

Appel Judit

Az ESG-szemlélet a gazdaságban

*Szakmailag ellenőrizte: Dr. Keresztúri Judit Lilla
A Budapesti Corvinus Egyetem Pénzügy, Számvitel és Gazdasági Jog Intézet;
Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék munkatársa,
Egyetemi Adjunktus*

Az utóbbi években egy niche-piacból mainstreammé váltak az ESG befektetések. Az ESG három pillérre (környezeti, társadalmi, irányítási) épülő vállalatokat minősítő rendszer, ami hasonló a hitelminősítők ratingjéhez, csak éppen fenntarthatóságot mér. Az elmúlt években egyre több kutatásban keresték arra a választ, hogy a tudatosabb portfóliók összeállítása milyen hatással van a pénzügyileg realizált hozamra. Egymásnak ellentmondó kutatások születtek, azonban úgy tűnik, hogy ha több hozamot nem is realizálnak az ESG-befektetők lehet azonos szinten teljesíteni egy hagyományos portfólióhoz viszonyítva. Az ESG a befektetések világán túl a pénzügyi közvetítőrendszert is reformra kényszeríti különös tekintettel a bankokra, melyre egyre több - főleg környezeti - szabályozás lép érvénybe.

1. Bevezetés

Dolgozatom témájául az ESG, illetve SRI-szemponatok bemutatását választottam, melyek az utóbbi években részpiacból fő irányzattá vált a befektetések világában. Gyakran hangoztatott nézőpont, hogy a fenntarthatóság szem előtt tartása a befektetések világában pénzügyi hátrányt okoz, ennek szerettem volna munkám során részletesebben utánajárni.

1.1 A dolgozat motivációja

Dolgozatom témaválasztásában motivációul az szolgál, hogy nagyon sokszor találkoztam azzal a véleménnyel, hogy a gazdasági szektorban való munkavállalás, vállalkozás pusztán nyereszkerés, a bankok ki akarják semmizni ügyfeleiket, valamint, hogy a cégek pusztán profitmaximalizálásra törekednek, és a CSR, illetve minden tudatos irányba tett vállalati döntésből fakadó lépés csak látszatintézkedés. Sokan azt állítják, hogy az ESG-szemléletmód, még ha természetesen fenntarthatóbbá is teszi a gazdaságot, túl nagy pénzügyi áldozatot jelent a vállalatoknak, ami természetesen egy teljesen védhető álláspont. Céлом, hogy kitekintést adjak, hogy részletesen megvizsgáljam a problémát. A megtérüléshez kapcsolódóan már tanulmány született már ezzel kapcsolatban, amelyekből néhányat a dolgozatom során ismertetni is fogok, hogy ezáltal látszódjon, hogy az ESG befektetések terén is valóban tud-e azonos szinten teljesíteni, emiatt érdemes-e benne gondolkodni hosszú távú projektként, vagy csak egy divatirányzatról van szó.

Számomra fontos volt, hogy olyan témát válasszak, ami egy előremutató irányt domborít ki, és amivel emberileg is azonosulni tudok, azonban gyakorlatban én is szkeptikus vagyok, nem gondolom, hogy az ESG-szemponot oly nagy pénzügyi profitot tudna létrehozni, amelyet sok befektetési alap a broszúráiban hirdet. Mindazonáltal véleményem szerint az

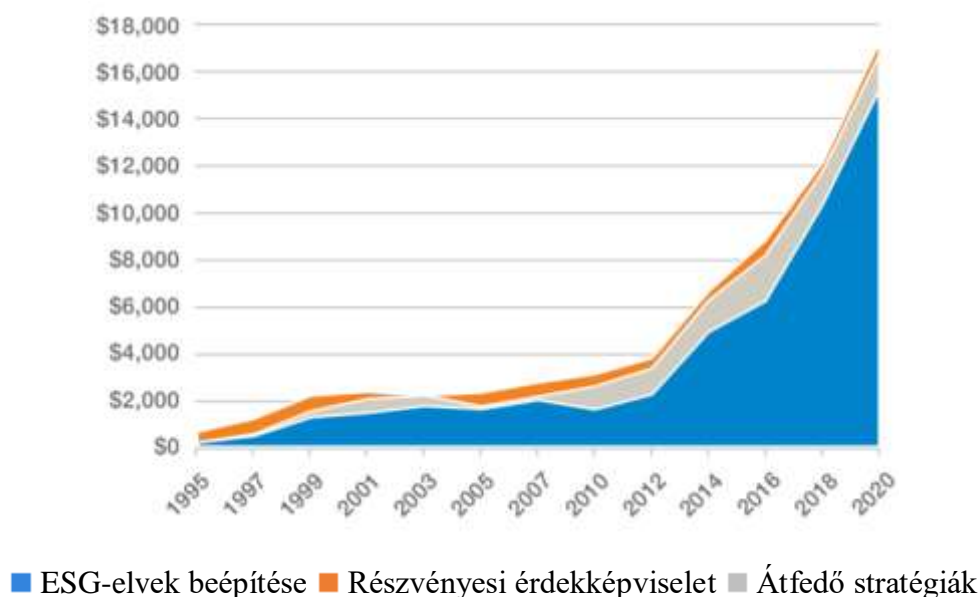
azonos szinten való teljesítés - tehát ha nem jelentené az ESG-portfóliókba való befektetés azt, hogy ezáltal alacsonyabb hozamot érünk el egy hagyományos portfólióhoz képest - is elég lenne ahhoz, hogy a gazdasági világban a tudatosság ne pénzügyi ráfizetésként és a társadalmi hasznosság érdekében elkövetett kompromisszumként jelenjen meg. A pénzügyi fenntarthatósággal véleményem szerint jobban meg lehetne győzni a vállalatokat, hogy ne utasítsák el a környezeti és társadalmi fenntarthatóság témakörét, hanem a lehetőséget és a modellváltást lássák benne, ami nem jelent egyidejűleg nagyobb profitbeli visszaesést.

