

PÉNZÜGYI TELJESÍTMÉNY ÉS FENNTARTHATÓSÁG: AZ ESG-MINŐSÍTÉS HATÁSA A TÁRSASÁGOK SZÁMVITELI ÉRTÉKELÉSÉRE

FINANCIAL PERFORMANCE AND SUSTAINABILITY: THE IMPACT OF ESG RATING ON THE ACCOUNTING VALUATION OF COMPANIES

Reizingerné Ducsay Anita¹, Hajdu Tibor Zoltán²

¹PhD, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest
anita.ducsay@uni-corvinus.hu

²dr., mesteroktató, Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest
tibor.hajdu@uni-corvinus.hu

ÖSSZEFOGLALÁS

Tanulmányunkban a vállalati ESG-minősítés és a pénzügyi teljesítmény összefüggését elemeztük több mint kétezer, nyilvánosan jegyzett társaság pénzügyi és ESG-adatait vizsgálva. Az ESG-minősítés és a vállalati pénzügyi teljesítmény összefüggésére felállított hipotéziseink alapján bizonyítottuk, hogy a jelenlegi ESG-minősítéseknek nincsen közvetlen hatásuk a pénzügyi indikátorokra, a vállalatok megítélésére és számviteli értékelésére. Az általunk vizsgált adatbázisból arra a következtetésre jutottunk, hogy amíg a vállalkozások elsődleges célja a profitmaximalizálás, a pénz- és tőkepiacokat az ESG-minősítések közvetlenül nem befolyásolják. A vállalatok működéséből következő környezeti, társadalmi hatás elsősorban olyan nemzetközi és ösztársadalmi probléma, amelynél a paradigmaváltás a szabályozó szintjén fog bekövetkezni, vagy a költségoldalon, a korlátozottan rendelkezésre álló erőforrások szintjén.

ABSTRACT

In our study, we analysed the relationship between corporate ESG ratings and financial performance by examining the financial and ESG data of more than 2,000 publicly listed companies. Based on our hypotheses on the relationship between ESG ratings and corporate financial performance, we demonstrate that current ESG ratings have no direct impact on financial indicators, corporate perception, and accounting valuation. From our dataset, we conclude that while the primary objective of companies is to maximize profits, money and capital markets are not directly affected by ESG ratings. The environmental and social impact of corporate operations is primarily an international and societal problem, where the paradigm shift will occur at the level of the regulator, or on the cost side, at the level of limited resources.

Kulcsszavak: ESG-minősítés, pénzügyi kimutatás, EPS, tőkefezültség

Keywords: ESG score, financial statement, EPS, dept/equity

BEVEZETÉS

A vállalatok az iparági jellemzőktől függetlenül is eltérő mélységű és tartalmú fenntarthatósági jelentéseket tesznek közzé. Az ESG-minősítő cégek általában ezeket alapul véve határozzák meg az adott vállalatra vonatkozó ESG-mutatószámot, azzal a céllal, hogy befolyással legyenek a piaci szereplők, a befektetők és a hitelezők döntéseire. Kutatásunkban a vállalatok ESG-teljesítménye, az az alapján kialakuló minősítése és a pénzügyi-számviteli megítélése közötti összefüggés helytállóságára keressük a választ. Azt vizsgáljuk, hogy a vállalatok ESG-minősítése és a számviteli alapú értékelése között van-e kapcsolat, és ha van, akkor az milyen jellegű és erősségű. Létezik-e összefüggés a társaságok üzleti eredményessége és az abból képzett mutatószámok, valamint az ESG-minősítésük között?

A tanulmány első részében az ESG minősítési rendszer sajátosságait vizsgáljuk meg. Ezt követően az ESG-jelentésekre vonatkozó nemzetközi és uniós szabályozást tekintjük át, majd az ESG-minősítés és a számviteli-pénzügyi megítélés közötti elméleti és elvárt összefüggéseket tárgyaljuk. Hipotéziseket állítunk fel, majd empirikus kutatásunkban megvizsgáljuk ezek helytállóságát, és következtetéseket vonunk le ezekből. Tanulmányunkban a Refinitiv¹-adatbázisban 2023. július 21-én megtalálható, több mint 2300 nyilvánosan jegyzett társaság adatát vettük alapul.

1. AZ ESG-RENDSZER

Az ESG-rendszer a vállalatok társadalmi felelősségvállalásához kapcsolódóan a fenntartható működés keretrendszerét határozza meg. A mozaikszó első része (E, *Environmental*) azt hivatott mérni, hogy a vállalat hogyan teljesít a fizikai környezet védelme szempontjából. Figyelembe veszi a vállalat erőforrás-felhasználási szokásait, valamint a működése során a környezetre mért hatásait mind a saját működése, mind az ellátási láncok szintjén. A második dimenzió (S, *Social*) a társadalmi aspektust takarja. A fő minősítési szempont, hogy a vállalat hogyan kezeli a munkavállalókhöz, a társadalomhoz és a politikai környezethez fűződő

¹ A Refinitivet 2021-ben felvásárolta az LSEG nevű cég, és 2023. augusztustól a névhasználatot is teljesen megszüntette.

