόριο
<b>pillar E</b>	49,41	26,36	0,00	90,81	26,23	71,47
<b>pillar S</b>	60,52	22,03	9,97	96,80	45,23	76,67
<b>pillar G</b>	52,06	20,03	9,75	95,98	36,61	67,58
<b>ESG Score</b>	55,59	19,38	8,80	91,15	43,79	70,89
<b>Controversies</b>	96,29	15,71	10,61	100,00	100,00	100,00
<b>Combined</b>	55,59	19,38	8,80	91,15	43,79	70,89

*Πίνακας 5. Περιγραφικά Στατιστικά ESG βάσης Refinitiv*

<i>S&amp;P</i>	μέση τιμή	τυπική απόκλιση	min	max	1ο τεταρτημόριο	3ο τεταρτημόριο
<b>E</b>	45,77	24,23	8,00	96,00	26,50	65,50
<b>S</b>	41,62	21,55	10,00	96,00	27,00	49,50
<b>G</b>	38,92	20,09	15,00	90,00	24,00	48,50
<b>ESG SCORE</b>	32,46	22,29	2,00	94,00	17,00	42,00

*Πίνακας 6. Περιγραφικά Στατιστικά ESG βάσης S&P*

Το δείγμα των εταιρειών που μελετάται θα χαρακτηριστεί ως προς την επίδοση του στα μοντέλα ESG με βάση τα κριτήρια από τον οίκο Refinitiv, λαμβάνοντας υπόψη τη μέση τιμή κάθε μεταβλητής, το ελάχιστο, το μέγιστο καθώς επίσης και τα τεταρτημόρια για παρατήρηση κατανομής τιμών του δείγματος. Αντίστοιχα, για τις τιμές των δεικτών, οι σχολιασμοί για την απόδοση των εταιρειών του δείγματος, θα βασιστούν στα ίδια μεγέθη.

Παρατηρείται από τον Πίνακα 5 ότι από το σύνολο των εταιρειών προς μελέτη, η μέση επίδοση τους στον πυλώνα «Περιβάλλον – Ε» εμφανίζει σκορ 49,41 περίπου, με τυπική απόκλιση 26,36 περίπου, δηλαδή, κατηγορία C η οποία υποδηλώνει ικανοποιητικές σχετικές επιδόσεις E και μέτριο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δημοσίως. Συμπληρωματικά, το 25% των εταιρειών, προσεγγιστικά έχουν επιδόσεις στον «πυλώνα E» κάτω από 26,23, ενώ το 75%, προσεγγιστικά εμφανίζουν σκορ στον «πυλώνα E» έως και 71,47, δηλαδή, πολύ καλή σχετική επίδοση και διαφάνεια αναφοράς σχετικών επιδόσεων ESG. Αντίστοιχα με τη Refinitiv, όπως προαναφέρθηκε υπάρχει και ένα μικρό δείγμα από τον οίκο S&P για συμπληρωματική χρήση. Προτού σχολιαστούν τα αποτελέσματα για τον οίκο S&P, ενδέχεται να υπάρχουν μικρές διαφορές στα αποτελέσματα αξιολόγησης μεταξύ των δύο οίκων, τόσο λόγω έλλειψης δεδομένων για το πλήθος των εταιρειών από την S&P όσο και των μικρών διαφορετικών μεθόδων αξιολόγησης που ακολουθεί κάθε οίκος. Στον οίκο S&P, παρουσιάζεται ότι, η μέση επίδοση (Πίνακα 6) τους στον «πυλώνα E» εμφανίζει σκορ 45,77

περίπου με τυπική απόκλιση 24,23 περίπου, δηλαδή, ικανοποιητικές σχετικές επιδόσεις E και μέτριο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δεδομένων δημοσίως. Επιπλέον, παρόμοια με τα δεδομένα της Refinitiv, το 25% των εταιρειών, προσεγγιστικά έχουν επιδόσεις στον πυλώνα E κάτω από 26,5, ενώ το 75%, προσεγγιστικά εμφανίζουν σκορ στον πυλώνα E έως και 65,5, δηλαδή, πολύ καλή σχετική επίδοση και διαφάνεια αναφοράς σχετικών επιδόσεων ESG.

Για τον πυλώνα «Κοινωνία – S», παρατηρείται από τον Πίνακα 5 ότι από το σύνολο των εταιρειών προς μελέτη, η μέση επίδοση τους εμφανίζει σκορ 60,52 περίπου, με τυπική απόκλιση 22,03 περίπου, δηλαδή, κατηγορία B η οποία υποδηλώνει πολύ καλές σχετικές επιδόσεις σε θέματα S και πάνω από το μέσο όρο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δημοσίως. Συμπληρωματικά, το 25% των εταιρειών, προσεγγιστικά έχουν επιδόσεις στον «πυλώνα S» κάτω από 45,23, ενώ το 75%, προσεγγιστικά εμφανίζουν σκορ στον «πυλώνα S» έως και 76,67, δηλαδή, εξαιρετική επίδοση και διαφάνεια αναφοράς σχετικών επιδόσεων ESG. Αντίστοιχα με τη Refinitiv, το δείγμα από τον Οίκο S&P παρουσιάζει μια μέση επίδοση (Πίνακα 6) στον «πυλώνα S» 41,62 περίπου με τυπική απόκλιση 21,55 περίπου, δηλαδή, ικανοποιητικές σχετικές επιδόσεις S και μέτριο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δεδομένων δημοσίως. Επιπλέον, παρόμοια με τα δεδομένα της Refinitiv, το 25% των εταιρειών, προσεγγιστικά έχουν επιδόσεις στον πυλώνα S κάτω από 27, δηλαδή, ικανοποιητικές σχετικές επιδόσεις, ενώ το 75%, προσεγγιστικά εμφανίζουν σκορ στον πυλώνα S έως και 49,5, δηλαδή, καλή σχετική επίδοση και διαφάνεια αναφοράς σχετικών επιδόσεων ESG.

