



Közzététel: 2024. szeptember 23.

A tanulmány címe:

Empirikus bizonyítékok a vállalatok társadalmi felelősségvállalásának pozitív befektetői és fogyasztói megítélésére

Szerző:

TAKÁCS ANDRÁS

a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaság-tudományi Kara Pénzügy és Számvitel Intézetének egyetemi tanára

E-mail: takacs.andras@ktk.pte.hu

DOI: <https://doi.org/10.20311/stat2024.09.hu0879>

Az alábbi feltételek érvényesek minden, a Központi Statisztikai Hivatal (a továbbiakban: KSH) Statisztikai Szemle c. folyóiratában (a továbbiakban: Folyóirat) megjelenő tanulmányra. Felhasználó a tanulmány vagy annak részei felhasználásával egyidejűleg tudomásul veszi a jelen dokumentumban foglalt felhasználási feltételeket, és azokat magára nézve kötelezőnek fogadja el. Tudomásul veszi, hogy a jelen feltételek megszegéséből eredő valamennyi kárért felelősséggel tartozik.

1. A jogszabályi tartalom kivételével a tanulmányok a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény (Sztj.) szerint szerzői műnek minősülnek. A szerzői jog jogosultja a KSH.
2. A KSH földrajzi és időbeli korlátozás nélküli, nem kizárólagos, nem átdadható, térítésmentes felhasználási jogot biztosít a Felhasználó részére a tanulmány vonatkozásában.
3. A felhasználási jog keretében a Felhasználó jogosult a tanulmány:
 - a) oktatási és kutatási célú felhasználására (nyilvánosságra hozatalára és továbbítására a 4. pontban foglalt kivétellel) a Folyóirat és a szerző(k) feltüntetésével;
 - b) tartalmáról összefoglaló készítésére az írott és az elektronikus médiában a Folyóirat és a szerző(k) feltüntetésével;
 - c) részletének idézésére – az átvevő mű jellege és célja által indokolt terjedelemben és az eredetihez híven – a forrás, valamint az ott megjelölt szerző(k) megnevezésével.
4. A Felhasználó nem jogosult a tanulmány továbbértékesítésére, haszonszerzési célú felhasználására. Ez a korlátozás nem érinti a tanulmány felhasználásával előállított, de az Sztj. szerint önálló szerzői műnek minősülő mű ilyen célú felhasználását.
5. A tanulmány átdolgozása, újra publikálása tilos.
6. A 3. a)–c) pontban foglaltak alapján a Folyóiratot és a szerző(ke)t az alábbiak szerint kell feltüntetni:
„*Forrás: Statisztikai Szemle c. folyóirat 102. évfolyam 9. számában megjelent, Takács András által írt, Empirikus bizonyítékok a vállalatok társadalmi felelősségvállalásának pozitív befektetői és fogyasztói megítélésére című tanulmány (link csatolása)*”
7. A Folyóiratban megjelenő tanulmányok kutatói véleményeket tükröznek, amelyek nem feltétlenül esnek egybe a KSH vagy a szerzők által képviselt intézmények hivatalos álláspontjával.

Takács András

Empirikus bizonyítékok a vállalatok társadalmi felelősségvállalásának pozitív befektetői és fogyasztói megítélésére*

Empirical evidence for positive investor and consumer perceptions of corporate social responsibility

Takács András, a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kara Pénzügy és Számvitel Intézetének egyetemi tanára

E-mail: takacs.andras@ktk.pte.hu

A társadalmi felelősségvállalás szükségességét, jelentőségét már sok évtizede felismerték a felelős vállalatvezetők, aminek hatására ez a szemlélet elkezdett beáramlani a vállalati politikákba és gyakorlatokba. Napjainkban a társadalmi felelősségvállalást az üzleti világ szereplői a széles körben ismert ESG-szemponrendszer második pilléréként azonosítják, amely a vállalatok éves rendszerességgel elkészülő beszámolójának kötelező részét képezi az uniós szabályozás értelmében. A vonatkozó EU-direktíva kiadása óta számos kutatás tűzte ki feladatként annak igazolását, hogy a vállalatok felelős magatartása nemcsak egy magasabb cél teljesítését szolgáló nemes gesztus a társadalom felé, hanem pénzügyi értelemben is megtérülő, pozitív hozamú befektetés. A témában született nemzetközi publikációk meggyőzően igazolták, hogy a vállalatok ezen erőfeszítéseit a tőzsdei befektetők értékelik, ami a részvényárfolyam és a cég tőzsdei értékének emelkedésében válik láthatóvá. Ugyanakkor a kutatások sokkal kevesebb figyelmet fordítottak a társadalmi felelősségvállalás fogyasztói megítélésre gyakorolt hatásával. Tanulmányom erre a kutatási résre irányul, a fogyasztói megítélés mérőszámaként a márkaértéket használom fel. Vizsgálatomban 26 nemzetközi nagyvállalat 2012 és 2021 közötti adatai alapján statisztikai eszközökkel igazolom, hogy a társadalmi felelősségvállalás nemcsak a befektetői, hanem a fogyasztói megítéléssel is szignifikáns pozitív együttmozgást mutat.

Kulcsszavak: ESG, társadalmi felelősségvállalás, piaci kapitalizáció, márkaérték

The importance of corporate social responsibility has been recognised by responsible business leaders for many decades, and as a result this approach has started to flow into corporate policies and practices. Nowadays, CSR is identified by the business world as the second pillar of the widely recognised ESG framework, which is a mandatory part of companies' annual reporting under EU legislation. Since the relevant EU Directive was issued, a large body of research has sought to demonstrate that corporate responsibility is not only a noble gesture to society to achieve a higher purpose, but also a financially rewarding investment with a positive return. International publications on this

* A tanulmány a TKP2021-NKTA-19 számú projekt keretében, az Innovációs és Technológiai Minisztérium Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Alapból nyújtott támogatásával, a TKP2021-NKTA pályázati program finanszírozásában valósult meg.

subject have convincingly demonstrated that these efforts by companies are appreciated by stock market investors, which is reflected in the increase in the share price and the market capitalization of the company. However, much less attention has been paid to the impact of CSR on consumer perceptions. This study addresses this research gap, using brand value as a measure of consumer perception. Using data from 26 large international companies between 2012 and 2021, the author demonstrates with appropriate statistical tools that CSR is in a significant positive relationship not only with investor perceptions but also with consumer perceptions.