kapcsolatait. Értelmezhetjük úgy is, hogy amíg a környezeti és vállalatirányítási funkciók a külső környezetre, illetve a belső viszonyokra vonatkoznak, addig a társadalmi funkció a vállalat és az emberek vagy intézmények közötti viszonyt igyekszik feltérképezni. A harmadik dimenzió (G, *Governance*) a döntéshozatal vállalatirányítási funkcióira vonatkozik. Az egyénekre vonatkozó döntésektől a vállalatban belüli jogok és felelősségek felosztásáig mindent magába foglal, beleértve az igazgatóságot, a vezetőket, a részvényeseket és az egyéb érdekeltet. A vállalatirányítás elemei közé tartozik a vállalat céljának meghatározása, az igazgatótanács szerepe, a részvényesek jogai és a vállalat teljesítményének mérése is.

Az ESG-kifejezés először az ENSZ Globális Megállapodás kezdeményezés által 2004-ben közzétett, *Aki gondoskodik, az nyer* című jelentésében jelenik meg (*Who Cares Wins*, United Nations Global Compact, 2004), amely meghatározta az etikus pénzügyi finanszírozás három, a környezeti (E), a társadalmi (S) és az irányítási (G) pillérét. Az egyes pillérekbe többféle skálázható mutató és nem mérhető jellemző – együttesen indikátorok – kerülhet meghatározásra. Az indikátorok alapján a vállalatok értékelhetővé válnak, és minősíthetőek lesznek a fenntartható fejlődés céljából tett erőfeszítéseik és cselekvéseik vonatkozásában. Az indikátoroknak azonban nincsen kifejezett, deklarált és kötött katalógusrendszerük. Számosságuk és témájuk tetszés szerint alakítható. Nincsenek a minősítésre vonatkozó egységes szabályok és módszertanok, mérési rendszerek. Ez ellentmondást okoz, mert, egyrészt paradox módon az információk mennyiségének növekedése – mivel nincsenek szabványosított közzétételek és minősítési kritériumok – növeli a mérések eltéréseinek szórását. Másrészt az adatok inkonzisztensek, mert ugyanarra a kérdésre eltérő indikátorokat és mérőszámokat is alkalmazhatnak a vállalatok, illetve a minősítők.

2. Az ESG szabályozása

A gazdálkodók környezetvédelmi és társadalmi felelősségvállalásra vonatkozó (ESG, CSR) „nem pénzügyi jelentéstétel” szabályozottsága és követelményrendszere fokozódik, és egyre erősebbé válik.

- 2014-ben jelent meg az Európai Unió által közreadott irányelv (Non-Financial Reporting Directive, a továbbiakban: NFRD). Ez a 2017-es üzleti évtől kezdődően előírta, hogy az EU bizonyos közérdeklődésre számot tartó vállalkozásainak, bankoknak és biztosítóknak kötelező nem pénzügyi jelentést is készíteniük.
- 2019-ben az Európai Bizottság egy újabb iránymutatást fogalmazott meg, amely arra helyezi a hangsúlyt, hogy a vállalkozásoknak milyen elvek mentén kell összeállítaniuk a nem pénzügyi jelentés azon részeit, amelyek az éghajlattal, éghajlatváltozással kapcsolatosak. Ugyanebben az évben adták

ki azt az uniós rendeletet is, amely a pénzügyi szolgáltatók fenntarthatósági jelentéstételével foglalkozik. A 2019/2088 EU-rendeletnek (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) a fő célja az volt, hogy korlátot szabjanak a „zöldre festésnek” (green washing), a ténylegesen nem fenntartható, környezeti és éghajlat-besorolásoknak.

- Az Európai Unió taxonómiarendelete 2020-ban jelent meg, amely egy egységes fogalmi és kritériumrendszert teremtett azáltal, hogy a szabályozás rendeletbe foglalta, milyen jellegű gazdasági tevékenységek tekinthetők zöldnek, környezeti szempontból fenntarthatónak.
- 2022-ben fogadta el az Európai Unió Bizottsága a 2024 januárjáig érvényben lévő NFRD helyébe lépő irányelvet. A vállalati fenntarthatósági jelentéstételi irányelv (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD) szigorúbb és részletesebb beszámolási kötelezettséget ír elő, és kötelező, standardizált jelentéstételt vezet be. A standardizált jelentésekhez az Európai Unió területén működő vállalatoknak kötelezően alkalmazniuk kell az európai fenntarthatósági standardokat (European Sustainability Reporting Standards, ESRS), amelyeket 2023. július 31-én fogadott el a Bizottság.

3. ESG-MINŐSÍTÉS ÉS A SZÁMVITELI KIMUTATÁSOK

A vállalkozások üzleti és pénzügyi teljesítményét a számviteli kimutatások mérik. A számviteli kimutatások az erőforrás-felhasználások és értékteremtések kizárólagosan numerikus metrikus rendszere. A vállalkozások fenntarthatósági teljesítményét az ESG-minősítés méri. A minősítés egy szubjektív skálázás, mely tetszőlegesen meghatározott számosságú numerikus és nem numerikus indikátorok összevont mutatószámaként, egy pontozásos skála alapján kerül meghatározásra. Az ESG-minősítés és a pénzügyi teljesítmény elméleti összefüggéseire vonatkozó nemzetközi szakirodalmi áttekintés alapján arra lehet következtetni, hogy habár az ESG-minősítés még nem kiforrott rendszer, de a minősítés és a befektetői reakciók között szükségszerű a kapcsolat.

