

# ΠΡΟΤΑΣΗ

## ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Τίτλος:

**ESG και χρηματοοικονομική επίδοση**

**ESG and Financial Performance**

### Εισαγωγή

Τα τελευταία χρόνια τόσο στα κριτήρια αξιολόγησης των εταιρειών όσο και στις μεθόδους προσέλευσης επενδύσεων φαίνεται να συμπεριλαμβάνονται, πέρα από τους παραδοσιακούς χρηματοοικονομικούς δείκτες, η *συμπεριφορά και συμμόρφωση των επιχειρήσεων σε θέματα περιβαλλοντικής συνείδησης, κοινωνικής συνεισφοράς και εταιρικής διακυβέρνησης*. Τα τρία αυτά κριτήρια, τα οποία διεθνώς αποδίδονται με τον όρο **“ESG”** (Environmental, Social, and Governance), λειτουργούν ως δείκτες επιδόσεων σε θέματα περιβάλλοντος, κοινωνίας και εταιρικής διακυβέρνησης και αντικατοπτρίζουν την πρόθεση και ικανότητα των εταιρειών να δημιουργούν αξία μακροπρόθεσμα. Η άνοδος των ESG, φαίνεται ότι σηματοδοτεί μία ευρύτερη αλλαγή στις αντιλήψεις των πολιτών, των ρυθμιστικών αρχών και των επενδυτών με έμφαση σε ένα πιο πράσινο, δίκαιο και βιώσιμο μέλλον.

Τα θέματα ESG είναι σημαντικά για τις επιχειρήσεις που δίνουν προτεραιότητα στη Βιωσιμότητα και για τους επενδυτές που αναζητούν κοινωνικά υπεύθυνες επενδυτικές ευκαιρίες. Για να επιτύχουν το καθεστώς ESG, οι επιχειρήσεις πρέπει να σχεδιάσουν και να υλοποιήσουν σχετικές δράσεις (πρόγραμμα ESG), να συμμετάσχουν σε προγράμματα αξιολόγησης ESG και να επιτύχουν επιδόσεις που έχουν σημασία για επενδυτές που αποφασίζουν με γνώμονα μακροχρόνιες και με χαμηλό ρίσκο τοποθετήσεις (Sjögren & Wickström, 2019).

Υποσύνολο του ESG αποτελεί η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη ( EKE), η οποία αφορά κυρίως μια έννοια διαχείρισης σύμφωνα με την οποία οι εταιρείες ενσωματώνουν μέρος των κριτηρίων ESG (κοινωνικές και περιβαλλοντικές ανησυχίες) στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες και στη βάση αυτών αλληλοεπιδρούν με τους επηρεαζόμενους φορείς. Ουσιαστικά η EKE είναι ένα αυτορυθμιζόμενο

επιχειρηματικό μοντέλο που βοηθά έναν οργανισμό να είναι κοινωνικά υπόλογος-στον εαυτό του, στους ενδιαφερόμενους φορείς και στο ευρύτερο κοινό.

Η ΕΚΕ σχετίζεται περισσότερο με την ύπαρξη λογοδοσίας για κοινωνικά θέματα εντός ενός οργανισμού, ενώ τα κριτήρια ESG στοχεύουν στη συλλογή και μέτρηση περιβαλλοντικών, κοινωνικών και σε θέματα διακυβέρνησης δεδομένων τα οποία σχετίζονται με τους επιχειρηματικούς στόχους της κάθε επιχείρησης. Τα θέματα ESG είναι σημαντικά για τις επιχειρήσεις που δίνουν προτεραιότητα στη βιωσιμότητα και για τους επενδυτές που αναζητούν κοινωνικά υπεύθυνες επενδυτικές ευκαιρίες. Για να επιτύχουν το καθεστώς ESG, οι επιχειρήσεις πρέπει να σχεδιάσουν και να υλοποιήσουν ένα πρόγραμμα ESG, να δημιουργήσουν την ανάλογη αναγνωσιμότητα συμμετέχοντας σε προγράμματα αξιολόγησης ESG και να επιτύχουν μετρήσεις που έχουν σημασία για επενδυτές που αποφασίζουν με γνώμονα το μακροχρόνιο όφελος.

Μια ακόμη έννοια που συνδέεται άρρηκτα με τους δείκτες ESG είναι η Αειφορία. Όπως αναφέρθηκε για πρώτη φορά στην Έκθεση Brundtland το 1987, η έννοια προοριζόταν, επίσης, να είναι παγκόσμια και πολυδιάστατη. Μία από τις κύριες προϋποθέσεις ήταν η επείγουσα ανάγκη για διεθνή συνεργασία καθώς η κλιματική κρίση και οι συνακόλουθες επιπλοκές της υπερβαίνουν τα εθνικά σύνορα ενώ και οι κλιματικές πολιτικές (θετικές ή αρνητικές) μπορεί να έχουν σημαντικές εξωτερικές επιπτώσεις.

Σκοπός της παρούσας διδακτορικής ερευνάς είναι τόσο μια θεωρητική όσο και μια εμπειρική προσέγγιση των συνιστωσών του ESG, της διαχρονικής εξέλιξής τους, καθώς και της σχέσης τους με τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις των επιχειρήσεων. Η προσέγγιση αυτή θα γίνει στο πλαίσιο εναρμόνισης των επιχειρήσεων σε περιβαλλοντικά, κοινωνικά και διακυβέρνησής πρότυπα. Βασικό στοιχείο μελέτης της παρούσας έρευνας είναι η επίδραση των ESG στη χρηματοοικονομική επίδοση των εταιρών εστιάζοντας τουλάχιστον στα επίπεδα κερδοφορίας και μόχλευσης. Άρα κατά την ανάλυση θα προσπαθήσουμε να εξάγουμε κατά πόσο μπορούν να συμβάλλουν στην αύξηση της κερδοφορίας των εταιριών, στη μείωση του κόστους κεφαλαίου τους και στην αύξηση του επιπέδου δανεισμού τους.

### **Βιβλιογραφική Επισκόπηση**

Κλιματική αλλαγή και αυξημένη ευαισθητοποίηση του κοινού για το περιβάλλον και κοινωνικά ζητήματα έχουν φέρει σημαντικές διαφορές στον τρόπο επιχειρηματικής δραστηριότητας. Η βιώσιμη χρηματοδότηση μαζί με τις πτυχές του

περιβάλλοντος, της κοινωνικής και της εταιρικής διακυβέρνησης και οι επιπτώσεις τους για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν προσελκύσει την προσοχή ακαδημαϊκών, επενδυτών, διαχειριστών χαρτοφυλακίων, καταναλωτών και συμμετεχόντων στην αγορά και έχουν κερδίσει προτεραιότητα στην ατζέντα των υπευθύνων χάραξης πολιτικής και θεσμικού πλαισίου.