Keywords: ESG, corporate social responsibility, market capitalization, brand value

Az Európai Unió 2013-ban adta ki 575/2013. számú rendeletét, amely – akkor még csak a nagyvállalatokra vonatkozóan – rögzítette a környezeti, társadalmi és irányítási kockázatok közzétételének kötelezettségét, 2022. évi hatályba lépéssel. A három dimenzió angol nyelvű megnevezéseinek első betűiből (*Environment, Social, Governance*) ered a ma már széles körben ismert ESG rövidítés. Az eredeti rendeletet számos újabb, pontosító, részletező szabályozás követte uniós szinten, amelyek a nemzeti szabályozásokba folyamatosan beépülve azt eredményezték, hogy ma már – kis túlzással – mérettől függetlenül az EU-ban működő minden vállalkozásnak mérnie és publikálnia kell ESG-kockázatokkal kapcsolatos adatokat és szöveges információkat.

A vállalati szférának az elvárások teljesítésére való felkészülésével párhuzamosan érthető módon a témakör a kutatók figyelmét is felkeltette már a 2010-es évtizedben, ami tovább erősödött a 2020-as években. A kutatások többnyire azon a pozitív hipotézisen alapulnak, hogy az ESG-területeken való fejlődés a vállalatok számára túlmutat a szabályozás teljesítésén, mérhető előnyökkel is szolgál. Mint az irodalomkutatásban részletesen be fogom mutatni, ezt a vélelmezést számos tanulmány igazolni tudta, egy részük az átfogó ESG-teljesítményre, más részük pedig az egyes részterületekre, azaz külön a környezeti, a társadalmi, vagy az irányítási dimenzióra fókuszálva.

A témában eddig publikált kutatásokról általánosságban elmondható, hogy az ESG terén tett erőfeszítések pozitív hozadékaként elsősorban a vállalat pénzügyi teljesítményének javulását mutatták ki, amibe az árbevétel- vagy a nyereségtömeg, vagy a szokásos jövedelmezőségi mutatók (például árbevétel-, eszköz-, illetve tőkearányos jövedelmezőség) javulása mellett beleértendő a vállalat összesített tőzsdai értékének emelkedése is, ami pedig joggal tekinthető a befektetői értékítélet jelzőjének. Ez alapján kijelenthetjük, hogy a szakirodalom mára igazolta azt a feltevést, hogy az ESG-területek javítására a vállalatoknak nemcsak a jogszabályi

megfelelés kényszere miatt érdemes törekedniük, hanem az ilyesfajta befektetéseket pénzügyileg megtérülő projektnek lehet és kell tekinteni. Ugyanakkor nemzetközi szinten is jóval kevesebb olyan tanulmány született, amely az ESG-tevékenységek minőségét a fogyasztói értékítéllettel kapcsolta össze, hazai írás pedig e témában irodalomkutatásom szerint egyáltalán nem készült. A fogyasztói értékítélet egyik nagyon hatékony mutatója a márkaérték, amely bár a vállalat pénzügyi adataiból indul ki, végeredményét tekintve attól jelentősen különbözik, és jóval nagyobb mértékben alapoz a fogyasztói visszajelzésekre, a márkáról, ezáltal közvetve a vállalatról alkotott általános, nem szakmai érzékelésre. Tanulmányom módszertani részében bemutatom, hogy a márkaérték (a fogyasztói érzékelés) nem mozog szorosan együtt a tőzsdei értékkel (a szakmai befektetői megítéléssel), így valóban más hatást mér, ebből eredően pedig érdemes külön is vizsgálni az ESG-fejlesztések hatását a márkaértékre. Arra a feltételezésre alapozva, hogy a három ESG-pillér közül a mindennapi fogyasztók elsősorban a társadalmi felelősségvállalással kapcsolatos tényezőkkel, hírekkel találkoznak rendszeresen az adott céggel kapcsolatban, vizsgálatom a társadalmi („S”) pillérre irányul. Célom tehát annak a hipotézisnek az alátámasztása, miszerint a társadalmi felelősségvállalás szintjének, minőségének emelése, az erre irányuló erőfeszítések és eredmények a vállalatnak nemcsak a befektetői, hanem a fogyasztói megítélésében is javulást eredményeznek.

1. Irodalomkutatás

A vonatkozó szakirodalom jelentős része az átfogó ESG-teljesítményre, illetve annak a pénzügyi teljesítményre gyakorolt hatására összpontosít anélkül, hogy a három részterületet elkülönítené. *Friede és szerzőtársai (2015)* mintegy 2000 empirikus tanulmány eredményeit tekintették át, és arra a következtetésre jutottak, hogy ezek nagyjából 90%-a nemnegatív (és túlnyomó többségük pozitív) kapcsolatot azonosított az ESG-teljesítmény és a pénzügyi teljesítmény között. *Velte (2017)* német vállalatok 2010 és 2014 közötti adatait használta fel, szerinte az ESG-teljesítmény pozitív korrelációt mutat a ROA-mutatóval. *Yu és szerzőtársai (2018)* az ESG-közzétételek fontosságára hívják fel a figyelmet: 47 különböző ország közel 2000 vállalatának adatait elemezve megállapították, hogy egy átlagos tőzsdén jegyzett vállalat esetében az ESG-transzparencia javítása (az ESG-gyakorlatok részletes és alapos közzététele) növeli a tőzsdei értéket, és ez a pozitív hatás meg-

haladja a közzététel javítása érdekében vállalandó költségeket. Hasonló eredményeket szolgáltatott *Chen és Xie (2022)* tanulmánya is. *Gregory (2022)* az ESG terén tett erőfeszítéseknek a vállalati cash-flow-ra gyakorolt pozitív hatásait mutatta ki. *Lee és Isa (2023)* malajziai vállalatokat vizsgált, és megállapította, hogy az ESG-gyakorlatok javítása növeli a vállalat piaci értékét. Hasonló következtetéssel zárul *Falzon és Micallef (2022)* munkája, akik pozitív kapcsolatot mutattak ki az ESG és a ROA, valamint a Tobin Q-mutató között, bár e kapcsolat statisztikai értelemben gyenge erősségűnek mutatkozott modelljeikben. Ezeknek ellentmondó következtetésre jutott ugyanakkor *Vancsura és Bareith (2024)*, akik tanulmányukban amerikai vállalatokat vizsgálva az ESG-értékelések és a részvények valós hozamainak alakulása között nem találtak igazolható összefüggést.

Az átfogó ESG-teljesítményre összpontosító kutatások mellett számos olyan tanulmány is rendelkezésre áll, amely egy adott ESG-komponensre összpontosít. Ezek közül a legmarkánsabb vonalat a környezeti teljesítményre irányuló írások képezik. A nagyszámú megjelent publikáció közül *Zeng és szerzőtársai (2010)*, *Craig és Dibrell (2006)*, *Wang és szerzőtársai (2014)*, *Xie és szerzőtársai (2019)*, *Leonidou és szerzőtársai (2016)*, valamint *Zamil és Hassan (2019)* kutatásait emelném ki, akik különböző földrajzi területen működő, különböző típusú vállalatokat vizsgálva egyaránt arra jutottak, hogy a környezetbarát technológiákba történő befektetések, az ún. tisztább termelés felé történő elmozdulás mérhető javulást okoz a vállalatok pénzügyi teljesítményében. A hazai szerzők közül *Takács (2023)*, valamint *Takács és Erdős (2023)* foglalkozott részletesen ezzel a témával, eredményeik nemcsak megerősítették a hivatkozott nemzetközi tanulmányok megállapításait, hanem arra is ráirányították a figyelmet, hogy a hatás fordított irányban is megfigyelhető, azaz a pénzügyileg erősebb vállalatok nagyobb eséllyel válnak élenjáróvá a tisztább termelés terén.