Az *ESG-besorolás és a piaci reakciók kapcsolatát* vizsgálta George Serafeim és Aaron Yoon. Megfigyelték, hogy az ESG-besorolás előrevetíti az ESG-híreket, azonban a minősítők közötti eltérés csökkenti ennek a kapcsolatnak az erősségét (Serafeim–Yoon, 2023). Ľuboš Pástor és munkatársai a fenntarthatóság szempontjából vizsgálták a befektetéseket. Megfigyelték, hogy a fenntarthatósági szempontból jól teljesítő beruházások kiemelkedő teljesítménye eltűnik, amennyiben a környezettel kapcsolatos aggályok növekedése megszűnik (Pástor et al., 2022).

Az ESG-minősítés *bizonytalanságának hatásait* vizsgálta a portfólióválasztás és az eszközárzás vonatkozásában munkatársaival Doron Avramov. A vizsgálá-

lat során azt a következtetést vonták le, hogy az ESG-minősítés bizonytalansága csökkenti a befektetők keresletét a részvények iránt (Avramov et al., 2022).

Richard Paul Gregory (2022) a *Journal of Sustainable Finance and Investment* folyóiratban megjelent kutatásában azt vizsgálta, hogy van-e összefüggés a vállalatméret és az ESG-besorolás között. A szerző a vállalatméret ESG-minősítésre gyakorolt hatását a minősítő ügynökségek és az ipari szektor elemzésével vizsgálta meg. Samuel Dremptic, Christian Klein és Bernhard Zwergel (2020) kutatásával ellentétben – akik nem szűkítették vizsgálatukat az ipari szektorra – nem tudta igazolni a vállalatméret pozitív hatását az ESG-besorolásra (Gregory, 2022).

A környezeti, társadalmi és irányítási besorolás eltéréseit vizsgálta Florian Berg, Julian F. Kölbl és Roberto Rigobon hat ESG-minősítő vállalat adatai alapján. Tanulmányuk legfőbb eredménye az a megállapítás, amely szerint, ha egy vállalat valamely ESG-kategóriában jó minősítést kap, akkor valószínűsíthető, hogy a többi kategóriában is magasabb pontszámot fog elérni (Berg et al., 2022).

Az adósságszolgálat költsége és az ESG-pontszámok közötti kapcsolatot vizsgálta Nicholas Apergis, Thomas Poufinas és Alexandros Antonopoulos, amely azon a nézeten alapul, hogy a magas ESG-pontszámokhoz pozitívan kapcsolódik egy vállalat fizetőképessége. Eredményeik alapján kijelenthető, hogy az ESG minden tényezője negatív és szignifikáns hatást mutat a kötvényhozamokra (Apergis et al., 2022).

Empirikus kutatásunkban a fellelhető egyik legszélesebb vállalati teljesítményt mérő és publikáló szolgáltató, a Refinitiv adatbázisát vettük alapul. Mielőtt az adatokat részletesen elemeztük volna, egyértelmű volt a véleményünk, amely szerint az ESG-jelentések és a hozzájuk kapcsolódó ESG-minősítések alapvető célja a finanszírozási források fenntartható teljesítmények felé terelése, a termékek, szolgáltatások fogyasztóinak befolyásolása. Az ESG-minősítésnek hatása kell hogy legyen, és meg kell mutatkoznia a pénzügyi teljesítményben. Azaz egyértelműen állítottuk, hogy a fenntarthatósági teljesítménynek és a pénzügyi teljesítménynek egymással kapcsolatban kell lenniük. Feltételezhető, hogy egy vállalati ESG-minősítésnek direkt és indirekt hatása van a társaság pénzügyi teljesítményére, valamint a számviteli kimutatásai alapján képzett mutatószámokra az alábbi összefüggések alapján:

- a) Az ESG-minősítés a vállalatok finanszírozási (a finanszírozási források) költségeire közvetlen hatással lehet. Ha egy vállalat ESG-minősítése az ipari szektor átlagához képest jobb, akkor joggal várhatnánk el, hogy az átlaghoz képest olcsóbban juthasson finanszírozási forráshoz.
- b) A működési eredményességre a hatás közvetett. Az ESG-mutatószám az eredményességet közvetetten érinti. A minősítés a finanszírozás költségét befolyásolhatja, és a hatás az eredményességre (earnings before interest and taxes, EBIT) időben eltolva jelentkezik.

4. EMPIRIKUS VIZSGÁLAT

Kutatásunk során vállalatok múltbeli teljesítményét vizsgáltuk meg, és vetettük össze az általuk elért ESG-minősítés pontszámával. A következő hipotéziseket fogalmaztuk meg.

Hipotézis 1: A vállalatok ESG-pontszáma és az általuk elért tőkefeszültség-mutató között negatív kapcsolat áll fenn. Feltételezésünk szerint a jó ESG-teljesítmény vonzza a befektetőket, így a vállalat kevésbé szorul idegen tőkére.

