

Dr. Tömöri Gergő¹ – Dr. Lakatos Vilmos²

Az ESG-jelentés befektetői értékítéletre gyakorolt hatása magyar tőzsdei vállalatok példáján keresztül

ÖSSZEFOGLALÁS

A piacvezető vállalkozások nem pénzügyi jelentései ezidáig önkéntes többletinformáció nyújtásnak voltak minősíthetők, ami bizonyította ezen cégek elkötelezettségét a jövőbeni fenntarthatóság iránt. 2022-ben az Európai Tanács hivatalosan is elfogadta a Vállalati fenntarthatósági jelentésekről szóló irányelvet, amely alapján az EU-ban működő vállalatok egyre szélesebb körének kell jelentenie lépcsőzetesen nem-pénzügyi számaikról. Tanulmányunkban azokra a 2023-ban már több éve tőzsdei cégekre fókuszáltunk, amelyek törvényi kötelezettség nélkül is már ekkor ESG típusú jelentésekkel igazolták, hogy hosszú távon fontosnak ítélik ezeket a törekvéseket. Hipotézisként fogalmaztuk meg, hogy e vállalati kör piaci értékmutatói pozitívabb és egyúttal realisabb befektetői értékítéletet tükröznek vissza a kontrollcsoportéhoz képest, amely viszont az eredményeink alapján csak a P/BV mutatóinál mutatkozott meg magas statisztikai valószínűséggel. Bár átlagosan a befektetők realisabban ítélték meg az ESG jelentést készítő vállalatokat, összességében ezek a különbségek statisztikailag még nem voltak szignifikánsak.

Kulcsszavak: ESG, fenntarthatóság, piaci értékmutatók

Jel-kód: Q56, G11

BEVEZETÉS

A befektetések terén a fenntarthatósági szempontok érvényesítése alapvetően az értékteremtéssel kapcsolatos elveken alapulnak, amely a 2030-ra és 2050-re kitűzött fenntartható fejlődési célkitűzések teljesítése miatt új attitűdöket is képviselnek, azaz egyre fontosabbak a környezeti-szociális és irányítási fenntarthatósági területek érvényesülése (KPMG, 2021).

A 2021-ben az Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) 6. jelentésében az ENSZ által támogatott tudósok arra figyelmeztetnek, hogy az éghajlatváltozás folyamatban van és annak ütemét és súlyosságát az emberek döntései és viselkedésbeli változásai fogják meghatározni. Az elmúlt évtized melegebb volt, mint az elmúlt 125 000 év bármely más időszaka, ami az üvegházhatású gázok (ÜHG) növekvő kibocsátásának – elsősorban szén-dioxid, metán és dinitrogén-oxid – tulajdonítható, amelyek elsősorban a szén, az olaj és a gáz elégetéséből szabadulnak fel (Ming et al, 2021). Noha ezek a fosszilis tüzelőanyagok az elmúlt száz évben drámai gazdasági fejlődést hajtottak végre a világgazdaságban, növelték a légkör CO₂-koncentráció-

ját is, ami globális felmelegedést okozott, valamint hozzájárult az aszályhoz, az éhínséghez, a tengerszint emelkedéséhez, a szélsőséges időjárási eseményekhez, a hirtelen áradásokhoz – amelyek mind anyagi károkat és súlyos torzuláskat-eltolódásokat okoznak a helyi közösségeken belül egyre gyakrabban, s különösen a fejlődő országokban.

A 2008 utáni kedvező finanszírozási környezet megnyitotta a kötvénypiacokat a kibocsátók szélesebb köre előtt, beleértve az alacsonyabb minőségű kormányokat és vállalatokat is, amelyek a kockázatosabb piaci szegmensek felé terjeszkednek. Ez hozzájárult a fenntartható kötvénypiac kialakulásához is. Az állam- és vállalati kötvényadósság teljes volumene 2023 végén globálisan közel 100 billió USD volt, ami a globális GDP-hez hasonló nagyságrendű (OECD, 2024).

A 2008 utáni környezetben megjelentek a fenntartható kötvénypiacok is. Ez a piaci szegmens még csak kialakulóban van, de gyorsan növekszik. 2023 végén a fenntartható vállalati kötvények kintlévősége 2,3 billió USD-t, illetve 2,0 billió USD-t tett ki (OECD, 2024).

A fenntartható kötvények piacának gyors növekedése ellenére nincs egyértelmű bizonyíték arra, hogy a vállalatok szisztematikusan részesülnek a fenntartható kötvények kibocsátásának prémiumából. 2023 végén a fenntartható kötvények kintlévősége világszerte elérte a 4,3 billió USD-t, szemben az öt évvel korábbi 641 milliárd USD-vel. Európa volt a legaktívabb régió a fenntartható kötvények piacán mind a vállalati, mind a hivatalos szektorban. A 2014 és 2023 közötti időszakban a vállalati, nem pénzügyi jellegű fenntartható kötvények révén kibocsátott globális összeg 45%-át európai vállalatok bocsátották ki.

Az árazás tekintetében a befektetők nem biztos, hogy hajlandóak felárat fizetni a fenntartható kötvényekért, vagy azért, mert nem értékelik a befektetéseik potenciális fenntarthatósági hatásait, vagy – bár a befektetők értékelhetik az ilyen hatásokat – a fenntartható kötvényekre vonatkozó szerződések nem feltétlenül jelentenek hiteles kötelezettségvállalást a kibocsátó részéről. Az is előfordulhat, hogy a befektetők hajlandóak lennének egy kis felárat fizetni a fenntarthatósági hatásokért, de a likviditással kapcsolatos árengedmények és a befektetési folyamat tranzakciós költségei ezt ellensúlyozhatják (Bokor, 2022).