Ami a második ESG-összetevőt (a társadalmi) illeti, a közelmúltban számos olyan empirikus kutatás készült, amely a vállalatok társadalmi felelősségvállalása (*Corporate Social Responsibility, CSR*) és a pénzügyi teljesítmény közötti kapcsolatot elemzi. *Wang és szerzőtársai (2016)* 42 korábbi tanulmány alapján metaanalízist végeztek, és szignifikáns pozitív kapcsolatot mutattak ki a társadalmi felelősségvállalás és a pénzügyi teljesítmény között. *Nollet és szerzőtársai (2016)* a CSR és a számviteli teljesítménymutatók (eszköz- és tőkearányos megtérülés) közötti kapcsolatot vizsgálta, eredményeik szerint a kapcsolatot egy U alakú görbe írja le, azaz a CSR-be történő befektetések csak hosszú távon vannak pozitív hatással a pénzügyi teljesítményre. *Von Arx és Ziegler (2014)* tanulmánya amerikai és európai vállalatok adatait használta fel, és kimutatta, hogy a társadalmi teljesítményt a tőzsde mindkét régióban pozitívan értékeli. *Yusoff és Adamu (2016)* a CSR hatását vizsgálta a számviteli jövedelmezőségi mutatókra (EPS, ROE) a malajziai

tőzsdén jegyzett 100 legnagyobb vállalat adatai alapján, és pozitív kapcsolatot talált a változók között. *Yannan és szerzőtársai (2022)* kínai és szaúd-arábiai nagyvállalatok tőzsdei adatainak elemzésével rávilágítottak a társadalmi felelősségvállalás pozitív hatására, ami az értékesítési bevételek növekedésében, ezáltal közvetve a vállalati érték emelkedésében mutatkozik meg. *Braune és szerzőtársai (2019)* eredményei azt támasztják alá, hogy a társadalmi felelősségvállalás erősítése hasznos eszköz lehet a vállalatok számára még gazdasági instabilitás idején is, mivel a jól kidolgozott CSR-stratégiák segítségével csökkenthető a szisztematikus kockázatokra való érzékenység.

Végül, a harmadik ESG-összetevővel (az irányítással) kapcsolatos kutatásokról is szükséges szót ejteni, ahol a legnagyobb figyelmet az igazgatótanácsok összetétele és a nemek közötti esélyegyenlőség kapta. A 2010-es évek első felében vegyes eredmények születtek: *Mahadeo és szerzőtársai (2012)* egy fejlődő gazdaságban vizsgálta az igazgatótanács sokszínűségének hatását a pénzügyi teljesítményre a nem, az életkor, a végzettség és a függetlenség jellemzőkre fókuszálva. Bár mind a négy magyarázóváltozóra szignifikáns együttthatókat kaptak, pozitív és negatív előjelűeket egyaránt találtak, így a feltételezett pozitív kapcsolat nem volt egyértelműen igazolható. Hasonló következtetésre jutott *Chapple és Humphrey (2014)* is, akik nem találtak általános bizonyítékot a jelenség létezésére, csak néhány iparágban tudtak pozitív kapcsolatot kimutatni. A később megjelent munkák már erősebb bizonyítékokkal szolgáltak. *Kiliç és Kuzey (2016)* török tőzsdén jegyzett vállalatok adatai alapján megállapította, hogy a női vezetők igazgatótanácsba való bekerülése pozitív hatással van a pénzügyi teljesítményre. *Brahma és szerzőtársai (2021)* szintén dokumentálták az igazgatótanács nemek közötti sokszínűségének pozitív hatását brit vállalatok adatai alapján. *Puni és Anlesinya (2020)* ghánai vállalati adatok alapján talált pozitív kapcsolatot az igazgatótanács jellemzői (méret, összetétel, igazgatótanács ülések, javadalmazási rendszer, független tagok aránya) és a pénzügyi teljesítmény között, míg *El-Chaarani és szerzőtársai (2022)* közel-keleti és észak-afrikai bankok adatai alapján igazolták a vállalatirányítás pozitív hatását a bankok pénzügyi mutatóira.

A szakirodalmi áttekintés alapján megállapítható, hogy a nemzetközi szakirodalom – különösen a 2010-es évek második felében és a 2020-as években – világos és egyértelmű bizonyítékot szolgáltatott arra, hogy az általános ESG-teljesítményre, valamint az egyes részterületekre (környezeti, társadalmi, irányítási) célzott erőfeszítések pozitív hatással vannak a vállalat pénzügyi teljesítményére, amibe beleértendő a tőzsdei teljesítmény (a cég részvényárfolyamának, piaci kapitalizációjának alakulása) is. Ez alapján bizonyítottnak tekinthető, hogy a tőzsdei befektetők értékítélete visszatükrözi a vállalat ESG-teljesítményét, e téren jelentős új megállapítások megtételére nem, inkább csak a meglévő eredmények bővítésére, megerősítésére látszik lehetőség.

Ugyanakkor sokkal kevesebb figyelem irányul arra, hogy az ESG-teljesítményre hogyan reagálnak a fogyasztók. Az ESG a köztudatban egyfajta „vállalati” jellemzőként van jelen, amit a hivatalos jelentésekben a cégeknek be kell mutatniuk, de amivel elterjedt vélekedés szerint az átlagfogyasztó nem találkozik, illetve nem foglalkozik. Természetesen bizonyos területeken ez a vélelmezés jogosnak tűnik, hiszen a fogyasztó egy cégről annak termékével, szolgáltatásával kapcsolatos tapasztalatai alapján alkot véleményt, így vélhetően kevésbé foglalkoztatja, hogy a vállalat milyen műszaki megoldásokat használ a termelési folyamatban, vagy hogy milyen az igazgatóság összetétele. Ugyanakkor biztosan kivételnek számít ez alól a társadalmi felelősségvállalás, azaz az ESG második pillére, az „S” (*social*). Ez a terület ugyanis olyan jellemzőket fed, mint a munkavállalókkal való egyenlő bánásmód, a termékbiztonság és az azzal kapcsolatos problémák miatti felelősségvállalás, a munkahelyi egészség és biztonság, az állatkísérletek, a gyerekmunka, az emberi jogok és a magánélet tiszteletben tartása. Az ezekkel kapcsolatos hírekkel egy átlagos fogyasztó is találkozik a mindennapokban, és egy e téren felmerülő komoly probléma vagy a cég nem megfelelő magatartása jelentősen befolyásolhatja a vállalathoz és termékeihez való hozzáállását. A fogyasztói megítélés alakulásának egyik hatékony mérőszáma a márkaérték (a tanulmányomban alkalmazott mérőszámot a későbbiekben részletesebben kifejtem), amelynek adatai a nemzetközi nagyvállalatok esetében sok évre visszamenőleg nyilvánosan is elérhetők az ezzel foglalkozó autentikus cégek publikációiból. Az irodalomkutatás alapján a kevés ezzel foglalkozó mű közül egyedül *Wang és szerzőtársairól (2023)* mondható el, hogy közvetlenül az ESG és a márkaérték kapcsolatát, együttmozgását vizsgálták: 126 különböző márka tízéves időszakban megfigyelt adatai alapján azt a következtetést vonták le, hogy az ESG és a márkaérték viszonya U alakú görbével írható le, azaz a hatás kezdetben negatív, és csak egy bizonyos pont után kezd pozitívvá válni. Eredményeik alapján továbbá ez az összefüggés csak a környezeti (E) és a társadalmi (S) pillérnél mutatható ki, az irányításnál (G) nem. Hasonló kérdésfeltevésre alapozó munkát a hazai irodalomban nem találtam.

