

STAKEHOLDER-PREFERENCIÁK RANGSOROLÁSA AZ EURÓPAI TŐZSDÉN JEGYZETT VÁLLALATOK ESG-GYAKORLATÁBAN¹

TÓTH-PAJOR ÁKOS – KUTI MÓNIKA – RÁDÓCZY KLAUDIA

Pécsi Tudományegyetem KTK Pénzügy és Számvitel Intézet

A tanulmány 704 európai tőzsdén jegyzett vállalat 2009 és 2020 közötti ESG-minősítése alapján vizsgálja a stakeholder-preferenciák rangsorát. A kutatás újdonsága, hogy egy stakeholder-taxonómia kialakításával kapcsolja össze a vállalatok ESG-teljesítményét a stakeholder-elmélettel és a kettős lényegesség elvére alapozva vizsgálja meg a vállalatok stakeholder-preferenciáit. A kutatás célja annak feltérképezése, hogy a vállalatok melyik fenntarthatósági tématerületeket tekintik lényegesnek és ezek a preferenciák hogyan kapcsolódnak a stakeholder-értéktérmentéshez. Kutatásunkban nemnegatív legkisebb négyzetek módszerével becsljük meg az implicit ESG-kategória súlyokat és az általunk kialakított stakeholder-taxonómiára alapozva párosítjuk össze az ESG-kategóriákat a stakeholder-csoportokkal, hogy rangsoroljuk a vállalatok stakeholder-preferenciáit a kettős lényegesség elvén alapuló súlyozás szerint. Eredményeink rámutatnak, hogy a stakeholder-preferenciák rangsorát tekintve a vállalatok általában a belső stakeholdereket részesítik előnyben a külsőkkel szemben. A külső stakeholderek közül a beszállítók, közösségek és a fogyasztók szerepelnek rangos helyen. A jobb ESG-teljesítményt elérő vállalatok a környezeti felelősséghez kapcsolódó fenntarthatósági szempontokra is nagy hangsúlyt fektetnek. Az európai tőzsdei vállalatokat tekintve kevés empirikus bizonyíték áll rendelkezésre a stakeholder-preferenciák rangsorolásáról, így tanulmányunk iránymutatásként szolgálhat a fenntarthatósági stratégiák kialakításához és a fenntarthatósági jelentések alapjának tekinthető lényegességvizsgálatok elkészítéséhez.

Kulcsszavak: stakeholder-preferenciák, ESG-stratégia, fenntarthatósági beszámolás. *JEL-kódok:* G34, O16, M14

1 Bevezetés

A környezeti, társadalmi és vállalatiirányítási (ESG) minősítések és rangsorok a fenntartható pénzügyek eszköztárának fontos elemei, és komplex mérőszámként szolgálnak a vállalatok környezeti fenntarthatóság és társadalmi felelősségvállalás iránti elkötelezettségének értékelésére. Az ESG-indikátorok fontos információkkal szolgálnak a befektetők számára a fenntarthatósághoz kapcsolódó kockázatokról és lehetőségekről, valamint a vállalatok stratégiai

¹Beérkezett 2025. július 8. DOI: <https://doi.org/10.15170/SZIGMA.57.1316>. E-mail: toth-pajor.akos@ktk.pte.hu.

képességeiről és erőforrásairól. Vállalati nézőpontból az ESG-teljesítményekből a vállalatok stakeholder-preferenciáira is következtethetünk. Az ESG-minősítések és -rangsorok kritikái között Berg et al. (2022) rámutatott, hogy az indikátorok közötti alacsony korreláció, és súlyozásból következő átváltási lehetőségek megnehezítik a befektetők feladatát. Az ESG-minősítők több szempontból értékelik a vállalatok fenntarthatósági teljesítményét, így a vállalatoknak is fontossá válik, hogy igazodva a minősítőkhöz, láthatóvá tegyék ESG-teljesítményüket a befektetők számára. Kutatásunkban a Berg et al. (2022) által alkalmazott indikátor-taxonómia helyett egy általunk kialakított stakeholder-taxonómia alkalmazásával kapcsoljuk össze az LSEG (London Stock Exchange Group) ESG-minősítésében szereplő kategóriákat a releváns stakeholder-csoportokkal, és a kettős lényegesség elve szerint meghatározott ESG-kategória súlyok alapján állítjuk fel a stakeholder-preferenciák rangsorát az európai tőzsdei vállalatok gyakorlatában.

Kutatásunk célja, hogy iránymutatást adjon a fenntarthatósági stratégiákat és a fenntarthatósági beszámolást megalapozó lényegességvizsgálathoz, és rámutasson azokra a fenntarthatósági témákra, amelyek az ESG-minősítésekben következően prioritást élvezhetnek. A fenntarthatósági stratégiaalkotás fontos eleme a stakeholder-érdekek megismerése és a lényeges fenntarthatósági témákhoz kapcsolódó kockázatok, lehetőségek és hatások azonosítása. A vállalatok az értékláncok fontos szereplőinek azonosításával, megkérdezésével és bevonásával határozhatják meg a lényeges fenntarthatósági tématerületeket, és értékelhetik az ezekhez kapcsolódó hatásokat, kockázatokat és lehetőségeket. A stakeholderek bevonása proxy képviselők megkérdezésével, validációval, vagy a lényegességvizsgálat és a fenntarthatósági átvilágítás folyamataiba történő bevonáson keresztül valósulhat meg. Az ESG-minősítők szempontjainak megismerése a lényegességvizsgálatok során kulcsfontosságú lehet, hiszen későbbi hatásai az ESG-minősítésekben és -rangsorokban megjelenő teljesítmények vonatkozásában érhetők tetten.

Tanulmányunkban arra a kutatási kérdésre keresünk választ, hogy az európai tőzsdei vállalatok milyen fenntarthatósági témákat tartanak lényegesnek, és ezek a preferenciák hogyan kapcsolódnak a stakeholder-értékteremtéshez. Kutatásunkban nemnegatív legkisebb négyzetek módszerével becsüljük meg az implicit ESG-kategória súlyokat, és a kialakított stakeholder-taxonómiát felhasználva állítjuk fel a stakeholder-preferenciák rangsorát a lényegesség alapján meghatározott súlyozás szerint. Eredményeink rámutatnak, hogy a stakeholder-preferenciák vonatkozásában a vállalatok általában a belső stakeholdereket részesítik előnyben a külsőkkel szemben. A külső stakeholderek közül a beszállítók, közösségek és a fogyasztók szerepelnek rangos helyen. A jobb ESG-teljesítményt elérő vállalatok a környezeti felelősséghez kapcsolódó fenntarthatósági tématerületekre is nagy hangsúlyt fektetnek.

Tanulmányunk több szempontból is hozzájárul a kapcsolódó szakirodalomhoz. A Berg et al. (2022) által alkalmazott indikátor-taxonómia helyett a stakeholder-elmélet nézőpontjából vizsgáljuk a vállalatok ESG-teljesítményét. A stakeholder-taxonómia kialakításával kutatásunk empirikus bizonyítékokkal szolgál a Kay et al. (2020) stakeholder-modelljében szereplő megállapításokra.

Emellett részletesen bemutatjuk az európai tőzsdei vállalatok stakeholder-preferenciáinak rangsorát, amelyről eddig csak kevés elemzés állt rendelkezésre a szakirodalomban.

A tanulmányban elsőként egy szakirodalmi áttekintéssel alapozzuk meg hipotéziseinket. Ezt követően bemutatjuk az ESG-stratégián alapuló stakeholder-modellünket. A módszertani rész a mintaszelekciót, a leíró statisztikákat és becsült modelleket mutatja be. Végül az eredmények bemutatását követően a tanulmány következtetéseit és implikációit tárgyaljuk.

2 Szakirodalmi áttekintés

Az elmúlt évtizedekben a vállalati társadalmi felelősségvállalás (CSR) és az ESG-elvek köre szerveződő szakirodalom számos elméleti megközelítést dolgozott ki. Az erőforrás-elmélet (resource-based view, RBV) abból indul ki, hogy a vállalat versenyelőnye tartósan fenntartható, ha birtokában van olyan értékes, ritka, nehezen imitálható és nem helyettesíthető erőforrásoknak, amelyek stratégiai jelentőséggel bírnak (Barney, 1991). A fenntarthatósághoz kapcsolódó képességek éppen ilyen erőforrásként értelmezhetők, amelyek hozzájárulnak a vállalati reputációhoz, a fogyasztói lojalitáshoz és a szabályozási kockázatok csökkentéséhez (Hart, 1995). A természeti erőforrás-elmélet (Natural-resource-based view, NRBV) kiterjeszti az RBV-t a környezeti szempontokra, hangsúlyozva a fenntartható működésben rejlő stratégiai lehetőségeket.

A legitimitációelmélet a szervezetek társadalmi környezethez való alkalmazkodásának szükségességét hangsúlyozza. A vállalatok legitimitációra törekednek, azaz arra, hogy tevékenységüket a társadalom normái, értékei és elvárásai szerint elfogadhatóként mutassák be (Suchman, 1995). A fenntarthatósági jelentések és ESG-kommunikáció gyakran ennek a legitimitációs törekvésnek az eszközei, melyek célja a társadalmi bizalom fenntartása vagy helyreállítása, különösen krízishelyzetekben vagy reputációs kihívások idején (Deegan, 2002). A legitimitációelmélet kritikusan szemléli a vállalati fenntarthatóság retorikai és szimbolikus aspektusait, különösen akkor, ha azok mögött nincs valódi teljesítmény.

