

Dr. Csoma Róbert – Dr. Kucséber László Zoltán

A fenntarthatóság és a pénzügyi eredményesség kapcsolata szakirodalmi metaanalízis alapján

ÖSSZEFOGLALÁS

A vállalati célok között már az 1970-es években felbukkant a termelés fenntarthatóságával kapcsolatos szempontok érvényesülése, amely a gyorsuló klímaváltozással egyre fontosabb kérdéssé válik. A vállalati teljesítmény és az ESG (környezeti, társadalmi és irányítási) szempontok kapcsolatára vonatkozó kulcsfontosságú kutatási kérdés az, hogy a környezettudatos technológiák bevezetése és a termelés tisztábbá tétele csupán a vállalatok társadalmi nyomásra adott válasza-e, vagy egy észszerű befektetés, amely mérhető, pozitív hatással van a pénzügyi teljesítményre. Az általunk feldolgozott tanulmányok eredményei pozitív kapcsolatot mutatnak a fenntartható működés és a kedvező pénzügyi teljesítmény között.

Kulcsszavak: ESG, fenntarthatóság, CSR, osztalékpolitika

Jel-kódok: Q01; Q56; G35

BEVEZETÉS

Egy erőteljes ESG-profil nem csupán a társaságok megújuló erőforrások iránti nyitottságát és azok használatát jelenti (Bakos, Szeberényi, Bakos, 2023), hanem reziliensebbé tehet egy adott céget, jobb alkalmazkodóképességgel a sokszor hirtelen fellépő, heves gazdasági változásokra. A fenntarthatóságot követő vállalatokra nagyobb működési hatékonyság és alacsonyabb kockázati kitettség válhat jellemzővé, amely ezzel erősítheti a hosszú távú nyereségességüket is. Ha a kedvező ESG-minősítés elég vonzó a befektetők és a pénzügyi piacok szemében is, az jobb hozzáférést jelenthet a társadalmilag felelős módon gondolkozó befektetők tőkéjéhez, valamint kedvezőbb hitelfelvételi kondíciókat is eredményezhet a bankoknál.

A vállalatok viselkedését vizsgáló kutatások a fenntarthatóság szempontjából két elterjedt felfogás, a CSR (Corporate Social Responsibility) és az ESG (Environment, Social, Governance) köré csoportosulnak. E két megközelítésben nyilvánvalóak a közös érintkezési pontok, de ebben a rövid írásban nem vállalkozunk arra, hogy megpróbáljunk teljes fogalmi elkülönítést adni. A kutatások egy része egyszerűen a CSR három „lábának” tekinti az E, S és G szempontokat. Itt most mi is megelégszünk annyival, hogy vizsgálódásunk középpontjában olyan vállalati célok állnak, amelyek jelentőségük szempontjából meghaladják a szokásos üzleti célokat. Pontosabban éppen azt vizsgáljuk, hogy ezek a nem hagyományos célok hogyan hatnak a vállalatok pénzügyi teljesítményére.

AZ ESG SZEMPONTOK FIGYELEMBEVÉTELÉNEK HATÁSA A VÁLLALAT PÉNZÜGYI TELJESÍTMÉNYÉRE

Cikkünk e részében olyan kutatásokra hivatkozunk, amelyek a cégek ESG teljesítmény kategóriái és a pénzügyi adatai, mu-

tatószámai között keresnek kapcsolatot. Amerikai, európai és ázsiai tanulmányokat is gyűjtöttünk, annak érdekében, hogy objektívebb képet alkothassunk.

Friede és szerzőtársai (2015) feldolgozva az összes korábban a témában írt tanulmányt, összevetették mintegy 2200 egyedi kutatás eredményeit. A tanulmányok többsége pozitív kapcsolatot talált az ESG célok követése és a vállalati pénzügyi teljesítmények között és ez a kapcsolat időben is stabilnak mutatkozott.

Hamdi és szerzőtársai (2022) 504 amerikai vállalat adatait elemezve 2000 és 2020 között szintén pozitív kapcsolatot mutatnak ki az ESG és a pénzügyi teljesítmény között. A vállalati pénzügyi teljesítmény javulása viszont ösztönözheti a részvényeseket és a vezetést, hogy még többet investáljanak tevékenységük fenntarthatóságába. Ennek eredményeként a vállalat reputációja is javulhat.

Fain (2020) munkájának eredményei is hasonlóak: Az MSCI ACWI Indexből származó 1099 vállalati minta alapján a G-pontszám növekedése jelentősen növeli az ROS-t (Return on Sales – értékesítésre jutó hozam).

Ahmad és munkatársai (2021) az ESG hatását az Egyesült Királyság vállalatainak pénzügyi teljesítményére vonatkozóan vizsgálják. Egy 351 vállalatból álló mintát használnak az FTSE index vállalataiból a 2002 és 2018 közötti időszakra vonatkozóan. Az eredmények arra utalnak, hogy az ESG-nek pozitív hatása van a vállalatok pénzügyi teljesítményére. A kutatás megállapítja azt is, hogy a vállalat mérete mérsékli az ESG teljesítmény és a vállalati pénzügyi teljesítmény közötti kapcsolatot.

Ázsiai elemzések és azok eredményei közül Kim és Li (2021) kínai adatokat elemezve viszont arra a következtetésre jutnak, hogy bár az ESG tényezők pozitív hatással vannak a vállalati nyereségre, de ez a hatás erőteljesebb a nagyobb vállalatok esetében. A különböző ESG kategóriák közül a vállalati irányításnak (G) van szerintük a legjelentősebb hatása, különösen a gyenge irányítással rendelkező vállalatok esetében.

Liu és munkatársai (2022) Kim és Li (2021) eredményeivel szemben arra a következtetésre jutottak, hogy Kínában a Yangtze folyó deltájában 2015 és 2020 közötti időszakban tőzsdén jegyzett 191 vállalat E (környezeti) tényezőjének jelentős negatív hatása volt a vállalati pénzügyi teljesítményre, a G (vállalati irányítás) tényezőnek volt pozitív hatása, míg az S (társadalmi) tényezőnek nem volt jelentős hatása. Az ESG teljesítménynek összességében volt hatása a számviteli mutatókon alapuló pénzügyi teljesítményre, de nem találtak összefüggést a piaci alapú pénzügyi mutatókkal mért teljesítményre.

Vajon az ESG és pénzügyi teljesítmény közötti pozitív kapcsolat ágazati szinten is kimutatható? Almeyda és Darmansyah

(2019) az ingatlan szektorban működő vállalatokról végeztek kutatást, mivel e szektor hosszú távú befektetési szemlélete összhangban van a hosszú távú ESG célokkal. A mintákat a G7 országokból gyűjtötték össze 2014-2018 közötti időszakokra vonatkozóan. Az eredmények arra utalnak, hogy szignifikáns pozitív összefüggés van a vállalat ESG pontszáma és a ROA és ROC mutatói között, de nincs összefüggés a részvényárral és a P/E mutatóval. A ROA és ROC a vállalatirányítás minősége révén generált hozamok az általános működési hatékonyságot mérik, míg a részvényár és a P/E a pénzügyi piacok értékítéletét méri. Kulcsár – Veres (2021) az ESG teljesítmény és gyógyszeripari vállalatok pénzügyi teljesítménye között keresett kapcsolatot statisztikai eszközökkel. Munkájukban 2019-2020 évek ROA és ROE rátáival számszerűsítették a cégek pénzügyi teljesítményét. Az eredmények alapján elmondható, hogy közepes erősségű összefüggés van az ESG egyes komponensei és a pénzügyi teljesítmény között. Zhao és szerzőtársai (2018) tanulmányukban Kína tőzsdén jegyzett energia termelő vállalatait vizsgálták. Az eredmények azt mutatják, hogy a jó ESG teljesítmény javította a pénzügyi teljesítményt a ROCE (Return on capital employed) mutatóban mérve.