A fentiek alapján kijelenthető, hogy kifejezetten az ESG társadalmi pillére és a márkaérték közti összefüggést vizsgáló publikációk száma nemzetközi szinten is alacsony, azok eredményei sem teljesen egyértelműek, a hazai irodalomban pedig ilyen tanulmány nem érhető el. Éppen ezért tanulmányom erre fókuszál, és meggyőződésem szerint új, tudományos értékkel bíró, ugyanakkor a gyakorlatban is hasznosítható megállapításokkal bővíti a nemzetközi, de főként a hazai szakirodalmat.

2. Az empirikus vizsgálat módszertana

2. 1. A vizsgálat koncepciója

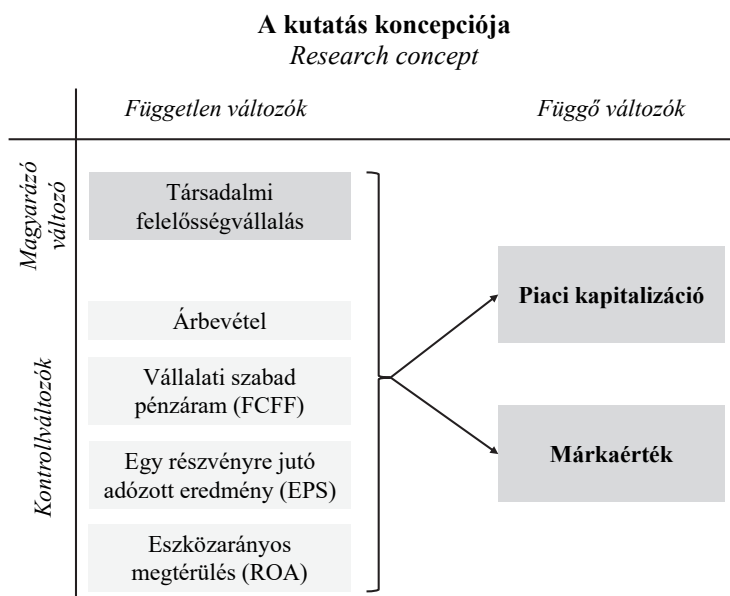
Az empirikus vizsgálat során megfelelően megválasztott statisztikai módszerek segítségével két fő hipotézist igyekszem alátámasztani: (1) A társadalmi felelősségvállalás erősítése pozitív hatást tesz a vállalat befektetői megítélésére. (2) A társadalmi felelősségvállalás erősítése kedvezően befolyásolja a vállalat fogyasztói megítélését. Mint az irodalomkutatásnál leírtam, az első hipotézist a nemzetközi szakirodalom jórészt már igazolta, így vizsgálatom inkább csak ezeknek az eredményeknek a megerősítését szolgálja. Új tudományos eredményt a második hipotézis igazolása jelenthet, hiszen erre az eddigi publikációkban sokkal kisebb figyelem irányult.

A hipotéziseknek megfelelően a társadalmi felelősségvállalás mint fő magyarázóváltozó hatását két eredményváltozó (befektetői megítélés és fogyasztói megítélés) vonatkozásában vizsgálom. A befektetői megítélés mérőszámaként a vállalat részvényeinek összesített értékét, a piaci kapitalizációt használok fel. Evidenciának tekinthetjük, hogy adott cég tőzsdei értékét nagyban meghatározza a vállalat pénzügyi teljesítménye, ugyanakkor az összefüggés messze nem determinisztikus, a részvényárfolyamra számos más tényező is hat, amelyek a befektetők szubjektív érzékelését alakítják. Vizsgálatom azon a vélelmezésen alapul, hogy a vállalat társadalmi felelősségvállalásában mutatott teljesítménye a befektetői érzékelésben, annak hatására pedig az adásvételi döntésekben, így a részvényárfolyamban is visszatükröződik. Ez alapján elmondható, hogy amennyiben egy vállalatról a társadalmi felelősségvállalás terén elért eredmények nyomán pozitív befektetői megítélés alakul ki, az magasabb részvényárfolyamot, következésképpen magasabb piaci kapitalizációt eredményez. A másik eredményváltozó a márkaérték, a vizsgált vállalat fő márkájának becsült piaci értéke. Több jelentős, nagy elismertségnek örvendő tanácsadócéggel foglalkozik a globális márkák értékelésével, éves rendszerességgel közzéteszik a világ legértékesebb márkáinak rangsorait, emellett az alkalmazott módszertant is bemutatják honlapjaikon. Ezekből a módszertani leírásokból megállapítható, hogy a becsült márkaérték a márkához rendelhető pénzügyi eredményből indul ki, azonban kiegészül a fogyasztók visszajelzéseiből, márkáról alkotott véleményéből származtatott, jelentős részben szubjektív tényezőkkel. Ily módon a márkaérték sokkal több annál, mint a márka által generált profit vagy cash-flow, egészen mást fejez ki, mint egy egyszerű hozamszámítás. Joggal vélelmezhető, hogy a fogyasztói megítélést befolyásolja a vállalat társadalmi felelősségvállalásában felmutatott teljesítménye. A piaci kapitalizációnál leírtakhoz ha-

sonló logikával tehát a márkaérték mint eredményváltozó alkalmazását arra a feltételezésre alapozom, hogy a társadalmi felelősségvállalásban erős vállalatok jobb fogyasztói megítélésnek örvendenek, mint más cégek, ezáltal pedig márkaik értékesebbé válnak.