Hipotézis 2: A vállalatok múltbeli ESG-pontszáma és az azt követő évben elért EPS-mutatója között pozitív kapcsolat áll fenn. Az egy részvényre jutó nyereség növekedését vártuk, ha jobb az ESG-teljesítmény.

Hipotézis 3: A vállalatok múltbeli ESG-pontszáma és az azt követő évben elért P/E-rátája között negatív kapcsolat áll fenn. Amennyiben egy vállalat működésére – és ezáltal az eredményességére – pozitívan hat az ESG-besorolás, a P/E-rátája annál alacsonyabb lesz. Befektetői szemmel nézve ugyanis az alacsonyabb P/E-mutató gyorsabb megtérülést ígér.

Az adatbázis kialakításához a Refinitiv pénzügyi piaci adatait használtuk fel. A vizsgált időszak a 2019-től 2021-ig terjedő pénzügyi időszak, amelyhez a 2018-tól 2021-ig terjedő évek ESG-pontszámait kapcsoltuk. Az elemzéshez kétváltozós lineáris regressziós modellt használtunk, amelyben az x értékek jelölik az ESG-pontszámot, az y értékek jelölik a különböző eredménymutatókat, amelyek alapján értékeltük a vállalatok teljesítményét.

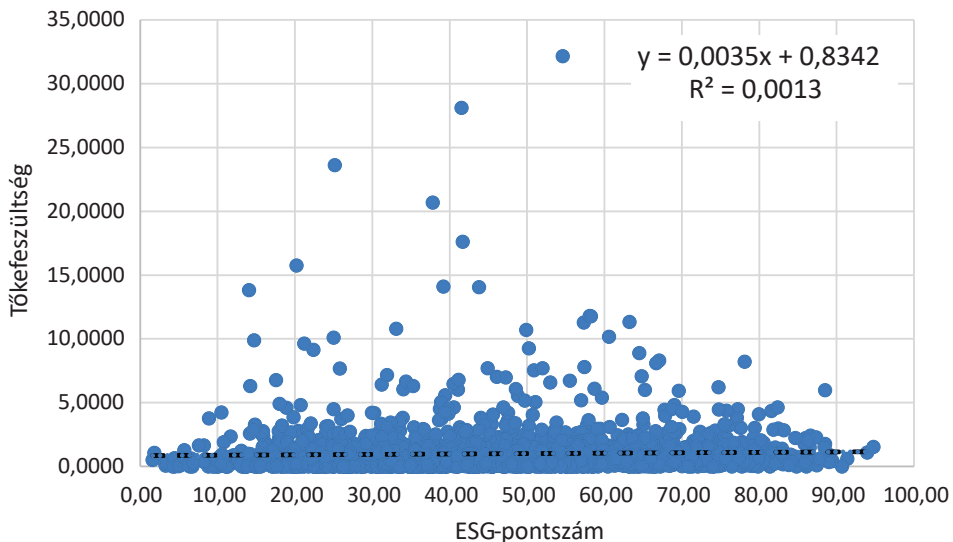
A korábban bemutatott ESG-minősítés ellentmondásait az alábbiak szerint kezeltük. Az adataink egy része metrikus adat, hiszen annak egy-egy értéke mindig ugyanazt a „teljesítményt”, illetve mennyiséget jelenti. Az adatok sorba állíthatóak, és akár össze is adhatóak. Jelen adatbázisunkban ezek a pénzügyi teljesítmény mérőszámai. Az ESG-indexek (pontszámok) ugyan sorba állíthatóak, de mégsem mondhatók metrikusnak. A probléma egy részét úgy kezeltük, hogy egyetlen minősítő, a Refinitiv adatai alapján dolgoztunk, tehát ugyanazzal a statisztikai módszerrel készültek az ESG-minősítések (ratingek), de ezek alapja teljesen eltérő lehet. A minősítő a vállalat által közzétett fenntarthatósági jelentésből, piaci adatokból, sajtóhírekből dolgozik. Ezen adatok felhasználásával, súlyozásával és egyéb technikákkal alakítja az információkat egyetlen mérőszámmá. Nem nehéz belátni, hogy ha más az alapadathalmaz, akkor a kialakított ratingek csak látszólag hasonlíthatóak össze. Természetesen az adatok ilyen formán kialakuló torzítását mi sem tudtuk kezelni (ahogy a piac sem tudja), az várhatóan befolyásolni fogja az elemzésünk eredményét is.

Az első hipotézis tesztelése

A vagyoni helyzet elemzésén belül az egyik legfontosabb mutatószám a tőkefeszültség-mutató, amely a vagyon szerkezetét jellemzi. A tőkefeszültség-mutató az idegen tőke aránya a saját tőkéhez mérve, amely azt mutatja meg, hogy mennyiben finanszírozzák a vállalatot külső forrásból a rendelkezésre bocsátott saját tőkéhez képest.