1.2 A téma népszerűsége, aktualitása

Az ESG-befektetések az utóbbi évtizedekben lett felkapott a pénzügyi világban. Elmondható, hogy az ESG egy niche-piacból, mainstreammé vált [Gyura, 2021]. Habár már az 1970-es években felmerült ez a téma, igazán a '90-es években váltak egyre hangsúlyosabbá azok a vélemények, mely szerint a befektetésekben egyre nagyobb szerepet kellene játszani a hozamokon kívül a társadalmi felelősségvállalásnak olyan értelemben, hogy környezeti, társadalmi, illetve vállalatirányítási szinten jobban megválogatják a vállalatokat, hogy melyekbe fektetnek, ezáltal is motiválva a nagyobb cégeket arra, hogy változtassanak a sokszor bár pénzügyileg jövedelmező, de etikai szempont alapján kifogásolható sztenderdjeiken.

Az ESG, illetve SRI-piac tényleges méretét nagyon nehéz megbecsülni, hiszen nincsen biztos adatszolgáltatás, ami alapján teljesen pontosan lehetne becsülni, de az alábbi diagramról az mindenképpen leszűrhető, hogy a téma mindenképpen aktuális, különösen az egyre gyakrabban tematizált klímaválság miatt. A grafikon alapján elmondható, hogy egyértelmű felfelé ívelő tendencia mutatható ki abban, hogy a piac hány százaléka kezdi el az ESG-szemponokat integrálni a befektetési stratégiájába. Két eltérő stratégiát jelenít meg, az ESG-értékek beépítését a stratégiába, valamint a részvényesi érdekképviselőt beépítését a vállalat stratégiájába továbbá az említettek egyidejű alkalmazását (átfedő stratégiák).

1. ábra: Fenntartható befektetések az Egyesült Államokban (Mrd. USD)



Forrás: US SIF Foundation Trend Report, 2020

Míg látjuk, hogy 1995-ben az 500 milliárd USD-t se érte el az ESG-szemponokat magába foglaló befektetési stratégiával kezelt befektetések (grafikonon kék színnel jelölt) volumene az USA-ban, addigra 2012-ben ez már körülbelül 2000 Mrd. USD. Az igazi nagy robbanásszerű ugrás azonban 2014 és 2018 között figyelhető meg, mikorra az ESG elveket beépítő befektetések volumene már az 10.000 Mrd USD-t éri el. 2016-ról 2018-ra ez az érték 38%-kal növekedett, ami jelentősnek minősíthető, majd 2020-ra további csaknem 50%-kal nőtt az előző évhez képest, majdnem 15.000 Mrd USD-re.

Aktualitásként kiemelendő az utóbbi évek (Párizsi klímaegyezmény óta kialakult) szabályozói nyomása, mely rákényszeríti az államokat, jegybankokat, pénzügyi és nem pénzügyi vállalkozásokat, hogy nagyobb figyelmet szenteljenek a fenntarthatóság kérdéskörének. Az egyik Európai Uniótól származó, Magyarországot érintő rendelkezés az Európai zöld megállapodás („EU Green Deal”), melynek nevéből is látszódik, hogy az ESG „környezeti” szempontjával foglalkozik. Ehhez kapcsolódik az Európai Unió Taxonómia Rendelete, mely meghatározza, hogy pontosan milyen gazdasági tevékenység minősül fenntarthatónak. Erre azért volt (és van) nagy szükség, mert hiányzott az egységes definíció, hogy milyen tevékenység minősülhet fenntarthatónak. Ettől a zöld üzletág fellendülését várják, mert eddig definíció hiányában sokan ódzkodtak a területtől. Ezen kívül a nagyvállalatoknak és pénzügyi tevékenységet folytató vállalkozásoknak részletes adatszolgáltatási kötelezettségük keletkezik azért, hogy a szabályozó megvizsgálhassa, valóban fenntarthatónak minősülnek-e a lefektetett szempontok alapján [EU Taxonómia Rendelet, 2020]. Ezen kívül több, bankokat is érintő szabályzás van jelenleg véleményezésen, melyek részletezik, hogy pontosan milyen adatszolgáltatási kötelezettségeik keletkeznek [Gyura, 2021]. Ez az EU hozzájárulása saját részéről a Párizsi Egyezményhez, mely további elemeként minden tagállamnak meg kellett alkotnia a saját klímaterveit összefoglaló stratégiáját.

Hazánk ezért 2019 elején kiadta a Nemzeti Energia- és Klímatervének tervezetét, melyben összefoglalta ezirányú vállalásait. Ezek közé tartozik az üvegházhatású gázok emissziójának 2030-ig való 13%-os csökkentése a 2017-es értékhez viszonyítva, valamint a megújuló energiaforrások 20%-os aránya a végső energiafelhasználásban [ITM Nemzeti Energia-és Klímaterv, 2018]. Ez azért fontos, mert Magyarországon az iparban nagy karbonintenzitású, elavult technológiák vannak túlsúlyban, így az elkövetkezendő években nagy beruházásokat kell a technológiák korszerűsítésre fordítani, mely a magyar pénzügyi közvetítőrendszernek és a vállalatoknak egyformán profitszerzési lehetőséget jelent.

Magyarország a témában azóta már egy újabb nagyobb lélegzetvételű dokumentumot adott közre egy évvel később, mikor a Nemzeti Tiszta Fejlődési Stratégia c. tervezettel állt elő 2020. január 9-én. Ezt az Országgyűlés el is fogadta, és bár ezzel nem kötelezték el magukat minden mellett, melyet a tervezetben foglaltak, de megszületett egy véglegesebbnek minősíthető átfogó stratégia 2050-ig. (Érdekes lehet megjegyezni, hogy a tervezet szerint a 2020-as években még csak mérsékelten csökkenne az üvegházhatású gázok emissziója, és inkább a 2030-as évekre helyeződik a klímaterv hangsúlyosabb része.) [ITM Nemzeti Tiszta Fejlődési Stratégia, 2020].