A zöld, szociális és fenntarthatósági (Green-Social-Sustainable: GSS) kötvények mintájának elemzése azt mutatja, hogy a kötvények leíratainak kétharmada megemlíti, hogy a bevételekből a már meglévő projektek refinanszírozása megengedett, és egyetlen tájékoztató sem említi, hogy a bevételek nem használhatók fel refinanszírozásra. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy sok GSS-kötvényből származó bevétel nem használható fel új

¹ Adjunktus Debreceni Egyetem, Debrecen, Gazdaságtudományi Kar, Számviteli és Pénzügyi Intézet tomori.gergo@econ.unideb.hu

² Egyetemi docens CSc Debreceni Egyetem, Debrecen, Gazdaságtudományi Kar, Számviteli és Pénzügyi Intézet lakatos.vilmos@econ.unideb.hu

zöld vagy szociális projekt finanszírozására. Ezenkívül a mintában szereplő egyetlen GSS-kötvénytájékoztató sem utal szerződéses büntetésre arra az esetre, ha a kibocsátó nem használja fel az összes bevételt a támogatható projektek finanszírozására vagy refinanszírozására, ami alááshatja a befektetők bizalmát a kibocsátók fenntarthatósággal kapcsolatos kötelezettségvállalásainak betartásában (Lakatos, 2023).

Az ESG (környezeti, társadalmi és irányítási) jelentések értékes információkat nyújtanak a befektetőknek a vállalat teljesítményéről a fenntarthatósággal, társadalmi felelősségvállalással és vállalatirányítással kapcsolatos területeken. Ezek a jelentések többféleképpen befolyásolhatják a befektetői döntéseket:

Kockázattértékelés: Az ESG-jelentések lehetővé teszik a befektetők számára, hogy felmérjék az adott vállalatba történő befektetéssel kapcsolatos környezeti, társadalmi és vállalatirányítási kockázatokat. Az olyan tényezők, mint a környezetvédelmi előírások, a társadalmi viták és az irányítási gyakorlatok hatással lehetnek egy vállalat hosszú távú pénzügyi teljesítményére és életképességére (Sereg, 2022; Senadheera et al., 2021; Hübel – Scholz, 2020.)

Hosszú távú fenntarthatóság: A befektetők egyre inkább felismerik, hogy a környezeti és társadalmi tényezők jelentős hatással lehetnek egy vállalat hosszú távú pénzügyi teljesítményére. Az ESG-jelentések betekintést nyújtanak abba, hogy egy vállalat mennyire jól kezeli a környezeti kockázatokat, hogyan kezeli a társadalmi kérdéseket, és mennyire tartja fenn az erős irányítási gyakorlatokat, amelyek kulcsfontosságúak a fenntartható növekedés és az ellenálló képesség szempontjából (Edmans, 2023; Silvola – Landau, 2020; Szepesi, 2020).

Hírnév és márkavérték: Az erős ESG-teljesítménnyel rendelkező vállalatok gyakran jobb hírnévvel és márkavértékkel rendelkeznek, ami nagyobb ügyfélhűséget, piaci részesedést és versenyelőnyt jelenthet. A befektetők előnyben részesíthetik a pozitív ESG-profilú vállalatokat, mivel hosszú távon nagyobb rugalmasságra és növekedési potenciálra számíthatnak (Lee et al, 2022; Cziráki – Hackl, 2023; Kim et al., 2024).

A tőkéhez való hozzáférés: A befektetők, különösen azok, akik a fenntartható és felelős befektetésekre összpontosítanak, előnyben részesíthetik a tőkét az erős ESG-mutatókkal rendelkező vállalatoknál. Ezáltal ezek a vállalatok szélesebb körű tőkéhez és potenciálisan alacsonyabb hitelfelvételi költségekhez juthatnak (Ogachi-Zéman, 2020; Horváth, 2022; Ramirez, et al., 2022; Szemán, 2023; Priem – Gaballone, 2024).

Szabályozási megfelelés és jogi kockázatok: Az ESG-jelentések rávilágíthatnak arra, hogy egy vállalat betartja-e a szabályozási követelményeket és a környezeti, társadalmi vagy vállalatirányítási kérdésekkel kapcsolatos potenciális jogi kockázatokat. A befektetők figyelembe vehetik ezeket a tényezőket, amikor befektetési portfóliójuk általános kockázati profilját értékeli (Gyura, 2020; Krueger et al., 2021; Redondo Alamillos – de Mariz, 2022; Márkus, 2023).

Az érdekelt felek bevonása: Azok a vállalatok, amelyek aktívan együttműködnek az érdekeltekkel az ESG-kérdésekben, az átláthatóság, az elszámoltathatóság és a felelős üzleti gyakorlat iránti elkötelezettségüket bizonyítják. A befektetők kedvezőbbnek tekinthetik az ilyen vállalatokat, mivel úgy vélik, hogy jobb helyzetben vannak a felmerülő ESG-kihívások kezeléséhez és

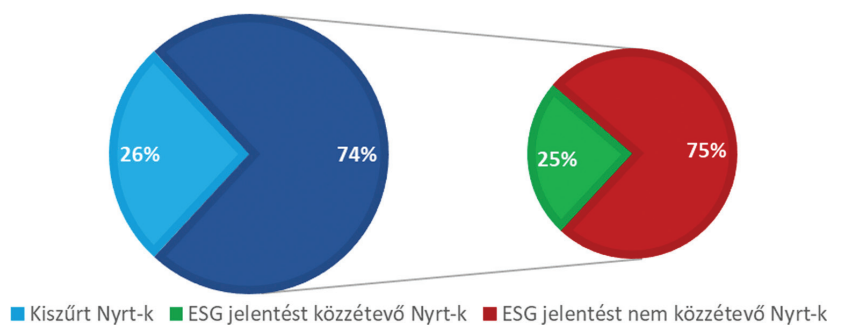
a lehetőségek kiaknázásához (Signori et al., 2021; Barkó et al, 2022; Füredi-Fülöp, 2022).