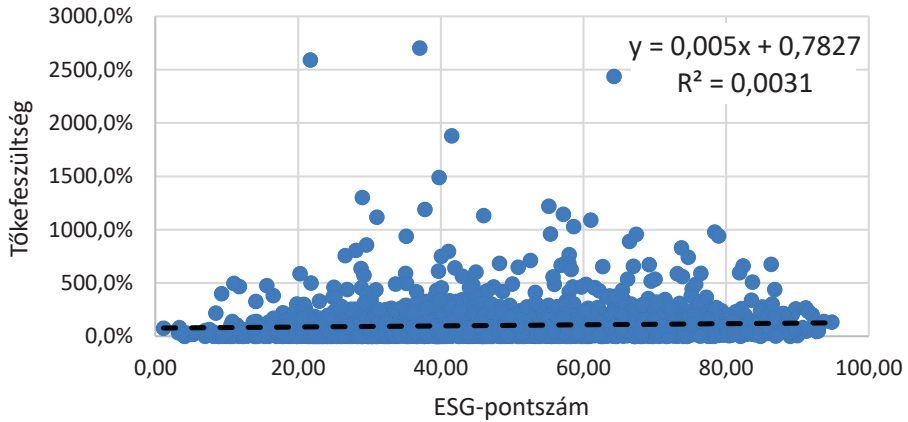
Az első hipotézisben azt állítottuk, hogy az ESG-pontszám és a tőkefeszültség-mutató között negatív kapcsolat van, tehát minél magasabb ESG-pontszámmal rendelkezik egy vállalat, annál alacsonyabb a tőkefeszültség-mutatója. Ez azt jelenti, hogy kevesebb külső forrás szükséges a működéséhez, ezáltal kevésbé kockázatos, és kevésbé bizonytalan a működése.

A 2019-es pénzügyi évre vonatkozóan az ESG-pontszám és a tőkefeszültség-mutató összehasonlításának eredményeként kapott regressziós egyenletünk alapján nem jelenthető ki egyértelműen a kapcsolat a két érték között. 2019-re vonatkozóan a két érték közötti kapcsolatot bemutató korrelációs együttható értéke $r = 0,036$, amely viszont már nagyon gyenge, de pozitív irányú kapcsolatot feltételez az ESG-pontszám és a tőkefeszültség-mutató között. Az érték közelít a 0-hoz, ami azt jelenti, hogy lényegében nincs lineáris kapcsolat az ESG-pontszámok és a tőkefeszültség-mutató között. Ezek alapján 2019-re az a megállapítás tehető, hogy a modell nem alkalmas következtetések levonására, a magyarázó ereje elhanyagolható. Az eredményeket az 1. ábrán is láthatjuk.

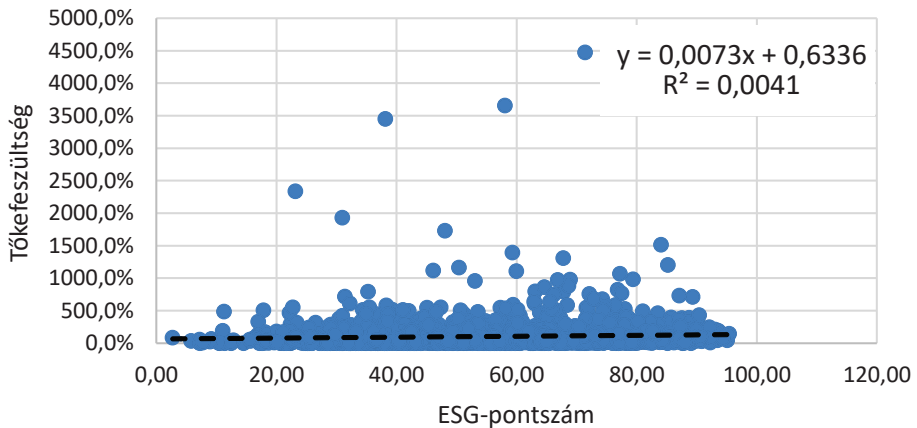


1. ábra. Az ESG-pontszám és a tőkefeszültség-mutató kapcsolata 2019-ben
(a szerzők szerkesztése)

A 2020-as és a 2021-es pénzügyi évre is hasonlóan gyenge, de inkább pozitív kapcsolatot tudunk kimutatni.



2. ábra. Az ESG-pontszám és a tőkefeszültség-mutató kapcsolata 2020-ban (a szerzők szerkesztése)



3. ábra. Az ESG-pontszám és a tőkefeszültség-mutató kapcsolata 2021-ben (a szerzők szerkesztése)