A fentiekből is látható, hogy lazább a kapcsolat az ESG minősítések és a cégek piaci mutatókban megtestesülő pénzügyi teljesítménye között. Mindezt néhány, kifejezetten a befektetői oldal ESG-vel szembeni attitűdjére vonatkozó vizsgálat is megerősíti. Cao és Wirjanto (2023) különböző megközelítéseket tárgyalnak az ESG tényezők beépítésére a portfólió optimalizálási folyamatba és összehasonlítják ezeknek a szempontoknak a hatékonyságát a Dow Jones index vállalatain. Arra az eredményre jutnak, hogy a tematikus befektetés teljesíti a legjobban és az ESG portfóliók nem teljesítenek rosszabbul, mint a piac általában. Tímár (2021) munkájában hasonló kutatási kérdést fogalmazott meg, miszerint a felelős, fenntartható vállalatokba való befektetés pénzügyileg nyereséges(ebb) lehet-e. A hipotézist a New York-i Tőzsde adatai alapján tesztelte, mind a befektetési stratégiák (portfólió összeállítás), mind pedig az egyedi részvények szintjén (regresszióval). Eredményei azt mutatják, hogy a piac jelenleg nem árzza be a vizsgált szempontokat. 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 iShares Core S&P 500 tőzsdei alapokat használták, valamint olyan vállalatok részvényeit, amelyek követik a Felelős Befektetés Alapelveit (PRI). A regresszióban a hozamot használták függő változóként, míg a P/E arányt, a ROE-t, a piaci értéket (MV) és a bétát független változókként. Azt találták, hogy a PRI irányelveket követő vállalatok jobban teljesítenek azokhoz képest, amelyek nem követik ezeket az irányelveket.

AZ ESG ÉS AZ OSZTALÉKPOLITIKA KAPCSOLATA

Az előző fejezet folytatásaként az ESG és az osztalékpolitika kapcsolatára is szeretnénk volna összefüggéseket találni. Az osztalékpolitikai döntéshozatalra kizárólag egy vállalati érintett kör – a tulajdonosok vannak közvetlen befolyással, így számos kutatás állította fókuszába azt, hogy milyen kapcsolat lehet az osztalékpolitika és az egyes fenntarthatósági kérdések között. Ezen kutatások közül igyekeztünk a nagy elemszámmal, elmúlt néhány évben született kutatásokra hivatkozni. Az előző fejezethez hasonlóan először az amerikai és európai, ezután pedig az ázsiai kutatási eredményeket citáljuk. Johansson és Fahlén

(2019) az észak-európai országokra vonatkozóan az osztalékfizetési rátát és az osztalékhozamot használták az osztalékpolitika minősítésére a 2008-2018 közötti időszakban, 117 vállalatot vizsgálva. Szignifikáns kapcsolatot találtak az ESG pontok és az osztalékfizetési ráta között, de csak az ESG pontok úgynevezett „social” részpontszáma tekintetében. Az osztalékhozam és az ESG pontok között viszont nem volt kimutatható összefüggés.

Salah és Amar (2020) 825 francia, nem pénzügyi vállalat esetében a 2008 és 2018 közötti időszakot tekintve szintén megállapította, hogy a jó CSR megoldásokat mutató vállalatok magasabb osztalékfizetési rátával rendelkeztek. Matos és szerzőtársai (2020) a Stoxx Euro 600 tekintetében a 2000 - 2019 közötti időszakokra vonatkozóan állapították meg, hogy a nagyobb ESG pontszámmal rendelkező vállalatok stabilabb osztalékfizetési rátával rendelkeznek. Ezt az összefüggést az ESG egyes elemeivel való kapcsolat tekintetében is kimutatták.

Quereshi és szerzőtársai (2021) 100 amerikai vállalat 2009 és 2018 közötti pénzügyi mutatói (piaci/könyv szerinti érték aránya [MTB], Tobin Q mutató – a vállalat eszközeinek piaci értéke a könyv szerinti értékhez viszonyítva) alapján megerősítik az ESG–CFP kapcsolatot. A számviteli elszámolásokon alapuló pénzügyi teljesítmény (saját tőke megtérülése [ROE] és eszközarányos megtérülés [ROA]) esetén azonban csak az ROE-val találnak szignifikáns kapcsolatot. A minta vállalatainak ESG teljesítményei jó előrejelzőnek bizonyultak a jövőbeni pénzügyi teljesítménynek. Ezek az eredmények azt mutatják, hogy az ESG törekvések aktív folytatása segítheti a vállalatokat kiemelkedő pénzügyi eredmények elérésében.

A tulajdonosi szerkezet is befolyásolja, hogy milyen kapcsolat alakul ki a fenntarthatósági célok és az osztalékpolitika között. Ha a vállalat tulajdonosi szerkezetében nagyobb a stratégiai befektetők aránya, akkor erősebbnek mutatkozik a vállalat környezetvédelmi proaktivitása. Pénzügyi befektetők túlsúlya esetén ez csak akkor mutatható ki, ha nagy a vállalat külpia-ci kitettsége (Bueno-García, 2022). Ezen az állásponton vannak Chen és szerzőtársai (2019) is, akik kimutatják, hogy az intézményi tulajdonlás magasabb szintje az, ami jobb besorolást eredményez a CSR rangsorokban. Kevesebb az ilyen tulajdonosi szerkezetű cégeknek az olyan peres ügye és a szabályozók által kirótt bírsága, amely a nemi diszkriminációval, nem biztonságos munkahellyel, a környezetvédelmi előírások be nem tartásával vagy a nem megengedett marketing technikákkal kapcsolatos.

Xu - Yin – Lou (2022) ugyanakkor kínai, 2010–2018 közötti vállalati adatokat felhasználva arra a következtetésre jutottak vizsgálataik során, hogy a kisebbségi részvényesek nagyobb aránya a tulajdonosi szerkezetben az, ami javítja a vállalatok társadalmi felelősségvállalási teljesítményét. Niccoló és szerzőtársai (2020) pedig szintén kínai tőzsdei vállalatok ESG-vel kapcsolatos befektetéseinek és osztalékpolitikájának kapcsolatát vizsgálva arra a következtetésre jutottak, hogy az ilyen típusú beruházások csökkentették a vállalatok osztalékfizetéseinek mértékét.

Chaudry és szerzőtársai (2021) 36 pakisztáni tőzsdei vállalatra elvégzett kutatása a 2009 – 2018 közötti időszakot ölelte fel. A CSR célok kinyilvánítása a vállalatok részéről pozitív hatással járt a tulajdonosi értékre, mind a részvényárat mind az osztalékhozamot tekintve. Véleményük szerint a CSR célok kinyilvánítása minimalizálja az információs aszimmetriát a részvényesek és a vállalati menedzserek között, ami a részvényárak emelkedéséhez vezet.

KÖVETKEZTETÉSEK

Az általunk áttekintett néhány empirikus kutatás többsége azt mutatja, hogy az ESG és a számviteli alapú mutatók között mutatható ki a legközvetlenebb kapcsolat, a piaci mutatókkal és a befektetői választásokkal való összefüggések sok kutatásban már kevésbé egyértelműek. Munkánk terjedelmi keretei nem teszik lehetővé több kutatási eredmény hivatkozását, azonban az általunk citált kutatások eredményei hasonlóak Whelan és szerzőtársai (2021) következtetéseéhez, akik több mint 1000 2015 óta készült tanulmányt elemeztek. Ezek konszenzust mutattak arra vonatkozóan, hogy az ESG jó vállalati kezelése általában javítja a vállalati pénzügyi mutatókat, elsősorban a számviteli jellegűeket. Mindez reménykeltő abból a szempontból, hogy lehetséges a tiszta technológiákra való átállás a pénzügyi teljesítmény romlása. Ennek sebességével azonban nem lehetünk elégedettek, mert az eddigi eredmények nem tudták megállítani környezet romlását.

Tanulmányunk zárásaként az ESG kutatások korlátaira szeretnénk felhívni a figyelmet. Antoncic (2020) szerint az egyik fő probléma az az ESG kutatások kapcsán, hogy nincsenek olyan szabványok, amelyek alapján a vállalatok jelentést tesznek a fenntarthatósági törekvéseikről. Ennek következtében kevés minőségi adat áll rendelkezésre a vállalatok ESG kockázatainak és a kritériumoknak való megfelelésük értékelésében. Így, bár a fenntarthatósági jelentéstétel az utóbbi években szinte mindenhol elterjedté vált, az adatok minősége elmarad azok mennyiségétől, valamint azok összehasonlíthatósága is korlátozott, mivel több mint 30 ESG minősítéssel foglalkozó intézmény létezik, amelyek azonban nem egységes módszertannal dolgoznak. A különböző minősítő és rangsoroló intézmények által adott értékelések összehasonlítása azt mutatja, hogy a vállalatok ESG minősítése között eléggé alacsony mértékű a korreláció. Az ESG adatok így (jelenleg még) nem felelnek meg a hagyományos pénzügyi beszámolóknak szokásos szigorú követelményeknek.

Az említett kutatási kihívások megoldására Antoncic (2020) javasolja a Big Data, mesterséges intelligencia és a természetes nyelvfeldolgozás (natural language processing) használatát, amelyekkel a tanulmány szerzői is egyet értenek. Ezek azok az új technológiák – amelyek kifejlesztésében egyaránt szerepet vállalnak nagy nemzetközi cégek, és start-upok egyaránt (Kézai, Kurucz, 2023). Ezek az új információfeldolgozási technikák segíthetnek a fenntarthatósági jelentésekben tapasztalható elfogultság (bias), a „greenwashing” (nem fenntartható tevékenységek fenntarthatónak történő beállítás) elleni küzdelemben, azzal, hogy magas minőségű ESG adatokat szolgáltathatnak.

ÍRODALMI FELDOLGOZÁS

BOZSIK, NORBERT – SZEBERÉNYI, ANDRÁS – BOZSIK, NÁNDOR (2023): Examination of the Hungarian Electricity Industry Structure with Special Regard to Renewables. *ENERGIES* 16 : 9 Paper: 3826 , 23p, <https://doi.org/10.3390/en16093826>

CHANGHONG, ZHAO – YU, GUO – JIAHAI, YUAN – MENG, WU – DAIYU, LI – YIYOU, ZHOU – JIANGANG, KANG (2018): ESG and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from China's Listed Power Generation Companies, *Sustainability* 2018/10

FAIN, MÁTÉ (2020): A vállalati társadalmi teljesítmény rövid távú hatásai a pénzügyi jövedelmezőségre. *KÖZ-GAZDASÁG* 2020/2

GUNNAR, FRIEDE – TIMO, BUSCH – ALEXANDER, BASSEN (2015): ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *JOURNAL OF SUSTAINABLE FINANCE & INVESTMENT*, 5:4, 210-233, DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917

HAOMING, CAO – TONY, S. WIRJANTO (2023): ESG information integration into portfolio optimization. *JOURNAL OF RISK MANAGEMENT IN FINANCIAL INSTITUTIONS* Vol. 16, 2 158–179

JOHANSSON, A. – FAHLÉN, A. (2019): Does sustainability affect dividend policy? : A panel data study on Nordic firms (Dissertation). Retrieved from <http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:umu:diva-160497>

KÉZAI, PETRA KINGA – KURUCZ, ATTILA (2023): Crisis Resilience of Startup Companies (The Case of Hungary among the Visegrad Countries with a Focus on the Pandemic). *SUSTAINABILITY* 15 : 9 Paper: 7108 , 25 p. (2023)

KHALFAOUI, HAMDI – HASSAN, GUENICH – MOUFIDA, BEN SAADA (2022): Does corporate financial performance promote ESG: Evidence from US firms. *COGENT BUSINESS & MANAGEMENT*, 9:1, 2154053, DOI: 10.1080/23311975.2022.2154053

KIM, S. – LI, Z. (2021): Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance. *SUSTAINABILITY* 2021, 13, 3746., <https://doi.org/10.3390/su13073746>

KULCSÁR, EDINA – VERES, EDIT (2021): FENNTARTHATÓSÁGI szempontok gazdasági hatásai a vállalatok működésében. *PARTIUMI EGYETEMI SZEMLE*, 20 (2), <https://pesz.partium.ro/hu/archivum/xx-evfolyam-2021/2/kulcsar-edina-veres-edit>

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>

MADELYN, ANTONCIC (2020): Uncovering hidden signals for sustainable investing using Big Data: Artificial intelligence, machine learning, and natural language processing. *JOURNAL OF RISK MANAGEMENT IN FINANCIAL INSTITUTIONS* 2: Vol. 13, 106–113

MAMILLAPALLI, VENKATA AMUKTHA – RAJIV, NAIR (2019): Corporate Social Responsibility and Shareholder Wealth – Evidence from Indian Manufacturing Sector. In: FOSTERING INNOVATION IN FINANCIAL INCLUSION: Strengthening Responsible Finance in the digital Economy, Published By: Centre for Advanced Research in Financial Inclusion, School of Management, Manipal Academy of Higher Education, Manipal, Udupi-576014, Karnataka, India

MANUEL, BUENO-GARCÍA (2022): How do shareholders influence international firms' environmental strategies? The differential impact of strategic and financial investors, *LONG RANGE PLANNING*, <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2022.102183>

MUHAMMAD, AZEEM QURESHI – MINHAS, AKBAR – AHSAN, AKBAR – PETRA, POULOVA (2021): Do ESG Endeavors Assist Firms in Achieving Superior Financial Performance? A Case of 100 Best Corporate Citizens, *SAGE Open* April-June 2021: 1–18, DOI: 10.1177/21582440211021598

N. NICCOLÒ, – E. BATTISTI – A. PAPA – N. MIGLIETTA

- (2020): Shareholder value and dividend policy: the role of ESG strategies, *IEEE International Conference on Technology Management, Operations and Decisions (ICTMOD)*, 2020, pp. 1-5, doi: 10.1109/ICTMOD49425.2020.9380585.
- NISAR, AHMAD – ASMA, MOBAREK – NAHEED, NAWAZESH RONI (2021): Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. *COGENT BUSINESS & MANAGEMENT*, 8:1, 1900500, DOI:10.1080/23311975.2021.1900500
- OLFA, BEN SALAH – ANIS, BEN AMAR (2020): Does corporate social responsibility affect dividend policy? Empirical evidence in the French context, *JOURNAL OF GLOBAL RESPONSIBILITY*, Vol. 13 No. 3, pp. 268-289. <https://doi.org/10.1108/JGR-10-2021-0082>
- PEDRO, VERGA MATOS – VICTOR, BARROS – JOAQUIM, MIRANDA SARMENTO (2020): Does ESG Affect the Stability of Dividend Policies in Europe. *SUSTAINABILITY*, 12, 8804; doi:10.3390/su12218804
- PIERS, WESTON – MATTHIAS, NNADI (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, DOI:10.1080/20430795.2021.1883984
- RAISA, ALMEYDA – ASEP, DARMANSYAH (2019): The Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure on Firm Financial Performance. *IPTEK JOURNAL OF PROCEEDINGS SERIES*, No. 5
- SHEN, XU – BICHAO, YIN – CHUNJIE, LOU (2022): Minority shareholder activism and corporate social responsibility, *Economic Modelling*, 2022 www.journals.elsevier.com/economic-modelling
- TENSIE, WHELAN – ULRICH, ATZ – TRACY, VAN HOLT – CASEY, CLARK (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*