Hatásos befektetés: Egyes befektetők a pénzügyi hozamok mellett pozitív társadalmi vagy környezeti eredményeket is igyekeznek elérni a hatásbefektetésen keresztül. Az ESG-jelentések értékes információkat nyújtanak a befektetési lehetőségek társadalmi és környezeti hatásainak értékeléséhez és a befektetési döntéseknek a konkrét hatáscélokhoz való igazításához (Lan-dier – Lovo, 2020; Till, 2021; Stempler, 2021; Hornberger, 2023).

Összességében az ESG-jelentések kritikus szerepet játszanak a befektetői döntések tájékoztatásában, mivel betekintést nyújtanak a vállalat ESG-teljesítményébe, kockázati kitettségébe és a hosszú távú értékteremtés lehetőségébe. Ahogy a fenntarthatósági megfontolások egyre nagyobb hangsúlyt kapnak a befektetési közösségben, az ESG-jelentések várhatóan egyre inkább befolyásolni fogják a befektetői preferenciákat, az alokációs döntéseket és a portfólióstratégiákat.

ANYAG ÉS MÓDSZER

A kutatás során a Budapesti Értéktőzsdén részvényeket kibocsátó vállalatok nyilvánosan elérhető pénzügyi adatainak körét vettük alapul. A BÉT honlapján 2023 májusában megtalálható értékpapír kibocsátói körből, amely összesen 154 vállalatot jelentett, az elemzésünk során csak a nyílt részvénytársaságok adatai kerültek gyűjtésre azon az alapon, hogy a piaci értékítélet időbeni változását és a saját tőkefinanszírozás kockázatoságát a részvények hozamain keresztül lehet a leginkább megragadni. Ez 61 vállalatot érintett, amely a kibocsátói kör mintegy 40%-a volt. Ezen belül is kiszűrésre kerültek a pénzintézetek és biztosítótársaságok a gazdálkodásukra jellemző szektorális sajátosságok és a számukra előírt ESG jelentéskészítési kötelezettségük okán, illetve mindazon vállalatok, amelyeknek nem voltak elérhető piaci értékmutatóik részvényeikkel való kereskedésük hiányában, részvényeikkel még vagy már nem kereskednek a tőzsdén vagy egy éven belül alakultak, és ennek következtében még nem állt rendelkezésre olyan pénzügyi adat, amely egy már lezárt üzleti évhez kapcsolódik, illetve a pénzügyi indikátoraiak nagyságában még többnyire tükröződik az induló vállalkozásokra jellemző magas kockázat és a kevésbé megalapozott befektetői várakozások. Ebből az okból kifolyólag összesen 16 részvénytársaság került kiszűrésre, amely az érintett vállalati kör több mint negyedet alkotta, így a végső adatbázis 45 vállalat adatát tartalmazta, amelynek mintegy egynegyede (24,44%; 11 vállalat) tette nyilvánosan is elérhetővé az általa készített fenntarthatósági jelentést, míg a vizsgált Nyrt-k több mint 75%-a esetén ilyen összegző jelentés vagy nem volt elérhető nyilvánosan, vagy csupán a vállalat



1. ábra: A magyar nyílt részvénytársaságok összetétele

Forrás: saját szerkesztés SPSS segítségével

latok marketing stratégiájának elemét képezve, a weboldalukon külön menüponton belül megtalálható, fenntarthatósággal kapcsolatos elkötelezettségük általános, rövid, numerikus adatokat nem tartalmazó megfogalmazásában merült ki. Ez utóbbi eseteket – mivel nem követték szigorúan a fenntarthatósági jelentés tartalmi szempontjaira vonatkozó európai uniós irányelveket – nem soroltuk az ESG jelentést készítő vállalatok körébe.

A vizsgálat módszertana az ESG jelentést készítő és nyilvánosan közzétevő, valamint az azt nem közzétevő vállalatok 2023 májusára vonatkozó adatainak keresztmetszeti vizsgálatára épül. Vizsgálati hipotézisként fogalmaztuk meg, hogy az ESG jelentés nyilvános elérhetősége a tőzsdei papírok vásárlói nézőpontjából egy vállalat gazdálkodásának jobb átláthatóságát, és fenntarthatósággal kapcsolatos elkötelezettségét fejezi ki, ezáltal a befektetők erősebb bizalmához, nagyobb finanszírozási hajlandóságához járulhat hozzá, amely már akár rövidtávon is egy pozitívabb és reálisabb befektetői értékítéletet eredményez.

Ennek méréséhez használtuk fel egyrészt a P/BV (Price to Book Value) mutatót, amely „egy részvény könyv szerinti értékét, vagyis az egy részvényre jutó saját tőkét viszonyítja a részvény árához” (). A keresztmetszeti vizsgálat nem tette szükségessé mindazon, mutató torzító eltérés kiszűrését, amely a múltbeli, könyv szerinti eszközérték és az aktuális részvényárfolyam között megmutatkozik vagy azon makrogazdasági jelenségek hatásait, melyekre bár ugyanolyan érzékenyen reagáltak az egyes iparágak részvényeinek árfolyama, a múltbeli eszközértékekben ez még nem tükröződött. Mivel a mutatókat az egyes iparágak növekedési potenciáljaiból adódó eltérő befektetői várakozások is befolyásolhatják, az ebből adódó különbözőségek eltéréseinek hatásait az iparági P/BV mutatóktól vett különbségetük kiszámításával szűrtük ki. Az iparági átlagértékeket Aswath Damudaran online elérhető pénzügyi adatbázisának utolsó, 2022 januári, nyugat-európai adatsorából gyűjtöttük ki, míg az egyes vállalatok aktuális P/BV értékeit a BÉT honlapjáról. Ugyanezen befektetői értékítéletben lévő különbséget kívántuk felmérni a kapitalizáció/árbevétel, azaz a P/S (Price to Sales) mutató segítségével, amely az immár aktuális értékesítési forgalmat és piaci viszonyokat tükröző árbevételhez viszonyítva mutatja ki a részvényárak felhasználásával kalkulált tőzsdei kapitalizációt. Az iparági eltérések jellemzően már az árbevételben megmutatkoznak, amelyet rövid időn belül lekövetnek a részvényárak, így ez esetben nem az iparági átlagtól vett eltéréseket, hanem a vállalati értékek természetes alapú logaritmusait vettük csak számításba (az extrém, kiugró értékek közötti különbségek csökkentése céljából).

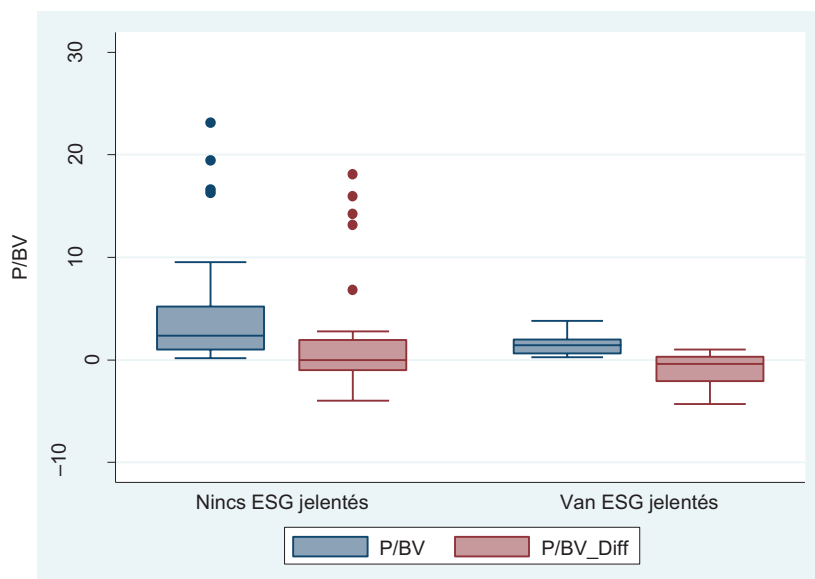
Végző soron megvizsgáltuk az egyes vállalatok béta értékeit is, amely azok részvényeinek hozamérzékenységét fejezi ki a piaci hozam alakulására (). Feltételezésünk, hogy a fenntarthatósági jelentést készítőket bétája alacsonyabb kockázatról és hozamérzékenységről tanúskodik, illetve az iparági bétákhoz viszonyítva is alacsonyabb értékek várhatók, azaz a befektetők a részvényfinanszírozás során nem tekintik az iparági versenytársaihoz képest magasabb kockázatos-

ságúnak, vagy amennyiben igen, úgy ez a kimutatható többlet az ESG jelentést nem közzétevő vállalati körhöz képest szignifikánsan alacsonyabb. A piaci értékmutatók eltéréseinek szignifikanciáját a nem-parametrikus, páros mintás Wilcoxon-féle rangösszeg teszttel (más néven Mann-Whitney-féle U próbával) értékeltük ki, amely eredményeit a Stata 13.0 statisztikai program segítségével generáltuk le.

EREDMÉNYEK

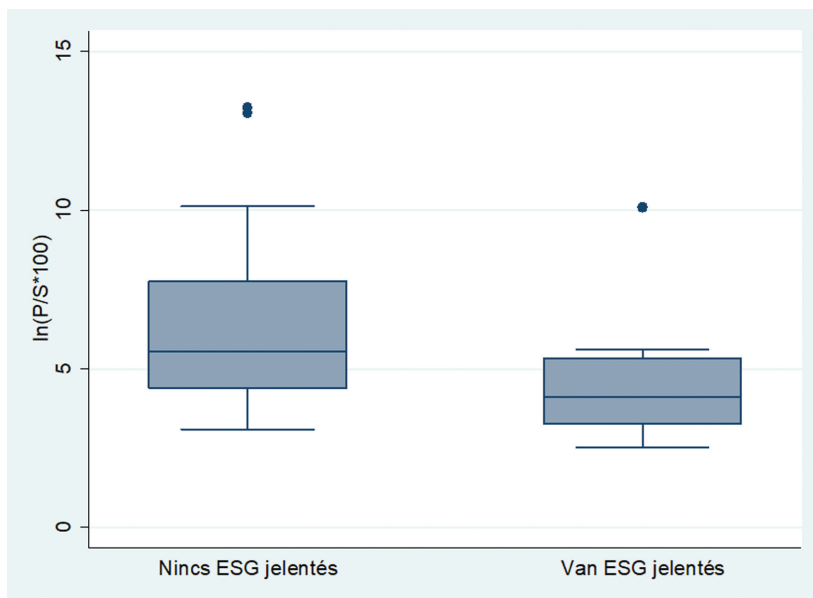
A vizsgált mutatók közül a könyv szerinti értékhez viszonyított tőzsdei kapitalizációnál mutatkoztak meg eltérések a két vállalati csoport között (1. ábra). Amennyiben valamennyi vizsgálatba bevont nyílt részvénytársaságot egy sokaságként kezeltük, úgy az átlagos P/BV arányuk megközelítette a hatszoros értéket, habár a túlzottan extrém szélsőértékek (min = 0,15; max = 91,64) miatt az adatok szórása ennek mintegy 2,5-szerese volt, így a teljes adatsor jellemzésére ez kevésbé bizonyul alkalmasnak. A teljes adatsor jobbra elnyúló ferdeségére jellemző volt még, hogy a 45 vállalat felének értékelték fel kétszer olyan magasra a részvényárakat (1,96), mint amilyen értéken ugyanazon vállalatok a könyveikben szerepeltek. Ezt erősítette a Naturland Holding Nyrt. 91-szeres kiemelkedő mutatóértéke is, melytől az 1. ábrában történő jobb szemléltetés érdekében eltekintettünk. A vizsgálati szempontból két csoportba elkülönített adatsor alapján megállapítható volt, hogy amellett, hogy egyik csoportban sem volt komoly pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalat, amely negatív saját tőke értékre utathatott volna, a fenntarthatósági jelentést nem készítő vállalatok részvényeit árazták inkább felül ahhoz képest, mint amilyen értéken a nyilvántartásokban szerepeltek. A jelentést nem készítőket felénél alig kevesebb hányada ért el legalább olyan magas P/BV értéket, mint amelynél magasabbat (3,79) a jelentést közzétevők közül már egy vállalat sem tudott kimutatni.

Bár utóbbi eredményt befolyásolhatta a hagyományosan magasabb P/BV értékkel bíró pénzügyi intézetek, illetve biztosítók vizsgálati körből történő előzetes kiszűrése is, a befektetők által



2. ábra: Az ESG jelentést közzétevő és nem közzétevő nyílt részvénytársaságok P/BV értékeinek, valamint azok iparági P/BV átlagtól vett eltéréseinek eloszlásai, 2023.

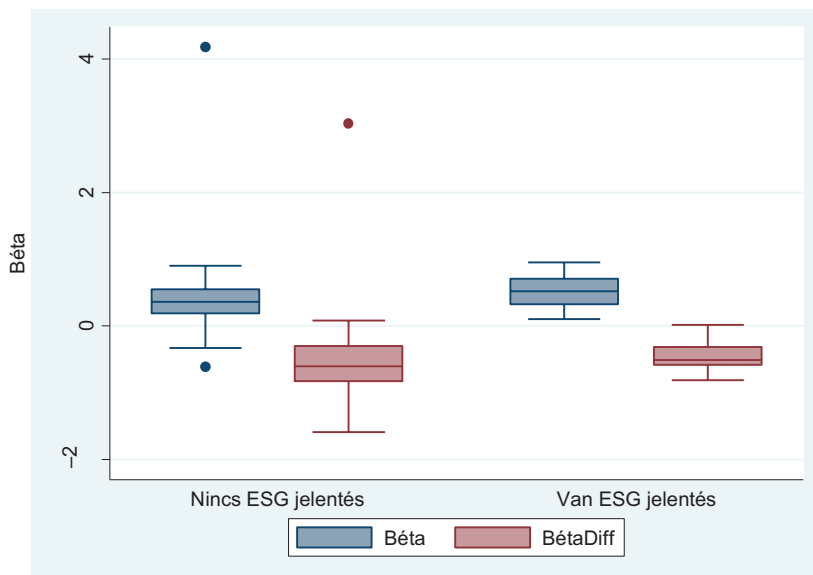
Forrás: saját szerkesztés SPSS segítségével



3. ábra: Az ESG jelentést közzétevő és nem közzétevő nyílt részvénytársaságok árbevétel arányos kapitalizációjának eloszlása, 2023.

Forrás: saját szerkesztés SPSS segítségével

leginkább felülértékelt, ESG jelentését önként közzétevő vállalatot – a fentiekben említett extrém kugró érték kihagyásával – így is elég magasan, közel hétszeresen meghaladja a jelentést nélkülöző csoportba tartozó leginkább túlértékelt vállalat értéke, amely a rész sokaság jobbra elnyúló eloszlásáért is felelős volt. A Wilcoxon-féle rangösszeg teszt eredménye alapján ($z = 1,82$; $p = 0,06$) ugyan 10%-nál alacsonyabb annak a statisztikai hibának a valószínűsége, amelyet a szignifikáns különbség feltételezésével követnénk el (és amely 95%-os megbízhatósági szint mellett még mindig nem lenne elegendő), ez az eltérés tartalmazná még annak hatását, hogy bizonyos iparágakban, ahol a fenntarthatósági jelentés készítése nem terjedt el, a befektetők nagyobb növekedési potenciált látnak, amelyet



4. ábra: Az ESG jelentést közzétevő és nem közzétevő nyílt részvénytársaságok bétáinak, valamint azok iparági bétáktól vett eltéréseinek eloszlásai, 2023.

Forrás: saját szerkesztés SPSS segítségével

az abban tevékenykedő vállalatok részvényeinek nagyobb – árfelhajtást generáló – keresettségével honorálnak. Figyelembe véve az iparági átlagoktól vett eltéréseket is, az addig kimutatható területi különbségek is eltűntek a két vállalati csoport között és bár a jelentést nélkülöző vállalatok nagyobb hányadának volt iparági átlagot meghaladóan túlárzott részvénye, ez a kisebb eltérés az iparági szinthez viszonyított alulárzottság tekintetében már egyáltalán nem volt kimutatható. Ez utóbbiakat erősítette meg a Mann-Whitney-féle U próba eredményei is ($z = 1,29$; $p = 0,19$), amelyek alapján az iparági eltérésektől megtisztított adatok között statisztikailag kimutatható különbség nincs.

Az árbevétel arányos tőzsdei kapitalizáció esetében a szélsőségesen – több nagyságrenddel is – kiugró értékek és az ebből adódó extrém magas szórás miatt azok 100-szorosának természetes alapú logaritmusait elemeztük a két vállalati csoportban (2. ábra). Ezt indokolta többek között az is, hogy az összes vizsgálatba bevont vállalatra nézve, 5 vállalat kiugró adata következtében, a

részvényárak átlagosan 250-szeresen haladták meg az egy részvényre jutó értékesítési forgalmat, amely a medián (1,73) közel 145-szörösét jelentette, miközben az adatok felső negyede alkotta a teljes terjedelem 99,7%-át. A vállalatok alsó negyedébe tartozó részénél a részvények nem érték el az egy részvényre vetített árbevétel felét sem, amely kedvezőtlen jövedelmezőségi kilátásokra utalhat a befektetők szemében. Az adatokat logaritmikusan transzformálva hasonló trend mutatkozik a P/BV mutatónál megfigyelttel: a fenntarthatósági jelentést nem készítő társaságok papírjait értékelik jellemzően magasabbra a tényleges piaci forgalmuk nagyságához képest is. Mivel az iparági szinten eltérő növekedési kilátások az iparáganként hasonlóan eltérő árbevételi szintekben rövidtávon is megjelen-

nek, így az iparági átlagoktól már nem tartottuk szükségesnek az adatok további eltéréseit is vizsgálni. Mivel a vizsgálatban már legalább egy lezárt üzleti évvel bíró vállalatok szerepeltek, így kijelenthető, hogy a befektetők egy cég kivételével (Materplast Nyrt.) nem értékelték az árbevételhez képest annyival magasabbra a részvények értékét az ESG-jelentést közzétevőknél, mint amekkora felülértékelés jellemző volt a jelentést nélkülöző vállalatok legalább 50%-ánál. Ez utóbbi határérték (2,62) is többszöröse volt a jelentést készítő legalább felére jellemző mediánnak (0,62). A Wilcoxon-féle rangösszeg teszt eredménye alapján ($z = 2,03$; $p = 0,04$) igazolható volt 95%-os megbízhatósági szinten, hogy az ESG-jelentés készítése és közzététele alapján történő vállalati besorolás szignifikánsan befolyásolta azt, hogy a piacon lebonyolított forgalmuk arányában a befektetők mennyire értékelték felül vagy alul az adott vállalat részvényeit.

A részvényhozamok BUX indexhez viszonyított volatilitását vizsgálva, az összes vizsgálatba bevont vállalat értékét tekintve, az átlagos béta

1-es érték alatt mutatkozott (0,46), azaz az árfolyam kilengése a piachoz képest átlagosan kevésbé volt jellemző, és ez a középértékre (0,40) is elmondható volt, azaz az adatok ebben tekintetben közel normál eloszlást mutattak. A magas terjedelmet (min = -0,61; max = 4,18) meghatározta egyrészt, hogy voltak a piaccal ellentétes irányban mozgó, illetve a piachoz képest azonos irányban, de több mint 3-szor volatilisabb részvényekkel bíró vállalat (ViVeTech Nyrt.) is az adatbázisban, amely a korlátozottabb körű magyar tőzsdei viszonyokra jellemző módon egyedülként jelzett 1-nél magasabb béta értéket. A Mann-Whitney-féle U próba eredményei ($z = -1,74$; $p = 0,08$) alapján a két vállalati csoport bétái között nem lehet szignifikáns különbséget kimutatni 95%-os megbízhatósági szinten, habár 10%-nál így is alacsonyabb annak a statisztikai valószínűsége, hogy a közöttük fennálló eltérést a véletlennek lehetne tulajdonítani és így hibát követnénk el a zérus különbséget megállapító hipotézis elfogadásával.

A normálhoz képest enyhe balra elnyúló eloszlást az ESG jelentést nem közzétett vállalati körben lehetett kimutatni, de összességében mindkét csoportban többnyire az 1-es érték alatt maradó átlagok körül szóródtak az adatok. Emellett a fenntarthatóságról kimutatást nem közzétett csoportban volt az extrém kiugró esetek mellett valamennyi, a piaci index mozgásával ellentétes irányban érzékeny részvényhozamú vállalat, míg a másik vizsgált tartományban ilyen cégek már nem fordultak elő. Ugyanakkor a piaccal szembeni volatilitásukban eltérések tapasztalhatók az egyes iparágak között is, amely hatást is figyelembe véve kijelenthető volt, hogy 2 vállalat (nevezetesen a ViVeTech Nyrt. és a NordTelekom Telecommunications Service Provider Nyrt.) kívül, amely ESG jelentést nem tett közzé, minden vizsgált vállalat vagy nem tért el a nyugat-európai iparági vállalatok átlagos bétaértékétől vagy változó mértékben, de elmaradt attól, amely a magyar tőzsdei vállalatok nyugat-európaihoz képest is alacsonyabb átlagos volatilitásával magyarázható. Az iparághoz viszonyított nagyobb negatív eltérés azonban egyértelműen azokra a vállalatokra volt jobban jellemzőbbek, melyek nem tettek közzé a környezeti felelősségvállalásukra vonatkozóan részletes kimutatást, míg az erről bizonyosságot nyújtóknál már nem volt az iparági értéktől 1-nél is nagyobb mértékben elmaradó bétájú részvény. Az iparági hatásokat tekintve véve a Mann-Whitney-féle U próba eredményei ($z = -1,24$; $p = 0,21$) ennek ellenére a vállalati bétákhoz képest egyértelműbben jelezte, hogy a vizsgált csoportok között statisztikailag szignifikáns különbség nem értelmezhető.

A vizsgált változók esetén kimutatott, Wilcoxon-féle rangösszeg teszt eredményeit az 1. táblázatban összegeztük.

1. táblázat: A Wilcoxon-féle rangösszeg teszt összegzett eredményei az ESG jelentést készítő és nem készítő nyílt részvénytársaságok körében, 2023.

Vizsgált mutató	Rangösszeg		z érték	p érték
	Nincs ESG jelentés	Van ESG jelentés		
P/BV	851	184	1,822	0,068
P/BV_diff	831	204	1,294	0,195
ln(P/S*100)	859	176	2,034	0,042
Béta	716	319	-1,743	0,081
Béta_diff	735	300	-1,241	0,214

Forrás: saját szerkesztés SPSS segítségével

ÖSSZEGZÉS

A statisztikai elemzés eredményeiből levont következtetésnek ugyanakkor számos módszertani korlátja volt. Elsődlegesen, a vizsgált adatok még az ESG jelentés készítésének európai uniós irányelvekben rögzített kötelezővé tétele előtt, 2023 tavaszára vonatkoznak, így idősoros következtetés levonására kevésbé alkalmazhatók. Emellett az iparági hatások kiszűrésére alkalmazott átlagok egyrészt nyugat-európai vállalati bázison alapuló értékek, így az ottani és a magyar vállalkozások sajátosságainak eltéréseit, illetve az azonos iparági besorolásba tartozó magyar vállalatok egyéb sajátosságai (intellektuális eszközelemei) közötti eltéréseket a vizsgálat során ugyancsak figyelmen kívül hagytuk, amely e kutatás későbbi irányának lehetőségeit is előrevetíti.

Az eredmények tükrében bár a zöld tudatosság vagy egy vállalat társadalmi egyenlőség irányába történő elkötelezettségének jelentés formájában történő kifejezése nem hat a befektetői viselkedésre, emögött a pénzügyi megtérülést nélkülöző egyéb szempontok figyelmen kívül hagyása mellett az az indok is meghúzódhat, hogy maguk az ESG-jelentések inkább szolgálhatnak az értékesítési kapcsolatok növelését célzó marketing eszközként, mint komolyan vett misszióként, így a fenntarthatóság mellett valóban elkötelezett befektetők ténylegesen nem látnak ezen jelentések mögött olyan erőforrásgazdálkodási tendenciákat, amely az azokban részletezett szöveges és számszerű információknak megfelelő alátámasztást adnának, és az érintett vállalatok kötelezően elkészített éves beszámolóiban bizonyos részeinek (eredménykimutatás, kiegészítő melléklet) vizsgálatából ki is derül számukra. A tanulmány eredményei összességében hozzájárulhatnak a magyar befektetői környezet és a saját tőke finanszírozásra szoruló vállalatok viselkedésének befolyásolásával foglalkozó későbbi kutatások eredményeire, valamint a fenntarthatósággal kapcsolatos európai uniós irányelvek magyar joganyagba történő átültetése során alkalmazott előírások megalapozottabb kidolgozásához.

KÖVETKEZTETÉSEK

Összességében megállapítható az elemzett adatok alapján, hogy amennyiben az ESG-jelentés készítése és közzététele alapján teszünk különbséget a több mint egy éve, nem pénzügyi szempontból működő magyar nyílt részvénytársaságok között, akkor az ESG-jelentést közzétevő vállalatok ugyan a könyv szerinti értékűkhöz képest alacsonyabban értékelik a befektetők, azonban az iparágak közötti eltéréseket is figyelembe véve, ez a különbség statisztikailag már nem mutatható ki. Ebből kifolyólag a gazdasági, társadalmi felelősségvállalással kapcsolatos elkötelezettség nyilvános közzététele a befektetőket nem befolyásolja önmagában abban, ha egy vállalat részvényei keresettebbek, a P/BV adatoknál megfigyelt különbség annak tulajdonítható, hogy a nagy növekedési potenciállal, illetve nagyobb intellektuális (mérlegben ki nem mutatott, de a befektetők által a részvényárakban elismert) tőkével rendelkező vállalatok jellemzően nem kényszerültek rá ESG jelentés készítésére, illetve ez önmagában nem is befolyásolta volna pozitívan a részvényeik iránti keresletet a befektetők részéről. Mivel az iparági hatás kiszűrése a gyengébb valószínűséggel megmutatkozó eltérést is eltüntette, így feltételezhető annak jelentősebb szerepe a különbségtételben, azaz a jelentés közzététele a jövedelmezőbb kilátásokkal bíró iparágakban inkább nem volt jellemző, míg ugyanazon iparágon belül a befektetők nem tettek különbséget

csupán a vállalatok felelősségvállalási beszámolójuk közzététele alapján, azaz ez a fajta befektetői zöld tudatosság Magyarországon még egyáltalán nem vált dominánssá, valamelyest cáfolva Signori et al. (2021), Barkó et al. (2022) és Füredi-Fülöp (2022) következtetéseit.

Habár az értékesítési forgalom arányában kimutatott tőzsdéi kapitalizáció tekintetében szignifikáns az eltérés, ez a jelentést nem készítő vállalatok javára volt inkább elmondható, amely összességében arra a kevésbé logikusnak tekinthető következtetésre vezetne, hogy utóbbi vállalati kör jövedelmezőségének fenntarthatóságában bíztak inkább meg a befektetők, az iparáganként is eltérő árbevételükhöz viszonyítva magasabb részvényárakat generálva, úgy, hogy eközben nyilvánosan nem is tudtak meggyőződni azok tényleges elkötelezettségéről részletes jelentés hiányában. Ezen felül a piaci hozam alakulására sem reagálnak kevésbé érzékenyebben a jelentést készítő részvényeinek hozamai, azaz nem tekintik azokat kevésbé kockázatosnak vagy megalapozottnak és ez iparági átlagoktól vett eltérések esetén is érvényesül, bár a kiugró extrém értékek mindkét esetben csak ezen csoporton belül jelennek meg. Ez utóbbi eredmények így csak alátámasztani tudják a P/BV mutatónál is tapasztaltakat, miszerint a magyar részvények iránt keresletet támaztó befektetői kör viselkedésére, pozitívabb vagy realisabb értékítéletére egyelőre semmilyen hatással nincs az egyes vállalatok gazdasági, társadalmi és környezeti felelősségvállalás melletti, nyilvánosan is elérhető, numerikus adatokkal alátámasztott elköteleződése az Európai Unió által előirányzott kötelezővé tételük előtti időszakban.

IRODALMI FELDOLGOZÁS

- BARKO, T. – CREMERS, M. – RENNEBOOG, L. (2022): Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance. *Journal of Business Ethics*, 180(2), 777-812. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04850-z>
- BOKOR, L. (2022): ESG-kötvények és-alapok szabályozói-piaci trendjei, valamint a szuverének egyes kapcsolódó kockázatai. *Hitelintézetési Szemle/Financial And Economic Review*, 21(4), 152-181. <http://doi.org/10.25201/HSZ.21.4.152>
- CZIRÁKI, G. – HACKL, J. (2023): Az ellátási láncok fenntartható pénzügyi adaptációja–rövidtávú fizetési kötelezettségek finanszírozása. https://doi.org/10.35511/978-963-334-450-7_s4a_Cziraki_Hackl
- EDMANS, A. (2023): The end of ESG. *Financial Management*, 52(1), 3-17. <https://doi.org/10.1111/fima.12413>
- FÜREDI-FÜLÖP, J. (2022): Nem pénzügyi információk térnyerésének lehetséges hatása a könyvvizsgálati elvárási részre. *Pénzügy-számvitel füzetek VI. 2022*. ISBN 978-615-5626-81-4
- GYURA, G. (2020): ESG és bankszabályozás: Haladni kell a korrallal. *Gazdaság és Pénzügy*, 7(4), 372-391. <https://doi.org/10.33926/GP.2020.4.1>
- HORNBERGER, K. (2023): The difference between ESG and impact investing and why it matters. In *Scaling Impact: Finance and Investment for a Better World* (pp. 93-112). Cham: Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-031-22614-4_8
- HORVÁTH, D. (2022): FinTech és blockklánc alapú megoldások alkalmazási lehetőségei a zöld pénzügyekben. *Vezetéstudomány-Budapest Management Review*, 53(4), 41-54. <https://doi.org/10.14267/VEZTUD.2022.04.04>
- HÜBEL, B. – SCHOLZ, H. (2020): Integrating sustainability risks in asset management: the role of ESG exposures and ESG ratings. *Journal of Asset Management*, 21(1), 52-69. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3091666>
- KIM, Y. – JANG, H. – SEOK, J. (2024): Uncovering the Relationship between ESG Practices and Firm Value: The Role of Reputation and Industry Sensitivity. *Asia Marketing Journal*, 25(4), 207-218. <https://doi.org/10.53728/2765-6500.1620>
- KPMG (2021): Can capital markets save the planet? (kpmg.com) Letöltés dátuma: 2024.04.30.
- KRUEGER, P. – SAUTNER, Z. – TANG, D. Y. – ZHONG, R. (2021): The effects of mandatory ESG disclosure around the world. *Journal of Accounting Research*. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12548>
- LAKATOS, V. (2023): Fenntarthatóság, felelősségvállalás, tőkepiaci értékítélet. *Gazdálkodás*, 67(5), 425-442. https://doi.org/10.53079/GAZDALKODAS.67.5.t.pp_425-442
- LANDIER, A. – LOVO, S. (2020): ESG Investing: How to optimize impact?. *HEC Paris Research Paper No. FIN-2020-1363*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3508938>
- LEE, M. T. – RASCHKE, R. L. – KRISHEN, A. S. (2022): Signaling green! firm ESG signals in an interconnected environment that promote brand valuation. *Journal of Business Research*, 138, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.08.061>
- MÁRKUS, M. (2023): A társadalmi felelősségi pontszámok és a működési kockázat kapcsolata kockázati kategóriák szerint. *Közgazdasági Szemle*, 70(7-8), 746-771. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2023.7-8.746>
- MING, A. – ROWELL, I. – LEWIN, S. – ROUSE, R. – AUBRY, T. – BOLAND, E. (2021): Key messages from the IPCC AR6 climate science report. *Cambridge Open Engage*. doi:10.33774/coe-2021-fj53b
- OECD (2024): *Global Debt Report 2024: Bond Markets in a High-Debt Environment*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/91844ea2-en>.
- OGACHI, D. – ZÉMAN, Z. (2020): Corporate social responsibility and firm value protection. *International Journal of Financial Studies*, 2020, 8.4: 72. <https://doi.org/10.3390/ijfs8040072>
- PRIEM, R. – GABELLONE, A. (2024): The impact of a firm's ESG score on its cost of capital: can a high ESG score serve as a substitute for a weaker legal environment. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4286057>
- RAMIREZ, A. G. – MONSALVE, J. – GONZÁLEZ-RUIZ, J. D. – ALMONACID, P. – PEÑA, A. (2022): Relationship between the cost of capital and environmental, social, and governance scores: Evidence from latin america. *Sustainability*, 14(9), 5012. <https://doi.org/10.3390/su14095012>
- REDONDO ALAMILLOS, R. – DE MARIZ, F. (2022): How can European regulation on ESG impact business globally?. *Journal of risk and Financial Management*, 15(7), 291. <https://doi.org/10.3390/jrfm15070291>
- SENADHEERA, S. S. – WITHANA, P. A. – DISSANAYAKE, P. D. – SARKAR, B. – CHOPRA, S. S. – RHEE, J. H. – OK, Y. S. (2021): Scoring environment pillar in environmental, social, and governance (ESG) assessment. *Sustainable Environment*, 7(1), 1960097. <https://doi.org/10.1080/27658511.2021.1960097>

- SEREG, P. (2022): A nemzetközi szervezetek és a pénzügyi szektor klímavédelemmel kapcsolatos tevékenysége. *Fontes Iuris*, 8(2), 39-45.
- SIGNORI, S. – SAN-JOSE, L. – RETOLAZA, J. L. – RUSCONI, G. (2021): Stakeholder value creation: Comparing ESG and value added in European companies. *Sustainability*, 13(3), 1392. <https://doi.org/10.3390/su13031392>
- SILVOLA, H., – LANDAU, T. (2021): *Sustainable investing: Beating the market with ESG*. Cham: Palgrave macmillan. ISBN 978-3-030-71488-8 ISBN 978-3-030-71489-5 (eBook) <https://doi.org/10.1007/978-3-030-71489-5>
- STEMPLER, B. (2021): ESG-befektetés: Az ESG-értékelések alkalmazása smart beta stratégiában. *Hitelintézetesi szemle/financial and economic review*, 20(2), 91-116. <https://doi.org/10.25201/HSZ.20.2.91116>
- SZEMÁN, J. (2023): Zöld pénzügyekkel a fenntartható gazdaságért. *Pénzügy-számvitel füzetek VII. 2023*, 8. 93-103. ISBN 978-963-358-318-0
- SZEPESI, N. J. (2020): Válságálló-e a fenntartható befektetés?: ESG-részvényportfóliók válságidőszaki teljesítményének vizsgálata. *Gazdaság és Pénzügy*, 7(4), 500-520. <https://doi.org/10.33926/Gp.2020.4.8>
- TILL, G. (2021): Mennyire válságállóak a fenntarthatóságot és felelős vállalatvezetési szempontokat figyelembe vevő befektetések? Amerikai empirikus vizsgálat= How crisis resistant are the investments that take ESG aspects into consideration? (Doctoral dissertation, BCE)