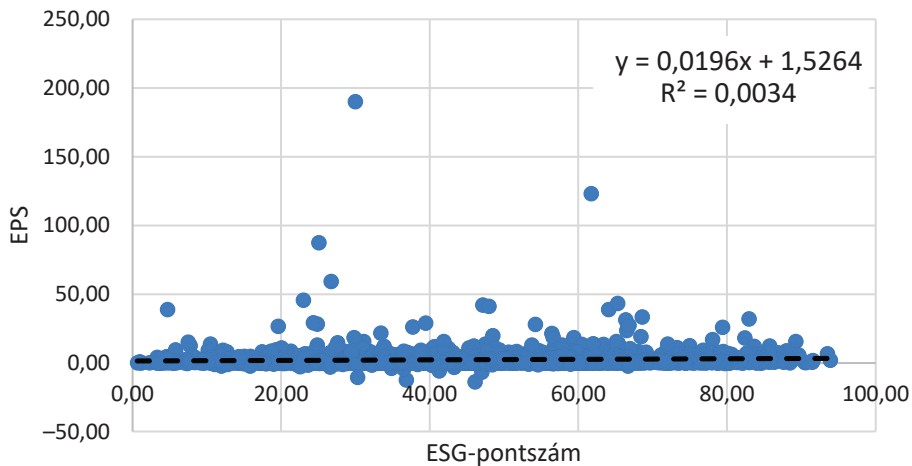
A második hipotézis tesztelése

Kutatási célunk szempontjából a jövedelmi helyzet elemzésén van a legfőbb hangsúly, arra fókuszáltunk alapvetően, hogy az ESG-besorolás milyen hatást gyakorol a vállalkozások pénzügyi teljesítményére. Az adatbázisunkat tőzsdei vállalatok ad-

ták. Az egy részvényre jutó nyereség (earnings per share, EPS) megállapításához az adózott eredmény értékét kell az összes részvény számához viszonyítani.

A második hipotézisünk szerint a vállalatok múltbeli ESG-pontszáma és az azt követő évben a tőzsdei megítélésére alkalmas mutatószáma között pozitív kapcsolatra számítunk. Azt feltételeztük, hogy az ESG-pontszám pozitívan hatott a külső befektetők döntéseire, ezáltal a magasabb ESG-pontszám a későbbi években magasabb egy részvényre jutó eredményt idézett elő a vállalatoknál.

Az ESG-pontszám és az egy részvényre jutó nyereség kapcsolatának vizsgálata során az első időszak, amelyet megvizsgáltunk, a 2019-es év volt, amelyhez a 2018. évi ESG-adatokat viszonyítottuk. Eredményeink alapján az ESG-pontszám és az EPS között nagyon gyenge a kapcsolat. A korrelációs együttható és a determinációs együttható is túl alacsony ahhoz, hogy jelentősebb befolyást tulajdonítsunk a két jelzőszám együttes alakulásának. Az adatokat a 4. ábra is mutatja.



4. ábra. Az ESG-pontszám és az EPS-mutató kapcsolata 2019-ben
(a szerzők szerkesztése)

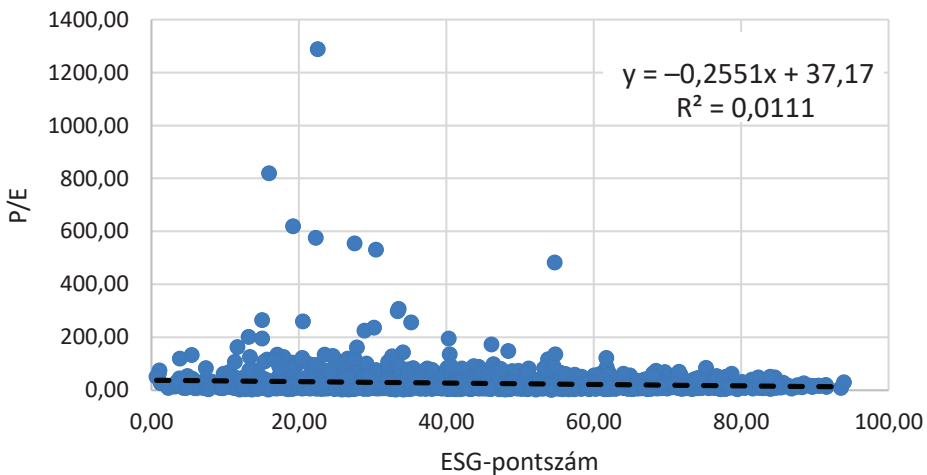
2020-ra és 2021-re is hasonló összefüggés mutatható ki, azaz megállapítható, hogy a befektetők döntéseit befolyásoló adatokra nincs hatása az ESG-teljesítménynek.

A harmadik hipotézis tesztelése

Az EPS értékének felhasználásával számítható a társaság értékpapírjaihoz kapcsolódó másik mutató, az árfolyam/nyereség arány (price/earnings ratio, P/E). A P/E-ráta a részvény árához viszonyítja a társaság által megtermelt nyereséget, tehát azt mutatja meg, hogy a részvénytulajdonosoknak mennyit kell fizetniük egy dollárnyi nyereségért.