Η βιβλιογραφία αναφορικά με τη σχέση των σταθερών αποδόσεων και των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων ESG είναι αρκετά μεγάλη και πολύ πλούσια. Η πλειοψηφία των ερευνών αποδεικνύουν ότι υπάρχει θετική επίδραση των ESG δεικτών στην σταθερή απόδοση της επιχείρησης.

Η βιβλιογραφική ανασκόπηση ορίζει το ESG ως την αναπαράσταση των τριών πρωταρχικών μέτρων για τις περιβαλλοντικές, κοινωνικές και εταιρικής διακυβέρνησης επιπτώσεις. Η αυξημένη παρακολούθηση και μέτρηση της απόδοσης ESG, η αναδυόμενη επιρροή των millennial επενδυτών, οι νέες επενδυτικές επιλογές ESG, η φήμη και η απόδοση της εταιρείας και η ευρεία αναγνώριση της κλιματικής αλλαγής συμβάλλουν στην αυξανόμενη βιβλιογραφία ESG (Chong, Ting & Cheng, 2016; Cloutier, 2020; Cloutier, Robinson & Sullivan, 2021; Hebb, Hamilton & Hachigian, 2010; Ooi & Dung, 2019).

Με άλλα λόγια, η τάση προς ESG πρακτικές έχει εξελιχθεί. Μέτοχοι και επενδυτές χρησιμοποιούν τις πρακτικές αυτές ως μέσο διαχείρισης κινδύνων ενώ για τις επιχειρήσεις έχει μετατραπεί σε αναδυόμενο μέρος της ανταγωνιστικής τους στρατηγικής (Karagiorgou, 2010; Chymis & Skouloudis, 2014; Oikonomou, Platanakis & Sutcliffe, 2018).

Ωστόσο, στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία έχουν συζητηθεί κάποιες βιώσιμες πρακτικές που αφορούν τους τρεις πυλώνες ESG καθώς το ζήτημα αυτό έχει απασχολήσει την ακαδημαϊκή κοινότητα κυρίως την τελευταία δεκαετία, αποδεικνύοντας την τεράστια σημασία και σημαντικότητα του θέματος αυτού (Dhaliwal et al., 2012; Wang, Cao & Ye, 2018; Jiang, Zhang & Si, 2022).

Οι μετρήσεις ESG στοχεύουν στην καταγραφή πρόσθετων διαστάσεων της εταιρικής απόδοσης, η οποία δεν αποκαλύπτεται στα λογιστικά δεδομένα. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις δεν έχουν την ικανότητα να ενημερώνουν τη διοίκηση και τους επενδυτές για την αξία της φήμης, της ποιότητας, της επωνυμίας, της ασφάλειας, της κουλτούρας στο χώρο εργασίας, των στρατηγικών, της τεχνογνωσίας και μιας σειράς άλλων στοιχείων ενεργητικού που έχουν αποκτήσει ιδιαίτερη αξία σε σχέση με το παρελθόν. Έτσι, οι δείκτες ESG συλλέγουν ένα πιο εκτεταμένο πεδίο μη

χρηματοοικονομικών πληροφοριών σχετικά με την περιβαλλοντική, την κοινωνική απόδοση και την εταιρική διακυβέρνηση και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση των δυνατοτήτων της διοίκησης μιας εταιρείας καθώς και για την υποστήριξη της διαχείρισης κινδύνων (Chong, Ting & Cheng, 2016; Cloutier, 2020; Cloutier, Robinson & Sullivan, 2021)

Οι εταιρείες πλέον γνωρίζουν ότι η αποκάλυψη δεδομένων ESG είναι ζωτικής σημασίας. Οι δραστηριότητες ESG μπορούν να ενισχύσουν τις πρακτικές διαχείρισης με αποτέλεσμα τη βελτίωση της οικονομικής απόδοσης της επιχείρησης. Ακόμη και εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι το τρίπτυχο ESG έχει σημαντική θετική επίδραση στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις (Cloutier, Robinson & Sullivan, 2021). Ωστόσο, σε ποιο βαθμό οι πρακτικές ESG επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική απόδοση των επιχειρήσεων δεν είναι αρκετά σαφές.

Η έρευνα για τα κριτήρια ESG έχει μεγάλη βαρύτητα στη διερεύνηση σχέσεων με τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Η χρηματοοικονομική είναι η εφαρμογή μιας σειράς οικονομικών αρχών για τη μεγιστοποίηση του πλούτου, δηλαδή της συνολικής αξίας μιας επιχείρησης. Ειδικότερα, μεγιστοποίηση του πλούτου μιας επιχείρησης σημαίνει την επίτευξη όσο το δυνατό μεγαλύτερων κερδών με το μικρότερο δυνατό κίνδυνο. Η σωστή διαχείριση και λήψη αποφάσεων έχει ως αποτέλεσμα υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις και χαμηλότερο κίνδυνο, γεγονός που αναγνωρίζεται από τους επενδυτές, για τους οποίους θα αυξηθεί πιθανότατα η αξία της μετοχής της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, η χρηματοοικονομική ανάλυση στηρίζει τη συνολική οικονομική υγεία μιας εταιρείας και την ικανότητά της να παράγει μακροπρόθεσμη αξία των μετόχων μέσω της χρήσης βέλτιστων πρακτικών διαχείρισης (Eskantar et al., 2022).

Υπάρχουν αρκετές επιστημονικές έρευνες που έχουν ασχοληθεί με τα κριτήρια ESG και τη θετική συσχέτιση τους με την οικονομική απόδοση των επιχειρήσεων (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018; Wong et. al., 2021). Αυτό σημαίνει ότι οι γνωστοποιήσεις ESG είναι πολύτιμες για τους επενδυτές καθώς τους παρέχουν οικονομικά ουσιώδεις πληροφορίες.