2. Elméleti összefoglaló

2.1 ESG

Először is fontos definiálni, mit értünk a két fogalom (ESG, SRI) alatt. Az ESG betűszó az environmental, social, governance szavak rövidítéséből áll. Ezt a három területet vizsgálva értékelik a részvényeket/kötvényeket kibocsátó cégeket. Magyarul ez a környezeti, társadalmi, irányítás szempontokat jelenti. Az utóbbi évtizedben egyre több cikk és tanulmány születik arról, hogy ez a szempontrendszer hogyan szolgálhatja a befektetők érdekeit amellet, hogy természetesen a tudatosság társadalmi szinten kifizetődő, és a cégek számára a CSR tevékenység remek marketingeszköz. Legtöbben az ESG-befektetések mellett azt hozzák fel érvként, hogy az olyan cégek, akik ezeken a ratingen jó eredményt érnek el, azok fenntarthatósága nem pusztán a környezettudatosságban nyilvánul meg, hanem vállalatirányítási fejlettségükből és társadalmi beágyazottságukból fakadóan kisebb eséllyel mennek tönkre, nyújtanak rossz pénzügyi eredményeket, ezáltal a befektetések kockázata is csökken. Sok befektető kételkedik ebben, és az adatok megbízhatatlanságára fogja az esetlegesen kimutatott előnyöket, valamint a Volkswagen botránya óta még erősebbek azok az egyébként is erős hangok, amelyek azt állítják, hogy a cégek érdeke jó színben feltűnni. Emiatt az adatok valósága, a transzparencia nem kellő mértékű volta miatt megkérdőjelezhető. Az ambivalens megítélés miatt nem meglepő, hogy egy 2019-es felmérés szerint [Williamson C., 2019] az amerikai hedge-fund menedzserek több, mint fele nem veszi figyelembe az ESG-szempontokat a portfóliók kialakításánál. Ettől függetlenül a trend növekszik, évről évre magasabb arányban döntenek az ESG mellett.

2.1.1 A vizsgált területek, szempontok

Több cég is foglalkozik ESG-ratinggel, így nincs egy konkrét szervezet által összeállított és elfogadott egyetemleges szempontrendszer, ami alapján értékelik a különböző cégeket, intézményeket. Természetesen a főbb szempontok azonosak, de kisebb különbségek fellelhetőek a különböző pénzügyi cégek általi minősítési rendszerben. Én most egyet kiválasztva szeretném röviden bemutatni, hogy a három fő területhez milyen alszempontok(témák), illetve kulcskérdések tartoz(hat)nak.

Az MSCI (Morgan Stanley Capital International) ratingjét választottam példának a szempontok bemutatásához, többek között azért választottam ezt a szervezetet adatforrásnak, mert már több évtizede foglalkoznak ESG ratinggel, valamint 2015 és 2019 között az IIRI Survey (Independent Research in Responsible Investment Survey) szerint is ők lettek a legjobb adatszolgáltatók az ESG-értékelések terén. Több kutatásban, melyeknek eredményeit az irodalmi összefoglalóban ismertetem, az MSCI ESG Indexe szolgált benchmarkként, emiatt így a legkonzekvensebb, ha továbbiakban az ESG ratingelés során az MSCI által vizsgált szempontokat és használt módszertant mutatom be röviden.

Előjáróban fontos megjegyezmem, hogy habár a környezeti szempontok igen hangsúlyosak az értékelésben, nem ez az egyetlen fontos szempont az értékelés során. Sokan hibásan egyenlőségjelet tesznek az ESG-befektetések és a zöld pénzügyek közé, ami hibás, tekintve, hogy az ESG nem pusztán egy környezeti szempontokra fókuszáló szempontrendszer, hanem a két másik terület is hasonlóan képviseltetve van benne, így nem tanácsos összemosni a zöld pénzügyekkel. Az alábbiakban emiatt mindhárom terület fő témáit, kulcskérdéseit ismertetem, hogy lássuk mennyire részletes szempontrendszer alapján lesz minősítve egy cég.

Az első terület, a sokat emlegetett, felkapott környezeti szempont: ide négy téma tartozik: Klímaváltozás, Természeti Erőforrások, Környezetvédelmi lehetőségek, valamint Szennyezés és hulladékkezelés. Kulcskérdések többek között: szén-dioxid kibocsátás, mérgező hulladékok, CO2 lábnyom, finanszírozás környezeti hatásai, zöldépületek, megújuló energia-használat [MSCI, 2019].

A második terület a társadalmi hatás. Ez négy téma hatását vizsgálja egy cégre nézve: Termékfelelősség (ez igen változatos, szektorspecifikus pl.: pénzügyi termékek biztonsága, minősége, személyiségi jogok, adatok védelme, egészségügyi, demográfiai kockázatok), Emberi erőforrások kezelése (pl. munkavállalói jogok, HR menedzsment), Társadalmi lehetőségek (pl.: munkavállalók hozzáférése az egészségüghöz), valamint Érdekellentétek (beszerzési források megkérdőjelezhetősége) [MSCI, 2019].

A harmadik területhez, az irányításhoz csupán két téma kapcsolódik az MSCI kritériumai szerint. Az első a vállalatirányítás, melyhez olyan szempontok tartoznak, mint tulajdonosok jogai, jutalmazás/ösztönzők, a felsővezetői döntéshozatal transzparenciája. A második a vállalat „viselkedése”: itt kulcskérdésnek minősül az üzleti etika, pénzügyi stabilitás, korrupció. Fontos megjegyezni, hogy ennek a területnek a szempontjai összemósódhatnak az előző kettőével, hiszen például a társadalmi hatásoknál is megjelenik a munkavállaló hozzáférése az egészségüghöz, ami például ösztönző is lehet a vállalatirányítási szempont erősítése során. Ugyancsak ilyen összemósódást mutat a beszerzési források megkérdőjelezhetősége, illetve a „vállalat viselkedése” témakörök tekintetében [MSCI, 2019].