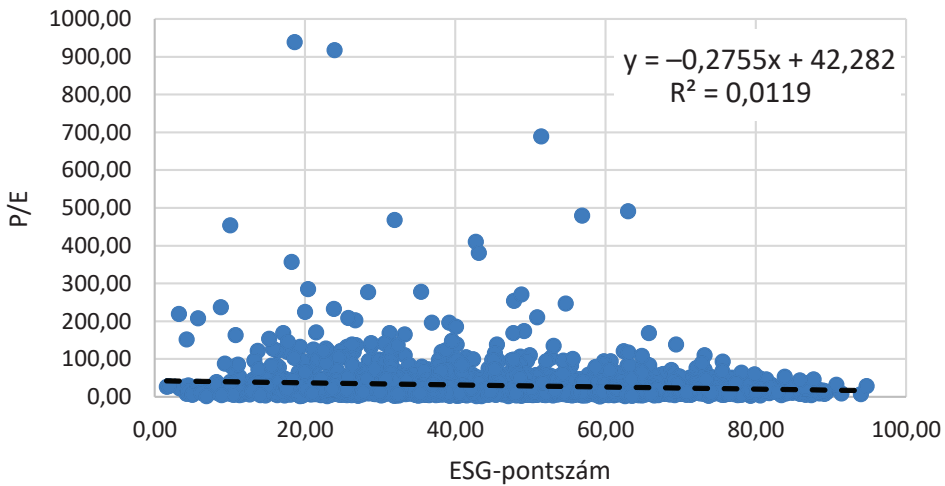
A harmadik hipotézis során azt állítottuk, hogy a vállalatok múltbeli ESG-pontszáma és az azt követő évben elért P/E-rátája között negatív kapcsolat állt fenn. Amennyiben egy vállalat működésére – és ezáltal az eredményességére – pozitívan hat az ESG-besorolás, a P/E-rátája annál alacsonyabb lesz. Befektetői szemmel nézve ugyanis az alacsonyabb P/E-mutató gyorsabb megtérülést ígér, mint a magasabb értékkel rendelkező vállalatok, vagyis minél kisebb a P/E-mutató értéke, a befektetők számára annál vonzóbb lesz egy vállalat.

Regressziós eredményünk 2019-ben azt mutatja, hogy a kapcsolat ellentétes irányú a két mutatószám között, de ennek megállapítására a korrelációs együtthatót is meg kell vizsgálni. A korrelációs együttható 2019-ben az ESG-pontszám és a P/E-arány függvényében $r = 0,1051$. A két mutató közötti kapcsolat tehát nagyon gyenge, lineáris kapcsolatot nem lehet feltételezni a két érték között, az iránya viszont ez alapján pozitív. Ez azt jelenti, hogy az ESG-pontszám változása nagyon kis mértékben, de inkább nem befolyásolja a P/E-mutató értékének változását. Az adatokat pontdiagramon az 5. ábra mutatja.



5. ábra. Az ESG-pontszám és a P/E-ráta kapcsolata 2019-ben
(a szerzők szerkesztése)

A 2020-as pénzügyi évre is negatív irányú kapcsolat feltételezhető a két mutató összehasonlításában. A korrelációs együttható viszont azt mutatja, hogy lineáris kapcsolat nem áll fenn a két érték között. Ezt az eredményt megerősíti az $R^2 = 0,012$ determinációs együttható is, vagyis az ESG-pontszám változása 1,2%-ban tudja magyarázni az árfolyam/nyereség arányát. A regressziós egyenes nem illeszkedik pontosan az adatokra, ez a 6. ábrán is látható.



6. ábra. Az ESG-pontszám és a P/E-ráta kapcsolata 2020-ban
(a szerzők szerkesztése)

Az utolsó vizsgált év, 2021 vonatkozásában is hasonló eredményt kaptunk. Összességében az állapítható meg az ESG-pontszámok és a P/E-ráta összefüggésében, hogy a vizsgált időszakban a feltett hipotézis nem valósult meg. A két mutatószám között függvénytípusú kapcsolatot nem lehet megállapítani, a lineáris korrelációs és a determinációs együttható sem támasztotta alá a feltételezést, az értékük 0-hoz közeli volt minden esetben.

5. KONKLÚZIÓ

Az elemzésünk eredményeiből az állapítható meg, hogy az ESG-pontszám nincs hatással a vállalatok működésére. Az általunk feltett hipotézisek, amelyekben azt feltételeztük, hogy az ESG-pontszámok gazdasági szempontból már hatással lehetnek a vállalatok működésére és számvitel alapú értékelésére, elutasításra kerültek.

Kutatásunkkal igazolni vagy cáfolni szeretnénk volna Bradford Cornell és Aswath Damodaran azon állítását, hogy az ESG-teljesítmény csak ott teremt értéket, ahol a vállalat egyébként is jó, és az ESG-teljesítmény mérése körüli felhajtás nem csak a tanácsadók, a befektetési menedzserek számára teremt értéket (Cornell–Damodaran, 2020). Cornell és Damodaran nem végeztek szisztematikus kutatást és mérést. „Csupán” a fellelhető szakirodalmak és az egymásnak ellentmondó kutatások alapján fogalmazták meg kételyeiket. Jelen vizsgálatunk

eredménye alapján igazolódott az állítás. Bízunk abban, hogy az ESG-alapú értékelés hosszabb távon fogja megmutatni eredményét, és ha a vállalatok egységes keretrendszer alapján – vö. ESRS – készítik el fenntarthatósági jelentéseiket, illetve szolgáltatnak adatokat, akkor az ESG is metrikus mérőszámmá válhat.