Για τον πυλώνα «Διακυβέρνηση – G», παρατηρείται από τον Πίνακα 5 ότι από το σύνολο των εταιρειών προς μελέτη, η μέση επίδοση τους εμφανίζει σκορ 52,06 περίπου, με τυπική απόκλιση 20,03 περίπου, δηλαδή, κατηγορία B η οποία υποδηλώνει πολύ καλές σχετικές επιδόσεις σε θέματα G και πάνω από το μέσο όρο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δημοσίως. Συμπληρωματικά, το 25% των εταιρειών, προσεγγιστικά έχουν επιδόσεις στον «πυλώνα G» κάτω από 36,61, ενώ το 75%, προσεγγιστικά εμφανίζουν σκορ στον «πυλώνα G» έως και 67,58, δηλαδή, πολύ καλή επίδοση και διαφάνεια αναφοράς σχετικών επιδόσεων ESG. Αντίστοιχα με τη Refinitiv, το δείγμα από τον Οίκο S&P παρουσιάζει μια μέση επίδοση (Πίνακα 6) στον «πυλώνα G» 38,92 περίπου με τυπική απόκλιση 20,09 περίπου, δηλαδή, ικανοποιητικές σχετικές επιδόσεις G και μέτριο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δεδομένων δημοσίως. Επιπλέον, το 25% των εταιρειών, προσεγγιστικά έχουν επιδόσεις στον πυλώνα G κάτω από 24, δηλαδή,

χαμηλές σχετικές επιδόσεις, ενώ το 75%, προσεγγιστικά εμφανίζουν σκορ στον πυλώνα G έως και 48,5, δηλαδή, ικανοποιητική επίδοση και μέτριο βαθμό διαφάνειας αναφοράς σχετικών επιδόσεων ESG.

Για το συνολικό σκορ ESG, παρατηρείται από τον Πίνακα 5 ότι από το σύνολο των εταιρειών προς μελέτη, η μέση επίδοση τους εμφανίζει τιμή 55,59 περίπου, με τυπική απόκλιση 19,38 περίπου, δηλαδή, κατηγορία B η οποία υποδηλώνει πολύ καλές σχετικές επιδόσεις σε θέματα ESG και πάνω από το μέσο όρο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δημοσίως. Συμπληρωματικά, το 25% των εταιρειών, προσεγγιστικά έχουν επιδόσεις ESG κάτω από 43,79, ενώ το 75%, προσεγγιστικά εμφανίζουν επιδόσεις ESG έως και 70,89, δηλαδή, πολύ καλές σχετικές επιδόσεις σε θέματα ESG και πάνω από το μέσο όρο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δεδομένων δημοσίως. Το δείγμα από τον Οίκο S&P παρουσιάζει μια μέση επίδοση (Πίνακα 6) ESG 32,46 περίπου με τυπική απόκλιση 22,29 περίπου, δηλαδή, ικανοποιητικές σχετικές επιδόσεις ESG και μέτριο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δεδομένων δημοσίως. Επιπλέον, το 97,5% έχουν εξαιρετική σχετική επίδοση ESG, δηλαδή, υψηλό βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών δεδομένων ESG στο κοινό. Συμπληρωματικά, το 25% των εταιρειών, προσεγγιστικά έχουν επιδόσεις ESG κάτω από 17, ενώ το 75%, προσεγγιστικά εμφανίζουν σκορ έως και 42, δηλαδή, ικανοποιητική σχετική επίδοση και μέτριο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δεδομένων δημοσίως.

Μεταξύ των δύο οίκων υπήρξαν παρόμοιες επιδόσεις με μικρές αποκλίσεις οι οποίες δικαιολογούνται για την έλλειψη δεδομένων και εταιρειών από αυτή της S&P καθώς επίσης και από τους διαφορετικούς τρόπους αξιολόγησης.

Ο οίκος Refinitiv έχει ακόμα δύο βαθμολογίες, τις ESG Controversies και τη βαθμολογία ESGC. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, στόχος της βαθμολογίας ESGC είναι να παρέχει την πλήρη εικόνα επιδόσεων ESG μιας εταιρείας, έχοντας λάβει υπόψιν τόσο τη βαθμολογία επιδόσεων ESG Score όσο και τα αρνητικά γεγονότα που διαδόθηκαν μέσω των μέσων ενημέρωσης, ESG Controversies. Όταν δεν υπάρχουν ESG Controversies (τιμή ίση με 100) τότε, ESGC ισούται με τη βαθμολογία ESG Score. Παρατηρείται λοιπόν από τον Πίνακα 3 ότι η τιμή ESGC ισούται με τις τιμές ESG Scores, και η επικρατούσα τιμή της ESG Controversies είναι ίση με 100, συνεπώς προσεγγιστικά προκύπτει ότι το πλήθος των προς μελέτη εταιρειών έχουν πολύ καλές σχετικές επιδόσεις σε θέματα ESG και πάνω από το μέσο όρο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δημοσίως, καθώς επίσης δεν

εμπλέκονται και σε διαφωνίες, αντιπαραθέσεις ή παράνομες ενέργειες που να έχουν αρνητικό αντίτυπο στις επιδόσεις ESG.

Εκτός από τα περιγραφικά στατιστικά που παρουσιάστηκαν παραπάνω, παρακάτω ακολουθεί ο Πίνακας 7 στον οποίο απεικονίζεται η διαχρονική τάση των τιμών ESG.

	2018	2019	2020	2021	2022
E pillar	44,657	44,484	48,549	52,880	57,714
S pillar	57,630	56,607	60,213	62,534	67,167
G pillar	48,552	51,423	52,333	54,009	56,419
ESG score	51,838	52,378	55,566	58,098	61,954
Controversies	100	95,972	94,955	96,627	94,338
Combined	51,838	51,558	55,392	57,731	61,066

*Πίνακας 7. Μέσος όρος τιμών ESG Refinitiv*

Παρατηρείται από τον Πίνακα 7 τόσο σε καθένα από τους πυλώνες ESG ξεχωριστά όσο και στα συνολικά score (ESG score και Combined) ότι με την πάροδο του χρόνου υπάρχει βελτίωση των τιμών, γεγονός που δηλώνει ότι οι επιχειρήσεις έχουν αρχίσει να συνυπολογίζουν τα θέματα ESG στις στρατηγικές τους και να ενισχύουν τις αντίστοιχες δράσεις τους. Βέβαια, με την εμφάνιση του COVID, έτος 2020, παρατηρείται ότι οι Controversies ενισχύθηκαν και μειώθηκε κι' άλλο η τιμή της, παρόλα αυτά μπορεί να οφείλεται σε διαδικασίες ή δικαστήρια που καθυστέρησαν να γίνουν ή πήραν παράταση λόγω της εμφάνισης του COVID και συνεπώς επηρεάζουν την εκάστοτε χρονιά.

#### Αποτελέσματα μελέτης χρηματοοικονομικών δεικτών

Στην προκείμενη ενότητα, έχουν επιλεγεί οχτώ αριθμοδείκτες, από κάθε βασική κατηγορία αριθμοδεικτών, δηλαδή, της αποδοτικότητας, της επίδοσης διαχείρισης και της φερεγγυότητας. Για την πληρέστερη ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών επιλέχθηκαν οι εξής αριθμοδείκτες,

- ✓ Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους
- ✓ Δείκτης βιομηχανικής αποδοτικότητας
- ✓ Δείκτης χρηματ/κής αποδοτικότητας
- ✓ Δείκτης κυκλοφορίας ενεργητικού
- ✓ Δείκτης έσοδα ανά εργαζόμενο
- ✓ Δείκτης επιβάρυνσης λειτουργικών εξόδων
- ✓ Δείκτης συνολικής ικανότητας δανεισμού
- ✓ Δείκτης ταμειακής ρευστότητας

<i>Financial Indicators</i>	μέση τιμή	τυπική απόκλιση	min	max	1ο τεταρτημόριο	3ο τεταρτημόριο
<b>Καθαρό Περιθώριο κέρδους</b>	0,0855	0,5135	-3,1024	3,3868	0,0150	0,1989
<b>Βιομηχανική Αποδοτικότητα</b>	0,0460	0,0673	-0,2060	0,2813	0,0075	0,0882
<b>Χρηματ/κή Αποδοτικότητα</b>	0,0448	0,5036	-3,8259	0,7624	0,0236	0,2124
<b>Κυκλοφορίας Ενεργητικού</b>	0,6144	0,5561	0,0057	3,3432	0,2530	0,8544
<b>Έσοδα ανά εργαζόμενο</b>	691.889,87 €	107.303,46 €	4.294,93 €	5.982.324,46 €	157.204,55 €	751.685,30 €
<b>επιβάρυνσης λειτουργικών εξόδων</b>	0,8187	0,4606	-3,1340	1,5081	0,7719	0,9550
<b>Συνολικής Ικανότητας Δανεισμού</b>	0,6511	0,1713	0,2229	0,9913	0,5369	0,7541
<b>Ταμειακή Ρευστότητα</b>	1,1182	1,7491	0,0708	13,1338	0,3288	1,0550

*Πίνακας 8. Περιγραφικά Στατιστικά Χρηματοοικονομικών Δεικτών*

Ο αριθμοδείκτης *καθαρού περιθωρίου κέρδους* δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που πετυχαίνει η εταιρεία από τις πωλήσεις της, δηλαδή, είναι το καθαρό ποσοστό κέρδους με το οποίο λειτουργεί η επιχείρηση. Η μέση τιμή του πλήθους των εταιρειών που μελετώνται κυμαίνεται περίπου στο 8,5%.

Ο αριθμοδείκτης *χρηματοοικονομική αποδοτικότητα* δείχνει την απόδοση που έχουν τα κεφάλαια που οι μέτοχοι επένδυσαν στην επιχείρηση. Η μέση τιμή του πλήθους των εταιρειών δίνει τιμή περίπου 4,5%, γεγονός που δηλώνει μη ικανοποιητική μετατροπή των μετοχών σε περιουσιακά στοιχεία. Η χαμηλή τιμή πιθανόν να οφείλεται στη διαφορετικότητα των κλάδων των εταιρειών, συνεπώς καλύτερο μέγεθος για τη προσεγγιστική αξιολόγηση της τιμής του δείκτη στο σύνολο του δείγματος είναι του τεταρτημόριου, όπου το 75% των εταιρειών έχουν τιμή δείκτη περίπου έως και 21%, γεγονός ικανοποιητικό για την απόδοση τους.

Ο αριθμοδείκτης *βιομηχανικής αποδοτικότητας* δείχνει αν μια επιχείρηση έχει βιώσιμη δραστηριότητα. Σε γενικές γραμμές, ο δείκτης δείχνει αν οι υπηρεσίες της εταιρείας ή το προϊόν της, είναι ανταγωνιστικά. Η μέση τιμή του πλήθους των εταιρειών δίνει τιμή περίπου 4,6%, γεγονός που δηλώνει σχεδόν μέτρια βιώσιμη δραστηριότητα. Η χαμηλή τιμή πιθανόν να οφείλεται στη διαφορετικότητα των κλάδων των εταιρειών, συνεπώς καλύτερο μέγεθος για τη προσεγγιστική αξιολόγηση της τιμής του δείκτη στο σύνολο του δείγματος είναι του τεταρτημόριου, όπου το 75% των εταιρειών έχουν τιμή δείκτη περίπου έως και 9%, γεγονός μέτριο προς ικανοποιητικό για την απόδοση τους.

Ο αριθμοδείκτης *κυκλοφορίας ενεργητικού* δείχνει αν υπάρχει ή όχι υπερεπένδυση των κεφαλαίων στην εταιρεία, σε σχέση πάντα με το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιούνται.

Παρατηρείται ότι η μέση τιμή του πλήθους των εταιρειών δίνει τιμή περίπου 0,61 (κοντά στη μονάδα, όχι όμως μεγαλύτερη), γεγονός που δηλώνει ότι υπάρχει μέτρια αξιοποίηση των περιουσιακών τους στοιχείων για τις πωλήσεις.

Ο αριθμοδείκτης *εσόδων ανά εργαζόμενο* μετρά κατά προσέγγιση πόσα χρήματα παράγει κάθε εργαζόμενος για την εταιρεία. Ιδανικά, μια εταιρεία επιθυμεί την υψηλότερη δυνατή αναλογία εσόδων ανά εργαζόμενο. Το 25% των οργανισμών που θεωρούνται οι καλύτεροι σε αυτή τη μέτρηση παγκοσμίως, τα ετήσια έσοδα ανά εργαζόμενο ανέρχονται σε  $\geq 508.218,75\text{€}$ . Η μέση τιμή του πλήθους του δείγματος των εταιρειών δίνει τιμή περίπου 692.000 € γεγονός που υποδηλώνει μεγαλύτερη παραγωγικότητα και πολύ καλές συνθήκες εργασίας.

Ο αριθμοδείκτης *επιβάρυνσης λειτουργικών εξόδων* δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τα λειτουργικά της έξοδα. Η μέση τιμή του δείγματος είναι μικρότερη της μονάδας, γεγονός επιθυμητό για το δείκτη, καθότι ερμηνεύεται ότι οι πωλήσεις των εταιρειών υπερτερούν των λειτουργικών τους εξόδων.

Ο αριθμοδείκτης *συνολικής ικανότητας δανεισμού* δείχνει το βαθμό που τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας καλύπτονται από τα δανειακά κεφάλαια. Οι πιστωτές επιθυμούν τιμές μικρότερες του 67%, γεγονός θετικό για τη λειτουργία των εταιρειών του δείγματος, καθότι η μέση τιμή του δείκτη είναι περίπου 65%.

Ο αριθμοδείκτης *ταμειακής ρευστότητας* δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλήσει τις πιθανές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα περιουσιακά της στοιχεία. Επιπλέον, με τη χρήση αυτού του δείκτη, μπορούμε να κατανοήσουμε αν οι εισπράξεις και οι πληρωμές διεξάγονται με τον κατάλληλο τρόπο. Επιθυμητές τιμές του δείκτη είναι  $\geq 0.5$ . Η μέση τιμή του δείγματος είναι σχεδόν διπλάσια του ορίου, κάτι που δηλώνει προσεγγιστικά ότι οι εταιρείες διεξάγουν τις εισπράξεις και τις πληρωμές με τον κατάλληλο τρόπο.

Εκτός από τα περιγραφικά στατιστικά που παρουσιάστηκαν παραπάνω, παρακάτω ακολουθεί ο Πίνακας 9 στον οποίο απεικονίζεται η διαχρονική τάση των τιμών στους χρηματ/μικούς δείκτες.

	2018	2019	2020	2021	2022
Βιομ/κή Αποδοτικότητα	0,055	0,040	0,005	0,053	0,084
Χρηματ/κή Αποδοτικότητα	0,117	0,087	-0,241	0,131	0,135
δείκτης κυκλοφ. ενεργ/κού	0,742	0,623	0,482	0,544	0,718
δείκτης εσόδων ανά εργαζόμενο	721.517,41 €	624.971,24 €	428.067,74 €	615.944,66 €	1.132.057,21 €
δείκτης επιβάρυνσης λειτουργικών εξόδων	0,828	0,826	0,977	0,639	0,826
δείκτης συνολικής ικανότητας δανεισμού	0,618	0,645	0,673	0,666	0,647
Ταμειακή ρευστότητα	0,808	1,296	1,586	0,970	0,961
Καθαρό περιθ. κέρδους	0,131	0,133	-0,041	0,221	-0,030

*Πίνακας 9. Μέσος όρος χρηματ/κών δεικτών*

Παρατηρείται ότι μεγάλο μέρος των δεικτών μετά το 2020 (COVID) είχαν αύξηση της τιμής τους. Συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι ο δείκτης βιομηχανικής αποδοτικότητας δείχνει σημαντική αύξηση γεγονός που δείχνει καλύτερευση στη βιωσιμότητα των εταιρειών. Επιπλέον, ο δείκτης χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας παρουσιάζει επίσης αύξηση, ενώ το έτος 2020 ήταν αρνητικός λόγω της υγειονομικής κρίσης και των επιπτώσεων που υπήρχαν στον χρηματιστηριακό κλάδο έως ότου ξεκίνησε η αναδιοργάνωση και βελτίωση των λειτουργιών στις εταιρείες. Ο δείκτης έσοδα ανά εργαζόμενο ενώ το έτος 2020 (COVID) είχε πτώση λόγω πιθανόν απολύσεων προσωπικού από τις εταιρείες ή λόγω δυσκολίας προσαρμογής στη νέα πραγματικότητα σύγχρονων μορφών τηλεργασίας, παρατηρείται ότι με τα επόμενα έτη όπου οι νέες μορφές εξελίχθηκαν και υιοθετήθηκαν από το προσωπικό, οι επιδόσεις επίσης αυξήθηκαν. Στον δείκτη ταμειακής ρευστότητας παρότι μετά το 2020 φαίνεται να υπάρχει πτώση, τα επίπεδα του είναι υψηλότερα από εκείνα πριν την εμφάνιση του COVID γεγονός που δείχνει ότι η αύξηση του το 2020 πιθανόν να οφείλεται στις κρατικές στηρίξεις που δέχθηκαν οι κλάδοι.

Συλλογικά λοιπόν, μια πρώτη παρατήρηση, χωρίς όμως να αποτελεί και αξιόπιστο γεγονός για τη συσχέτιση απόδοσης και επίδοσης ESG των εταιρειών είναι ότι το δείγμα που μελετάται αποτελείται από εταιρείες οι οποίες έχουν πολύ καλές σχετικές επιδόσεις σε θέματα ESG, πάνω από το μέσο όρο βαθμού διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δημοσίως, καθώς επίσης και πολύ καλές χρηματοοικονομικές αποδόσεις με το πλήθος τους να



διαχειρίζονται σωστά τόσο την κάλυψη των υποχρεώσεων τους όσο και τη διατήρηση των συνθηκών εργασίας τους.

### **3.3. Γραμμικές Παλινδρομήσεις**

Για τα μοντέλα των γραμμικών παλινδρομήσεων με στόχο τη μελέτη επεξήγησης των επιδόσεων ESG ως προς την οικονομική απόδοση των εταιρειών που τα έχουν υιοθετήσει, χρησιμοποιήθηκαν 73 παρατηρήσεις της μορφής εταιρεία – έτος. Ως εξαρτημένη μεταβλητή σε όλα τα μοντέλα είναι η βιομηχανική αποδοτικότητα, δείκτης που παρουσιάζει αν η εταιρεία έχει βιώσιμη δραστηριότητα. Για κάθε μοντέλο, εκτός τις βασικές ανεξάρτητες χρηματοοικονομικές μεταβλητές (κυκλοφορία ενεργητικού, έσοδα ανά εργαζόμενο, συνολική ικανότητα δανεισμού, ταμειακή ρευστότητα και η λογαριθμική τιμή του ενεργητικού) χρησιμοποιήθηκαν και οι βαθμολογίες ESGC, E pillar, S pillar και G pillar της Refinitiv. Τα μοντέλα χωρίστηκαν με βάση ποια στοιχεία ESG λαμβάνονται υπόψη ως ανεξάρτητες μεταβλητές κάθε φορά για να περιγράψουν την εξαρτημένη μεταβλητή. Σε όλες τις αναλύσεις οι καταγραφές των ανεξάρτητων μεταβλητών υστερούν χρονικά κατά ένα έτος σε σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή, ώστε να περιοριστεί η ενδογένεια στις σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών.

Το πρώτο μοντέλο αναφέρεται στη συμμετοχή του σκορ ESGC, δηλαδή, του συνδυασμένου σκορ ESG έχοντας λάβει υπόψη και πιθανά controversies στα οποία οι προς μελέτη εταιρείες μπορεί να συμμετείχαν. Το δεύτερο, τρίτο και τέταρτο μοντέλο αναφέρονται στη συμμετοχή μόνο του πυλώνα E, S και G αντίστοιχα, ως προς την επεξήγηση της εξαρτημένης μεταβλητής. Το πέμπτο μοντέλο, λαμβάνει υπόψη του και τους τρεις πυλώνες ταυτόχρονα για την επεξήγηση της εξαρτημένης μεταβλητής συναρτήσει και των υπόλοιπων ανεξάρτητων χρηματοοικονομικών μεταβλητών.

Τα πολλαπλά μοντέλα των παλινδρομήσεων στοχεύουν στην παρατήρηση και καλύτερη επεξήγηση της επιρροής των επιδόσεων ESG ως προς τη βιώσιμη δραστηριότητα και απόδοση της εταιρείας που τα υιοθετεί. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, φαίνονται αναλυτικά στον Πίνακα 10.

Μεταβλητή	Μοντέλο 1	Μοντέλο 2	Μοντέλο 3	Μοντέλο 4	Μοντέλο 5
Σταθερός Όρος	0,2937 (0,1923)	0,3150 (0,2140)	0,3333* (0,1975)	0,1960 (0,1873)	0,3167 (0,2106)
Κυκλ. Ενεργητικού	-0,0055 (0,0275)	-0,0052 (0,0284)	-0,0104 (0,0277)	0,0025 (0,0279)	-0,0062 (0,0282)
Έσοδα/εργαζ. (εκ. €)	0,01778 (0,01650)	0,01523 (0,01693)	0,01832 (0,01652)	0,02138 (0,01696)	0,02128 (0,01686)
Συν. ικαν. δανεισμού	-0,1448** (0,0569)	-0,1542** (0,0584)	-0,1753*** (0,0570)	-0,1140* (0,0607)	-0,1467** (0,0635)
Ταμειακή ρευστότητα	0,0014 (0,0048)	0,0009 (0,0050)	0,0006 (0,0048)	0,0026 (0,0049)	0,0016 (0,0049)
ln(Ενεργητικό)	-0,01089 (0,0097)	-0,0098 (0,0107)	-0,0116 (0,0098)	-0,0070 (0,0095)	-0,0126 (0,0105)
ESGC	0,0013*** (0,0005)				
Pillar E	0,0007* (0,0004)			-1,38371 10 <sup>-5</sup> (0,0005)	
Pillar S	0,0012*** (0,0004)			0,0009 (0,0006)	
Pillar G				0,0011** (0,0005)	
N	73	73	73	73	73
R <sup>2</sup>	0,2459	0,2013	0,2455	0,2250	0,2592
Προσαρμοσμένο R <sup>2</sup>	0,1773	0,1287	0,1770	0,1545	0,1665
Significance F	0,00388	0,01825	0,00393	0,00819	0,01010

$p < 0,1$  \*,  $p < 0,05$  \*\*,  $p < 0,01$  \*\*\*

*Πίνακας 10. Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων*

Στο πρώτο μοντέλο, περίπου το 24,6% της τιμής της βιομηχανικής αποδοτικότητας επεξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Η πλειοψηφία των συντελεστών στις ανεξάρτητες μεταβλητές είναι θετικοί εκτός της κυκλοφορίας ενεργητικού, δηλώνοντας ότι η αύξηση του δείκτη αυτού συνδέεται με μειωμένη βιομηχανική αποδοτικότητα για τις επιχειρήσεις, αν και το αποτέλεσμα αυτό δεν είναι στατιστικά σημαντικό ( $p\text{-value} > 0,1$ ). Επίσης, ο συντελεστής της συνολικής ικανότητας δανεισμού είναι αρνητικός, που μεταφράζεται στο ότι όσο λιγότερα περιουσιακά στοιχεία καλύπτονται από δανειακά κεφάλαια τόσο πιο βιώσιμη η δραστηριότητα της εταιρείας με το αποτέλεσμα αυτό να έχει στατιστική ισχύ ( $p\text{-value} < 0,05$ ). Ο συντελεστής της ESGC είναι θετικός γεγονός που δηλώνει ότι όσο πιο καλή επίδοση έχει η εταιρεία υιοθετώντας ESG και απέχοντας από Controversies (η πλειοψηφία του δείγματος είχε τιμή 100, δηλαδή, μηδενικά Controversies) τόσο πιο βιώσιμη δραστηριότητα θα έχει η εταιρεία,

γεγονός στατιστικά σημαντικό ( $p\text{-value}<0,01$ ). Συνολικά, παρατηρώντας τις τιμές των  $p$  – values στο μοντέλο 1 υπάρχουν ενδείξεις ότι οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν δεν έχουν στατιστική σημαντικότητα εκτός της συνολικής ικανότητας δανεισμού που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και της ESGC να είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, γεγονός θετικό για τη μελέτη.

Στο δεύτερο μοντέλο, περίπου το 20% της τιμής της βιομηχανικής αποδοτικότητας επεξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Αντίστοιχα με το μοντέλο 1, η πλειοψηφία των συντελεστών στις ανεξάρτητες μεταβλητές είναι θετικοί εκτός της κυκλοφορίας ενεργητικού, και του συντελεστή της συνολικής ικανότητας δανεισμού. Από αυτές τις δύο ανεξάρτητες μεταβλητές, στατιστικά σημαντικό είναι το αποτέλεσμα της συνολικής ικανότητας δανεισμού ( $p\text{-value}<0,05$ ). Ο συντελεστής που πυλώνει του περιβάλλοντος (E pillar) είναι θετικός γεγονός που δηλώνει ότι όσο πιο καλή επίδοση έχει η εταιρεία σε περιβαλλοντικά ζητήματα τόσο πιο βιώσιμη δραστηριότητα θα έχει, με το συμπέρασμα αυτό να έχει στατιστική ισχύ σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Συνολικά, παρατηρώντας τις τιμές των  $p$  – values στο μοντέλο 2 υπάρχουν ενδείξεις ότι οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν δεν έχουν στατιστική σημαντικότητα εκτός της συνολικής ικανότητας δανεισμού να είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και του E pillar να είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%. Υπάρχουν λοιπόν ενδείξεις για την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ απόδοσης και περιβαλλοντικής επίδοσης.

Στο τρίτο μοντέλο, περίπου το 24,6% της τιμής της βιομηχανικής αποδοτικότητας επεξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Η πλειοψηφία των συντελεστών στις ανεξάρτητες μεταβλητές είναι θετικοί εκτός της κυκλοφορίας ενεργητικού, χωρίς όμως να έχει κάποια στατιστική ισχύ όπως επεξηγήθηκε και στα δύο προηγούμενα μοντέλα. Όπως και στα προηγούμενα μοντέλα, η συνολική ικανότητα δανεισμού έχει σημαντική επίδραση στην κερδοφορία των επιχειρήσεων ( $p\text{-value}<0,01$ ). Σημαντική επίδραση στο 3<sup>ο</sup> μοντέλο ( $p\text{-value}<0,01$ ) έχει και ο συντελεστής του πυλώνα της κοινωνίας (S pillar), ο οποίος μάλιστα είναι θετικός, γεγονός που δηλώνει ότι όσο πιο καλή επίδοση έχει η εταιρεία σε κοινωνικά ζητήματα τόσο πιο βιώσιμη δραστηριότητα θα έχει.

Στο τέταρτο μοντέλο, περίπου το 22,5% της τιμής της βιομηχανικής αποδοτικότητας επεξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Τα συμπεράσματα όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές μεταβλητές είναι παρόμοια με τα προηγούμενα μοντέλα. Στο μοντέλο αυτό εξετάζεται η επίδραση του πυλώνα της διακυβέρνησης (G pillar). Ο αντίστοιχος

συντελεστής είναι θετικός, γεγονός που δηλώνει ότι όσο πιο καλή επίδοση έχει η εταιρεία σε ζητήματα διακυβέρνησης τόσο πιο βιώσιμη δραστηριότητα θα έχει, γεγονός στατιστικά ισχυρό σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Στο πέμπτο και τελευταίο μοντέλο, περίπου το 26% της τιμής της βιομηχανικής αποδοτικότητας επεξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές, ποσοστό μεγαλύτερο από τα υπόλοιπα μοντέλα. Το μοντέλο αυτό εστιάζει στην ταυτόχρονη εξέταση των τριών πυλώνων του πλαισίου ESG. Σε αντίθεση με τα προηγούμενα μοντέλα, στο συγκεκριμένο στάδιο της ανάλυσης κανένας από τους πυλώνες δεν εμφανίζεται σημαντικός. Αυτό οφείλεται στις συσχετίσεις των βαθμολογιών στους τρεις πυλώνες και στο μικρό δείγμα της ανάλυσης.

Συλλογικά, παρατηρείται ότι, όταν εξετάζονται απομονωμένα, οι επιμέρους διαστάσεις του πλαισίου ESG έχουν θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στην κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων, με ισχυρότερη επίδραση να έχουν οι βαθμολογίες των controversies και του κοινωνικού πυλώνα. Παρόλα αυτά, η αδυναμία εξαγωγής στατιστικά σημαντικών συμπερασμάτων στην ταυτόχρονη εξέταση των πυλώνων ESG, υποδεικνύει ότι απαιτείται περαιτέρω έρευνα.

## Συμπεράσματα

Η υιοθέτηση των νέων κανόνων βιωσιμότητας και αειφορίας αποτελεί πλέον βασικό κεφάλαιο των στρατηγικών επενδύσεων και διοίκησης των εταιρειών παγκοσμίως. Με βασικό τους στόχο οι εταιρείες να υιοθετήσουν και ακολουθήσουν πιστά τους στόχους βιώσιμης ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών και τα διεθνή πρότυπα βιώσιμης ανάπτυξης, προβαίνουν στην εφαρμογή, μέτρηση και δημοσιοποίηση σχετικών πληροφοριών που αντιστοιχούν στο τρίπτυχο ESG. Παράλληλα με τις εταιρείες, αυξημένο παρατηρείται και το ενδιαφέρον των επενδυτών για τις πληροφορίες ESG καθότι μια σύγχρονη και βιώσιμη εταιρική δραστηριότητα, ισοδυναμεί σε σημαντικά θετικά αποτελέσματα στην απόδοση της επένδυσης.

Σύμφωνα με τα δεδομένα που έχουν αντληθεί από την αντίστοιχη βιβλιογραφία και τα οποία παρουσιάστηκαν στην ενότητα 1.5 της παρούσας μεταπτυχιακής εργασίας, μεταξύ των επιδόσεων ESG και της χρηματοοικονομικής απόδοσης των εταιρειών φαίνεται να υπάρχει μια θετική ή τουλάχιστον μη αρνητική συσχέτιση. Επιπλέον παρατηρείται, οι επιδόσεις ESG να μην επιδρούν με τον ίδιο τρόπο σε κάθε χρηματοοικονομικό δείκτη αλλά παράλληλα, ούτε και κάθε στοιχείο από το τρίπτυχο E, S, G να έχει την ίδια επίδραση, στον ίδιο βαθμό στη χρηματοοικονομική απόδοση μιας εταιρείας. Φαίνεται ότι ο παράγοντας της εταιρικής διακυβέρνησης και κοινωνίας επηρεάζουν σε μεγαλύτερο βαθμό συγκριτικά με εκείνο του περιβάλλοντος την οικονομική απόδοση των επιχειρήσεων.

Όπως αναφέρθηκε και στην περίληψη, ο στόχος της εργασίας ήταν η αξιολόγηση και η μελέτη επίδοσης εταιρειών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που έχουν υιοθετήσει ESG κριτήρια. Συγκεκριμένα, θέλαμε να εξετάσουμε τις σχέσεις μεταξύ του δείκτη της βιομηχανικής αποδοτικότητας, ο οποίος είναι το ποσοτικό μέγεθος ένδειξης βιωσιμότητας και σωστής λειτουργικής απόδοσης μια εταιρείας και των επιμέρους πυλώνων ESG.

Η παραπάνω μελέτη αφού εξέτασε ορισμένους παράγοντες που συμβάλουν στην χρηματοοικονομική αποδοτικότητα μιας εταιρείας εφαρμόζοντας κριτήρια ESG, απέχει αρκετά από την εξαντλητική ανάλυση του θέματος. Όμως, αποδεικνύει την πολυδιάστατη σχέση μεταξύ της οικονομικής απόδοσης και ανάπτυξης μιας εταιρείας με τα κριτήρια που δομούν το τρίπτυχο ESG, αναδεικνύοντας ταυτόχρονα την ανάγκη για περαιτέρω μελέτη.

Από τα αποτελέσματα της εργασίας προκύπτει ότι, το δείγμα των προς μελέτη εταιρειών ύστερα από τη χρηματοοικονομική αξιολόγηση των δεικτών, δείχνει πολύ καλές χρηματοοικονομικές αποδόσεις με τις περισσότερες επιχειρήσεις να διαχειρίζονται σωστά τόσο την κάλυψη των υποχρεώσεων τους όσο και τη διατήρηση των συνθηκών εργασίας τους.

Ως προς τις επιδόσεις ESG προκύπτει ότι οι επιχειρήσεις που εξετάστηκαν έχουν πολύ καλές σχετικές επιδόσεις σε θέματα ESG και πάνω από το μέσο όρο βαθμό διαφάνειας στην αναφορά σημαντικών στοιχείων ESG δημοσίως, καθώς επίσης δεν εμπλέκονται και σε διαφωνίες, αντιπαραθέσεις ή παράνομες ενέργειες που να έχουν αρνητικό αντίτυπο στις επιδόσεις ESG. Ο πυλώνας S αποτελεί εκείνον με την μεγαλύτερη επίδοση και στη συνέχεια ο πυλώνας G. Τα αποτελέσματα για το βασικό και τελικό ζητούμενο μελέτης της μεταπτυχιακής εργασίας, δηλαδή, η σχέση της χρηματοοικονομικής απόδοσης και επίδοσης ESG δείχνουν ότι μεγαλύτερη επεξηγηματική της βιώσιμης λειτουργίας μιας εταιρείας παρέχεται με τη συμμετοχή και των τριών πυλώνων ESG. Παρόλα αυτά, παρατηρείται να υπάρχει θετική σχέση και των τριών πυλώνων ESG με την χρηματοοικονομική απόδοση, με ζητήματα κοινωνίας και διακυβέρνησης να αποτελούν περισσότερο στατιστικά σημαντικά σε σύγκριση εκείνων του περιβάλλοντος.

Καθότι παρατηρείται ολοένα και μεγαλύτερη υιοθέτηση πρακτικών ESG από τις εταιρείες του εξωτερικού, οι ελληνικές επιχειρήσεις οφείλουν να προσαρμοστούν άμεσα σε αυτούς τους ρυθμούς εξέλιξης και υιοθέτησης σύγχρονων πρακτικών ESG. Τέτοια κίνηση από τις ελληνικές επιχειρήσεις, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, θα προσελκύσει διεθνείς επενδυτές που εστιάζουν σε εταιρείες με υψηλές επιδόσεις σε θέματα ESG. Συνεπώς, πλέον όλες οι εταιρείες πρέπει να κινηθούν πιο συστηματικά προς στην υιοθέτηση κοινών πρακτικών και προτύπων καταγραφής των σχετικών στοιχείων ESG, καθώς επίσης και στη διαφάνεια αξιοποίησης στοιχείων ESG.

Η έρευνα που παρουσιάστηκε στην παρούσα εργασία, ενώ είναι πρώτη προσπάθεια συστηματικής ανάλυσης της σχέσης μεταξύ των χρηματοοικονομικών επιδόσεων και των παραγόντων ESG των εταιρειών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι η ανάλυση περιορίστηκε στα στοιχεία ESG που συλλέχθηκαν από ένα συγκεκριμένο οίκο αξιολόγησης, λόγω της αδυναμίας συγκριτικής διαχρονικής παρατήρησης δεδομένων περισσότερων οίκων. Περαιτέρω διερεύνηση της χρηματοοικονομικής αξιολόγησης και επίδοσης ESG εταιρειών θα μπορούσε να υπάρξει παρατηρώντας χρονικά την εξέλιξη κάθε μεταβλητής και εφαρμόζοντας αντίστοιχες μεθόδους ανάλυσης από περισσότερους οίκους αξιολόγησης. Επίσης, θα ήταν αρκετά ενδιαφέρον η μελέτη συμπεριφοράς της βιομηχανικής αποδοτικότητας μετά από κάποια χρονική περίοδο από την στιγμή υιοθέτησης ESG μοντέλων. Η επιλογή δηλαδή κατάλληλων υποδειγμάτων που θα βοηθούσαν στην απάντηση του ερωτήματος, *μετά από ποιο χρονικό διάστημα μεταβάλλεται η χρηματοοικονομική απόδοση μιας εταιρείας ύστερα από την υιοθέτηση μοντέλων ESG.*

## **Βιβλιογραφία**

### **Ελληνική Βιβλιογραφία**

Ζοπουνίδης Κ., Εσκαντάρ Μ. (2022), «Κοινωνικά Υπεύθνη επένδυση – Μέθοδοι και Κριτήρια ESG», Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα.

Ζοπουνίδης Κ. (2013), «Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ», Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα.

Μουστάκης Σ. Β. (2018), «Πρακτικός Οδηγός Οικονομικής Ανάλυσης», Εκδόσεις Τζιόλα, Θεσσαλονίκη.

Χρηματιστήριο Αθηνών (2021), «Οδηγός Δημοσιοποίησης Πληροφοριών ESG», Χρηματιστήριο Αθηνών (ATHEX).

### **Αγγλική Βιβλιογραφία**

Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X., 2021. “Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: the moderating role of size and age”, *Environment, Development and Sustainability*, 24, 5052–5079.

Alareeni, B.A. and Hamdan, A., 2020. “ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms”, *Corporate Governance*, Vol. 20 (7), 1409-1428.

Alshehhi, A., Nobanee, N., & Khare, N., 2018. “The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential.” *Sustainability*, 10 (2), 494.

Borovkova S. & Ying Wu, 2020. “ESG versus financial performance of large CAP firms: The case of EU, US, Australia and South East Asia.” *Refinitiv*. Διαθέσιμο στη: [www.victorwealth.com/wp-content.pdf](http://www.victorwealth.com/wp-content.pdf)

Brooks, B. & Oikonomou, I., 2018. “The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance.” *The British Accounting Review*, Volume 50 (Issue 1), 1-15.

DasGupta, R., 2022. “Financial performance shortfall, ESG controversies, and ESG performance: Evidence from firms around the world.” *Finance Research Letters*, Volume 46 (Part B), 102487.

Friede, F., Busch, T. & Bassen, A., 2015. “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies.” *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Volume 5 (Issue 4), 210-233.

Gillan, S.L., Koch, A., & Starks, L.T., 2021. “Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance.” *Journal of Corporate Finance*, Volume 66, 101889.

Hussain, N., Rigoni, U., & Cavezzali, E., 2017. “Does it pay to be sustainable? Looking inside the black box of the relationship between sustainability performance and financial performance.” *Corporate Social Responsibility and Environment Management*, Volume 25 (Issue 6), 1198-1211.

Leea, M.T. & Suh, I. 2022. “Understanding the effects of Environment, Social, and Governance conduct on financial performance: Arguments for a process and integrated modelling approach.” *Sustainable Technology and Entrepreneurship*, Volume 1 (Issue 1), 100004.

Refinitiv, 2022. “*Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv*”.  
Διαθέσιμο στη: [www.refinitiv.com/content/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](http://www.refinitiv.com/content/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)

Sanches Garcia, A., & Orsato, R.J., 2020. “Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance.” *Business Strategy and Environment*, Volume 29 (Issue 8), 3261-3272.

Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C., 2021. “ESG and financial performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020.” *Center for Sustainable business, NYU*. Διαθέσιμο στη: [www.stern.nyu.edu/sites/NYU-RAM\\_ESG-Paper\\_2021.pdf](http://www.stern.nyu.edu/sites/NYU-RAM_ESG-Paper_2021.pdf)

Velte, P., 2017. “Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany”, *Journal of Global Responsibility*, Volume 8 (2), 2041-2568.