2.1.2 A minősítés módszertana

Az MSCI értékelési skálája hasonlít a hitelminősítőknél megszokotthoz: AAA-tól CCC-ig terjed. AAA és AA a vezető kategória, ezt követi az átlagos kategória (A-BBB-BB), végül az elmaradottabbak (B-CCC). Fontos, hogy nem egy általános skálát alkalmaznak minden iparágra, hiszen ez borzasztóan torz eredményeket hozna létre, hanem az adott ipáron belül viszonyítják egymáshoz a cégeket. Minősítési modelljükben az alábbi négy specifikusabb kulcskérdésre keresik a választ a kutatások során.

- Melyek a legszignifikánsabb ESG kockázatok és lehetőségek, amelyekkel a vállalat és az iparága szembenéz?
- Mennyire van kitéve a vállalat ezeknek a legfőbb kockázatoknak, illetve lehetőségeknek?
- Mennyire jól kezeli a vállalat az említett kulcskockázatokot és -lehetőségeket?
- Milyen az átfogó képe erről a vállalatnak, és hogyan teljesít a világviszonylatú iparági versenytársakhoz viszonyítva?

[MSCI, 2019]

Fontos ezek után meghatározni, hogy pontosan hogyan is méri a módszertan a kockázatokat és lehetőségeket. A kockázatokon belül két dolgot is vizsgálunk: egyrészt a kitétséget, mely azt vizsgálja, hogy az ipárágban az adott földrajzi és üzleti körülmények között mekkora a relevanciája az adott kulcskockázatnak (pl: CO2 kibocsátás), valamint a menedzsmentet, ami azt mutatja meg, hogy az adott kitétséggel hogyan küzdenek meg, milyen lépéseket tesznek vállalaton belül azért, hogy minél kisebb mértékű negatív hatás érje őket a kockázat következtében. Tehát míg a kitétség nagyrészt adottság, a menedzsmentre járó pontok már nagyrészt az adott vállalaton múlnak. Mind a kitétséget, mind a menedzsmentet 0-10-ig tartó skálán értékelik, ahol 0 pontot kapnak, ha az adott kockázat nem

releváns, illetve, ha menedzsmentoldalról semmiféle erőfeszítést nem tesznek a kockázat kezelése érdekében.

Fontos azonban a kettőt együtt vizsgálni, hiszen, ha valaminek nagyon kicsi a kockázata, akkor nem negatívan megítélendő, ha a menedzsmentre adott pont is alacsony, mert nem éri meg többet fektetni egy relatíve kis relevanciájú kockázat kezelésébe. A lehetőségeket nagyon hasonló módon pontozzák, csak itt menedzsmentnél azt értékelik, mennyire jól használják ki az adott iparági, üzleti lehetőséget. A kockázatokra és lehetőségekre adott pontok súlyozott átlagából kalkulálják ki az E, S és a G terület összesen 37 kulcsproblémájára adott pontokat, ezt összehasonlítják az iparággal, majd ezt az ún. Final Industry Adjusted Company Score-t (Végső, iparággal korrigált vállalati pont) váltják át minősítésre az alábbi táblázat alapján [MSCI, 2019].

2. táblázat - Minősítési táblázat

Rating	Végső, iparággal korrigált vállalati pont
AAA	8.6 - 10.0
AA	7.1 - 8.6
A	5.7 - 7.1
BBB	4.3 - 5.7
BB	2.9 - 4.3
B	1.4 - 2.9
CCC	0.0 - 1.4

Forrás: MSCI ESG Ratings Methodology Executive Summary, 2019

Fontos adalék a módszertant illetően, hogy az adatszerzés során nem használnak kérdőíveket, valamint a modern szemlélet abban is megnyilvánul, hogy mesterséges intelligenciát alkalmaznak az adatfeldolgozásra. Output sem csak pusztán egy nyilvánosságra hozott pontlista lesz, hanem különféle iparági, illetve vállalati jelentéseket állítanak össze.

2.2 SRI

Előbbihez hasonló, de kicsit mégis más szempontrendszer az SRI, ami a társadalmilag tudatos befektetés angol fordítását (social responsible investment) jelöli. Fontos elhatárolni ezt az ESG-től, bár sok helyen szinonimaként használják. Okkal, hiszen nagyon hasonló a két szempontrendszer. A különbség abból fakad, hogy az SRI tudatosan kizár bizonyos területeket, amiket etikailag kifogásolhatónak tart. Ide tartozhatnak alkohol-, illetve dohánytermék gyártó/forgalmazó cégek, szerencsejáték, fegyverkereskedelemhez bármi módon kapcsolódó, gyermekmunkát alkalmazó vállalatok. Ezeket tehát nem a rating során pontozzák, hanem rögtön ki lesznek szűrve tevékenységük okán.

Sok helyen nem említik, azonban fontos megjegyezni, hogy az SRI-nek is két ága van: az értékek által vezérelt (ez a hagyományos SRI, tulajdonképpen ez az, amit fentebb leírtam), valamint a profitorientált SRI, melynek értelmében nem kizárnak bizonyos területeket, hanem

fundamentális elemzésekbe építik bele az ESG-szemponokat, hogy így alkossanak meg egy hagyományosnál magasabb hozamú portfóliót. Ez az irányzat abból építkezik, hogy a piac nem tökéletes hatékonysága miatt alulárzottnak tartja a környezettudatos portfóliókat. Olyan kutatásokra alapoz, melyek azt állítják az ESG-portfólióknál magasabb arányban fordulnak elő pozitív meglepetések, vártnál jóval magasabb hozamok, emiatt bár kockázatos, de racionális befektetési stratégia lehet ilyen részvényportfóliót kialakítani [Hassel, L.-Semenova, N., 2013].