Kutatásunkat folytatni kívánjuk. Jelen eredményeink adatbázisa teljes körű volt. Nem alkalmaztunk iparági vagy földrajzi szűkítést. Szeretnénk azzal folytatni a kutatást, hogy megkeressük azt a szegmenst, ahol a piac bizonyíthatóan értékeli a jó ESG-teljesítményt. A minősítők egy része az egyes ESG-dimenziókra külön skálát készít. Az is további vizsgálatot igényel, hogy a dimenziók közül melyik befolyásolja jobban a befektetőket. További kutatásainkkal bizonyítani szeretnénk, hogy nem elég jónak látszani, jónak is kell lenni, sőt ahhoz, hogy hosszú távon értéket teremtsen egy vállalat, mind a környezeti, mind a társadalmi és az irányítási tényezőkben is fenntarthatónak kell lennie.

IRODALOM

- Apergis, Nicholas – Pouffinas, Thomas – Antonopoulos, Alexandros (2022): ESG Scores and Cost of Debt. *Energy Economics*, 112. DOI: 10.1016/j.eneco.2022.106186, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0140988322003383?via%3Dihub>
- Avramov, Doron – Cheng, Si – Lioui, Abrahamet al. (2022): Sustainable Investing with ESG Rating Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145, 2B, 642–664. DOI: 10.1016/j.jfineco.2021.09.009, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X21003974?via%3Dihub>
- Berg, Florian – Kölbl, Julian F. – Rigobon, Roberto (2022): Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*. DOI: 10.1093/rof/rfac033, <https://academic.oup.com/rof/article/26/6/1315/6590670>
- Bloomberg (n. d.): *Insight-Driven ESG Work Is Built on High-Quality Data*. <https://www.bloomberg.com/professional/product/esg-data/>
- Cornell, Bradford – Damodaran, Aswath (2020): *Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?* NYU Stern School of Business. DOI: 10.2139/ssrn.3557432, <https://ssrn.com/abstract=3557432>
- Drempetic, Samuel – Klein, Christian – Zwergel, Bernhard (2020): The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 167, 2, 333–360. DOI: 10.1007/s10551-019-04164-1, <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-019-04164-1>
- European Union (2022): *Just and Sustainable Economy: Companies to Respect Human Rights and Environment in Global Value Chains*. Factsheet. FS/22/1147, 23 February 2022. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/FS_22_1147
- Gregory, Richard Paul (2022): The Influence of Firm Size on ESG Score Controlling for Ratings Agency and Industrial Sector. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, Published online: 04 May 2022. DOI: 10.1080/20430795.2022.2069079
- LSEG [Refinitiv] (2022): *Environmental, Social and Governance Scores from LSEG*. May 2022. https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf
- Morningstar Sustainability (n. d.): *ESG Risk Ratings. A Consistent Approach to Assess Material ESG Risk*. <https://www.sustainalytics.com/esg-data>

- MSCI (n. d.): *What Is an MSCI ESG Rating?* <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>
- Pástor, Luboš – Stambaugh, Robert F. – Taylor, Lucian A. (2022): Dissecting Green Returns. *Journal of Financial Economics*, 146, 2, 403–424. DOI: 10.1016/j.jfineco.2022.07.007, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X22001672?via%3Dihub#bib0011>
- SASB Standards (n. d.): *About Us*. <https://www.sasb.org/about/>
- Serafeim, George – Yoon, Aaron (2023): Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement. *Review of Accounting Studies*, 28, 1500–1530. DOI: 10.1007/s11142-022-09675-3, <https://scholarspace.manoa.hawaii.edu/server/api/core/bitstreams/b3b44b92-706b-4474-aab2-a20a6e51bd2c/content>

JOGSZABÁLYOK, SZABÁLYOZÁSOK

2000. évi C. törvény a számvitelről

- Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2020/852 rendelete a fenntartható befektetések előmozdítását célzó keret létrehozásáról, valamint az (EU) 2019/2088 rendelet módosításáról. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088>
- Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD: Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2022/2464 irányelve (2022. december 14.) a 537/2014/EU rendeletnek, a 2004/109/EK irányelvnek, a 2006/43/EK irányelvnek és 2013/34/EU irányelvnek a fenntarthatósággal kapcsolatos vállalati beszámolás tekintetében történő módosításáról (EGT-vonatkozású szöveg). PE/35/2022/REV/1, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:32022L2464>
- Európai Bizottság (2021): Uniós taxonómia, a fenntarthatósággal kapcsolatos vállalati beszámolás, a fenntarthatósági preferenciák és a vagyongazdálkodási kötelezettségek: a finanszírozási forrásoknak az európai zöld megállapodás felé történő irányítása. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0188&from=ES>
- Non-Financial Reporting Directive, NFRD – Az Európai Parlament és a Tanács 2014/95/EU irányelve (2014. október 22.) a 2013/34/EU irányelvnek a nem pénzügyi és a sokszínűséggel kapcsolatos információknak bizonyos nagyvállalkozások és vállalatcsoportok általi közzététele tekintetében történő módosításáról (EGT-vonatkozású szöveg). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:02014L0095-20141205&from=ES>
- Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR – Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2019/2088 rendelete (2019. november 27.) a pénzügyi szolgáltatási ágazatban a fenntarthatósággal kapcsolatos közzétételekről (EGT-vonatkozású szöveg). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088->
- United Nations Global Compact (2004): *Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*. https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf