
AZ ESG SZEMPONTOK ÉS A PÉNZÜGYI TELJESÍTMÉNY EGYMÁSRA HATÁSA ÉLENJÁRÓ FENNTARTHATÓSÁGÚ CÉGEK ESETÉBEN

Kucséber László Zoltán²⁶, Csoma Róbert²⁷

DOI: [10.29180/978-615-6886-01-9_8](https://doi.org/10.29180/978-615-6886-01-9_8)

ABSZTRAKT

A vállalati célok között már az 1970-es években felbukkantak a termelés fenntarthatóságával kapcsolatos szempontok, melyek a gyorsuló klímaváltozással egyre fontosabb kérdéssé válnak. Az ESG (Environment, Social, Governance - környezetvédelem, társadalmi felelősségvállalás, vállalatirányítás) szempontok és a vállalati teljesítmény közötti kulcsfontosságú kutatási kérdés az, hogy a környezettudatos technológiák bevezetése és a termelés tisztábbá tétele csupán a vállalatok társadalmi nyomásra adott válasza-e, vagy egy ésszerű befektetés, amely mérhető, pozitív hatással van a pénzügyi teljesítményre. Kutatásunk empirikus részében publikus fenntarthatósági listán szereplő TOP 100 céget vesszünk górcső alá az ESG három szempontjába tartozó közel 35 pénzügyi, valamint nem pénzügyi változó alapján, leíró statisztikai eszközök segítségével. A kutatásunk eredményei azt mutatják, hogy a listán a nyugati cégek mellett, az ázsiai cégek is teret nyertek, különös tekintettel Kínára. A változás ágazati szempontból is kedvező: A feldolgozóipari cégek közel 20 százalékos aránnyal rendelkeztek. A kimagasló eredmények elérésében szerepet játszott az, hogy ezen cégek fenntartható árbevételének aránya 90% felett volt. Eredményeink hozzájárulhatnak ahhoz a jelenlegi diskurzushoz, amelynek fókuszában a fenntartható üzletmenetre történő átállás pénzügyi hatásainak vizsgálata áll.

Kulcsszavak: ESG, fenntarthatóság, Corporate Social Responsibility
JEL-kódok: Q01; Q56; G35

26 Kucséber László Zoltán, főiskolai docens, Budapesti Gazdasági Egyetem Pénzügyi és Számviteli Kar, Pénzügy Tanszék, e-mail: kucseber.laszlo@uni-bge.hu

27 Csoma Róbert, főiskolai docens, Budapesti Gazdasági Egyetem Pénzügyi és Számviteli Kar, Pénzügy Tanszék e-mail: csoma.robort@uni-bge.hu

BEVEZETÉS

A robusztus ESG-profil (Environment, Social, Governance – környezetvédelem, társadalmi felelősségvállalás, vállalatirányítás) nem csupán arról szól, hogy egy vállalat hajlandó-e megújuló erőforrásokat felhasználni (Szeberényi et al., 2024). Azt is szolgálhatja, hogy fokozza a vállalat ellenálló képességét és alkalmazkodóképességét a modern üzleti környezetre jellemző, gyakran hirtelen és heves gazdasági változásokhoz (Bencző – Lőrinc, 2023). Azt, hogy a cégek egyre inkább (f)elismerik a fenntartható működés pozitív hatásait, Baranyi et al. (2023) kutatása is alátámasztja, ugyanis az ennek során megkérdezett cégek 60%-a kiemelten fontos kérdésként kezeli a környezetvédelmi ügyeket, nem csak a jogszabályi kötelezettségek miatt. A fenntartható cégeket nagyobb működési hatékonyság és alacsonyabb kockázati kitettség jellemezheti, ami hosszú távú jövedelmezőségüket is növelheti. Ha a kedvező ESG-besorolás elég vonzó a befektetők és a pénzügyi piacok számára, az a társadalmilag felelős vállalatok számára több tőkéhez jutást, a bankok részéről pedig kedvezőbb hitelfelvételi feltételeket eredményezhet.

A vállalati magatartással kapcsolatos kutatások a fenntarthatóság szempontjából két elterjedt fogalom köré csoportosulnak, a CSR és az ESG köré. E két megközelítés között nyilvánvalóan vannak közös kapcsolódási pontok, de ebben a rövid tanulmányban nem teszünk kísérletet a teljes fogalmi megkülönböztetésre. Egyes kutatások az E, S és G szempontokat egyszerűen a CSR három „lábának” tekintik.

A tanulmányban olyan vállalati célokra összpontosítunk, amelyek fontosságukat tekintve túlmutatnak a szokásos üzleti célokon. Pontosabban azt vizsgáljuk, hogy ezek a nem hagyományos célok hogyan befolyásolják a vállalatok pénzügyi teljesítményét.

SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS:

AZ ESG ÉS A VÁLLALAT PÉNZÜGYI TELJESÍTMÉNYÉNEK KAPCSOLATA

Cikkünk e részében olyan kutatásokra hivatkozunk, amelyek a cégek ESG teljesítmény kategóriái és a pénzügyi adatai, mutatószámai között keresnek kapcsolatot. Amerikai, európai és ázsiai tanulmányokat is gyűjtöttünk, annak érdekében, hogy objektívebb képet alkothassunk.

Friede et al. (2015) a témával kapcsolatos korábbi tanulmányok átfogó áttekintését végezték el mintegy 2200 egyedi tanulmány eredményeit elemezve. A tanulmányok többsége pozitív korrelációt jelzett az ESG-célok követése és a

vállalati pénzügyi teljesítmény között, és ez a kapcsolat időbeni stabilitást is mutatott. Hamdi et al. (2022) szintén pozitív kapcsolatot találtak az ESG és a pénzügyi teljesítmény között, amikor 504 amerikai vállalat 2000 és 2020 közötti adatait elemezték. A javuló vállalati pénzügyi teljesítmény arra is ösztönözheti a részvényeseket és a menedzsmentet, hogy még többet fektessenek be a működésük fenntarthatóságába, ami viszont a vállalat hírnevének javulásához vezethet. Fain (2020) tanulmányának eredményei hasonlóak: a Morgan Stanley Capital International All Country World Index (MSCI ACWI) 1099 vállalatból álló mintája azt mutatta, hogy a G-pontszám növekedése jelentősen javítja a ROS-t (Return on Sales). Ahmad et al. (2021) az ESG-nek az egyesült királyságbeli vállalatok pénzügyi teljesítményére gyakorolt hatását vizsgálták. A Financial Times Stock Exchange (FTSE) index 351 vállalatából álló mintát használtak a 2002-2018 közötti időszakra. Az eredmények azt mutatták, hogy a jobb ESG minősítés pozitív hatással volt a vállalatok pénzügyi teljesítményére, de a nagyobb vállalat méret mérsékelte az ESG-teljesítmény és a vállalatok pénzügyi teljesítménye közötti kapcsolatot. Kim és Li (2021) azonban kínai adatok elemzéséből arra a következtetésre jutott, hogy bár az ESG-tényezők pozitív hatással vannak a vállalati nyereségre, ez a hatás a nagyobb vállalatok esetében erősebb. A különböző ESG-kategóriák közül a vállalatirányítás (G) rendelkezik a legjelentősebb hatással. Liu és társai (2022) arról számolnak be, hogy az E (környezeti) tényező szignifikáns negatív hatással volt a kínai Jangce folyó deltájában jegyzett 191 vállalat pénzügyi teljesítményére 2015 és 2020 között. Ezzel szemben a G (vállalatirányítási) tényezőnek pozitív hatása volt, míg az S (társadalmi) tényezőnek nem volt szignifikáns hatása. Azt is megállapították, hogy a szóban forgó vállalatok ESG-teljesítménye hatással volt a számviteli mutatókkal mért pénzügyi teljesítményükre. Nem találtak azonban összefüggést az ESG-teljesítmény és a vállalatok piaci ár alapú pénzügyi mutatókkal mért teljesítménye között.

Cao és Wirjanto (2023) az ESG-tényezők portfólióoptimalizálási folyamatba való beépítésének különböző megközelítéseit tárgyalja a Dow Jones index vállalatainál. A szerzők arra a következtetésre jutottak, hogy a tematikus befektetés a leghatékonyabb megközelítés, és az ESG-portfóliók ugyanolyan jól vagy jobban teljesítenek, mint a piac egésze. Weston és Nadi (2023) tesztelték a CSR és a CFP (Corporate Financial Performance) kapcsolatát a 2009–2019 időszakban. A vizsgálathoz az iShares MSCI KLD 400 Social (Az index a KLD Research & Analytics fejlesztése) és az iShares Core S&P 500 tőzsdei alapokat használták, valamint olyan vállalatok részvényeit, amelyek követik a Felelős Befektetés Alapelveit (Principles for Responsible Investment, PRI). A regresszióban a hozamot használták függő változóként, míg a P/E arányt, a ROE (Return on Equity)-t, a piaci

értéket és a bétát független változókként. Azt találták, hogy a PRI irányelveket követő vállalatok jobban teljesítenek azokhoz képest, amelyek nem követik ezeket az irányelveket.

AZ ALKALMAZOTT ADATBÁZIS

Kutatásaink esetében az alkalmazott adatbázis a Corporate Knights, TOP 100 fenntartható vállalat listáját jelenti. Az adatbázist a torontói székhelyű Corporate Knights társaság publikálja minden évben. Ez a cég szerkeszti a Corporate Knights Magazine-t is, amely több százezer üzleti és politikai döntéshozót tudhat olvasói között. A lista publikálása immáron közel két évtizedre nyúlik vissza.

A listán lévő társaságokkal szembeni pénzügyi kritériumok között szerepelnek az alábbiak:

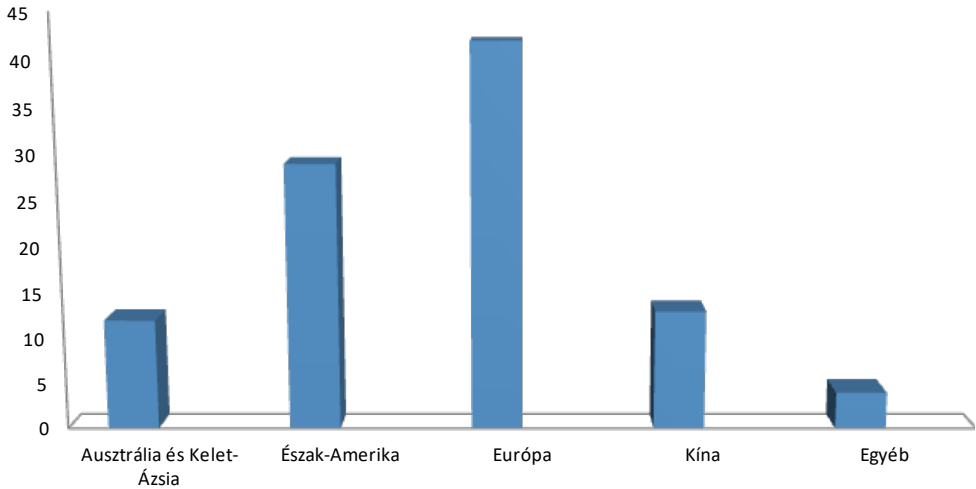
- részvényeivel tőzsdén kereskedjenek,
- 2022-ben a bruttó árbevétel elérje az 1 milliárd dollárt,
- a listán szereplő cég nem működhet hadiiparban, dohányiparban, illetve nem folytathat olyan lobbiszerű tevékenységet, amellyel a klímavédelmi intézkedéseket igyekeznek hátráltatni,
- „pénzügyileg egészséges” legyen (pl. az adózott eredmény pozitív, a működési cash-flow pozitív, növekvő eszközállomány, de nem növekvő eladósodottság).

A kutatók által felhasznált forrásokat az éves pénzügyi beszámolók és a fenntarthatósági/CSR riportok jelentik. Egyre több országban készülnek nem pénzügyi, ún. fenntarthatósági jelentések. Az Európai Unió kívüli szomszédos országok közül kiemelendő, hogy 2021-től a Szerb köztársaságban kötelező a nagyvállalatok számára fenntarthatósági jelentés készítése (Dmitrović et al., 2023). Természetesen még egyes nemzetgazdaságokon belül is eltérő lehet a riportok minősége. Ezt támasztja alá Kulcsár (2023) kutatása, amelyben 20, a Bukaresti Értéktőzsdén működő vállalat ESG beszámolóját vizsgálta. Megállapította, hogy hiányoznak az egység ESG-metrikák és jelenleg még nincs összehasonlítható ESG beszámolási rendszer, amely nehezíti az értékelést és az összehasonlítást.

EREDMÉNYEK

A kutatásunkban a 2023. évi TOP 100 listára felkerült céget vettük górcső alá, pénzügyi és nem pénzügyi adatokat használva. Célunk az, hogy egy átfogó képet adjunk a legfenntarthatóbban működő társaságokról. Ami e cégek földrajzi eloszlását illeti, az európai cégek domináltak, túlnyomóan nyugat-európai és skandináv cégek.

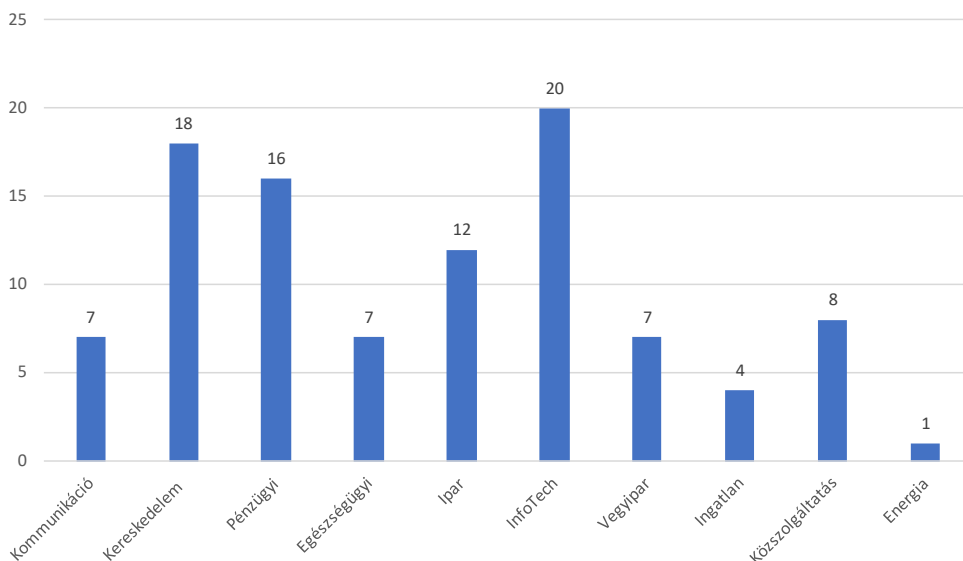
1. ábra: A cégek regionális eloszlása



Forrás: Corporate Knights adatai alapján saját szerkesztés

Ahogy azt az 1. ábrán is láthatjuk, a második legnagyobb csoport az USA és Kanada alkotta Észak-Amerika volt. A harmadik legnagyobb csoportot Kína (ide került besorolásra az 1-1 Hong-Kong, Tajvan székhelyű társaság is. A cégek ágazati eloszlását a 2. ábrán közöljük: elsősorban a pénzügyi, szolgáltató- és kereskedelmi cégek domináltak. E szektorok könnyebben tudnak fenntarthatóan működni, de örömteli az ipar és vegyipar közel 20 százalékos aránya. Negatívan árnyalja az összképet, hogy a listán nem szerepelt egyetlen mezőgazdasági tevékenységet folytató vállalat sem.

2. ábra: A cégek ágazati eloszlása



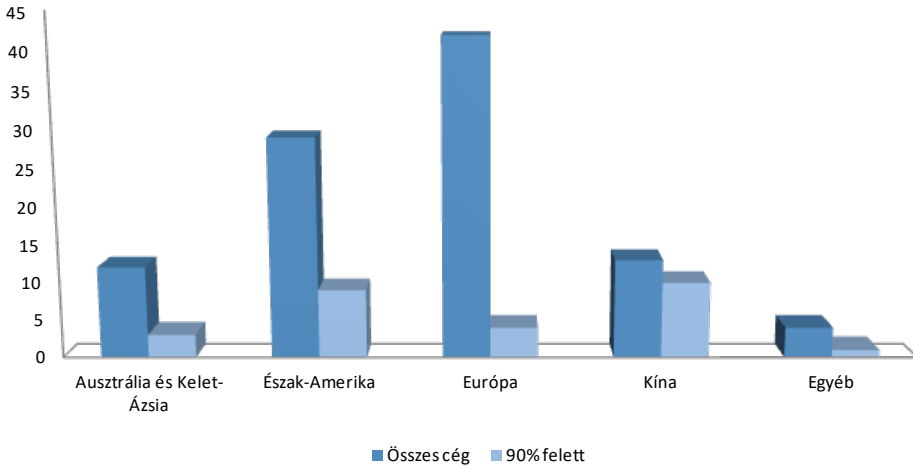
Forrás: Corporate Knights adatai alapján saját szerkesztés

Azt, hogy mennyire komplex a lista összeállításának módszertana, az mutatja, hogy közel 90 paraméter kerül figyelembe vételre. Ezek közül területi korlátok miatt a két legnagyobb súllyal rendelkező (25-25%) indikátorokat vettük figyelembe. Az egyik az úgynevezett „fenntartható árbevétel”, a másik pedig a „fenntartható befektetés” volt. A teljes árbevételen belül a „fenntartható árbevételt” a kutatók az ún. „Corporate Knights Sustainable Economy Taxonomy” alapján számszerűsítik, amely az alábbi irányelveket veszi alapul (a társaság bevételeit fenntarthatónak minősített termékekből és szolgáltatásokból szerzi):

- Climate Bonds Taxonomy (Climate Bonds Initiative),
- EU Taxonomy for Sustainable Activities,
- Sustainability Accounting Standards Board (SASB) reporting standards,
- Environmental Goods and Services Sector (Eurostat),
- China Green Bond Endorsed Project Catalogue,
- Green Bond Principles,
- TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) recommended climate opportunity metrics,
- Other private sector rating agencies with green or sustainability taxonomy.

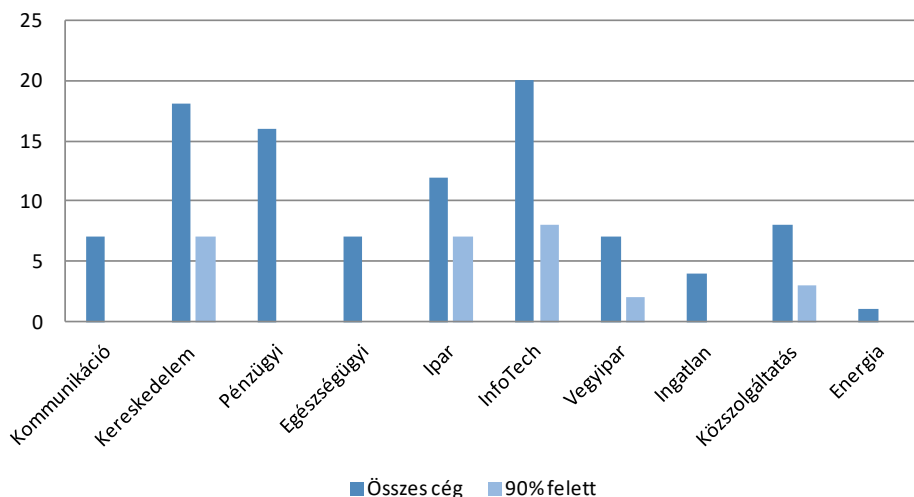
A 3. ábra részben átrajzolja az eddig kialakult összképünket, ugyanis azt láthatjuk, hogy a legtöbb cég, amelynek árbevételén belül 90%-os volt a fenntartható árbevétel nem Európában, hanem Észak-Amerikában és Kínában működött. Ebből arra következtethetünk, hogy a listára bekerüléshez nem szükséges a fenntartható árbevétel kimagasló aránya (a listán szereplő cégek ~ 40 százaléka rendelkezett 30 százaléknál alacsonyabb fenntartható árbevétellel), ellenben a többi közel 80 indikátor tekintetében is jól kell teljesíteni. Az egyes ágazatok szerint szemlélve ugyanezt a kérdést, pozitívumnak tekintjük az ipar kedvező arányát, mivel fenntartható működés eléréséhez esetükben jóval nagyobb beruházások szükségesek, szemben például egy kommunikációs társasággal. Azt, hogy a (európai) nehéziparban, papíriparban, vegyiparban (tehát az energiaintenzív szektorokban) kedvező változások indultak el, Horváth et al. (2023) kutatása is alátámasztja.

3. ábra: A Sustainable Revenue 90% feletti értéke az egyes régiókban (cégenként)



Forrás: Corporate Knights adatai alapján saját szerkesztés

4. ábra: A Sustainable Revenue 90% feletti értéke az egyes szektorokban /cégenként/

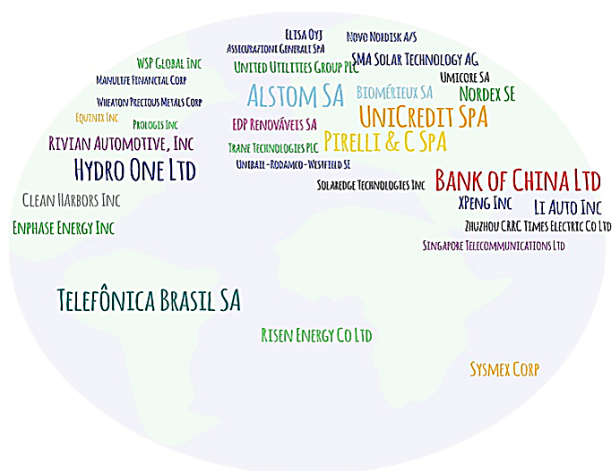


Forrás: Corporate Knights adatai alapján saját szerkesztés

Vizsgáltuk a fenntartható befektetések arányát is. A TOP 100-ból 26 cég rendelkezett teljes, 100 százalékos mutatóval. Megvizsgálva e cégeket azt tapasztaltuk, hogy nagyon hasonló földrajzi és ágazati arányokkal rendelkeznek, mint az előzőekben bemutatott 90% feletti fenntartható árbevétel aránnyal rendelkező cégek. A 100%-os fenntartható befektetéssel rendelkező cégek 4 kivétellel 100%-os fenntartható bevétellel is rendelkeztek, valamint egy kivétellel a lista első felében helyezkedtek el.

Kutatásunkban az új belépő, a listára felkerülő cégekre is fókuszáltunk. 32 ilyen cég volt, ezen cégek neveit a 5. ábra tartalmazza. Ez azt az üzenetet hordozhatja a cégek számára, hogy a listára nem „lehetetlen küldetés” felkerülni, másrésről a listán elért adott évi helyezés nem garancia a következő évi helyezésre.

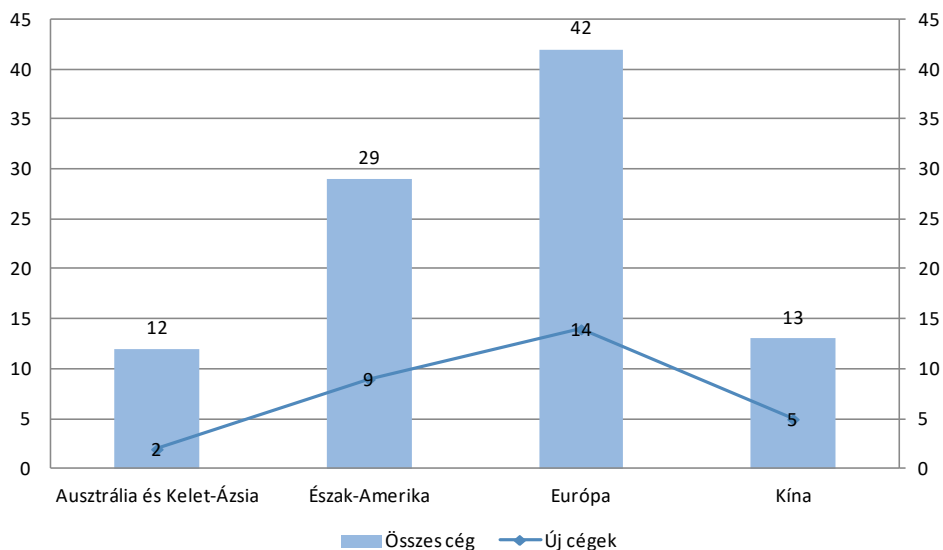
5. ábra: A 2023. évi TOP 100-ba belépő új cégek



Forrás: Corporate Knights adatai alapján saját szerkesztés

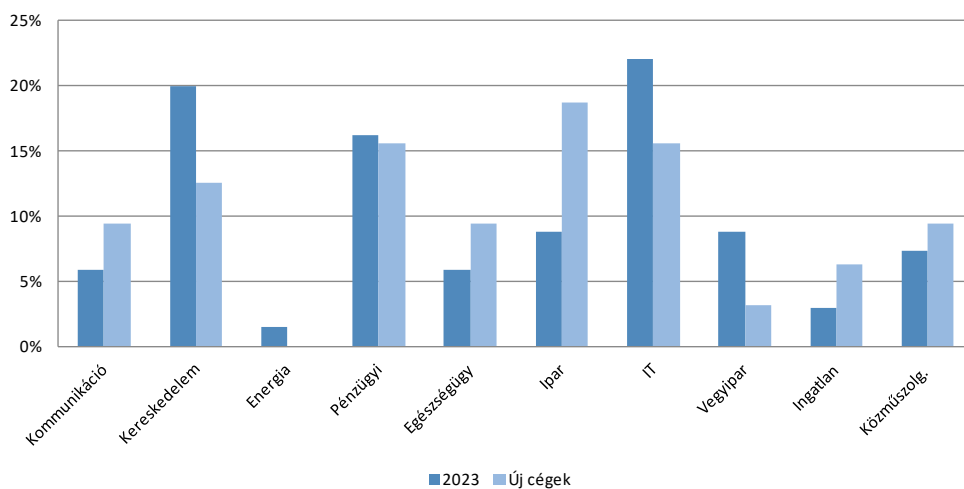
Az új belépő cégek ágazati eloszlása a 6. ábrán látható. Megemlítenédnek véljük az ipar, ingatlan és közműszolgáltatások szektorok magas arányát, mivel ezen szektorok „eleve hátrányból indulnak”, viszont ezek a magas értékek optimizmusra adnak okot, bizonyítékkal szolgálhatnak az ágazat többi szereplője számára, hogy a „zöld” működés még ezekben az ágazatokban is sikeresen elérhető. Bár az új cégek száma kimagasló, és 11 cég az első 30 helyezett (2024-ben) között is helyet kapott, érdemes egy pillantást vetni arra, hogy milyen minőségi kritériumokkal rendelkeztek ezen társaságok. A listát összeállító kutatóintézet a ~ 80 indikátorból képzett egy kilenc fokozatú „Overall Score”-t, A+ és C- között. A 8. ábrán megfigyelhetjük, hogy az új cégek minimális számban vannak jelen csak az A-s kategóriákban, A „B”, „B+”, „C+”, és a „C-” kategóriákban legalább 50 százalékos aránnyal vannak jelen. Ebből arra következtethetünk, hogy bár az új belépő cégek többségének sikert jelentett felkerülni a listára, ha nem tesznek további lépéseket a még fenntarthatóbb működés irányába, akkor a következő évi listára már nem fognak felkerülni.

6. ábra: A TOP 100-ba belépő új cégek földrajzi jellemzői



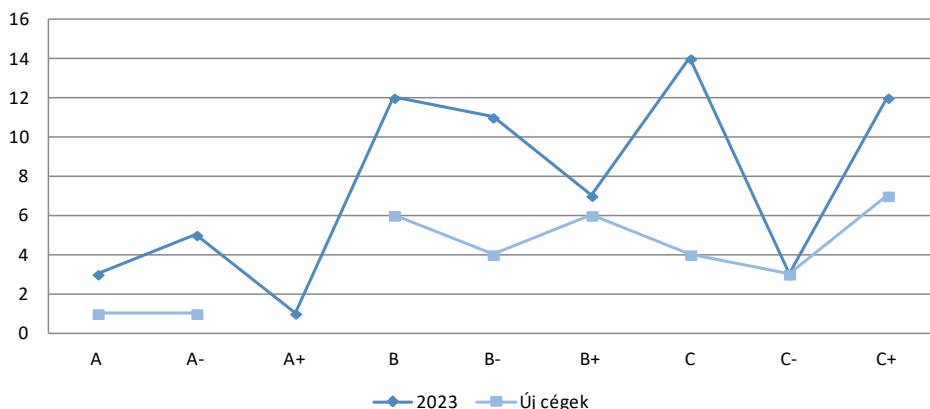
Forrás: Corporate Knights adatai alapján saját szerkesztés

7. ábra: Az új belépő cégek ágazati jellemzői



Forrás: Corporate Knights adatai alapján saját szerkesztés

8. ábra: Az új belépők minősítéseinek megoszlása



Forrás: Corporate Knights adatai alapján saját szerkesztés

KÖVETKEZTETÉSEK

Az áttekintett empirikus tanulmányok többsége közvetlen összefüggést mutat az ESG és a számviteli alapú vállalati pénzügyi teljesítmény mutatók között. Az ESG- és piaci ár alapú mutatók, valamint a befektetői döntések közötti kapcsolat azonban számos tanulmány alapján kevésbé egyértelmű. Jelen tanulmány terjedelme nem teszi lehetővé, hogy további kutatásokat idézzünk, de az általunk idézett tanulmányok eredményei hasonlóak Whelan et al. (2021) eredményeihez, akik 2015 óta több mint 1000 tanulmányt elemeztek. A kutatók között konszenzus van abban, hogy a jó vállalati ESG-menedzsment általában javítja a vállalati pénzügyi mutatókat. Ez biztató annak fényében, hogy a tiszta technológiákra való áttérés a pénzügyi teljesítmény romlásához is vezethet. A zöld technológiákra való áttérés üteme azonban aggodalomra ad okot, mivel az eddigi eredmények nem tudták megállítani környezetünk romlását. Munkánk empirikus részében egy nemzetközi, fenntarthatóságot vizsgáló kutatóintézet TOP 100 listáját vettük górcső alá. Az eredmények optimizmusra adnak okot több szempontból is: A listán a szolgáltató szektorokhoz hasonló arányban megtalálhatunk olyan klasszikus „szennyező” iparágakat is, mint például a vegyipar, míg földrajzi szempontból is diverzifikáltabb a lista a kínai cégek térnyerésével. Az új belépők nagy száma pedig azt jelzi, hogy a fenntarthatóság iránt elkötelezett cégek száma növekszik, bővül azon aktorok száma, amelyek érdemben részt tudnak venni a fenntartható gazdaság működésében.

IRODALOMJEGYZÉK

- Ahmad, N., Mobarek, A., & Nawazesh, R. N. (2021). Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. *Cogent Business & Management*, 8(1), <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1900500>
- Baranyi, A., Bélyácz, I., Csernák, J., & Széles, Zs., (2023). A nagy- és középvállalatok energiastatégijának változása piaci kényszerhelyzetben. *Statisztikai Szemle*, 101(12), 1101-1126.
- Benczö, L., & Lőrinc, B. (2023). A Dunai Vasmű gazdasági és környezeti hatásai a Dunaújvárosi funkcionális várostérségre. In: Földi, P. & Viktor, P. (szerk.). *Közgazdász Doktoranduszok és Kutatók II. Rurális Konferenciája Konferenciakötet Budapest*, 328 (pp. 39-47). Doktoranduszok Országos Szövetsége
- Cao, H., & Wirjanto, T. S. (2023). ESG information integration into portfolio optimization. *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 16,(2), 158–179.
- Dmitrović, V., Latinović, M., & Benković, S. (2023). Non-Financial Reporting in a Function of Growing Social and Environmental Responsibility - A Challenge for Accounting and Auditing. 2023, 4th international scientific conference Economic and Business Trends Shaping the Future. Online Conference Proceedings. Faculty of Economics-Skopje, Ss. Cyril & Methodius University, <http://doi.org/10.47063/EBTSF.2023.0002>
- Fain, M. (2020). A vállalati társadalmi teljesítmény rövid távú hatásai a pénzügyi jövedelmezőségre. *Köz-gazdaság*, <https://doi.org/10.14267/RETP2020.02.20>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Hamdi, K., Guenich, H., & Ben Saada, M. (2022). Does corporate financial performance promote ESG: Evidence from US firms. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2154053, <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2154053>
- Horváth, Á., Takácsné, Papp A., Lipták, K., Musinszki, Z., & Szűcsné Markovics, K. (2023). Climate and Energy Issues of Energy-Intensive Sectors. *Amfiteatru Economic.*, 25(64), 813-829: <https://doi.org/10.24818/EA/2023/64/813>
- Kim, S., & Li, Z. (2021). Understanding the Impact of ESG Practices. *Corporate Finance.Sustainability*, 2021, 13, 3746. <https://doi.org/10.3390/su13073746>
- Kulcsár, E. (2023). A fenntarthatósági beszámolók gyakorlatának vizsgálata. *Economica*, XIV.(3-4), <https://doi.org/10.47282/economica/2023/14/3-4/13553>

- Liu, H., Wu, K., & Zhou, Q. (2022). Whether and How ESG Impacts on Corporate Financial Performance in the Yangtze River Delta of China. *Sustainability*, 14, 16584., <https://doi.org/10.3390/su142416584>
- Szeberényi, A., Fűrész, Á., & Rokicki, T. (2024). Renewable Energy in Hungary: Awareness, Challenges, and Opportunities. In: Belak, Jernej; Nedelko, Zlatko (szerk.) 8th FEB International Scientific Conference : Challenges in the Turbulent Economic Environment and Organizations' Sustainable Development. Maribor, Szlovénia: University of Maribor Press, 509-518. <https://doi.org/10.18690/um.epf.5.2024>
- Weston, P., & Nnadi, M. (2023). Evaluation of strategic and financial variables of corporate sustainability and ESG policies on corporate finance performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(2), 1058-1074.
- 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. *Journal of New York: NYU STERN Center for sustainable business*