3. Az ESG pénzügyi ráfizetést jelent?

Röviden szeretném az ESG-befektetések pénzügyi teljesítményét bemutatni néhány tanulmány alapján, hogy mi jelenleg a szakma hozzáállása az ESG pénzügyi megtérüléséhez. Hiszen lehet bármilyen divatos a fenntarthatóság manapság, igenis szempont, hogy az ESG, fenntarthatóság, SRI -illessük azt bármely néven is- ne jelentsen nagy pénzügyi visszaesést a profitban, mert sokkal hatékonyabb az átállás, ha nem csak erőltetik a gazdasági szereplőkre a döntéshozók, hanem szám adatokkal alátámasztják, hogy mennyire változtat a hozamon az ESG-szempon beépítése. Szerencsére több tanulmány is született a befektetések megtérüléséről, ennek oka, hogy elsősorban az ESG eddig befektetési alapoknál volt napirenden.

Megoszlanak a vélemények arról, hogy nagyobb vagy kisebb hozamot generál-e az ESG-szemlélet beépítése a befektetési stratégiába, esetleg nem változtat szignifikánsan a hozamon. Látszik, hogy a témáról, hogy hogyan viszonyulnak egymáshoz a hagyományos, illetve az ESG, SRI alapon összeállított portfóliók több egymásnak részben vagy akár teljesen ellentmondó tanulmány is született. Az alábbiakban azt fogom bemutatni, hogy az utóbbi években milyen eredményekre jutottak a kutatók az elemzésekben.

Hassel és Semenova [2019] szerint az ESG-rating egyaránt értelmezhető a vállalati érték, illetve a portfóliók értékelésének a szintjén, ezt fontos megkülönböztetni. Ha az E, tehát a környezeti szempontot figyeljük, az általában be van árazva a tőkepiacon, tehát egy cég környezetvédelmi teljesítménye, intézkedései igenis hatással vannak a részvények árának alakulására. Ez a szempont az utóbbi időben igen nagy népszerűségnek örvend és gyakorta tematizálja a közvéleményt, így a befektetői véleményeket, hangulatot is befolyásolja, ami tükröződik az árakban. Érdekes megfigyelni továbbá, hogy a közvélekedéssel ellentétben nem a magas kockázatú iparágak (pl olaj, illetve gázszektorban tevékenykedő cégek) E-ratingje alacsony, mert ezek a cégek sokszor nagy profitot termelnek, és ki tudják gazdálkodni a tudatosabb technológiák magas árát. Hanem a csupán jóval kisebb működési eredményt felmutatni tudó kisebb kockázatú iparágakban tevékenykedő vállalatok E-ratingje alacsonyabb, ők erőforrások hiányában sokszor nehezebben tudnak a standardeknek megfelelni. Ettől függetlenül, bármennyire is jól hangzik, egy jó ESG-rating, nem (pusztán) ez alapján dől el a piaci érték. A vállalatértékük arányaiban jóval alacsonyabb ezeknek a magasabb kockázatú cégeknek, mert az iparághoz fűződő magasabb kockázattal diszkontálni kell még. Emellett fontos szempont lehet, hogy a nagyobb cégeknek függetlenül az iparágtól jobban megéri figyelni az ESG-sztenderdekre, mert sokkal nagyobb pénzügyi elemzői figyelemnek vannak kitéve, ezáltal többen nyom a latban, mint egy kisebb cégnél, akiknek pusztán pénzügyi - nem társadalmi! - értelemben vett értéket sokkal kisebb mértékben tud teremteni az ESG-ratingbe fektetett többlettőke.

Az értekezés szerzői azon az állásponton vannak, hogy az E és G szempontok alapján összeállított portfóliók főleg az 90-es években tudtak magas hozamot elérni, ez a 2000-es években már egyre kevésbé volt kimutatható, míg nem 2004-2009 között a korreláció

tulajdonképpen el is tűnt. Ezt azzal magyarázzák, hogy a vállalatok társadalmi felelőssége, illetve a társadalmilag tudatos szemlélettel összeállított befektetések egyre nagyobb sajtóvisszhanggal bírtak, így egyre többen kutatták, melynek során arra jutottak, hogy megéri ezekbe fektetni. Emiatt az idő múltán a magasabb hozam radikálisan csökkent az információ ismertetésével - a piac hatékonysága miatt. Ebből fakadóan azt állítja Hassel és Semenova, hogy ez a szemlélet ki is kophat, hiszen már nem tudna egy hosszútávon profitábilis kereskedési stratégia alapjául szolgálni. Viszont, ha az ESG másik területét vesszük figyelembe, a vállalati értékekre gyakorolt hatást, akkor egy magasabb ESG-rating nagyobb prémiumot jelenthetne, egyre magasabb értéket tudna teremteni a vállalat számára [Hassel, L.-Semenova, N., 2013]. Ez ellentétben áll a már említett hagyományosabb felfogással, miszerint a többlettőkeigény generálódása túl nagy a pluszhozamhoz képest, és emiatt az ESG-tudatosság csak ront a vállalatértéken, így tehát mindenképpen elmondható, hogy modernebb felfogással élnek a szerzők.

Hasonló véleményen van Benjamin R. Auer és Frank Schuhmacher, akik *Do socially irresponsible investments pay?* [2016] c. tanulmányukban több szektort figyelembe véve, különböző kontinensek tőzsdéit figyelve kutatták, hogy miként teljesítenek egymáshoz viszonyítva a passzív, nem-ESG-portfóliók és az ESG-portfóliók. Kutatásukban abból indultak ki, hogy nem találnak bizonyítékot arra, hogy az ESG-portfóliók túlteljesítik nem ESG-s társaikat. Ez a kutatásuk során igazolásra is lelt, hiszen valóban nem tudták tézisüket cáfolni. Sőt, az európai piacot tekintve, még több esetben negatívan is befolyásolhatja eredményeik szerint a hozamokat az, ha ESG-szemponokat vesznek figyelembe a befektetők a portfóliójuk kialakítása során. Ez az amerikai és ázsiai kontinensen nem érvényes, itt nem volt szignifikáns magyarázóereje a kritériumnak. Fontos azonban megjegyezni, hogy nagyon nehéz az ESG-szemponokat függetleníteni a kulturális különbségektől, így emiatt a kontinensek összehasonlítása nagy nehézségeket okozott. Emellett ők is kiemelték, hogy bár általánosan nem igazolható, vannak olyan iparágak, ahol számszerűsíthető többlethozam érhető el ESG-befektetésekkel [Auer, B. - Schuhmacher, F., 2016].

Úgy tűnhet ebből, hogy pénzügyileg nem éri meg különösebb figyelmet szentelni ennek a tudatossági mérőszámnak, nem olyan egyértelmű ez a hozzáállás, hiszen szóródnak a szakértői vélemények. Az egyik leggyakrabban hivatkozott pozitívabb hangvételt megütő forrás német kutatók 2014-es munkája, mely több addigi tanulmány eredményeit és adatait foglalja össze, hogy a fragmentált információk, tudásanyag az ESG-befektetések témakörében egy átfogóbb képet mutathasson. A tanulmány kiemeli, hogy több, mint 40 éve nem tudnak dűlőre jutni a szakértők, hogy az ESG-nek negatív pozitív vagy éppen semleges hatása van-e a vállalatok pénzügyi teljesítményére (továbbiakban CFP- corporate financial performance), emiatt több mint 2000 empirikus kutatás/tanulmány eredményét vetették alá egy újabb másodlagos elemzésnek. Kutatásuk során arra jutottak, hogy az ESG-nek nem csupán semleges, de nagyrészt pozitív hatása van a befektetések értékére. Ellenben ki kell említeni, hogy ez főleg a nem portfóliókon végzett vizsgálatoknál volt igaz, s portfóliókon végzett elemzéseknél lényegesen alacsonyabb volt a pozitív hatás, mint ahogy az az alábbi statisztikán is látszik. Erre több okot is felsorolnak: egyrészt túl nagy a „zaj”, rengeteg piaci és nempiaci faktor elfedi a lehetségesen pozitív alját. Másrészt csak a portfóliókon végzett kutatások kalkulálják bele a hozamba a különféle kereskedési díjakat és teljesítményre számolt jutalékokat, míg a cégek értékelésekor végzett elemzésekor ezek kimaradnak, így torzulnak az eredmények. Ebből azt a konklúziót vonták le, hogy bár a pozitív hatás nem valószínű, egyetértenek a mainstream gondolkodással, mely szerint, ha nem is hoz létre az ESG-portfólió pénzügyi értelemben vett többletértéket, nem teljesít rosszabbul, mint egy hagyományos nem-ESG-portfólió [Friede, G.-Busch, T.-Bassen, A., 2015].

Akik azt állítják, hogy az ESG-befektetések nem tudják felülteljesíteni a hagyományos portfóliókat a hatékony piacok elméletéből indulnak ki. Ez azt mondja ki, hogy ha egy cég profitabilisebb a többinél, akkor ez az információ rögtön be is épül az árakba, így, ha ezt a példát vizsgáljuk az ESG-ratingből fakadó információba való fektetés nem racionális stratégia, mert nem lehet vele többlethozamot elérni. Emiatt az optimális stratégia a kockázatok lefedezésére, ha egy több iparágat magába foglaló teljesen diverzifikált portfólióba fektetünk. Azonban akármennyire a tőzsdét tekintjük a tökéletes piac legközelebbi leképezésének, nem mondható el róla, hogy tökéletesen érvényesülne a hatékony piacok elmélete. Tekintsünk rá az időtávra. Valóban elmondható, hogy egy tökéletesen diverzifikált hagyományos portfóliót nem lehet hatékony piacon felülmúlni, de mire beáll ez az állapot és az információ beépül az árakba, addig eltelik egy akár hosszabb időszak is. Ettől az időtávától függően nem elképzelhetetlen a többlethozam, hiszen időre van szükség, hogy az árakban is tükröződjön ez az információ [Pouget S., 2014].

Ez azonban nem azt jelenti, hogy rövid ideig kell részvényeinket tartani, sőt, épp ellenkezőleg, nagyon fontos kiemelni, hogy az ESG-portfóliók hosszú távú stratégiák, hiszen egy cégnél mire valóban megtérülnek a különböző tudatossági intézkedések, az nem napokban mérhető időtáv. Emiatt esnek sokan abba a hibába, hogy túl nagy prémiumot várnak rövid távon egy társadalmilag tudatos portfóliótól, így mire materializálna a CSR-ba (corporate social responsibility-vállalati társadalmi felelősség) fektetett többlettőke, addigra nemteljesítés miatt megválnak részvényeiktől, befektetéseiktől. Pont emiatt nem lehet eleget hangsúlyozni, hogy ehhez a fajta kereskedési stratégiához megfelelő, részletes pénzügyi elemzések és szaktudás kell, valamint nagyobb időráfordítást igényelhet egy valóban többlethozamot elérő ESG-portfólió összeállítása egy hagyományoshoz képest. Emellett némely kutatás igazolja, hogy nem mindegy, hogy melyik részterületen ér el igazán jó eredményt egy ESG-portfólió. A legkevesebbet emlegetett, vállalatirányítási területen elért magasabb G rating kutatások szerint nagyobb többlethozamot tud biztosítani, mint a felkapottabb környezeti, illetve társadalmi részterületen elért magas pontszám [Pouget S., 2014].

A témában a Budapesti Corvinus Egyetem kutatói által készített friss hazai kutatás azt állítja, hogy nem jár nagyobb kockázattal az ESG alapú befektetés, illetve nem teljesít szignifikánsabban rosszabbul, mint a hagyományos befektetések. A kutatás során kilenc megatrendet azonosítottak: energiahatékonyság, élelmiszerbiztonság, vízhiány (előbbi három környezeti szempont), idősödő társadalom, millenniumi generáció, urbanizáció (társadalmi szempontok), cyberbiztonság, robotika és diszruptív technológiák (vállalatirányítási szempontok). Ezek közül a környezeti megatrendek és a diszruptív technológiák (olyan innovációk, melyek lerombolják az eddigi iparágat, a piacokat átformálják új technológiákkal) túlteljesítették a passzív stratégiát, ami ellene megy a hatékony piacok elmélete közepesen erős elvének. Fontos megjegyezni azonban, hogy nem bizonyítható, hogy a tranzakciós költségek levonása után túlteljesítik a hagyományos portfóliókat, emiatt óvatosan kell eljárniuk a befektetőknek. Az mutatható ki, hogy minimum semleges kapcsolat van az ESG és piaci teljesítmény között. Emiatt a befektetőknek fel kell ismerniük, hogy az ESG-befektetés a hagyományos megközelítés felett áll, mert hasonló pénzügyi teljesítmény érhető el vele, és ezzel egyidejűleg a fenntarthatósági szempontokat is figyelembe veszi [Fain-Naffa, 2020].

4. Értékelés

Habár a negatív vélemények után bemutattam ez utóbbi pozitívabb hangvételűeket is tanulmányok kivonatolásán, értelmezésén keresztül, többségben vannak forrásaim között azok, amelyekben azt állítják, hogy nem teljesítenek szignifikánsan jobban az ESG portfóliók. Viszont ami kifejezetten az ESG-szemléletmód mellett szólhat, hogy a legtöbb tanulmányban az sem derül ki, hogy ezek a portfóliók szignifikánsan rosszabbul teljesítenének pénzügyileg. Tehát az alábbi tanulmányokból az a konzekvencia vonható le, hogy bár pénzügyileg többleteredményt nem hoz magával az ESG feltételrendszer betartása, rosszabbul sem teljesítenek hagyományos társaiknál. Ha pénzügyileg semleges, de társadalmilag pozitív a hasznosság, akkor összességében kifizetődő lehet az ESG-szemléletét, konkrét szempontjait lépésről-lépésre beépíteni a gazdaság különböző szereplőinek tevékenységébe, döntéshozatalába.

Az ESG manapság már nem csak a befektetési cégek tevékenységében játszik fontos szerepet, hanem az utóbbi években már több bankrendszerre vonatkozó szabályozás is nyilvánosságra került. Magyar viszonylatban az egyik legfontosabb program erre az MNB Zöld Programja, mely bár szinte kizárólagosan a környezeti pillérre fókuszál, de az első részletes terv, melyben konkrét elvárásokat támaszt a magyar bankok felé. A fókusz az utóbbi időben a bankokra helyeződött, és ebben nem az a novum, hogy a bankok saját vállalati ESG-ratingjüket szeretnék javítani és ezáltal jobb színben feltűnni. Ami miatt most különösen érdemes a bankok ESG-tevékenységével foglalkozni az az, hogy a bankok más vállalatok tevékenységét befolyásolják azzal, hogy kiket hiteleznek meg, hiszen a cégeknek a forrásbevonás létfontosságú az indulásnál, bővülésnél, új projekteknél, de sok esetben a mindennapi tevékenységhez is. Ha a bankok stratégiájukba foglalják a fenntarthatóságot, a pénzügyi közvetítőrendszer nem csupán tőkeáramlásért, hanem elvek áramlásáért is felelhet. Ebből fakadóan egyre erőteljesebben jelenik meg az az elvárás a jegybankok felől nemzetközi szinten, hogy a bankok építsék be hitelezési feltételeik közé vagy árazásukba azt, hogy egy vállalat, projekt mennyire felel meg ESG-szempontok alapján.

Az ESG mindazonáltal nagyon vitatott, több kérdés is felmerül a használhatósággal kapcsolatosan. A legszembeötlőbb problémája az ESG-nek, a minősítés módszertanának definiálatlansága. Több szakértő is kritizálja az ESG-t, akár azt is kétségbe vonva, hogy van-e értelme a jelenlegi trendnek egy egyezményes rendszer hiányában. Hovatovább van, aki szerint egy zöld buborék is lehet a piacon, mert kevés pénzügyi adat áll rendelkezésre a cégek valódi ESG-teljesítményéről, nagy az önbevallás szerepe a jelenlegi helyzetben [Schrieberg, E., 2021]. Ehhez a kritikus hozzáálláshoz kapcsolódik még, hogy a minősítői piac a két évvel ezelőtti helyzethez hasonlóan még mindig nagyon rendezetlen. Sok önkéntes minősítő jelent meg, mint annak idején a hitelminősítő cégek. Többféle módszerrel dolgoznak: vannak, akik egy keretrendszer alapján ratingelnek, vannak, akik adatot vesznek és aggregálnak, mások számítógépekkel, mesterséges intelligencia segítségével kalkulálnak és ebből új ratinget alkotnak, illetve vannak monitoring cégek, melyek egyszerűen mások ratingjét veszik meg és használják fel [EBA Discussion Paper, 2020]. Az elkövetkezendő időben szabályozni fogja működésüket a jegybank hasonlóan a hitelminősítő cégekhez, hiszen rengeteg érdekkonfliktus van, és ebből fakadóan nagy a már említett greenwashing kockázata.

Ehhez tartozik az is, hogy nehéz az ESG-szempontoknak való megfelelést számszerűsíteni. Míg a környezeti oldalon vannak próbálkozások, de hogyan mérhető a döntéshozatali transzparencia és az üzleti etika, melyek a vállalatirányítási terület szempontjai? Túl nagy az önbevalláson alapuló szöveges értékelés szerepe, ezért mindenképpen ki kell dolgozni, hogy az ellenőrzés hogyan valósulhatna meg. Ameddig ez nem történik meg, nagyon nagy az „ESG-washing” kockázata, azaz, hogy olyan cégek

mondhatják magukat ESG-tudatosnak, melyek valójában csak külsőségekkel érik ezt el a ratingelés során. Nagy kérdés emellett, hogy hogyan értékelendők azok a multinacionális cégek, melyek alaptevékenysége jellegeből fakadóan környezetkárosító, mint például fosszilis energiahordozók piaca. Lehet ezek után bármilyen CSR-programot megalkotni, hátrányos helyzetűeket támogatni, az alaptevékenységük nem fog megváltozni, emiatt nem lesznek kevésbé károsak a környezetre. Ameddig ezek a kérdések nincsenek eldöntve, addig viszont nem várható el a pénzügyi közvetítőrendszertől sem, hogy beépítsék a hitelezési feltételeikbe az etikai szempontokat.

Zárásképpen elmondható, hogy az ESG-szabályozás gyerekcipőben jár, nagyon sok tisztázatlan ponttal és kérdéssel. Főleg a minősítés átláthatatlansága ad szkepticizmusra okot. Amennyiben a véglegesített szabályok megszületnek nemzetközi és hazai szintén, és azokat szigorúan be is tartatják, és nem fogadnak el látszólagos megoldásokat, akkor arra lehet számítani, hogy a vállalatokon belül is nagyobb hangsúly tevődik a fenntarthatósági törekvésekre. Kérdés, hogy a hangzatos elmélet mennyire lesz ténylegesen megvalósítható a gyakorlatban.

Irodalomjegyzék

- AUER, B. - SCHUHMACHER, F. [2016]: "Do socially irresponsible investments pay? New evidence from international ESG data." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 59, 51-62.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1062976915000770>
(Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)
- FAIN M. - NAFFA H. [2020]: *Performance measurement of ESG-themed megatrend investments in global equity markets using pure factor portfolios methodology*
<https://journals.plos.org/plosone/article?id=10.1371/journal.pone.0244225#sec010>
(Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY [2020]: *EBA Discussion paper – On management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*
https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Discussions/2021/Discussion%20Paper%20on%20management%20and%20supervision%20of%20ESG%20risks%20for%20credit%20institutions%20and%20investment%20firms/935496/2020-11-02%20%20ESG%20Discussion%20Paper.pdf (Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)
- EURÓPAI PARLAMENT ÉS TANÁCS [2020]: 2020/852 rendelet a fenntartható befektetések előmozdítását célzó keret létrehozásáról, valamint az (EU) 2019/2088 rendelet módosításáról
<https://eurlex.europa.eu/legalcontent/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=HU>
(Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)
- FRIEDE, G.-BUSCH, T.-BASSEN, A. [2015]: *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. In: *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 210-233.
<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917?scroll=top&needAccess=true> (Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)
- GYURA G. [2021]: *PRMIA konferencia - ESG: új szabályozói elvárások a kockázatkezelésben a bankok, alapkezelők irányába*
https://prmia.org/Shared_Content/Events/PRMIA_Event_Display.aspx?EventKey=8729&WebsiteKey=e0a57874-c04b-476a-827d-2bbc348e6b08&zs=QQVTc&zl=OVkU2
(Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)
- HASSEL, L.-SEMENOVA, N. [2013]: „The Added Value of ESG/SRI on Company and Portfolio Levels – What Can We Learn From Research?” *SIRP working paper* 13-2
https://www.researchgate.net/publication/259452763_The_Added_Value_of_Environmental_Social_and_Governance_Performance_and_Sustainable_and_Responsible_Investment_on_Company_and_Portfolio_Levels_-_What_Can_We_Learn_from_Research (Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)
- INNOVÁCIÓS ÉS TECHNOLÓGIAI MINISZTERIUM [2020]: *Nemzeti Energia- és Klímaterv*
https://ec.europa.eu/energy/sites/ener/files/documents/hu_final_necp_main_hu.pdf
(Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)
- MAGYAR NEMZETI BANK [2019]: *Az MNB Zöld Programja*
<https://www.mnb.hu/letoltes/az-mnb-zold-programja.pdf>
(Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)

- MSCI [2019]: *ESG Ratings Methodology Executive Summary*
<https://www.msci.com/documents/1296102/14524248/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+-+Exec+Summary+2019.pdf> (Letöltés dátuma: 2021. 04. 18.)
- POUGET, S. [2014]: „On the Financial Performance of Socially Responsible Investments” In.. *Bankers, Markets & Investors*, 128, 31-35.
<https://ideas.repec.org/a/rbq/journal/i128p31-35.html> (Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)
- SCHRIEBERG, E. [2021]: *Does ESG Exist? One Expert Answers “No”*
<https://vitalbriefing.com/industry/sustainability/does-esg-exist-one-expert-answers-no/>
(Letöltés dátuma: 2021. 04. 27.)
- US SIF FOUNDATION [2020]: *US SIF Trend Report 2020 Executive Summary*
<https://www.ussif.org/files/US%20SIF%20Trends%20Report%202020%20Executive%20Summary.pdf> (Letöltés dátuma: 2021. 04. 18.)
- WILLIAMSON, C. [2019]: *Hedge fund managers less likely to use ESG in stock selection*
<https://www.pionline.com/esg/hedge-fund-managers-less-likely-use-esg-stock-selection>
(Letöltés dátuma: 2021. 05. 02.)