A felépítendő modellek stabilitásának erősítése érdekében a fő magyarázóváltozón (társadalmi felelősségvállalás) túl több kontrollváltozót is alkalmazok, ezek a vállalat méretére, pénztermelő képességére, valamint jövedelmezőségére irányulnak. A cég abszolút méretét az árbevétellel, pénztermelő képességét a vállalati szabad pénzárammal (*Free Cash Flow to the Firm, FCFF*), jövedelmezőségét az egy részvényre jutó adózott eredmény (*Earnings Per Share, EPS*) és az eszközarányos megtérülés (*Return on Assets, ROA*) mutatókkal mérem. Kutatási koncepciómat az 1. ábra foglalja össze.

1. ábra



2. 2. Adatgyűjtés és modellépítés

Vizsgálatom során célul tűztem ki, hogy egy kellően hosszú periódusra vonatkozó, megfelelő számú vállalat adatait tartalmazó, hiánytalan paneladatbázissal dolgozzak. A vizsgálandó időszakot ennek megfelelően 10 évben határoztam meg, ami jelen esetben a 2012 és 2021 közötti időszakot jelenti. A mintába bekerülő vállalatok

latokat a márkaértékkadatok elérhetősége determinálta. Az ismert és a piaci szereplők által autentikusnak tartott nemzetközi márkaértékelő cégek közül az Interbrandet választottam, így azok a cégek jöhettek szóba, amelyek márkája a 2012–2021-es periódus minden évében bekerült az Interbrand legértékesebb globális márkákat tartalmazó Best Global Brands-listájába, amely sok évre visszamenőleg nyilvánosan elérhető a www.interbrand.com oldalon. A keresés során 28 vállalatot azonosítottam, amelyeket az 1. táblázat foglal össze.

1. táblázat

**Az Interbrand Best Global Brands-listáján 2012–2021 között
folyamatosan szereplő márkák**
*Brands continuously listed in the „Best Global Brands” list by Interbrand
between 2012–2021*

Sorszám	Vállalat neve	Sorszám	Vállalat neve
1.	3M	15.	IBM
2.	Accenture	16.	Intel
3.	Adobe	17.	Jonhson & Johnson
4.	Amazon	18.	John Deer
5.	Apple	19.	Kellogg's
6.	Canon	20.	McDonald's
7.	Caterpillar	21.	META (Facebook)
8.	Coca-Cola	22.	Microsoft
9.	Colgate-Palmolive	23.	Nike
10.	Disney	24.	Pepsi
11.	Ebay	25.	SAP
12.	Ford	26.	Starbucks
13.	General Electric	27.	Toyota Motors
14.	Hewlett Packard	28.	UPS

A következő szűk keresztmetszetet az ESG-re, azon belül is a társadalmi felelősségvállalásra vonatkozó teljesítménymutatók elérhetősége jelentette, amihez a Refinitiv-adatbázist használtam fel. Az 1. táblázatban látható 28 vállalatra vonatkozóan elvégeztem a lekérdezést, a Hewlett Packardnál 2012–2014-re, a Kellogg's vállalatnál a vizsgált 2012–2021-es időszak egészére nézve nem találtam ESG-pontszámokat, így ezt a két vállalatot kizártam a mintából. A vizsgált mintám így a megmaradt 26 vállalat tízéves adataiból tevődik össze. Az így keletkező 260 megfigyelésre (vállalatévre) vonatkozóan már minden szükséges adat elérhető volt.

Elsőként az eredményváltozókra koncentráltam, így minden vállalat minden megfigyelt évére vonatkozóan legyűjtöttem az Interbrand által publikált márkaértéket, amelyre a BrV_{it} jelölést használom a továbbiakban, ahol az alsó indexben

i a vállalatot, t az időszakot jelöli. Ezt követően a www.macrotrends.net oldalról minden vállalatév vonatkozásában összegyűjtöttem a piaci kapitalizáció értékét, amelyet $MCap_{i,t}$ -vel jelölök.

Az elemzésemhez szükséges összes többi adat a Refinitiv-adatbázisból teljeskörűen elérhető volt. Ez az adatbázis tartalmazza az átfogó ESG-teljesítményre, valamint az egyes pilléreken mutatott teljesítményre vonatkozó, százalékban kifejezett (0–100%-os skálán mozgó) értékeket, amelyekből a kutatási célomnak megfelelően a társadalmi felelősségvállalás százalékos mutatóit gyűjtöttem össze minden vállalatévre, amikre a $SOC_{i,t}$ jelölést alkalmazom. Ugyanebből az adatforrásból közvetlenül ki tudtam nyerni a kontrollváltozók értékeit: az adott vállalatévben realizálódott árbevételt ($Sales_{i,t}$), a vállalati szabad pénzáramot ($FCFF_{i,t}$), valamint az egy részvényre jutó adózott eredményt ($EPS_{i,t}$) és az eszközarányos megtérülést ($ROA_{i,t}$).

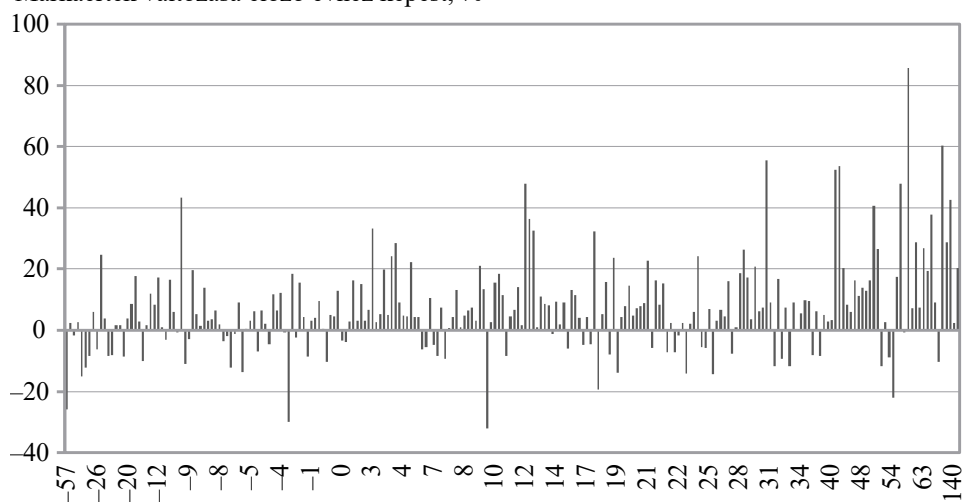
A következő lépésben az esetleges koncepcionális hiba kizárása érdekében arról győződtem meg, hogy a két kiválasztott eredményváltozó (a piaci kapitalizáció és a márkaérték) tartalmilag valóban eltér, egymástól elkülönül. A piaci kapitalizáció nem más, mint a vállalat összesített tőzsdei értéke, amely a kint lévő részvények száma és az aktuális részvényárfolyam szorzataként számítható ki. Mint korábban leírtam, a részvényárfolyam, így az aktuális piaci kapitalizáció is jól kifejezi a befektetők (szakmai) értékítéletét a vállalatról. A márkaérték ezzel szemben sokkal nagyobb részben alapoz a fogyasztói megítélésre. Az Interbrand – melynek publikált márkaértékeit használok fel eredményváltozóként – módszertani leírása szerint a márkaértéket három fő tényező együtteséből becsülik: (1) a vállalat által megtermelt profit (*Economic Profit*), (2) a márka hozzájárulása e profit generálásához (*Role of Brand*), e kettő szorzatából adódik a márkához rendelhető profit (*Brand Earnings*), amelyet aztán tovább szorozva (3) az ún. márkaerősség-tényezővel (*Brand Strength*) kaptam meg a márka becsült piaci értékét (*Interbrand*, 2021). A leírás igen részletesen taglalja azt a módszertant, ahogy a márkához hozzájárulást és a márkaerősség-tényezőt kalkulálják. Ezek a szempontok teljes egészében a fogyasztói érzékelésre, visszajelzésekre épülnek, aminek következtében a kapott márkaérték nagymértékben eltérhet a tisztán pénzügyi információkból eredeztethető pénzügyi értéktől. Ennek megerősítésére a leggyűjtött adatok birtokában előzetes kalkulációt végeztem, ahol összevetettem a mintában található vállalatoknál megfigyelt évenkénti százalékos változást a két kiválasztott eredményváltozó tekintetében (kizárva a 2012. évet, ahol nem lehetett előző évhez képesti változást számolni), majd az egyes vállalatéveket a piaci kapitalizáció változása szerint sorba rendeztem. Az így kapott összefüggést a 2. ábra mutatja be.

2. ábra

A piaci kapitalizáció változásának és a márkaérték változásának összefüggése a mintabeli vállalatévek esetében

Relationship between the change in market capitalization and the change in brand value in the observed company-years

Márkaérték változása előző évhez képest, %



piaci kapitalizáció változása előző évhez képest, %

Jól látható, hogy miközben a vízszintes tengelyen a piaci kapitalizáció erőteljes csökkenését mutató vállalatévektől a 100% feletti (előző évhez képesti) tőzsdeiérték-emelkedést mutató vállalatévek felé haladunk, az ugyanezen vállalatévekben bekövetkezett márkaérték-változások szinte ugyanabban a sávban ingadoznak. Csökkenő tőzsdei érték mellett is mutatkozott 40%-ot meghaladó márkaérték-növekedés, de a piaci kapitalizáció jelentős emelkedése is járhatott együtt csökkenő vagy 0-hoz közeli márkaérték-változással a megfigyelt időszakban. Mindez alátámasztja azt a vélelmezést, hogy a befektetői és a fogyasztói megítélés jelentősen különbözhet egymástól, amire alapozva a kutatási koncepcióban leírtak szerint két külön regressziós modellt (amelyek csak eredményváltozójukban térnek el) teszteltek, ahol a két eredményváltozót, valamint a független változók közül az árbevétel és a szabad pénzáram értékeit – az esetenként igen jelentős nagyságrendbeli eltérések torzító hatásait kiküszöbölendő – logaritmizált formában szerepeltettem.

$$MCap_log_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 SOC_{i,t} + \beta_2 Sales_log_{i,t} + \beta_3 FCFF_log_{i,t} + \beta_4 EPS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

$$BrV_log_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 SOC_{i,t} + \beta_2 Sales_log_{i,t} + \beta_3 FCFF_log_{i,t} + \beta_4 EPS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + u_{i,t} \quad (2)$$

Mint a konstans alsó indexéből látható, mindkét modell állandó hatású panelmodell. Ezt a választást alapos paneldiagnosztika alapozta meg: az F-próba és a Breusch–Pagan-teszt egyaránt nagyon alacsony p -értéket adott ($p < 0,000$), így előbbi az állandó hatású, utóbbi a véletlen hatású panelmodellt favorizálta a közösleg legkisebb négyzetek módszerével („pooled OLS”) szemben. A két modell közötti választást a Hausman-tesztre alapoztam, amely 5%-os szignifikanciaszint mellett elvetette a véletlen hatású panelmodell alkalmasságára vonatkozó nullhipotézist ($p < 0,05$), ezzel az állandó hatású panelmodellt megjelölve a legalkalmasabbnak.

Az utolsó előzetes vizsgálatom a multikollinearitás kizárására irányult. A regressziós egyenletek jobb oldalán látható független változókra (a társadalmi felelősségvállalásra mint magyarázó változóra, valamint az árbevételre, a szabad pénzáramra, az egy részvényre jutó adózott eredményre és az eszközarányos megtérülésre mint kontrollváltozókra) elkészítettem egy korrelációs mátrixot, amely a 2. táblázatban látható.

2. táblázat

A független változók korrelációs mátrixa
Correlation matrix of the independent variables

Független változók	SOC	Sales_log	FCFF_log	EPS	ROA
SOC	1,0000	0,1456	0,2337	0,1772	0,0008
Sales_log	0,1456	1,0000	0,5954	0,0766	–0,2126
FCFF_log	0,2337	0,5954	1,0000	0,1422	0,2091
EPS	0,1772	0,0766	0,1422	1,0000	0,3756
ROA	0,0008	–0,2126	0,2091	0,3756	1,0000

Látható, hogy a korrelációs együtthatók többsége nagyon alacsony (változó előjelű, abszolútértékét tekintve 0,3 alatti, nem létezőnek vagy gyengének tekinthető korreláció), mindössze két esetben fordul elő – az EPS és a ROA, valamint az árbevétel és a szabad pénzáram között – 0,3–0,7 közötti, mérsékeltnek mondható együttmozgás. A lényegi következtetés ugyanakkor az, hogy a korrelációs együttható egyetlen változópár esetében sem éri el a 0,7–0,8 körüli abszolútértéket, ami ekvivalens kijelentés azzal, hogy a független változók között nem mutatható ki erős együttmozgás, azaz egymástól függetlennek tekinthetők. Mindez pedig megerősíti, hogy az eredményeket torzító multikollinearitás nincs jelen a modellekben, ami garantálja azok stabilitását, megbízhatóságát.

3. Eredmények, következtetések

Az előző fejezetben részletesen felépített regressziós modelleket a gretl szoftver segítségével teszteltem. Elsőként az (1) modell eredményeit mutatom be, amelyben eredményváltozóként a logaritmizált piaci kapitalizáció ($MCap_{log_{i,t}}$) szerepel, fő magyarázóváltozója a társadalmi felelősségvállalásban mutatott teljesítmény pontszáma ($SOC_{i,t}$), kontrollváltozói pedig a logaritmizált árbevétel ($Sales_{log_{i,t}}$), a logaritmizált szabad pénzáram ($FCFF_{log_{i,t}}$), az egy részvényre jutó adózott eredmény ($EPS_{i,t}$) és az eszközarányos megtérülés ($ROA_{i,t}$). A kapott eredményeket a 3. táblázat mutatja be (a p -értékek mellett, ahol külön jelzés található, * 10%-os, ** 5%-os, *** pedig 1%-os szignifikanciaszintet jelez).

3. táblázat

Az (1) modell teszteredményei

Model (1) test results

Független változó	Együttható	Std. hiba	t-érték	p-érték
(konstans)	0,7167	0,5962	1,202	0,2306
$SOC_{i,t}$	0,3863	0,1273	3,035	0,0027***
$Sales_{log_{i,t}}$	0,8334	0,0905	9,208	0,0000***
$FCFF_{log_{i,t}}$	0,1077	0,0381	2,824	0,0052***
$EPS_{i,t}$	0,0166	0,0047	3,559	0,0005***
$ROA_{i,t}$	-0,5790	0,2545	-2,275	0,0239**

* $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Megjegyzés: (1) modell (26 vállalat, 2012–2021); függő változó: $MCap_{log_{i,t}}$.

A táblázat leglényegesebb információinak a $SOC_{i,t}$ változó sorában látható nagyon alacsony p -érték (0,0027), valamint a változóhoz tartozó pozitív előjelű regressziós együttható (0,3863) tekinthető. Ez az eredmény ugyanis azt jelzi, hogy a társadalmi felelősségvállalásban mutatott teljesítmény a modellbe épített kontrollváltozókkal együtt is 1%-os szinten szignifikáns, pozitív kapcsolatban van a vállalat részvényeinek összesített tőzsdei értékével, ami megerősíti a korábban hivatkozott nemzetközi szakirodalom (például von Arx és Ziegler {2014}) által már igazolt összefüggést, miszerint a tőzsdék, a tőzsdei befektetők pozitívan díjazták a vállalatok társadalmi felelősségvállalás terén tett erőfeszítéseit, illetve magas szintű teljesítményét. (A kontrollváltozók hatásainak értelmezése a kapott eredmény szempontjából irreleváns, hiszen e változók csak a modell stabilitásának biztosítása érdekében kerültek a modellbe.)

Ezt követően lefuttattam a tesztet a (2) modellre is, ahol eredményváltozóként a márkaérték természetes logaritmusát ($BrV_{log_{i,t}}$) alkalmaztam, míg a magyarázóváltozók és a kontrollváltozók megegyeznek az (1) modellben használtakkal. Az eredmények a 4. táblázatban láthatók.

4. táblázat

A (2) modell teszteredményei

Model (2) test results

Független változó	Együttható	Std. hiba	t-érték	p-érték
(konstans)	0,4508	0,3335	1,352	0,1779
$SOC_{i,t}$	0,2028	0,0712	2,847	0,0048***
$Sales_{log_{i,t}}$	0,8166	0,0506	16,130	0,0000***
$FCFF_{log_{i,t}}$	0,0668	0,0213	3,130	0,0020***
$EPS_{i,t}$	0,0035	0,0026	1,343	0,1805
$ROA_{i,t}$	-0,2589	0,1424	-1,818	0,0704*

* $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Megjegyzés: (2) modell (26 vállalat, 2012–2021); függő változó: $BrV_{log_{i,t}}$.

Tanulmányom legfontosabb új tudományos eredménye tulajdonképpen ebben a táblázatban összefoglalható. A társadalmi felelősségvállalás és a márkaérték kapcsolatára a nemzetközi szakirodalomban is mindössze egyetlen releváns forrást találtam (*Wang és szerzőtársai, 2023*), míg ezzel foglalkozó hazai munka tudomásom szerint eddig nem született. Ez adja a 4. táblázatban látható eredmények jelentőségét: a $SOC_{i,t}$ változó a modellbe épített kontrollváltozókkal együtt is szignifikáns magyarázó változónak bizonyul a márkaértékre nézve 1%-os szinten, mégpedig pozitív együtthatóval, ami arra utal, hogy a társadalmi felelősségvállalásban felmutatott magas szintű teljesítmény jelentős, kedvező hatással van a vállalatról alkotott fogyasztói megítélésre, amely a márkaérték emelkedésében mutatkozik meg.

Összességében kijelenthető, hogy kutatásom mindkét hipotézise megerősítést nyert, hiszen az empirikus vizsgálat eredményei alapján a társadalmi felelősségvállalás folyamatos fejlesztése, erősítése nemcsak a befektetői, hanem a fogyasztói megítélést is kedvezően befolyásolja.

4. Összegzés

A 2010-es évek óta – azaz amióta megtörtént az ESG-szemponrendszer alkalmazásának és az arról való rendszeres, részletes beszámolásnak az Európai Unió szintjén történő előírása, szabályozása – a vállalati szféra igen jelentős szervezeti és anyagi befektetéseket eszközölt az elvárások teljesítése érdekében. A kezdeti, esetenként negatív hozzáállással szemben (ami azon a vélekedésen alapult, hogy az ESG-szabályozás a vállalatok számára csak egy újabb adminisztratív teher és felesleges többletköltség) az irányzat támogatói inkább lehetőséget láttak benne. A kutatók is hamar elkezdtek foglalkozni a területtel, és már a 2010-es évtizedben egyre több tanulmány jelentkezett meggyőző eredményekkel arra vonatkozóan, hogy az ESG-ben, illetve annak egyes részterületein élen járó vállalatok mérhető pénzügyi és egyéb előnyökhöz juthatnak más vállalatokkal szemben. A 2020-as évekre ez tulajdonképpen bizonyított tényré vált a nemzetközi szakirodalomban. Ugyanakkor a kutatások a pénzügyi előnyöket túlnyomórészt számviteli teljesítménymutatók javulásával, valamint a részvényárfolyam és a piaci kapitalizáció emelkedésével azonosították, miközben alig foglalkoztak ezen erőfeszítések fogyasztói megítélésre gyakorolt hatásával. Tanulmányom ezt a hiányt kívánta pótolni, az ESG-pillérek közül kifejezetten a társadalmi felelősségvállalást helyezve a középpontba. Két regressziós modell tesztelése alapján egyfelől megerősítést kaptam a nemzetközi szakirodalomban nagyrészt már igazolt jelenségre, miszerint a társadalmi felelősségvállalásban mutatott jó teljesítményt a tőzsdei befektetők értékelik, és a vállalat erre irányuló erőfeszítései a piaci kapitalizáció emelkedésében térülnek meg. Valódi új eredménnyel vizsgálatom második része szolgált, ez alapján megállapítottam, hogy a társadalmi felelősségvállalás színvonala a fogyasztói megítélésre is kimutatható pozitív hatással van, ami a márkaértékben fejeződik ki.

Mindent egybevetve tanulmányom egy újabb tétellel egészíti ki azon munkák sorát, amelyek alátámasztják, hogy az ESG-teljesítmény fejlesztését egy mai modern vállalat tehernek semmiképpen, csakis egy mérhető előnyöket kínáló lehetőségnek tekintheti. A jövőre nézve pedig szinte biztosra vehető, hogy mindez egyre kevésbé lesz majd versenyelőny forrása, helyette a befektetők és a fogyasztók részéről a vállalatokkal szembeni alapvető elvárássá, ezáltal pedig a versenyben maradás alapvető feltételévé fog válni.

Irodalom

- Brahma, S. – Nwafor, C. – Boateng, A. (2021): Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International Journal of Finance and Economics*, 26(4), 5704–5719.
<https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>
- Braune, E. – Charosky, P. – Hikkerova, L. (2019): Corporate social responsibility, financial performance and risk in times of economic instability. *Journal of Management and Governance*, 23(4), 1007–1021. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09476-y>
- Chapple, L. – Humphrey, J. E. (2014): Does board gender diversity have a financial impact? Evidence using stock portfolio performance. *Journal of Business Ethics*, 122(4), 709–723.
<https://doi.org/10.1007/s10551-013-1785-0>
- Chen, Z. – Xie, G. (2022): ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83(October), 102291.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Craig, J. – Dibrell, C. (2006): The natural environment, innovation, and firm performance: A comparative study. *Family Business Review*, 19(4), 275–288.
<https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00075.x>
- El-Chaarani, H. – Abraham, R. – Skaf, Y. (2022): The Impact of Corporate Governance on the Financial Performance of the Banking Sector in the MENA (Middle Eastern and North African) Region: An Immunity Test of Banks for Covid-19. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(2), 82. <https://doi.org/10.3390/jrfm15020082>
- Európai Unió (2013): *Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról.*
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575>
- Falzon, J. – Micallef, R. (2022): ESG Factors: How Are Stock Returns, Operating Performance, and Firm Value Impacted? *Review of Economics and Finance*, 20(1), 144–153.
<https://doi.org/10.55365/1923.x2022.20.16>
- Friede, G. – Busch, T. – Bassen, A. (2015): ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gregory, R. P. (2022): ESG activities and firm cash flow, *Global Finance Journal*, 52(May), 100698.
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2021.100698>
- Interbrand (2021): *Best Global Brands 2021: Methodology.*
<https://interbrand.com/thinking/best-global-brands-2021-methodology> (letöltve: 2024. június)
- Kiliç, M. – Kuzey, C. (2016): The effect of board gender diversity on firm performance: evidence from Turkey. *Gender in Management*, 31(7), 434–455.
<https://doi.org/10.1108/GM-10-2015-0088>
- Lee, S-P. – Isa, M. (2023): Environmental, social and governance (ESG) practices and financial performance of Shariah-compliant companies in Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 14(2), 295–314. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2020-0183>
- Leonidou, L. C. – Christodoulides, P. – Thwaites, D. (2016): External Determinants and Financial Outcomes of an Eco-friendly Orientation in Smaller Manufacturing Firms, *Journal of Small Business Management*, 54 (1), 5–25. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12121>
- Mahadeo, J. D. – Soobaroyen, T. – Hanuman, V. O. (2012): Board Composition and Financial Performance: Uncovering the Effects of Diversity in an Emerging Economy. *Journal of Business Ethics*, 105(3), 375–388. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0973-z>

- Nollet, J. – Filis, G. – Mitrocostas, E. (2016): Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52(B), 400–407. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019>
- Puni, A. – Anlesinya, A. (2020): Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 147–169. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-03-2019-0076>
- Takács, A. (2023): The positive effects of green technology investments on growth expectations. *Technology in Society*, 75, 102407. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2023.102407>
- Takács A. – Erdős S. (2023): Ok vagy okozat? A környezeti és a pénzügyi teljesítmény összefüggésének elemzése nemzetközi nagyvállalati adatokon. *Statistikai Szemle*, 101 (5), 387–402. <https://doi.org/10.20311/stat2023.05.hu0387>
- Vancsura L. – Bareith T. (2024): Az ESG-értékelés és a részvénytőrségi teljesítmény kapcsolata. *Veze-téstudomány*, 55 (6), 2–14. <https://doi.org/10.14267/VEZTUD.2024.06.01>
- Velte, P. (2017): Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- von Arx, U. – Ziegler, A. (2014): The effect of corporate social responsibility on stock performance: new evidence for the USA and Europe. *Quantitative Finance*, 14(6), 977–991. <https://doi.org/10.1080/14697688.2013.815796>
- Wang, W. K. – Lu, W. M. – Wang, S. W. (2014): The impact of environmental expenditures on performance in the U.S. chemical industry. *Journal of Cleaner Production*, 64(2), 447–456. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.10.022>
- Wang, Q. – Dou, J. – Jia, S. (2016): A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors. *Business & Society*, 55(8), 1083–1121. <https://doi.org/10.1177/0007650315584317>
- Wang, Y. – Cao, J. – Cai, X. (2023): The impact of environmental, social and governance performance on brand value: The role of the digitalisation level. *South African Journal of Business Management*, 55(1), a4448. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v55i1.4448>
- Xie, L. – Chen, C. – Yu, Y. (2019): Dynamic Assessment of Environmental Efficiency in Chinese Industry: A Multiple DEA Model with a Gini Criterion Approach. *Sustainability*, 11(8), 2294. <https://doi.org/10.3390/su11082294>
- Yannan, D. – Ahmed, A. A. A. – Kuo, T.-H. – Malik, H. A. – Nassani, A. A. – Haffar, M. – Suksatan, W. – Iramofu, D. P. F. (2022): Impact of CSR, innovation, and green investment on sales growth: new evidence from manufacturing industries of China and Saudi Arabia. *Economic Research*, 35(1), 4537–4556. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.2015610>
- Yu, E. P. – Guo, C. Q. – Luu, B. V. (2018): Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987–1004. <https://doi.org/10.1002/bse.2047>
- Yusoff, W. F. W. – Adamu, M. S. (2016): The relationship between corporate social responsibility and financial performance: Evidence from Malaysia. *International Business Management*, 10(4), 345–351. <https://doi.org/10.3923/ibm.2016.345.351>
- Zamil, G. M. S. – Hassan, Z. (2019): Impact of Environmental Reporting on Financial Performance: Study of Global Fortune 500 Companies. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management* 3(2), 109–118. <https://doi.org/10.28992/ijssam.v3i2.78>
- Zeng, S. X. – Meng, X. H. – Yin, H. T. – Tam, C. M. – Sun, L. (2010): Impact of cleaner production on business performance. *Journal of Cleaner Production*, 18(10–11), 975–983. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2010.02.019>