Μια ανάλυση από τους Margolis et al. (2009) αναδεικνύει ότι υπάρχει μια συνολική θετική επίδραση των περιβαλλοντικών παραγόντων στη χρηματοοικονομική απόδοση. Επιπλέον, πιο πρόσφατες μελέτες έχουν αποκαλύψει ότι υπάρχει θετική επίδραση των παραγόντων ESG στην αξία των επιχειρήσεων (Dhaliwal et al., 2011; Ioannou & Serafeim, 2015; Li et al., 2018). Έτσι, μπορεί να αναφερθεί ότι οι ESG

πρακτικές αλλάζουν τον παραδοσιακό τρόπο λειτουργίας των επιχειρήσεων. Καθώς οι εταιρείες εφαρμόζουν ακόμη περισσότερες πρακτικές ESG και αυξάνουν τη γνωστοποίηση, η αξία των επιχειρήσεων αυξάνεται ενώ η έλλειψη δραστηριοτήτων ESG τη μειώνει (Fatemi, Glaum & Kaiser 2018). Στο ίδιο πλαίσιο, οι Wong et al. (2021) μέσω της έρευνας τους (σε εταιρείες της Μαλαισίας που είχαν υιοθετήσει ESG κριτήρια) επισήμαναν ότι η γνωστοποίηση ESG ενισχύει την αξία των επιχειρήσεων, ενώ το κόστος κεφαλαίου είναι χαμηλότερο και ταυτόχρονα η κερδοφορία αυξάνεται σημαντικά.

Μια μελέτη των Khan, Serafeim & Yoon (2016) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα δεδομένων απόδοσης διαφόρων εταιρειών σε μια ποικιλία από επενδύσεις βιωσιμότητας χαρακτήρισαν τα θέματα βιωσιμότητας ως «ουσιώδη» ή «άυλα» με βάση τα Πρότυπα του Συμβουλίου Λογιστικών Προτύπων Αειφορίας. Επίσης, κατέληξαν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή απόδοση σε σχέση με ζητήματα βιωσιμότητας υπερτερούν των επιχειρήσεων με κατώτερες επιδόσεις σε μελλοντικά ζητήματα βιωσιμότητας. Ως εκ τούτου, οι γνωστοποιήσεις ESG σχετίζονται με την αξία και θα μπορούσαν ενδεχομένως να είναι προγνωστικές για τη μελλοντική οικονομική απόδοση των εταιρειών.

Οι Giese et al. (2019) έδειξαν ότι το προφίλ κινδύνου μιας εταιρείας, ως αποτέλεσμα του χαμηλότερου κόστους του κεφαλαίου και των υψηλότερων αποτιμήσεων, επηρεάζεται από την απόδοση ESG. Οι πληροφορίες ESG επηρεάζουν την αποτίμηση και την απόδοση των επιχειρήσεων, τόσο μέσω του προφίλ συστηματικού κινδύνου (χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου και υψηλότερες αποτιμήσεις) όσο και μέσω του ιδιότυπου προφίλ κινδύνου τους (υψηλότερη κερδοφορία και χαμηλότερες εκθέσεις στον κίνδυνο ουράς). Η έρευνα έδειξε ότι οι αλλαγές στα χαρακτηριστικά ESG μιας εταιρείας μπορεί να αποτελέσει έναν χρήσιμο οικονομικό δείκτη.

Οι De Lucia, Paziienza & Bartlett (2020) χρησιμοποίησαν τεχνικές «Machine Learning» για να διερευνήσουν εάν οι πρακτικές ESG μιας εταιρείας μπορούν να οδηγήσουν σε βελτιωμένη οικονομική απόδοση τις δημόσιες επιχειρήσεις. Σύμφωνα με ένα από τα βασικά ευρήματά τους, μπορεί να προταθεί η ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ των πρακτικών ESG και των χρηματοοικονομικών δεικτών. Αυτή η σχέση εμφανίζεται πιο ξεκάθαρα όταν οι εταιρείες επενδύουν στην περιβαλλοντική καινοτομία, την παραγωγικότητα και την ποικιλομορφία των εργαζομένων και τις πολιτικές ίσων ευκαιριών.

Χρησιμοποιώντας μοντέλα ANOVA και πολυμεταβλητή παλινδρόμηση, οι Folger-Laronde (2020), αναλύσανε τις διαφορές και τη σχέση μεταξύ των οικονομικών αποδόσεων των ETF και των αξιολογήσεών τους από τα οικολογικά ταμεία κατά τη διάρκεια του κραχ της χρηματοπιστωτικής αγοράς που σχετίζεται με την πανδημία COVID-19. Τα αποτελέσματά της έρευνας τους έδειξαν ότι τα υψηλότερα επίπεδα της απόδοσης βιωσιμότητας των ETF δεν προστατεύουν τις επενδύσεις από οικονομικές απώλειες κατά τη διάρκεια μιας σοβαρής ύφεσης της αγοράς.

Οι Broadstock et. al. (2021) εξετάσανε τον ρόλο της απόδοσης του ESG κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης σε ολόκληρη την αγορά, που προκλήθηκε ως απάντηση στην παγκόσμια πανδημία COVID-19. Κατέληξαν ότι η απόδοση ESG συνδέεται θετικά με τις βραχυπρόθεσμες σωρευτικές αποδόσεις των μετοχών CSI300 κατά τη διάρκεια της πανδημίας.

Οι Koundouri, Pittis & Plataniotis (2022) διεξήγαν μια έρευνα για να εξετάσουν εάν μπορεί να τεκμηριωθεί μια σχέση μεταξύ της καλής απόδοσης ESG και της καλής οικονομικής κατάστασης των εταιρειών. Το δείγμα τους περιλάμβανε 50 κορυφαίες ευρωπαϊκές εταιρείες (από ένα ευρύ φάσμα τομέων, αυτοκίνητα, καταναλωτικά προϊόντα, ενέργεια, χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, βιομηχανία κ.λπ.).

Μια άλλη έρευνα που έγινε από τους Giannopoulos et al. (2022) διερεύνησε τις επιπτώσεις των ESG κριτηρίων στη χρηματοοικονομική απόδοση των Νορβηγικών εισηγμένων εταιρειών από το 2010 έως το 2019. Τα ευρήματα υποδηλώνουν μια ισχυρή σημαντική σχέση μεταξύ των πρωτοβουλιών ESG και της οικονομικής απόδοσης. Πιο συγκεκριμένα, το μοντέλο παλινδρόμησης, με την ROA ως εξαρτημένη μεταβλητή, υποδηλώνει ότι οι πρωτοβουλίες ESG έχουν σαφή αρνητικό αντίκτυπο. Από την άλλη πλευρά, η μεταβλητή Tobin's Q αυξάνεται όταν το ESG αυξάνεται.

Επιπλέον οι επιχειρήσεις οφείλουν να είναι κοινωνικά υπεύθυνες. Υπάρχει ικανή βιβλιογραφία που συζητά πώς οι εταιρείες είναι κοινωνικά υπεύθυνες. Υπάρχουν εταιρικές κοινωνικές ευθύνες (οικονομική, νομική, ηθική, διακριτική ευχέρεια), εταιρική κοινωνική ανταπόκριση (άμυνα, αντίδραση, διαμονή, προ-δράση) και κοινωνικά ζητήματα (καταναλωτές, περιβάλλον, ασφάλεια προϊόντων, διακρίσεις / ασφάλεια των εργαζομένων και μέτοχοι).

Η κοινωνική απόδοση ορίζεται ως η διαμόρφωση των αρχών της κοινωνικής ευθύνης, των διαδικασιών κοινωνικής ανταπόκρισης και των πολιτικών, των προγραμμάτων και των απτών αποτελεσμάτων μιας επιχειρηματικής οργάνωσης, καθώς σχετίζονται με τις κοινωνικές σχέσεις της εταιρείας. Το CSP (Corporate Social

Performance) μπορεί επίσης να οριστεί ως δομή που δίνει έμφαση στις ευθύνες μιας εταιρείας έναντι πολλών ενδιαφερομένων, όπως οι εργαζόμενοι και η κοινότητα στο σύνολό της, εκτός από τις παραδοσιακές ευθύνες της, έναντι των μετόχων (Ζοπουνίδης & Εσκαντάρ, 2021).

Το κόστος χρηματοδότησης της επιχείρησης θα μπορούσε, επίσης, να επηρεαστεί από την εταιρική κοινωνική απόδοση. Πρώτον, οι κοινωνικά υπεύθυνες εταιρείες είναι σε καλύτερη θέση να μειώσουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων τους σε σύγκριση με άλλες εταιρίες με χαμηλότερα επίπεδα CSP (El Ghoul et al., 2011). Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από τον χαμηλότερο κίνδυνο που σχετίζεται με μετοχές που είναι κοινωνικά υπεύθυνες. Δεύτερον, το κόστος του χρέους μπορεί επίσης να επηρεαστεί με θετικό τρόπο από την εταιρική κοινωνική απόδοση. Οι εταιρείες που είχαν καλύτερες επιδόσεις στην εταιρική κοινωνική διάσταση είναι προφανώς σε θέση να αντλούν κεφάλαια από την αγορά σταθερού εισοδήματος με χαμηλότερα επιτόκια. Αυτά τα ευρήματα ήταν ιδιαίτερα σημαντικά όταν εξετάστηκε το μακροπρόθεσμο χρέος (Οικονομου, Brooks & Pavelin, 2011). Οι επιπτώσεις της κοινωνικής απόδοσης έχουν ως αποτέλεσμα χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου που τελικά επηρεάζει την αξία της εταιρείας στα μάτια των πιθανών επενδυτών.

Πολλοί ερευνητές έχουν διεξάγει έρευνες αναφορικά με την κοινωνική ευθύνη των επιχειρήσεων και τον θετικό στατιστικά τρόπο που επηρεάζει την οικονομική απόδοσή τους (Marti, Rovira-Val & Drescher, 2015; Rajnoha, Lesníková & Korauš, 2016; Alshehhi, Nobanee & Khare, 2018).

Ωστόσο, τα ευρήματα της έρευνας των Lassala, Apetrei & Sapena (2017) φαίνεται να είναι αμφιλεγόμενα και δεν οδηγούν σε ένα συγκεκριμένο και σαφές συμπέρασμα σχετικά με τη σχέση μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της οικονομικής απόδοσης. Το αποτέλεσμά τους δεν απέχει πολύ από αυτό των Liket & Maas (2016), οι οποίοι εστίασαν στον δείκτη βιωσιμότητας του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης και κατέληξαν ότι η κοινωνική εταιρική απόδοση δεν επηρεάζει πραγματικά το μέγεθος, την κερδοφορία και την οικονομική απόδοση των επιχειρήσεων.

Ο σκοπός της εργασίας των Chen et al. (2023) ήταν να αξιολογήσουν την επίδραση της απόδοσης της προστασίας του περιβάλλοντος, της κοινωνικής ευθύνης και της εταιρικής διακυβέρνησης (ESG) στο κόστος ιδίων κεφαλαίων των κινεζικών εταιρειών μεταξύ 2010 και 2020. Η ανάλυση συγκριτικής αξιολόγησης προσδιόρισε ότι η απόδοση ESG μπορεί να μειώσει σημαντικά το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου

των εισηγμένων εταιρειών. Μεσολαβητικά αποτελέσματα ανακαλύπτουν ότι το ESG μπορεί, όχι μόνο άμεσα, αλλά και έμμεσα να μειώσει το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μειώνοντας τον κίνδυνο αγοράς των επιχειρήσεων και αυξάνοντας τη διαφοροποίηση των μετοχών τους.

Από την παραπάνω ανασκόπηση μπορεί να γίνει αντιληπτό ότι η επένδυση σε κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις μπορεί να θεωρηθεί ως μια ενδιαφέρουσα και κερδοφόρα επενδυτική επιλογή, σε αντίθεση με τις παραδοσιακές επενδύσεις. Αυτό είναι πιο έντονο τα τελευταία χρόνια και μπορεί να οφείλεται στην ανάπτυξη της περιβαλλοντικής και κοινωνικής συνείδησης μετά την συμφωνία του Παρισιού το 2016.

Αρκετές μελέτες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα πως οι δείκτες ESG έχουν συμβάλει στη μείωση του κόστους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, και κατ' επέκταση στη μείωση της συμπεριφοράς ανάληψης επιχειρηματικών κινδύνων. Το γεγονός αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα πως οι επιχειρήσεις με καλές δεσμεύσεις ESG έχουν τη δυνατότητα να αποκτήσουν μεγαλύτερη σταθερότητα και ελαστικότητα όσον αφορά τη λειτουργία και τη χρηματοδότηση (Oikonomou, Brooks & Pavelin, 2014).

Πολλές μελέτες έχουν αποδείξει πως η υψηλή βαθμολογία ESG επηρεάζει θετικά και καθοριστικά τη χρηματιστηριακή απόδοση της επιχείρησης, δηλαδή δύναται να επιφέρει σημαντικά κέρδη με διάφορους τρόπους, ενώ μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τις επενδυτικές αποφάσεις, αφού οι επιχειρήσεις με την καλύτερη επίδοση ESG προτιμώνται έναντι άλλων (Liaw, 2020).

Οι Cornée, Cozarenco και Szafarz (2022) εστιάζουν στον μεταβαλλόμενο ρόλο των τραπεζών και στις διαφορές μεταξύ κοινωνικών και συμβατικών τραπεζών. Τα τελευταία χρόνια, υπάρχει αυξημένο ενδιαφέρον για αυτές τις λεγόμενες κοινωνικές τράπεζες που περιλαμβάνουν «εναλλακτικές», «ηθικές», «πράσινες», «βιώσιμες», «βασισμένες σε αξίες» τράπεζες κ.λπ., ως εκ τούτου, αποτελούν μια ομάδα τραπεζών που δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στις περιβαλλοντικές και κοινωνικές αξίες προσπαθώντας να είναι βιώσιμες. Αυτές οι τράπεζες κατέχουν σήμερα μικρό μερίδιο αγοράς, αλλά αυτό αναμένεται να αυξηθεί στο μέλλον. Παράλληλα ξεκινούν απαριθμώντας τις αρχές και τις αξίες που διεκδικούν οι κοινωνικές τράπεζες και στη συνέχεια περιγράφουν πώς αυτές οι αρχές εφαρμόζονται στην πράξη (Gaganis et. al., 2023).

Οι Cheng και Hasan (2022) διερευνούν τις υποκείμενες θεωρίες σχετικά με το γιατί οι τράπεζες αλλάζουν τους όρους δανεισμού τους ανάλογα με τα προφίλ ESG των δανειοληπτών. Στη συνέχεια, περιγράφουν τα κανάλια μέσω των οποίων οι



δραστηριότητες ESG των επιχειρήσεων επηρεάζουν τις αποφάσεις τραπεζικού δανεισμού και πώς οι τράπεζες μπορούν να επηρεάσουν τις πολιτικές ESG και τις επενδύσεις των δανειοληπτών μέσω των δανειακών σχέσεων. Τέλος, παρέχουν νέα εμπειρικά στοιχεία ότι οι κίνδυνοι ESG των τραπεζών γίνονται πιο σημαντικοί για την αξία στην κεφαλαιαγορά με την πάροδο του χρόνου (Gaganis et. al., 2023).

Η έρευνα της D'Orazio (2022) επικεντρώνεται στην πολιτική της χρηματοδότησης για το κλίμα και στις εθνικές και διεθνείς πολιτικές πρωτοβουλίες που προωθούν τη βιώσιμη χρηματοδότηση και αντιμετωπίζουν ζητήματα ESG. Παράλληλα δίνει κατάλληλες πληροφορίες για την υιοθέτηση διεθνών συμφωνιών με στόχο την ενίσχυση της χρηματοδότησης για το κλίμα και την προώθηση των παραγόντων ESG που χρονολογείται από το 1997 με την Πρωτοβουλία Παγκόσμιας Αναφοράς ενώ αναφέρεται και σε άλλες γνωστές πρωτοβουλίες όπως η Συμφωνία του Παρισιού για το κλίμα, οι Στόχοι Βιώσιμης Ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών και το Σχέδιο Δράσης της ΕΕ για τη Βιώσιμη Χρηματοδότηση. Επιπλέον μελετά ακαδημαϊκές μελέτες σχετικά με τον αντίκτυπο αυτών των πρωτοβουλιών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, συμπεριλαμβανομένης της ανάπτυξης της αγοράς πράσινων ομολόγων (Gaganis et. al., 2023).

Με άλλα λόγια, το ESG και η σχέση του με τη χρηματοοικονομική επίδοση και τη βιωσιμότητα αποτελεί ένα αντικείμενο που απασχολεί τους ερευνητές διεθνώς. Η Εταιρική Υπευθυνότητα αποτελεί βασικό χαρακτηριστικό κοινό σε όλες τις προηγμένες κοινωνίες και οικονομίες (Albuquerque, Koskinen & Zhang, 2019; Kraus, Rehman & García, 2020). Το χαρακτηριστικό αυτό είναι το ποσοστό Κοινωνικής Υπευθυνότητας που επιδεικνύει τόσο η πολιτεία, όσο και οι επιχειρήσεις και οι πολίτες, που ζουν και εργάζονται σε αυτές. Ένας αυξανόμενος αριθμός εταιρειών επιλέγουν να αναλάβουν τις δράσεις της ΕΚΕ (Schmitz & Schrader, 2015). Αντίστοιχα, υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός από μελέτες οι οποίες έχουν εξετάσει τον αντίκτυπο και τις οικονομικές συνέπειες της “εμπλοκής” των εταιρειών στην διαδικασία εφαρμογής της ΕΚΕ (Moser & Martin, 2012).

Οι Chiang, Gregory & Xiyu (2017) και οι Feng και Wu (2021) βρήκαν ότι η περιβαλλοντική γνωστοποίηση και η συμμετοχή των εταιρειών είναι ουσιαστικής σημασίας για τη δημιουργία ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων και τη μεγιστοποίηση των ευκαιριών ανάπτυξης. Μια ευρωπαϊκή μελέτη από τους Brounen, Marcato & Op'd Veld (2021) διαπίστωσε ότι η αυξημένη διαφάνεια και η πληρότητα του ESG συσχετίζονται με την οικονομική απόδοση. Ο σεβασμός στις ανάγκες της κοινότητας

και των επενδυτών μέσω του υψηλού αρχικού κόστους ανάπτυξης έχει ως αποτέλεσμα μακροπρόθεσμα οικονομικά οφέλη για τις επιχειρήσεις (Hsieh, Spanner & Bienert 2020). Οι Ooi and Dung (2019) υποστηρίζουν τους Hsieh, Spanner & Bienert (2020) που αποκαλύπτουν μεγαλύτερες αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων και λειτουργικά περιθώρια όταν τα χαρτοφυλάκια τους έχουν περισσότερα πράσινα περιουσιακά στοιχεία. Επιπλέον, οι Kempeneer, Peeters & Compernelle (2021) πιστεύουν ότι τα περιβαλλοντικά και κοινωνικά κριτήρια του ESG έχουν μια περίπλοκη σχέση.

Οι Yoon, Lee, & Cho (2021) ανέλυσαν κατά πόσον η δέσμευση μιας επιχείρησης σε κοινωνικά υπεύθυνες δραστηριότητες, με βάση την μέτρηση του ESG σχετικά με την περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση επηρεάζει την τάση τους να αποφεύγουν τη φορολογία στην κορεατική χρηματοπιστωτική αγορά. Στη μελέτη διαπιστώθηκε μια αρνητική σχέση μεταξύ των βαθμολογιών ESG των κορεατικών επιχειρήσεων και της φοροαποφυγής όσον αφορά τη διαφορά λογιστικού-φορολογικού εισοδήματος κατά τη διάρκεια της περιόδου του δείγματος μεταξύ 2011 και 2017. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις με καλές επιδόσεις EKE θα τείνουν να μην χειραγωγούν τα φορολογικά κέρδη, γεγονός που συνάδει με τη θεωρία της εταιρικής κουλτούρας.

Η αλληλεπίδραση μεταξύ της ESG και των οικονομικών επιδόσεων των επιχειρήσεων είναι ένα επίκαιρο ζήτημα που εμφανίζεται στην πρόσφατη βιβλιογραφία. Ένα σημαντικό αποτέλεσμα που προκύπτει από τη μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας είναι ότι, ανεξάρτητα από την ύπαρξη θετικής ή αρνητικής επίδρασης του ESG στη χρηματοοικονομική απόδοση, κυρίως σε περιόδους κρίσεων, το ESG μπορεί να θεωρηθεί ως μια χρήσιμη και σταδιακά δημοφιλής επενδυτική επιλογή (Chen, Hung & Wang, 2018; Melinda & Wardhani, 2018).

### **Προκλήσεις και στόχοι ερευνητικής πρότασης**

Οι επιχειρήσεις που ενσωματώνουν ρυθμίσεις που περιλαμβάνονται στην κατηγορία του ESG αποτελούν ένα ιδιαίτερο τύπο επιχειρήσεων οι οποίες δεν έχουν κύριο μέλημα τους μόνο τη μεγιστοποίηση του κέρδους τους αλλά θέλουν να συνδυάσουν το κοινωνικό όφελος με την οικονομική βιωσιμότητα τους. Υπάρχουν αρκετές έρευνες στις οποίες αποδεικνύεται πως η διαχρονική διεύρυνση των ανισοτήτων που παρατηρείται σε όλα τα επίπεδα (οικονομικό, κοινωνικό, μορφωτικό) καθιστά ακόμη σημαντικότερο το ρόλο τους και αναγκαιότερη την περαιτέρω ανάπτυξή τους. Για το λόγο αυτό η ακαδημαϊκή κοινότητα δημιούργησε ξεχωριστό και

ευδιάκριτο επιστημονικό πεδίο για τη μελέτη του συγκεκριμένου τύπου επιχειρήσεων και του περιβάλλοντος τους.

Επιπρόσθετα, οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων και κεφαλαίων καλούνται από ρυθμιστικές αρχές και επενδυτές να ενσωματώσουν βιώσιμες επενδύσεις σε όλα τα επιχειρηματικά τους μοντέλα και να λαμβάνουν υπόψη τις δραστηριότητες ESG των εταιρειών στις οποίες επενδύουν. Ως αποτέλεσμα των αλλαγών στις προτεραιότητες των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων, οι μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες πρέπει να επιδείξουν διαφάνεια και καλές επιδόσεις σε θέματα που σχετίζονται με το ESG, προκειμένου να επιτύχουν υψηλότερες αξιολογήσεις ESG και να έχουν καλύτερη πρόσβαση στη χρηματοδότηση με ευνοϊκότερους όρους. Επιπλέον, οι εταιρείες που κατανοούν τις επιπτώσεις της βιωσιμότητας και ενσωματώνουν το ESG στα επιχειρηματικά τους μοντέλα μπορούν να αποκτήσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, όχι μόνο μέσω νέων προϊόντων και υπηρεσιών αλλά και μέσω χαμηλότερου κινδύνου φήμης και αυξημένης ικανοποίησης των πελατών.

Τα κενά βιβλιογραφίας βέβαια είναι αρκετά στο συγκεκριμένο τομέα (Chiang, Gregory & Xiyu, 2017). Οι Chong & Noguera (2016) και Bauer, Eichholtz & Kok (2010) επισημαίνουν τα αντιφατικά αποτελέσματα σχετικά με το εάν η εταιρική διακυβέρνηση επηρεάζει την απόδοση και αν προσφέρει την ευκαιρία να διερευνηθούν τα κριτήρια ESG. Ενώ οι Kempeneer, Peeters & Compennolle (2021) διερευνούν το ποιες καταστάσεις μπορούν να κατευθύνουν τη συμπεριφορά των εταιρειών σε πιο φιλικές προς το περιβάλλον πρακτικές.

Επιπλέον, τα κοινωνικά κριτήρια του ESG στο τομέα των ακινήτων παρουσιάζουν μεγάλη υστέρηση. Δεδομένου ότι η υψηλότερη ικανοποίηση των χρηστών οδηγεί σε βελτίωση της γνώσης και μειωμένο άγχος, η αξιολόγηση της κοινωνικής και ψυχολογικής ευημερίας μπορεί να οδηγήσει σε μεθόδους μείωσης της περιβαλλοντικής ρύπανσης στον τομέα των ακινήτων και να διερευνήσει το αν η βελτίωση της ευημερίας αυξάνει τις αποδόσεις των επενδύσεων.

Με την έλευση της πανδημίας του COVID-19 έγινε προσπάθεια διερεύνησης της σημασίας των παραγόντων ESG σχετικά με τις αποδόσεις των εταιρειών κατά την διάρκεια της πανδημίας παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχουν πολλές τέτοιες έρευνες ακόμα. Ωστόσο, η υπάρχουσα βιβλιογραφία δείχνει ότι οι παράγοντες ESG μπορεί να είχαν θετική επίδραση στις επιδόσεις των εταιρειών κατά τη διάρκεια της πανδημίας.

Αποδεικνύεται επίσης ότι η σχέση μεταξύ των ESG και των εταιρικών επιδόσεων φαίνεται να είναι ιδιαίτερα ισχυρή κατά τη διάρκεια περιόδων κρίσης (Reijonen, 2021).

Η παρούσα ερευνητική πρόταση χρησιμοποιώντας ένα ευρύ δείγμα ευρωπαϊκών και διεθνών επιχειρήσεων θα επιχειρήσει να προσεγγίσει τόσο θεωρητικά όσο και εμπειρικά ζητήματα που αφορούν την υιοθέτηση και αξιολόγηση των κριτηρίων ESG σε σχέση με:

1. Τη συμπεριφορά και συμμόρφωση των επιχειρήσεων σε αυτά
2. Βραχυχρόνιους και μακροχρόνιους παράγοντες που επηρεάζουν την βιωσιμότητα των επιχειρήσεων
3. Τις επιδόσεις των επιχειρήσεων κυρίως ως προς την ικανότητα κερδοφορίας και μόχλευσης καθώς και ως προς την ικανότητά τους σε χρηματοδότηση με ευνοϊκούς όρους

Θα προσδιορίσουμε και θα εξετάσουμε γεγονότα «ορόσημα» με παγκόσμιο αντίκτυπο που σχετίζονται είτε με την υιοθέτηση κριτηρίων ESG είτε με γεγονότα που μπορεί να επηρεάσουν την εφαρμογή αυτών και την αντίδραση των επιχειρήσεων και των επενδυτών σε αυτά.

Βασικό αντικείμενο μελέτης της παρούσας διατριβής είναι η σχέση των ESG και των βασικών οικονομικών μεγεθών που σχετίζονται με την κερδοφορία, τη μόχλευση και το κόστος κεφαλαίου. Η μελέτη αυτή μπορεί να εξετάσει τόσο ομαλές όσο και μη ομαλές περιόδους, όπως ήταν εκείνη του Covid-19, και να γίνουν συγκρίσεις κατά πόσο τα μεγέθη ή/και η συμπεριφορά των επενδυτών διαφοροποιείται.

Προς την κατεύθυνση αυτή, σημαντικό ερώτημα που γεννάται είναι κατά πόσο οι επιχειρήσεις, που αξιολογούνται θετικά σύμφωνα με τα ESG κριτήρια, υιοθετούν λιγότερο ή περισσότερο επιθετικές πρακτικές, σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δεν εφαρμόζουν ESG ή έχουν χαμηλές επιδόσεις.

Όσον αφορά την επίδραση στην βιωσιμότητα των επιχειρήσεων, θα γίνουν εμπειρικές προσεγγίσεις προκειμένου να εντοπιστούν διαφορές μεταξύ επιχειρήσεων που έχουν υιοθετήσει πρακτικές σύμφωνα με κριτήρια ESG και αυτών που δεν τις έχουν υιοθετήσει ή υπολείπονται σημαντικά.

Το ESG αποτελεί ένα αντικείμενο μελέτης με τη χρήση στατιστικών και οικονομετρικών υποδειγμάτων. Βέβαια, η διεθνής βιβλιογραφία δεν έχει ενσωματώσει ακόμα μεθόδους τεχνητής νοημοσύνης κατά την υιοθέτηση και εφαρμογή των κριτηρίων ESG, μεθοδολογία που η παρούσα διατριβή θα προσπαθήσει να ενσωματώσει.

Επιπλέον η εξέταση των αποτιμήσεων της κεφαλαιαγοράς θα περιλαμβάνει τόσο συγκεντρωτικές τάσεις στις επιλογές των επενδυτών όσο και μεθοδολογίες ανάλυσης δεδομένων των σχέσεων απόδοσης/κινδύνου αγοράς, μεταβαλλόμενες συσχετίσεις και άλλα φαινόμενα που επαληθεύουν τον χαρακτήρα των επιπτώσεων στην κεφαλαιαγορά που προκαλούνται από τις πολυπλοκότητες της μέτρησης και της πολυδιάστατης έννοιας της «αειφορίας».

Μέσω της κριτικής επισκόπησης των βασικών περιοχών της ακαδημαϊκής έρευνας για την εταιρική βιωσιμότητα και τις θεωρητικές επιπτώσεις της στην επιχειρηματική ευημερία, θα εξεταστεί και θα αξιολογηθεί η επίδραση των διαφορετικών πτυχών της καινοτομίας στην εταιρική βιωσιμότητα σε ποσοτικούς όρους καθώς και αν η εταιρική βιώσιμη απόδοση σχετίζεται με τη μακροζωία των επιχειρήσεων στην αγορά.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451-4469.
- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential. *Sustainability*, 10 (2), 494, <https://doi.org/10.3390/su10020494>
- Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financ. Anal. J.* 74, 87–103.
- Bauer, R., Eichholtz, P., & Kok, N., (2010). Corporate Governance and Performance: The REIT Effect. *Real Estate Economics*, 38(1), 1-29. <https://www.proquest.com/docview/2108219736?accountid=10181&pqorigsite=primo>
- Broadstock, D., Chan, K., Cheng, L., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*. Volume 38, Elsevier.
- Brounen, D, Marcato, G., & Op't Veld, H. (2021). Pricing ESG equity ratings and underlying data in listed real estate securities. *Sustainability*, 13(4), 2037.
- Chen, Y. C., Hung, M., & Wang, Y. (2018). The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of accounting and economics*, 65(1), 169-190.
- Chen, Y., Li, T., Zeng, Q., & Zhu, B. (2023). Effect of ESG performance on the cost of equity capital: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 83, 348–364. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.09.001>
- Chang, E. P., & Noguera, M. (2016). The governance mechanisms of family-controlled REITs: A dominant founder and the retirement consequences. *Journal of Family Business Management*. 6(2), 122-142. <https://doi.org/10.1108/JFBM-02-2015-0012>.
- Chiang, K., Gregory, J., & Xiyu, Z. (2017). Corporate social responsibility and growth opportunity: The case of real estate investment trusts. *Journal of Business Ethics*, 463-478. [doi:https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-017-3535-1#citeas](https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-017-3535-1#citeas).

- Chong, W. L., Ting, K. H., & Cheng, F. F. (2016). Impacts of corporate governance on Asian REITs performance. *Pacific Rim Property Research Journal*, 23(1), 75-99.
- Chymis, A., & Skouloudis, A. (2014). National CSR and institutional conditions: An exploratory study. In *European Economic Financial Society 13th Annual Conference* (pp. 1-18).
- Cloutier, D. (2020). The new norm: ESG as a material risk and opportunity for real estate. *Real Estate Issues*, 44(16), 1-7. [doi:https://www.cre.org/wp-content/uploads/2020/07/Real-Estate-Issues-The-New-Norm-ESG-as-a-Material-Risk-and-Opportunity-for-Real-Estate.pdf](https://www.cre.org/wp-content/uploads/2020/07/Real-Estate-Issues-The-New-Norm-ESG-as-a-Material-Risk-and-Opportunity-for-Real-Estate.pdf).
- Cloutier, D., Robinson, S., Sullivan, G. (2021). The Coming U.S. Regulatory Oversight of and Demand for Climate Disclosure, *Real Estate Issues*, 45 (28).
- De Lucia, C., Paziienza, P., & Bartlett, M. (2020). Does Good ESG Lead to Better Financial Performances by Firms? Machine Learning and Logistic Regression Models of Public Enterprises in Europe. *Sustainability*, 12, 5317
- Dhaliwal, D.S., Li, Z.O., Tsang, A., & Yang, Y.G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *Accounting Review*, 86 (1), pp. 59–100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The accounting review*, 87(3), 723-759.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406. [doi:10.1016/j.jbankfin.2011.02.007](https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007)
- Eskantar, M., Doumpos, M., Liadaki, A., & Zopounidis, C. (2022). A Multi-Criteria Comparison of Financial Performance between Sustainable and Non-Sustainable Companies. In *Recent Trends in Financial Engineering* (pp. 115–129). WORLD SCIENTIFIC. [https://doi.org/10.1142/9789811260483\\_0006](https://doi.org/10.1142/9789811260483_0006)
- Fatemi, A., Glaum, M. & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: the moderating role of disclosure. *Global Finance J.* 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>.

- Feng, Z., & Wu, Z. (2021). ESG Disclosure, REIT Debt Financing and Firm Value. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 1-35.
- Folger-Laronde, Z., Pashang, S., Feor, L. & ElAlfy, A. (2020): ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, [doi: 10.1080/20430795.2020.1782814](https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1782814)
- Giannopoulos, G., Kihle Fagernes, R. V., Elmarzouky, M., & Afzal Hossain, K. A. B. M. (2022). The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 237.
- Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69-83.
- Hebb, T., Hamilton, A., & Hachigian, H. (2010). Responsible property investing in Canada: Factoring both environmental and social impacts in the Canadian real estate market. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 99-115. <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s10551-010-0636-5.pdf>
- Hirsch, J., Spanner, M. & Bienert, S. (2020). The carbon risk real estate monitor-developing a framework for science-based decarbonizing and reducing stranding risks within the commercial real estate sector. *Journal of Sustainable Real Estate*, 174-190.
- Jiang, W., Zhang, C., & Si, C. (2022). The real effect of mandatory CSR disclosure: Evidence of corporate tax avoidance. *Technological Forecasting and Social Change*, 179, 121646.
- Karagiorgos, T. (2010). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: An Empirical Analysis on Greek Companies European Research Studies Journal, vol. XIII, issue 4, 85-108.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The accounting review*, 91(6), 1697-1724.
- Kempeneer, S., Peeters, M., & Compennolle, T. (2021). Bringing the user back in the building: An analysis of ESG in real estate and a behavioral framework to guide future research. *Sustainability*, 13(6), 1-12. [doi:https://www.mdpi.com/2071-1050/13/6/3239](https://doi.org/https://www.mdpi.com/2071-1050/13/6/3239).



- Kraus, S., Rehman, S. U., & García, F. J. S. (2020). Corporate social responsibility and environmental performance: The mediating role of environmental strategy and green innovation. *Technological Forecasting and Social Change*, 160, 120262.
- Koundouri, P., Pittis, N., & Plataniotis, A. (2022). The Impact of ESG Performance on the Financial Performance of European Area Companies: An Empirical Examination. *Environmental Sciences Proceedings*, 15(1), 13.
- Lassala, C., Apetrei, A., & Sapena, J. (2017). Sustainability matter and financial performance of companies. *Sustainability*, 9(9), 1498.
- Laquaye, B. (2016). The relationship between corporate social performance and financial performance of European listed companies. Master thesis, HEC-Ecole de gestion de l'Université de Liège. <http://hdl.handle.net/2268.2/1795>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, & X., Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: the role of CEO power. *Br. Account. Rev.* 50 (No.1), 60–75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>.
- Liaw, K. T. (2020). Survey of green bond pricing and investment performance. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9), 193.
- López-González, E., Martínez-Ferrero, J., & García-Meca, E. (2019). Does corporate social responsibility affect tax avoidance: Evidence from family firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4), 819-831.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009). Does it pay to be good and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance. Harvard University. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1866371>.
- Marti, C. P., Rovira-Val, M. R., & Drescher, L. G. (2015). Are firms that contribute to sustainable development better financially?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(5), 305-319.
- Melinda, A., & Wardhani, R. (2020). The effect of environmental, social, governance, and controversies on firms' value: evidence from Asia. In *Advanced Issues in the Economics of Emerging Markets* (Vol. 27, pp. 147-173). Emerald Publishing Limited.

- Moser, D. V., & Martin, P. R. (2012). A broader perspective on corporate social responsibility research in accounting. *The accounting review*, 87(3), 797-806.
- Ooi, J., & Dung, D. (2019). Finding superior returns in green portfolios: Evidence from Singapore REITs. *Journal of Sustainable Real Estate*, 11(1), 191-215. <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.22300/1949-8276.11.1.191>.
- Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. (2014). The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings. *Financial Review*, 49(1), 49-75.
- Oikonomou, I., Platanakis, E., & Sutcliffe, C. (2018). Socially responsible investment portfolios: does the optimization process matter?. *The British Accounting Review*, 50(4), 379-401.
- Rajnoha, R., Lesníková, P., & Korauš, A. (2016). From financial measures to strategic performance measurement system and corporate sustainability: Empirical evidence from Slovakia. *Economics and Sociology*.
- Reijonen, J. (2021). The importance of ESG factors for company performance during Covid-19 pandemic, Hanken School of Economics, Helsinki. [https://helda.helsinki.fi/dhanken/bitstream/handle/10227/413914/Reijonen\\_Jaana.pdf?sequence=1](https://helda.helsinki.fi/dhanken/bitstream/handle/10227/413914/Reijonen_Jaana.pdf?sequence=1)
- Schmitz, J., & Schrader, J. (2015). Corporate social responsibility: A microeconomic review of the literature. *Journal of Economic Surveys*, 29(1), 27-45.
- Sjögren, R., & Wickström, J. (2019). A study of ESG's contribution to firm performance: Evidence from the European region. Master of Science in Industrial Management and Engineering Karlskrona, Sweden.
- Yoon, B., Lee, J.-H., & Cho, J.-H. (2021). The Effect of ESG Performance on Tax Avoidance—Evidence from Korea. *Sustainability*, 13(12), 6729. [doi:10.3390/su13126729](https://doi.org/10.3390/su13126729).
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Wang, X., Cao, F., & Ye, K. (2018). Mandatory corporate social responsibility (CSR) reporting and financial reporting quality: Evidence from a quasi-natural experiment. *Journal of business ethics*, 152, 253-274.

- Wong, W. C., Batten, J. A., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value?. *Finance Research Letters*, 39, 101593.