Az elszámolhatóság és a fenntarthatósági beszámolás tekintetében a kettős lényegesség (double materiality, DM) elve az ESG-jelentéstétel egyik kulcs-konceptiója. Ez a megközelítés azt hangsúlyozza, hogy a vállalatnak nemcsak azokra a fenntarthatósági kérdésekre kell reagálnia, amelyek pénzügyi szempontból relevánsak a saját működésére nézve (financial materiality, pénzügyi lényegesség), hanem azokra is, amelyekkel működése hatást gyakorol a társadalomra és a környezetre (impact materiality, hatáslényegesség). A kettős lényegesség tehát összekapcsolja a pénzügyi és társadalmi dimenziókat, és hidat képez az RBV, a legitimitáció elmélet és stakeholder-szemlélet között azáltal, hogy egyszerre kéri számon a vállalaton belüli és kívüli hatásokat.

A részvényesi elmélet szerint a vállalatok kizárólag részvényeseik felé tartoznak elszámolással, és társadalmi szempontból semleges szereplőként működnek (Friedman, 1970). A vállalati cél a részvényesi érték maximalizálása,

amely hosszú távon a részvényesi vagyon növekedéséhez vezet (Rappaport, 2006). Ezzel szemben a stakeholder-elmélet azt állítja, hogy a vállalatok társadalmi és erkölcsi felelősséggel tartoznak a működésükből következő negatív externáliák miatt (Freeman et al., 2010). A stakeholder-elmélet a vállalat működését nem pusztán a tulajdonosi érdekek maximalizálása felől, hanem a különböző érintetti csoportok – például alkalmazottak, fogyasztók, közösségek, szabályozók – legitim elvárásainak figyelembevételével értelmezi (Freeman, 1984). A fenntarthatóság ebben az értelmezésben nem csupán önkéntes felelősségvállalást jelent, hanem egyensúlyozást, rangsorolást az érdekek között. A stakeholder-elmélet jelentős szerepet játszik a fenntarthatósági jelentések és ESG-stratégiák értelmezésében, mivel ezek az érintettek számára közvetítenek információkat a vállalati értékteremtés természetéről. A stakeholder-elmélet (Freeman, 1984; Donaldson & Preston, 1995) megfelelő keretrendszert biztosít az ESG-tudatosság és -gyakorlat vizsgálatához (Csapi et al. 2025). A számos stakeholder-érdek egyidejű összehangolása komoly kihívást jelent a vállalatok számára, ezért a célrendszer szűkítése stratégiai szempontból előnyös lehet (Mauboussin & Rappaport, 2016). A stakeholder-kapcsolatok összehangolása és fenntarthatósági kezdeményezésekkel történő integrálása elengedhetetlen a proaktív ESG-stratégiák kialakításához (Góes et al., 2023). A stakeholderok a fenntarthatóságot célzó innovációkban számos szerepet tölthetnek be: lehetnek kezdeményezők, közvetítők, koncepciófinomítók, legitimálók, edukátorok, a környezeti kontextus érzékenyítői és a hatás kiterjesztői (Goodman et al., 2017). A stakeholder-hatalom és befolyás többirányúsága jelentős hatást gyakorol a vállalatokra (Marques et al., 2019). A stakeholder-elmélet az ESG-t egy több aktoros és több érdekeltégi környezetbe helyezi (Huang, 2022). A stakeholder-kapcsolatok menedzseléséhez szükséges az érdekelték feltérképezése, azonosítása, priorizálása, hogy kialakításra kerüljön az ESG-stratégiát megalapozó stakeholder-kör (Dathe et al., 2024). A stakeholder-elmélet értelmében hatékony stakeholder-menedzsmentre van szükség, amely megalapozza a stakeholder-értékteremtést (Talan et al., 2024). Az optimalizált stakeholder-értékteremtés a részvényesi érték növeléséhez is hozzájárulhat (Kay et al., 2020). Ugyanakkor Fama (2021) szerint még a stakeholder-kapitalizmus keretei között is a részvényesi érték-maximalizálás marad az uralkodó vállalatiirányítási cél.

2.1 Belső stakeholderek az ESG-stratégiában

Vizsgálatunk középpontjában a belső stakeholderek állnak, különösen az igazgatótanács, a vállalatvezetés és a munkavállalók. A fenntarthatósági kérdések belső stakeholderek általi érzékelése elengedhetetlen feltétele a hosszú távú sikernek (Bruton et al., 2015). A belső stakeholderekkel – így a menedzsmenttel az igazgatósággal és az alkalmazottakkal – fenntartott jó kapcsolat pozitív externáliákon keresztül hozzájárulhat a külső stakeholderekkel (pl. ügyfelekkel, közösségekkel) való kapcsolat erősítéséhez, növelve a vásárlói lojalitást, a márkaértéket és a vállalat reputációját (Kay et al., 2020). Az olyan ESG-tevékenységek, amelyek a belső stakeholderek jólétére irányulnak, ked-

vezően befolyásolják a vállalati teljesítményt (Bhaskaran et al., 2020), míg az érintettek elégedettsége a fenntarthatósági projektek sikerének kulcstényezője (Maqbool et al., 2022).

Az igazgatótanács közvetítő szerepet tölt be a részvényesi és stakeholder-értékteremtés között. Egyre elterjedtebbé válik az ESG-szemponatok integrálása az igazgatóság tevékenységeibe, ideértve például a vezérigazgatók menesztését ESG-botrányok médiavisszhangját követően (Burke, 2022). Az igazgatótanács hálózati központiséga erősíti a társadalmi tőkét, lehetővé teszi az érintetti nyomás hatékony kezelését, és hozzájárul a magasabb ESG-teljesítmény eléréséhez (Harjoto & Wang, 2020). A fenntarthatósági jelentések minőségét az igazgatótanács mérete, összetétele és függetlensége is meghatározza (Chouaibi et al., 2022), míg a független testület pozitív hatással van az ESG-teljesítményre is (Ahmad et al., 2023).

A vezérigazgató (CEO) a vállalat ESG és pénzügyi teljesítménye közötti kapcsolat moderátoraként funkcionál (Velte, 2019). Az ügynökköltségek csökkentésén keresztül az opciós juttatások fenntarthatósági elköteleződésre ösztönözhetik a felsővezetést (Greiner & Shun, 2021). Az ESG-profil és tevékenység szoros kapcsolatban áll a tulajdonosi struktúrával és a vezetési stílussal (Gillan et al., 2021). Ezen túlmenően empirikus bizonyítékok támasztják alá, hogy a vállalatvezetés aktív szerepet játszik az ESG erőforrás-allokációban a részvényesi érték növelése érdekében (Welch & Yoon, 2020). A stakeholder-kapcsolatok ápolása önmagában is értékteremtő menedzsmentfunkció (Ullmann, 1985).

Az alkalmazottak megerősítése (empowerment) lehetőséget kínál a fenntarthatóság és reziliencia fejlesztésére (Alibašić, 2018). A munkavállalói elégedettség és a részvényhozam között pozitív kapcsolat figyelhető meg az ESG-befektetések körében (Edmans et al., 2014). A méltányos bérezés és a diverzítás érzékelése hatással van a fluktuációs szándéokra, miközben a belső stakeholderek igényeit célozza meg (Buttner & Lowe, 2017). Az olyan stakeholderekkel való jobb kapcsolat, mint az alkalmazottak, vevők, beszállítók vagy helyi közösségek, javítja a részvényesi értéket, míg a társadalom általános problémái ennek ellenkezőjére hatnak (Hillman & Keim, 2001). Az elsődleges stakeholderek közvetlen tranzakciós viszony révén hatnak a vállalati ESG-stratégiára, míg a másodlagos stakeholderek közvetve, az elsődlegeseken keresztül gyakorolnak befolyást (Shubham & Murty, 2018).

A szakirodalmi áttekintés is rámutat, hogy a belső stakeholderek prioritizálása pozitív hatással lehet a vállalatok fenntarthatósági és pénzügyi teljesítményére, így első hipotézisünk szerint a vállalatok előnyben részesítik a belső stakeholdereket a külső stakeholderekkel szemben.

H1: Az európai tőzsdén jegyzett vállalatok előnyben részesítik a belső érdekelteket a külső stakeholderekkel szemben.

2.2 A külső stakeholderek közötti preferenciarendszer

A fogyasztók, beszállítók és helyi közösségek a legfontosabb külső stakeholder-csoportok közé tartoznak, és számos ESG-tevékenység közvetlenül az ő

érdekeiket szolgálja. A vállalat ESG-profilja jelentős hatást gyakorol az ügyfélstruktúrára és az operatív működésre (Han & Wang, 2024). Az ügyfélelégedettség közvetítő szerepet játszik az ESG-aktivitás és a vállalati érték kapcsolatában (Seok et al., 2024). A nagyvállalati megrendelők fokozott alkuereje és fejlett ESG-kapacitásai révén ösztönözhetik a vállalat ESG-elkötelezettségét, valamint a beszállítói lánc zöld innovációját is – ez bizonyítja az ügyfélvezérelt upstream ESG-innováció létezését (Sun et al., 2024). A fenntarthatóságra törekvő termékek iránti ügyfélérdeklődés és a fenntarthatósági márkapozicionálás kulcsszerepet játszik a vállalati ESG-tevékenységekben (Iannuzzi, 2024). Az ESG-szempontról kockázatkerülő vevők és beszállítók érzékenyen reagálnak az olyan fenntarthatósági jelzésekre, mint a környezetvédelmi szabálysértések, nem biztonságos munkakörülmények vagy termékviSSzalívások (Coleman, 2011).

A beszállítói lánc kulcsszereplői fontosak a fenntarthatósági és pénzügyi jelentéstétel integrálása szempontjából (Whitelock, 2019). A beszállítói koncentráció pozitív hatással van az ellátási lánc ESG-transzparenciájára, míg az ügyfélkoncentráció hatása nem szignifikáns – tehát a kapcsolati beágyazottság számít (Feng et al., 2024). Az ellátási láncon belüli hatalmi struktúra befolyásolja, hogy a környezeti hatások vagy a munkavállalói biztonság dominál-e az ESG-prioritások között (Chamanara et al., 2023). A fenntarthatóság terén jobban teljesítő potenciális beszállítók hosszú távon előnyösebb ESG-eredményeket biztosítanak, ezért nagyobb valószínűséggel kerülnek kiválasztásra (Cui et al., 2024). A környezetbarátság, rugalmasság, ár és szállítási idő kulcsfontosságú tényezők a beszállítóválasztás során (Abuzaid et al., 2024). A nemzetközi vállalatok ellátási láncot érintő kezdeményezései javítják a környezeti pillér teljesítményét (Das, 2024). Ugyanakkor az ESG-intézkedések végrehajtása zavarokat is okozhat az ellátási láncban, ezért a kockázatértékelést integrálni kell a folyamatba (Bade et al., 2024). Az ellátásilánc-finanszírozás és az átláthatóság kérdései jelentős szerepet játszanak a zöld pénzügyi politikák ESG-eredményeinek alakulásában (Gao et al., 2024).

A szakirodalmi áttekintés alapján amellet érvelünk, hogy a külső stakeholderek közül a vállalatok a fogyasztókat, beszállítókat és a helyi közösségeket részesítik előnyben az ESG-stratégia megalkotása során. Így a következő hipotézist fogalmazzuk meg:

H2: A külső stakeholderek közül a vállalatok a fogyasztókat, beszállítókat és a helyi közösségeket részesítik előnyben.

2.3 Az ESG-teljesítmény szerinti csoportok összehasonlítása

A befektetői közösségek és a tudományos diskurzus egyaránt kiemelt figyelmet fordítanak a kiemelkedő és gyenge ESG-teljesítményt mutató vállalatokra. Barro et al. (2024) többkritériumos módszert alkalmaztak európai kkv-k élenjáró és lemaradó csoportjainak azonosítására. Az ESG-ben élenjáró cégek mérsékelten magasabb, de fenntartható többlethozamot produkálnak, míg az

ESG-javulások különösen a COVID-19 járványt követően hoznak jelentősebb megtérülést (Shanaev & Ghimire, 2022). Az ESG-ben lemaradó vállalatok esetében hosszú távon fokozódó negatív hozamrés figyelhető meg a top teljesítők javára (Ferrari et al., 2022).

Egy fenntarthatósági igazgató kinevezése a már korábban is magas ESG-tesztelést mutató vállalatok esetében jelentős további javulással jár (Peters et al., 2019). Az ESG „leaders” és „laggards” vállalatok társadalmi és pénzügyi teljesítménye között aszimmetrikus kapcsolat figyelhető meg (Hyun et al., 2023). A stakeholder-nyomás fontos mozgatórugója a magas ESG-tesztelés kialakulásának (Herremans et al., 2009). Az igazgatótanács erőforrás-konfigurációja – legyen szó erőforrás-gazdag, legitimációt kereső, belső erőforrás-alapú, formális megfelelésre törekvő („tick-the-box”), vagy erőforrás-hiányos típusokról – alapvetően befolyásolhatja az ESG-tesztelés alakulását (Lewellyn, 2024).

A szabályozói törekvések következtében egyre nagyobb hangsúlyt kapnak a társadalmi és környezeti felelősséghez kapcsolódó tématerületek. Az európai szabályozás már 2019-ben átvette az Éghajlatváltozással Kapcsolatos Pénzügyi Közzétételekkel Foglalkozó Munkacsoport (TCFD) ajánlásait. Továbbá a Vállalati Fenntarthatósági Beszámolásról Szóló Irányelv (CSRD) bevezetésével a 2024-es üzleti évtől kezdődően új alapokra helyezi a fenntarthatósági jelentések elkészítését, amelyben sokkal nagyobb hangsúlyt kapnak a környezeti és társadalmi szempontok. A szakirodalmi áttekintés alapján a következő hipotézist fogalmazhatjuk meg:

H3: Az ESG-tesztelésben élen járó vállalatok nagyobb hangsúlyt fektetnek a környezeti terheléshez és klímaváltozáshoz kapcsolódó fenntarthatósági tématerületekre.

3 Adatok és módszertan

3.1 A stakeholder-értéktérítés és az ESG-stratégia összefüggései

Kutatásunk koncepcionális alapját a Kay et al. (2020) által felvázolt stakeholder-modell adja, amely a vezető amerikai cégek több mint 200 vezérigazgatóját tömörítő Business Roundtable ajánlásai alapján állít fel egy gyakorlat-orientált keretrendszert az ESG-stratégia és a stakeholder-értéktérítés összefüggéseinek vizsgálatára. Bár Kay et al. (2020) munkája nem hagyományos értelemben vett tudományos folyóiratcikk, az általuk felvázolt stakeholder-értéktérítési megközelítés szoros összhangban áll a stakeholder-elmélet klaszikus és modern irányzataival (Freeman, 1984; Donaldson–Preston, 1995; Huang, 2022), valamint az ESG-gyakorlat stakeholder-orientált értelmezésével (Dathe et al., 2024; Talan et al., 2024). A tanulmányban alkalmazott keretrendszert ezért nem önálló üzleti modellként, hanem a kapcsolódó tudományos diskurzus gyakorlat-orientált kiterjesztéseként értelmezzük.

Kay et al. (2020) stakeholder-modellje és a stakeholder-elmélet iránymutatásai lehetővé teszik a stakeholder-értékkeremtés és az ESG-stratégia összekapcsolását, amellyel megalapozhatjuk az ESG-teljesítmény stakeholder-szempon-tú vizsgálatát. A tanulmányban egy olyan stakeholder-taxonómiát dolgozunk ki, amely lehetővé teszi az LSEG ESG-kategóriák és stakeholder-csoportok összepárosítását és stakeholder-preferenciák rangsorolását. Míg az alapvető stakeholder-értékkeremtési logika Kay et al. (2020) stakeholder-modelljére épül, addig a stakeholder-taxonómia kialakítása és az LSEG ESG-kategóriák besorolása, valamint a kettős lényegesség elvén alapuló stakeholder-szempon-tú elemzések a kutatásunk hozzájárulásának tekinthetők.

Az 1. táblázat az LSEG ESG-pontszámokat mutatja be, amelyek 186 vállalati szintű ESG-indikátorból állnak, tíz kategóriába csoportosítva, a három fő pillér mentén. A környezeti pillérhez kapcsolódó mutatók a következő három kategóriába sorolhatók: erőforrás-felhasználás, károsanyag-kibocsátás, és innováció. A társadalmi pillérhez a munkavállalók, emberi jogok, közösségek és termékfelelősség kategóriák tartoznak. Végül, az irányítási pillér három kategóriát ölel fel: vezetés, részvényesek és CSR-stratégia. Az LSEG az ESG-kategóriák és pillérek súlyozásakor a lényegesség elvét alkalmazza. A súlyok az egyes indikátorok relatív fontosságát tükrözik. Az 500-nál is több adatpontból az LSEG kizárólag azokat választja ki, amelyek megfelelnek a relevancia- és transzparencia-küszöböknek. Ezáltal az LSEG ESG-pontszámok jól használhatók az egyes indikátorok lényegességének vizsgálatára, mivel kizárólag a fenntarthatósági jelentésekben szereplő, releváns információkat aggregálják.

Az LSEG ESG-pontszámok tehát a fenntarthatósági jelentésekből származó információk aggregálása révén jönnek létre, miközben az egyes ESG-kategóriák és pillérek súlyainak meghatározásához a lényegesség elvét alkalmazzák. Az ESG-kategóriák súlyainak vizsgálata lehetővé teszi, hogy feltérképezzük az ESG-pontszámok mögötti információk relatív fontosságát, az időbeli és szektorális eltéréseket a Nem Pénzügyi Beszámolásról Szóló Irányelv (NFRD) hatálya alá tartozó időszakban, valamint a stakeholder-érdekek figyelembevételét a lényegesség meghatározása során. A súlyok segítségével képet kaphatunk arról is, hogy az ESG-kategóriákhoz kapcsolódó kulcsmutatók milyen mértékben kerülnek diszkontálásra a lényegesség alapján. Emellett az ESG-kategóriák lényegességének számszerűsítése rámutat, hogy mely fenntarthatósági kérdéseket élveznek prioritást az LSEG ESG-minősítés vonatkozásában.

ESG-pillér pontszámok	LSEG ESG-pontszámok		
	Környezeti pillér	Társadalmi pillér	Vállalatirányítási pillér
ESG-kategória pontszámok	Erőforrás-felhasználás Károsanyag-kibocsátás Innováció	Munkavállalók Emberi jogok Közösségek Termékfelelősség	Vezetés Részvényesek CSR-stratégia

1. táblázat. Az LSEG ESG-pontszámok struktúrája

A 2. táblázatban az ESG-stratégia és a stakeholder-értékkerentés összefüggéseit szemléltetjük. Az általunk kialakított stakeholder-taxonómia az LSEG ESG-kategóriákat rendeli hozzá a különböző stakeholder-csoportokhoz. Modellünk a kategóriákat a bennük szereplő kulcsmutatók alapján párosítja a megfelelő stakeholder-csoportokkal. A stakeholder-taxonómiában így azok az érdekeltek szerepelnek, akiket az LSEG ESG-kategóriák szempontrendszere alapján azonosítani tudunk. A kategorizálás során a saját megítélésünkre és az ismert stakeholder-modellekre támaszkodtunk (Freeman, 1984; Kay et al., 2020). A kategorizálás során az emberi jogok kategória besorolása volt kérdéses, mert ez egy általánosságban is releváns téma terület. Végül ezt saját működésben és értékláncban foglalkoztatott munkavállalók esetében tartottuk leginkább relevánsnak. Az ESG-kategóriapontszámok a vállalatok teljesítményét mérik az adott kategóriában, a fenntarthatósági jelentésekben szereplő kulcsmutatók alapján. Az ESG-stratégia kialakításakor a vállalatok a lényegességvizsgálat alapján optimalizálják a stakeholder-értékkerentést a stakeholder-preferenciáik figyelembevételével, amely végső soron a részvényesi értékkerentést is növelheti. Ezért az LSEG ESG-pontszámokat a stakeholder-értékkerentés mérőszámaként értelmezhetjük.

Freeman (1984) stakeholder-elmélete alapján a modellünkben megkülönböztetünk külső és belső érdekelteket. Belső érdekeltek azok a szereplők, akik közvetlen szerződéses vagy tulajdonosi viszonyban állnak a vállalattal, és tevékenységük szorosan integrált a vállalat napi működésébe. Ide soroljuk az igazgatótanácsot, menedzsmentet és a munkavállalókat, míg a részvényeseket, az ügyfeleket, közösségeket, beszállítókat és a környezetet külső stakeholdereknek tekintjük. Kay et al. (2020) munkáját követve modellünk azt is feltételezi, hogy a belső stakeholderek pozitív externáliákat generálhatnak a külső stakeholderek felé, erősítve az olyan stakeholder hatásokat, mint a vevői lojalitás, márkaérték, társadalmi megítélés és vállalati reputáció.

3.2 Mintaválasztás és leíró statisztikák

Mintánk azokat az európai tőzsdén jegyzett vállalatokat tartalmazza, amelyek esetében a LSEG ESG-pontszámok minden egyes üzleti évben elérhetők 2009 és 2020 között. Ennek megfelelően 12 évre vonatkozóan 704 vállalatot vizsgáltunk. Az ESG-kategóriapontszámokat az LSEG percentilis rangsorolással számítja. A kategóriasúlyokat az egyes iparági csoportok szerint határozza meg a Thomson Reuters Business Classification (TRBC) alapján.

Az adatok relevanciája és átláthatósága alapján az LSEG relevancia-transzparencia küszöbökét alkalmaz az indikátorok kiválasztásánál, így a kategóriasúlyok alkalmasak az európai tőzsdén jegyzett vállalatok fenntarthatósági jelentéseiben szereplő kulcsmutatók lényegességének értékelésére.

Az ESG-kategória és pillérsúlyok idősorát a minősítő nem teszi közzé; csak az aktuális üzleti évre vonatkozó súlyok érhetők el nyilvánosan. Az LSEG minden évben felülvizsgálja és szükség esetén módosítja ezeket, ha az indikátorok lényegessége jelentősen megváltozik, de a felülvizsgált súlyok csak az adott évre érvényesek. Ezért a vizsgált időszakra vonatkozóan a

súlyokat becsülni szükséges. Mintánk tartalmazza a kiválasztott vállalatok ESG-pontszámait, pillér- és kategóriapontszámait.

A 3. táblázat bemutatja az LSEG ESG-pontszámok és kategóriák leíró statisztikáit az elemzett időszakban. A táblázat szemlélteti az ESG-pontszámok és kategóriapontszámok éves átlagát, azok szórását zárójelben, valamint dőlten kiemeli az adott évben legmagasabb átlagértéket elért kategóriát. Megfigyelhető, hogy a „munkavállalók” kategória érte el a legmagasabb átlagos pontszámot, és a vállalatok évről évre javítják az ezen a területen elért teljesítményüket, ami arra utal, hogy a munkavállalók kiemelt stakeholder csoportként jelennek meg a vállalatok számára.

	fy2009	fy2010	fy2011	fy2012	fy2013	fy2014	fy2015	fy2016	fy2017	fy2018	fy2019	fy2020
ESG-pontszám	48.35 (21.25)	50.82 (20.58)	52.22 (20.74)	52.94 (19.90)	53.38 (19.73)	54.17 (19.40)	56.88 (19.05)	58.04 (18.79)	60.30 (18.07)	62.71 (17.88)	64.83 (16.67)	67.25 (16.06)
Közösségek	44.27 (29.91)	49.69 (30.08)	49.64 (29.42)	51.21 (28.96)	51.35 (28.87)	53.09 (29.19)	56.55 (30.68)	56.93 (31.50)	60.01 (29.78)	60.60 (29.45)	62.39 (28.73)	64.09 (27.93)
CSR-stratégia	40.59 (32.68)	44.20 (31.81)	46.16 (31.04)	47.51 (30.07)	47.73 (30.13)	48.75 (29.98)	50.45 (29.80)	52.28 (29.21)	55.06 (28.40)	61.22 (27.05)	64.01 (25.56)	67.83 (24.96)
Károsanyag-kibocsátás	52.72 (32.50)	56.82 (31.12)	57.83 (30.70)	58.56 (29.80)	59.46 (29.30)	58.91 (29.61)	61.34 (29.02)	62.94 (27.91)	64.46 (27.18)	65.75 (26.86)	69.10 (24.60)	71.34 (23.59)
Emberi jogok	29.43 (34.90)	31.60 (35.28)	35.40 (36.19)	37.82 (36.42)	39.28 (36.55)	42.46 (36.33)	45.38 (36.17)	48.67 (36.47)	55.80 (33.88)	60.86 (31.52)	64.78 (29.25)	66.41 (27.61)
Innováció	30.67 (33.49)	32.74 (33.64)	34.04 (33.80)	35.82 (33.86)	35.83 (33.67)	36.21 (33.62)	37.68 (33.96)	38.26 (33.83)	39.92 (34.22)	41.20 (34.46)	43.35 (34.26)	43.90 (34.10)
Menedzsment	50.55 (29.02)	51.30 (28.60)	52.51 (28.78)	52.23 (29.04)	52.27 (29.05)	53.22 (28.75)	55.29 (27.99)	54.66 (28.56)	55.76 (28.15)	60.82 (26.90)	63.95 (25.23)	70.03 (22.64)
Termékfelelősség	45.20 (34.20)	47.75 (34.24)	49.55 (33.64)	49.86 (33.46)	50.39 (33.61)	51.70 (33.43)	57.50 (32.11)	60.72 (31.81)	63.14 (30.32)	64.11 (29.20)	65.23 (27.64)	66.56 (26.66)
Erőforrás-felhasználás	52.81 (33.24)	56.07 (31.60)	58.14 (31.62)	59.17 (30.72)	59.26 (30.59)	59.04 (30.56)	61.05 (30.04)	62.15 (29.24)	64.25 (28.79)	65.65 (28.19)	66.76 (26.26)	70.24 (25.27)
Részvényesek	51.80 (28.84)	52.21 (28.97)	52.02 (28.79)	51.87 (28.45)	51.90 (28.59)	51.73 (28.35)	52.83 (28.30)	52.31 (28.98)	51.62 (28.19)	54.13 (28.32)	53.89 (28.46)	58.04 (27.07)
Munkavállalók	66.59 (26.23)	68.37 (24.69)	69.17 (24.58)	68.94 (24.15)	70.00 (23.35)	70.10 (23.38)	73.26 (22.05)	75.57 (20.76)	77.06 (19.66)	76.69 (19.89)	76.93 (19.81)	76.37 (20.17)

Megjegyzés: Zárójelben a szórásértékek kerültek feltüntetésre

3. táblázat. Az LSEG ESG-pontszámok és kategóriák leíró statisztikái, $N=704$

3.3 Becsült modellek

Az LSEG ESG-kategóriák súlyainak vizsgálatával megérthetjük, hogy mely fenntarthatósági témák lényegesek a vállalatok számára. A súlyok továbbá iránymutatást nyújthatnak a lényegességvizsgálatok megalapozásához, és rámutatnak az európai tőzsdei vállalatok stakeholder-preferenciáira. Mivel az LSEG nem tesz közzé idősoros adatokat a súlyokról, a kategóriák lényegességének vizsgálatához a súlyokat becsülni kell. Berg et al. (2022) módszeréhez hasonlóan a súlyokat minden üzleti évre nemnegatív legkisebb négyzetek módszerét használó regressziós modellel becsüljük meg. A korábbi gyakorlathoz képest eltérő modellspecifikációt használunk, amelyben a becsült súlyok összege egységre van normálva, ezáltal pontosabb és jobban értelmezhető kategóriasúlyokat kapunk. A Berg et al. (2022) által alkalmazott indikátor-taxonómia helyett az általunk kialakított stakeholder-taxonómia alapján csoportosítjuk az LSEG ESG-kategóriákat, és a lényegesség elvét alkalmazó súlyozás alapján állítjuk fel a stakeholder-preferenciákat.

A súlyok becslése során nem vesszük figyelembe az iparági heterogenitást, így lehetőségünk nyílik az ESG-pontszámok mögötti implicit súlyok meghatározására, és ezek alapján megalkothatjuk saját lineáris aggregációs szabályunkat az ESG-pontszámok számszerűsítésére. A becsült súlyok az ESG-kategóriák relatív fontosságát tükrözik, mivel az LSEG a fenntarthatósági

jelentésekben előforduló információk gyakorisága alapján határozza meg a súlyokat. Így azon kategóriák kapnak nagyobb súlyt, amelyekhez kapcsolódó kulcsmutatók gyakrabban szerepelnek a jelentésekben, lényegesebbek a vállalatok számára. A súlyok tehát az indikátorok lényegességét tükrözik.

A kategóriák súlyait az alábbi (1) egyenlet szerint becsüljük meg oly módon, hogy a függő és magyarázó változókat standardizáljuk, és kikötjük, hogy a regressziós együtthatók nem lehetnek negatívak. A standardizálás révén a tengelymetszetet elhagyhatjuk, így standardizált súlyokat kapunk:

$$ESG_i^{std} = c_{i,1}^{std} + \sum_{j=2}^{10} (c_{i,j}^{std} - c_{i,1}^{std}) \cdot w_j^{std} + \varepsilon_i, \quad w_j \geq 0, \quad (1)$$

ahol ESG_i^{std} a vállalatok standardizált ESG-pontszáma, $c_{i,j}^{std}$ a vállalati szintű standardizált kategóriapontszám, w_j^{std} a standardizált kategóriásúly, ε_i a hibatag, és $w_1^{std} = 1 - \sum_{j=2}^{10} w_j^{std}$.

Az ESG-pontszámok saját aggregációs szabályunk szerinti becsléséhez először az (1) egyenletből kapott együtthatókat vissza kell alakítanunk nem standardizált formára a (2) egyenlet segítségével. A (1) egyenletből az is következik, hogy a súlyok összege minden esetben 1 lesz.

$$\widehat{w}_j = w_j^{std} \cdot \frac{s_{ESG}}{s_{c,j}}, \quad (2)$$

ahol \widehat{w}_j a becsült, standardizálatlan kategóriásúly, s_{ESG} az ESG-pontszámok szórása, $s_{c,j}$ az adott kategóriapontszám szórása. Ezt követően az aggregációs szabály alapján számszerűsíthetjük az ESG-pontszámokat a (3) egyenlet segítségével:

$$\widehat{ESG}_i = \sum_{j=1}^{10} c_{i,j} \cdot \widehat{w}_j, \quad (3)$$

ahol \widehat{ESG}_i a becsült ESG-pontszám, $c_{i,j}$ az adott kategóriapontszám, \widehat{w}_j a becsült standardizálatlan kategóriásúly.

4 Eredmények

4.1 Az ESG-kategóriákhoz tartozó implicit súlyok

Kutatási kérdéseink megválaszolása érdekében megbecsültük az ESG-kategóriákhoz tartozó implicit súlyokat. A becsült súlyok alapján értékelhetjük az ESG-kategóriákhoz tartozó fenntarthatósági témák lényegességét, továbbá elsődleges képet kaphatunk a vállalatok ESG-stratégiájából következő stakeholder-preferenciákról.

A 4. táblázat a kategóriásúly-becslések leíró statisztikáit mutatja be. Az (1) egyenlet alapján minden üzleti évre külön-külön megbecsültük a súlyokat, majd a kategóriásúlyokat visszaszámítva az eredeti, nem standardizált formájukra, kiszámítottuk azok statisztikai jellemzőit. Az eredmények robusztusságának bemutatása érdekében a súlyokat a legkisebb négyzetek módszerével is

megbecsültük. A becsléseket az 1. mellékletben mutatjuk be. Az eredmények megközelítőleg megegyeznek a nemnegatív legkisebb négyzetek módszerével készült becslésekkel, de az előrejelzési hiba a legkisebb négyzetek módszerével készült becslések esetében sokkal nagyobb. Az eredmények szerint a legnagyobb átlagos súlyt a menedzsment kategória kapta, 20,8%-os értékkel. Ezt követi a munkavállalók kategória 14%-kal, majd a közösség kategória 10%-kal. A súlyok szórása alacsony, ami arra utal, hogy a fenntarthatósági kérdések lényegessége az idő előrehaladtával viszonylag állandó maradt, annak ellenére, hogy az LSEG évente frissíti a súlyokat.

A súlybecslések alapján aggregálási szabályunk mentén kiszámítottuk az ESG-pontszámokat, majd meghatároztuk az átlagos négyzetes hibát (RMSE), hogy összehasonlíthassuk a becült pontszámokat az eredetiekkel. Az RMSE átlaga 3,077 pont, ami azt jelzi, hogy a becült és eredeti ESG-pontszámok között az átlagos eltérés 3,077 pont. Ez azt mutatja, hogy a becslés jól visszaadja az eredeti ESG-pontszámokat, még annak ellenére is, hogy a súlyok iparági heterogenitását nem vettük figyelembe.

A becült súlyok leíró statisztikái azt jelzik, hogy az adott időszakban a vállalatok ESG-stratégiájában átlagosan a munkavállalókhöz, a közösségekhez és az igazgatótanácshoz kapcsolódó fenntarthatósági témák a legmeghatározóbbak. Az eredmények azt mutatják, hogy az európai tőzsdén jegyzett vállalatok ESG-stratégiájában a belső stakeholderekhez kapcsolódó tématerületek nagyobb lényegességgel bírnak.

ESG-kategóriák	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum	Megfigyelések száma
Menedzsment	0,208	0,003	0,204	0,208	0,217	12
Munkavállalók	0,140	0,003	0,132	0,141	0,143	12
Közösségek	0,100	0,005	0,092	0,100	0,112	12
Károsanyag-kibocsátás	0,099	0,006	0,089	0,098	0,108	12
Emberi jogok	0,098	0,003	0,092	0,098	0,103	12
Erőforrás-felhasználás	0,098	0,005	0,090	0,097	0,108	12
Termékfelelősség	0,090	0,005	0,082	0,092	0,097	12
Innováció	0,071	0,001	0,068	0,072	0,073	12
Részvényesek	0,060	0,003	0,055	0,060	0,065	12
CSR-stratégia	0,035	0,004	0,029	0,035	0,043	12
RMSE	3,077	0,225	2,670	3,162	3,338	12

4. táblázat. Az ESG-kategóriák implicit súlya

4.2 A fenntarthatósági témák lényegessége üzleti évek szerint

Az 5. táblázat bemutatja, hogyan változott az ESG-kategóriák lényegessége az idő folyamán. A fenntarthatósági témákat az üzleti évekre becült implicit súlyok alapján rangsoroltuk. A stakeholder-preferenciák rangsora alapján látható, hogy a rangsor nem sokat változott 2009 és 2020 között. Egyedül az erőforrás-felhasználás és a munkavállalók kategóriák cseréltek helyet a rangsorban. Az utolsó helyen a CSR-stratégia és a részvényesek állnak, amiből arra következtethetünk, hogy a korábban uralkodó tulajdonosi fókuszról és társadalmi felelősségvállalásról áttevéődött a hangsúly, és az ESG-szemlélet

kiszélesítette ezeket a kereteket. Ennek ellenére ezek a területek is megjelennek a minősítésekben. Putzer és Posza (2024) is amellett érvel, hogy az ESG nem helyettesíti a CSR-t, hanem inkább kiegészíti annak dimenzióit a fenntarthatósági jelentésben használható, szabványosított mutatókkal és megfelelési kritériumokkal.

A 4. helyen 2017 óta a helyi közösségek állnak, a további rangsorban a közösségek, emberi jogok, termékefelelőség és a károsanyag-kibocsátás változik évről-évre. Annak ellenére, hogy az Éghajlatváltozással Kapcsolatos Pénzügyi Közzétételekkel Foglalkozó Munkacsoport (TCFD) ajánlásait az európai szabályozók már 2019-ben beépítették a Nem Pénzügyi Beszámolásról Szóló Irányelv (NFRD) ajánlásai közé, nem látható a súlyok ebben az irányban történő átrendeződése. Ennek okán jutottak a szabályozók is arra a következtetésre, hogy a Vállalati Fenntarthatósági Beszámolásról Szóló Irányelv (CSRD) bevezetésével a 2024-es üzleti évtől kezdve új keretekben valósuljon meg a fenntarthatósági jelentéstétel.

ESG-kategóriák	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
Menedzsment	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Erőforrás-felhasználás	2	3	3	2	2	2	3	3	3	3	3	3
Munkavállalók	3	2	2	3	3	3	2	2	2	2	2	2
Közösségek	4	5	4	5	7	7	6	8	4	4	4	4
Emberi jogok	5	6	6	7	4	6	7	5	5	7	7	5
Termékefelelőség	6	4	8	6	5	5	5	4	6	6	5	6
Károsanyag-kibocsátás	7	7	5	4	6	4	4	6	7	5	6	7
Innováció	8	8	7	9	8	8	8	7	8	8	8	8
Részvényesek	9	9	9	8	9	9	9	9	9	9	9	9
CSR-stratégia	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10

5. táblázat. Az ESG-kategóriák lényegességi rangsora az üzleti évek szerint

4.3 Lényegesség az ESG-pontszám tercilisei szerint

A 6. táblázatban a fenntarthatósági témák lényegességét az ESG-teljesítmény függvényében értékeljük. A vállalatokat üzleti évenként tercilisekre osztottuk az ESG-pontszámok szerint és megbecsültük az ESG-kategóriákhoz tartozó implicit súlyokat az alsó és felső tercilisbe tartozó vállalatok esetében. Mindkét tercilis esetében a munkavállalók, a menedzsment és az erőforrás-felhasználás kategóriák kerültek az első helyekre. Az egyetlen szembetűnő különbséget abban látjuk, hogy a felső tercilisbe tartozó vállalatok nagyobb hangsúlyt fektetnek a károsanyag-kibocsátáshoz kapcsolódó fenntarthatósági szempontokra. Ebből arra következtetünk, hogy azok a vállalatok, amelyek időben elkezdték a felkészülést a klímaváltozással kapcsolatos közzétételekre, különös tekintettel a kibocsátásleltár, dekarbonizációs stratégia kérdéseire, jobb ESG-teljesítményt értek el a vizsgált időszakban.

A tercilisek közötti rangsorok nagyfokú hasonlósága – különösen a munkavállalók, a menedzsment és az erőforrás-felhasználás dimenziók élelménybeli megjelenése – a stakeholder-preferenciák strukturális stabilitását jelzi. E tényezők a vállalat operatív működésének alapfeltételei, és instrumentális módon befolyásolják a termelékenységet, a kockázatkezelést és a költséghaté-

konyságot, így rövid távon is pénzügyi relevanciával bírnak (Eccles et al. 2014; Khan et al. 2016). Ennek megfelelően várható, hogy ezek prioritása a különböző ESG-teljesítményű vállalatok esetében is hasonló marad.

A minimális eltérések továbbá a stakeholder-szaliencia útfüggő jellegével is magyarázhatók: a vállalatok jellemzően inkrementális fejlesztésekkel reagálnak a külső elvárásokra, ami a múltbeli stratégiai döntések mentén stabilizálja a fókuszterületeket (Mahoney 2000; Sydow et al. 2009). Ezzel szemben a felső tercilisben megfigyelhető nagyobb hangsúly az emissziósökkentésen összhangban áll azzal, hogy a környezeti dimenziók kezelése gyakran tőkeintenzív beruházásokat igényel, és így elsősorban a fejlettebb ESG-integrációval rendelkező vállalatoknál jelenik meg hangsúlyosabban (Clark et al. 2014).

ESG-kategóriák	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum	Megfigyelések száma
A l s ó t e r c i l i s (N = 235)						
Menedzsment	0.211	0.006	0.201	0.211	0.223	12
Munkavállalók	0.141	0.006	0.128	0.142	0.151	12
Erőforrás-felhasználás	0.132	0.022	0.102	0.126	0.168	12
Termékfelelősség	0.095	0.005	0.082	0.095	0.100	12
Közösségek	0.094	0.009	0.076	0.096	0.111	12
Károsanyag-kibocsátás	0.093	0.007	0.084	0.092	0.106	12
Emberi jogok	0.093	0.006	0.081	0.093	0.102	12
Innováció	0.077	0.008	0.065	0.079	0.087	12
Részvényesek	0.065	0.004	0.057	0.065	0.071	12
CSR-stratégia	0.023	0.010	0.004	0.023	0.042	12
RMSE	3.004	0.234	2.682	3.067	3.359	12
F e l s ő t e r c i l i s (N = 234)						
Menedzsment	0.191	0.008	0.182	0.190	0.214	12
Munkavállalók	0.147	0.018	0.117	0.147	0.177	12
Erőforrás-felhasználás	0.125	0.014	0.107	0.122	0.159	12
Károsanyag-kibocsátás	0.114	0.013	0.095	0.115	0.133	12
Közösségek	0.099	0.006	0.090	0.098	0.110	12
Emberi jogok	0.084	0.010	0.071	0.082	0.102	12
Termékfelelősség	0.083	0.005	0.075	0.082	0.092	12
Részvényesek	0.061	0.004	0.057	0.060	0.071	12
Innováció	0.056	0.003	0.052	0.055	0.061	12
CSR-stratégia	0.043	0.006	0.033	0.043	0.053	12
RMSE	2.434	0.268	1.919	2.462	2.766	12

6. táblázat. Lényegesség az ESG-pontszám tercilisei szerint

4.4 Lényegesség gazdasági szektorok szerint

A 7. táblázatban az Észak-Amerikai Iparági Besorolási Rendszer (NAICS) szektorbesorolása alapján a három, mintánkban leggyakrabban előforduló szektorra, a feldolgozóiparra, a pénzügyi szektorra és az információs technológiai szektorra vonatkozóan mutatjuk be a fenntarthatósági témák lényegességét. Az ESG-kategóriákhoz kapcsolódó súlyok esetében megfigyelhető szektorális különbségek rámutatnak az ESG-teljesítmény iparági sajátosságaira. Az ESG-teljesítmény mérése az iparági hatások figyelembevétele nélkül elképzelhetetlen. A lényegesség szorosan kapcsolódik a tevékenységhez és az arra épülő értékláncokhoz.

ESG-kategóriák	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum	Megfigyelések száma
P é n z ü g y i s z e k t o r (N = 123)						
Menedzsment	0.258	0.006	0.251	0.259	0.267	12
Munkavállalók	0.161	0.007	0.151	0.162	0.174	12
Közösségek	0.119	0.011	0.100	0.119	0.137	12
Innováció	0.095	0.006	0.084	0.097	0.103	12
Termékfelelősség	0.092	0.006	0.083	0.092	0.102	12
Részvényesek	0.081	0.002	0.079	0.081	0.086	12
Emberi jogok	0.074	0.004	0.067	0.074	0.081	12
CSR-stratégia	0.046	0.011	0.028	0.046	0.062	12
Erőforrás-felhasználás	0.039	0.014	0.019	0.033	0.064	12
Károsanyag-kibocsátás	0.036	0.009	0.023	0.037	0.050	12
RMSE	1.683	0.186	1.304	1.688	1.941	12
I n f o r m á c i ó s t e c h n o l ó g i á k (N = 58)						
Menedzsment	0.216	0.011	0.201	0.214	0.235	12
Munkavállalók	0.139	0.008	0.125	0.141	0.153	12
Termékfelelősség	0.131	0.013	0.109	0.132	0.151	12
Közösségek	0.114	0.011	0.094	0.118	0.126	12
Emberi jogok	0.109	0.015	0.086	0.114	0.130	12
Károsanyag-kibocsátás	0.070	0.012	0.053	0.070	0.089	12
Innováció	0.057	0.009	0.040	0.059	0.071	12
CSR-stratégia	0.057	0.020	0.027	0.053	0.082	12
Részvényesek	0.056	0.008	0.042	0.056	0.069	12
Erőforrás-felhasználás	0.053	0.010	0.039	0.050	0.069	12
RMSE	2.174	0.189	1.765	2.159	2.455	12
F e l d o l g o z ó i p a r (N = 238)						
Menedzsment	0.194	0.004	0.189	0.196	0.199	12
Emberi jogok	0.126	0.004	0.122	0.125	0.135	12
Erőforrás-felhasználás	0.112	0.007	0.101	0.113	0.124	12
Károsanyag-kibocsátás	0.111	0.006	0.100	0.112	0.118	12
Munkavállalók	0.110	0.007	0.094	0.111	0.121	12
Termékfelelősség	0.095	0.011	0.077	0.095	0.111	12
Közösségek	0.084	0.007	0.075	0.083	0.101	12
Innováció	0.077	0.003	0.072	0.078	0.080	12
Részvényesek	0.055	0.004	0.050	0.054	0.064	12
CSR-stratégia	0.036	0.007	0.026	0.038	0.050	12
RMSE	2.496	0.153	2.243	2.533	2.699	12

7. táblázat. Lényegesség gazdasági szektorok szerint

Az eredményekből is jól láthatók a szektorok szerinti különbségek. A pénzügyi szektorban a menedzsment, a munkavállalók mellett a külső stakeholderok közül a közösségek emelkednek ki. Az erőforrás-felhasználás és a károsanyag-kibocsátás itt az utolsó helyekre került. Ez abból is következhet, hogy a pénzügyi szolgáltatók esetében nem a saját tevékenység, hanem a pénzügyi portfólió áll a fenntarthatósági teljesítmény középpontjában. Az IT-szektorban a termékfelelősség és közösségek jelennek meg nagyobb súllyal a menedzsment és a munkavállalók mögött. Az utolsó helyen az erőforrás-felhasználás és a részvényesek állnak. A feldolgozóiparban a munkavállalókat megelőző az emberi jogok, az erőforrás-felhasználás és a károsanyag-kibocsátás kategóriája. Ebben a szektorban figyelhetők meg a legnagyobb eltérések a vizsgált időszakban megfigyelhető trendektől. A tevékenységből fakadóan is ebben a szektorban van a legnagyobb környezeti kitettség, amit a súlyok is visszaigazolnak.

A megfigyelhető eltérések a szektor-specifikus fenntarthatósági kitettségek különbségeire vezethetők vissza. A pénzügyi szektorban a közösségek relatív felértékelődése azzal magyarázható, hogy e vállalatok ESG-hatása elsősorban nem közvetlen működésükből, hanem finanszírozási és befektetési döntéseiken keresztül érvényesül: egy bank operatív kibocsátása alacsony, ugyanakkor hitelportfólióján keresztül jelentős gazdasági és társadalmi hatást gyakorolhat. Az IT-szektorban ezzel szemben a termékfelelősség hangsúlya a digitális szolgáltatásokhoz kapcsolódó kockázatokból fakad, mint például az adatvédelem, az algoritmikus torzítások vagy a platformbiztonság, így a fenntarthatósági teljesítmény megítélése kevésbé az erőforrás-felhasználáson, inkább a felhasználókra gyakorolt társadalmi hatásokon keresztül történik.

A feldolgozóiparban megfigyelt eltérések – különösen az emberi jogok, az erőforrás-felhasználás és a károsanyag-kibocsátás előtérbe kerülése – ugyanakkor a fizikai termelési folyamatokhoz és globális ellátási láncokhoz köthetők. E szektorban a környezeti terhelés és a beszállítói láncokban felmerülő munkajogi kockázatok közvetlen reputációs és szabályozási kitettséget jelentenek, ami indokolja e dimenziók nagyobb súlyát az általános trendekhez képest.

5 Diszkusszió

Tanulmányunkban az európai tőzsdén jegyzett vállalatok stakeholder-preferenciáit vizsgáltuk. Azt feltételeztük, hogy a vállalatok stakeholder-preferenciáik alapján alakítják ki fenntarthatósági stratégiájukat, és optimalizálják a stakeholder-értékkeremtést, ezáltal növelve a részvényesi értéket. Stakeholder-modellünkben az ESG-pontszámokat a stakeholder-értékkeremtés mérőszámaként alkalmaztuk, és az LSEG ESG-kategóriáit a különböző stakeholder-csoportokkal állítottuk párhuzamba belső és külső stakeholderek szerinti bontásban. Kutatásunk hiánypótló jellegét erősíti az LSEG ESG-minősítéshez kapcsolódó stakeholder-taxonómia kialakítása, amely lehetővé tette, hogy a kettős lényegesség elve szerint meghatározott ESG-kategória súlyok alapján felállítsuk a stakeholder-preferenciák rangsorát az európai tőzsdéi vállalatok gyakorlatában. Tudomásunk szerint európai vállalatok esetében eddig csak kevés empirikus bizonyíték állt rendelkezésre a stakeholder-preferenciák súlyozásáról.

Az LSEG ESG-pontszámok alapján megbecsültük az ESG-kategóriapontszámok implicit súlyait, és értékeltük a kategóriákhoz tartozó fenntarthatósági témák lényegességét. Végül a lényegességet időbeli bontásban, az ESG-teljesítmény és gazdasági szektorok szerint is vizsgáltuk.

H1 hipotézisünk szerint a vállalatok előnyben részesítik a belső stakeholdereket a külső stakeholderekkel szemben. Eredményeink alapján a munkavállalókhoz és a menedzsmenthez kapcsolódó fenntarthatósági témák nagyobb lényegességgel bírnak az európai tőzsdén jegyzett vállalatok ESG-stratégiájában. Ezt követően a beszállítók, mint külső stakeholderek foglalnak el stabil pozíciót a rangsorban. A belső stakeholderek előnyben részesítése

mögött meghúzódó indokok között kiemelhetjük Kay et al. (2020) érvelését, miszerint a belső stakeholderek pozitív extern hatásokat generálhatnak a külső stakeholderek irányába. Továbbá eredményeink összhangban állnak a szakirodalommal, amely szintén a társadalmi kérdéseket tekinti az ESG-stratégiák kulcselemének (Schiehl & Kolahgar, 2021; Suttipun, 2021; Qureshi et al., 2020; Lepetit et al., 2021). A CSRD 2024-es hatálybalépésével a társadalmi kérdések továbbra is lényeges szempontként jelennek meg a vállalati gyakorlatban, különösen a COVID-19 világjárvány társadalmi-gazdasági hatásainak mérséklése céljából. A döntéshozók prioritásként fogják kezelni a társadalmi dimenziókat. Megállapításaink megerősítik Hillman és Keim (2001) állítását, miszerint a „primer” stakeholder csoportok előnyben részesítése növeli a részvényesi értéket. A stakeholder-alapú ESG-stratégia gyakorlati következménye, hogy a belső érdekeltekhez kapcsolódó mutatók nagyobb súlyt kapnak. Az NFRD hatálybalépése óta azt látjuk, hogy az európai tőzsdén jegyzett vállalatok ESG-stratégiájukat a belső stakeholderek köré építik. Ebből következően a H1 hipotézisünket nem tudjuk elutasítani.

A H2 hipotézisünk alapján a külső stakeholderek közül a vállalatok a fogyasztókat, beszállítókat és a helyi közösségeket részesítik előnyben. Eredményeink rámutatnak, hogy az erőforrás-felhasználás kategória szorosan a munkavállalók és a menedzsment mögött helyezkedik el a stakeholder-preferenciákat leíró rangsorban. Ezt követően a közösségek és a termékfelelősség-vállalás kategóriák is sokszor lényegesnek bizonyultak. Ebből következően igazolható, hogy a külső stakeholderek közül a beszállítók, a közösségek és a fogyasztók jelennek meg a lényeges érdekelti csoportok között. Ez az eredmény összhangban van Whitelock (2019) munkájával, amely a beszállítók szerepét hangsúlyozza a fenntarthatósági és pénzügyi jelentéstétel integrálása szempontjából. Ebből a következően a H2 hipotézisünket nem tudjuk elutasítani.

A H3 hipotézis szerint az ESG-teljesítményben élen járó vállalatok nagyobb hangsúlyt fektetnek a környezeti terheléshez és klímaváltozáshoz kapcsolódó fenntarthatósági témákra. Tanulmányunk rámutat, hogy a károsanyag-kibocsátás kategória lényegesebb szerepet kap azoknál a vállalatoknál, ahol magasabb az ESG-teljesítmény. A szabályozói törekvésekkel ellentétben a környezeti felelősségvállaláshoz kapcsolódó fenntarthatósági témák nem lettek hangsúlyosabbak a vizsgálatok 2020-ig tartó időszakában. Ennek ellenére az ESG-teljesítményben is tetten érhető, hogy a környezeti felelősségvállalásra fókuszáló vállalatok jobban teljesítenek az LSEG minősítésében. Ennek okán a H3 hipotézist nem tudjuk elutasítani.

Tanulmányunk hozzájárulása a stakeholder-preferenciák vizsgálatához a következőkben érhető tetten:

Elsőként, empirikus bizonyítékkal szolgál az ESG-stratégia alapú stakeholder-modellek koncepcionális feltételezéseire. Kay et al. (2020) szerint egy jól megtervezett ESG-stratégia optimalizálhatja a stakeholder és részvényesi értékteremtést egyaránt. Az LSEG ESG-kategóriák és a stakeholder-modell összerendelése révén eredményeink azt mutatják, hogy a vállalatok ESG-stratégiájukon keresztül hangolják össze az értékteremtést a különböző stakeholder-csoportok között. A LSEG ESG-pontszámok lehetővé teszik, hogy

nyomon kövessük a vállalatok stakeholder-relációit, és felmérjük a fenntarthatósági témák lényegességét.

Másodszor, eredményeink támogatják a Business Roundtable (BRT, 2019) nyilatkozatát. Álláspontunk szerint a vállalatok több stakeholder csoport érdekeit veszik figyelembe, azonban a stakeholder-értékkeremtést elsősorban ESG-stratégiájukon keresztül optimalizálják. Noha a részvényesi érték továbbra is központi cél, a primer stakeholder csoportok – így a menedzsment, a munkavállalók – egyaránt részesülnek az ESG-stratégia hasznaiból.

Harmadszor, bemutatjuk, hogy a szabályozói törekvések ellenére a környezeti és társadalmi felelősségvállalás valóban kevesebb hangsúlyt kapott a 2009 és 2020 közötti időszakban. Az NFRD és a kapcsolódó éghajlatvédelmi iránymutatások a környezeti dimenzióhoz kapcsolódó fenntarthatósági kérdésekre irányították a figyelmet. A CSRD hatálybalépésével 2024-től hasonló átrendeződés várható, mivel a döntéshozók szerint a vállalatok továbbra sem szolgáltatnak kellően releváns információkat az éghajlati és biodiverzitási kérdésekről. Ez alapján előrejelezhető, hogy a környezeti dimenzió a következő évek ESG-stratégiáiban kiemelten lényegessé válik.

6 Következtetések és implikációk

Tanulmányunk célja, hogy iránymutatásként szolgáljon a fenntarthatósági stratégiák megalkotásához és a fenntarthatósági jelentések alapjának tekinthető lényegességvizsgálatok elkészítéséhez, főként a stakeholder-érdekek megismerésének vonatkozásában. Az LSEG saját szoftveres megoldással is segíti a vállalatokat az ESG-teljesítmény javításához szükséges fenntarthatósági témák feltérképezésében. Ehhez nyújthat adalékot elemzésünk, amellyel rámutatunk, hogy a belső stakeholderek és környezeti terheléshez kapcsolódó fenntarthatósági szempontok előnyben részesítésével a vállalatok olyan fenntarthatósági stratégiát alapozhatnak meg, amely az ESG-minősítéseket is felfelé mozdíthatja. A COVID-19 világjárvány társadalmi-gazdasági hatásai miatt a társadalmi témák lényegessége tovább növekedhet, és a szabályozók a környezeti mutatók szerepét is hangsúlyozni fogják. A következő években azok a vállalatok érhetnek el jobb ESG-teljesítményt, amelyek ESG-stratégiájukat belső stakeholder csoportokra építik, pozitív externáliákat generálva a külső stakeholder csoportok felé, és a fenntarthatósági szempontokat az értéklánc teljes hosszában integrálják.

Tanulmányunk limitációi között megemlíthetjük, hogy az ESG-kategóriák és a stakeholder-modell összerendelését saját értelmezésünk szerint végeztük. Az ESG-pontszámok becslése során saját aggregációs szabályt alkalmaztunk, amely figyelmen kívül hagyta az iparági heterogenitást. Más eredményekre juthatnánk, ha közvetlenül a fenntarthatósági jelentések tartalmát elemeznénk. Mindazonáltal úgy véljük, hogy az LSEG ESG-pontszámok megbízhatóan tükrözik a jelentések releváns információtartalmát, és alkalmasak a lényegesség vizsgálatára.

A fenntarthatósági beszámolás szabályozói keretrendszerének átalakításá-

val 2024-től egy újabb korszak kezdődött, amelyben a nagyvállalatok számára a Fenntarthatósági Beszámolásról Szóló Irányelv (CSRD), a Fenntarthatósági Átvilágításról Szóló Irányelv (CS3D), az EU Taxonómia rendelet és az Omnibus javaslat fogja meghatározni a fenntarthatósági jelentéstétel további irányait. Az Európai Unió tiszta iparhoz kapcsolódó törekvései megpróbálják egyensúlyba hozni a fenntarthatóság és a versenyképesség dimenzióit. Fontos hangsúlyozni, hogy vizsgálatunk empirikus adatbázisa 2009 és 2020 közötti időszakra terjed ki, így eredményeink közvetlenül nem alkalmasak a Vállalati Fenntarthatósági Beszámolásról Szóló Irányelv (CSRD) 2024-től érvényes hatásainak számszerű értékelésére. A szabályozási változásokkal kapcsolatos megállapításaink ezért nem oksági, hanem értelmező és előrettekintő jellegűek, és elsősorban a CSRD bevezetését megelőző vállalati gyakorlatok alapján fogalmazhatóak meg. Ugyanakkor a szabályozások változásai elsősorban az információs aszimmetria csökkentésén keresztül hatnak, nem pedig a stakeholder-hierarchia újrastrukturálásában játszanak szerepet (Ioannou és Serafeim, 2017). Eredményeink is időben tartós preferenciamintázatokat jeleznek, így a stakeholder-szalencia útfüggő karakterét támasztják alá. A CSRD implementációja várhatóan nem eredményez elmozdulást a stakeholder-preferenciák rangsorában, hanem a már kialakult ESG-alapú stakeholder-prioritási struktúrák transzparenciáját és mérhetőségét növeli. Ennek megfelelően a 2020-ig terjedő empirikus eredményeink által feltárt preferencia-mintázatok várhatóan a CSRD időszakában is releváns benchmarkként lesznek értelmezhetők.

Köszönetnyilvánítás

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

Irodalom

1. Abuzaid, A. N., Alateeq, M. M., Madadha, S. M., al Sharari, F. E. A., & Als-bou, M. K. (2024). The Effect of Suppliers' Green and Traditional Selection Criteria in Supply Chain Management on Purchasing Firms' Performance. *Sustainability*, 16(15), 6276. <https://doi.org/10.3390/su16156276>
2. Ahmad, H., Yaqub, M., & Lee, S. H. (2023). Environmental-, social-, and governance-related factors for business investment and sustainability: a scientometric review of global trends. *Environment, Development and Sustainability*, 26(2), 2965–2987. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-02921-x>
3. Alibašić, H. (2018). Identifying the Internal and External Stakeholders, the Level of Organizational and Community Engagement, and the Target Champions (pp. 33–43). https://doi.org/10.1007/978-3-319-72568-0_3
4. Bade, C., Olsacher, A., Boehme, P., Truebel, H., Bürger, L., & Fehring, L. (2024). Sustainability in the pharmaceutical industry – An assessment of sustainability maturity and effects of sustainability measure implementation

- on supply chain security. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(1), 224–242. <https://doi.org/10.1002/csr.2564>
5. Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
 6. Barro, D., Corazza, M., & Filograsso, G. (2024). A ESG Rating Model for European SMEs using Multi-criteria Decision Aiding. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4702263>
 7. Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
 8. Bhaskaran, R. K., Ting, I. W. K., Sukumaran, S. K., & Sumod, S. D. (2020). Environmental, social and governance initiatives and wealth creation for firms: An empirical examination. *Managerial and Decision Economics*, 41(5), 710–729. <https://doi.org/10.1002/mde.3131>
 9. Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., & Wright, M. (2015). New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 9–26. <https://doi.org/10.1111/etap.12143>
 10. Burke, J. J. (2022). Do Boards Take Environmental, Social, and Governance Issues Seriously? Evidence from Media Coverage and CEO Dismissals. *Journal of Business Ethics*, 176(4), 647–671. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04715-x>
 11. Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’, Business Roundtable August 19, 2019. <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>
 12. Buttner, E. H., & Lowe, K. B. (2017). Addressing Internal Stakeholders’ Concerns: The Interactive Effect of Perceived Pay Equity and Diversity Climate on Turnover Intentions. *Journal of Business Ethics*, 143(3), 621–633. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2795-x>
 13. Chamanara, S., Goldstein, B. P., & Newell, J. P. (2023). Power asymmetries in supply chains and implications for environmental governance: a study of the beef industry. *Supply Chain Management: An International Journal*, 28(5), 923–938. <https://doi.org/10.1108/SCM-02-2022-0068>
 14. Chouaibi, S., Chouaibi, Y., & Zouari, G. (2022). Board characteristics and integrated reporting quality: evidence from ESG European companies. *EuroMed Journal of Business*, 17(4), 425–447. <https://doi.org/10.1108/EMJB-11-2020-0121>
 15. Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2014). From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2508281>
 16. Coleman, L. (2011). Losses from Failure of Stakeholder Sensitive Processes: Financial Consequences for Large US Companies from Breakdowns in Product, Environmental, and Accounting Standards. *Journal of Business Ethics*, 98(2), 247–258. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0544-8>
 17. Corporate Sustainability Reporting Directive (Directive (EU) 2022/2464, CSRD). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32022L2464>

18. Csapi, V., Putzer, P., & Tóth-Pajor, Á. (2025). ESG-tudatosságtól az alkalmazásig. *Közgazdasági Szemle*, 72(9–10), 875–899. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2025.9-10.875>
19. Cui, X., Qi, B., & Hussain, M. J. (2024). Vendor sustainability performance and corporate customers' supplier selection. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(4), 2910–2928. <https://doi.org/10.1002/csr.2727>
20. Das, A. (2024). Predictive value of supply chain sustainability initiatives for ESG performance: a study of large multinationals. *Multinational Business Review*, 32(1), 20–40. <https://doi.org/10.1108/MBR-09-2022-0149>
21. Dathe, T., Helmold, M., Dathe, R., & Dathe, I. (2024). ESG Stakeholders (pp. 113–131). https://doi.org/10.1007/978-3-031-52734-0_9
22. Deegan, C. (2002). Introduction. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282–311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
23. Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65. <https://doi.org/10.2307/258887>
24. Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
25. Edmans, A., Li, L., & Zhang, C. (2014). Employee Satisfaction, Labor Market Flexibility, and Stock Returns Around the World. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2461003>
26. Fama, E. F. (2021). Contract costs, stakeholder capitalism, and ESG. *European Financial Management*, 27(2), 189–195. <https://doi.org/10.1111/eufm.12297>
27. Feng, B., Zheng, M., & Shen, Y. (2024). The effect of relational embeddedness on transparency in supply chain networks: the moderating role of digitalization. *International Journal of Operations & Production Management*, 44(9), 1621–1648. <https://doi.org/10.1108/IJOPM-08-2023-0713>
28. Ferrat, Y., Daty, F., & Burlacu, R. (2022). Short- and long-term effects of responsible investment growth on equity returns. *The Journal of Risk Finance*, 23(1), 1–13. <https://doi.org/10.1108/JRF-07-2021-0107>
29. Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & de Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge University Press.
30. Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
31. Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, September 13.
32. Gao, J., Hua, G., & Huo, B. (2024). Green finance policies, financing constraints and corporate ESG performance: insights from supply chain management. *Operations Management Research*, 17(4), 1345–1359. <https://doi.org/10.1007/s12063-024-00509-w>
33. Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
34. Góes, H. A. de A., Fatima, G., Santos Jhunior, R. de O., & Boaventura, J. M. G. (2023). Managing for stakeholders towards corporate environmental sustainability. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1561–1572. <https://doi.org/10.1002/csr.2448>

35. Goodman, J., Korsunova, A., & Halme, M. (2017). Our Collaborative Future: Activities and Roles of Stakeholders in Sustainability-Oriented Innovation. *Business Strategy and the Environment*, 26(6), 731–753. <https://doi.org/10.1002/bse.1941>
36. Greiner, M., & Sun, J. (2021). How corporate social responsibility can incentivize top managers: A commitment to sustainability as an agency intervention. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1360–1375. <https://doi.org/10.1002/csr.2148>
37. Han, S., & Wang, Y. (2024). Reducing dependency: Corporate ESG profiles and customer structure. *Managerial and Decision Economics*, 45(6), 4053–4071. <https://doi.org/10.1002/mde.4224>
38. Harjoto, M. A., & Wang, Y. (2020). Board of directors network centrality and environmental, social and governance (ESG) performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(6), 965–985. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2019-0306>
39. Hart, S. L. (1995). A Natural-Resource-Based View of the Firm. *Academy of Management Review*, 20(4), 986–1014. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9512280033>
40. Herremans, I. M., Herschovis, M. S., & Bertels, S. (2009). Leaders and Laggards: The Influence of Competing Logics on Corporate Environmental Action. *Journal of Business Ethics*, 89(3), 449–472. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-0010-z>
41. Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22(2), 125–139.
42. Huang, D. Z. (2022). Environmental, social and governance factors and assessing firm value: valuation, signalling and stakeholder perspectives. *Accounting & Finance*, 62(S1), 1983–2010. <https://doi.org/10.1111/acfi.12849>
43. Hyun, S., Kim, J. M., & Liu, Y. (2023). Equal gains and pains? Analyzing corporate financial performance for industrial corporate social performance leaders and laggards. *Journal of Business Research*, 155, 113414. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.113414>
44. Iannuzzi, A. (2024). *Greener Products*. CRC Press. <https://doi.org/10.1201/9781003441939>
45. Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1799589>
46. Kay, I., Brindisi, C., & Blaine, M. (2020, September 14). The stakeholder model and ESG. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/09/14/the-stakeholder-model-and-esg>
47. Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
48. Lepetit, F., le Guenedal, T., ben Slimane, M., Cherief, A., Mortier, V., Sekine, T., & Stagnol, L. (2021). The Recent Performance of ESG Investing, the COVID-19 Catalyst and the Biden Effect. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3946483>
49. Lewellyn, K., & Muller-Kahle, M. (2024). ESG Leaders or Laggards? A Configurational Analysis of ESG Performance. *Business & Society*, 63(5), 1149–1202. <https://doi.org/10.1177/00076503231182688>

50. Mahoney, J. (2000). Path dependence in historical sociology. *Theory and Society*, 29(4), 507–548. <https://doi.org/10.1023/A:1007113830879>
51. Maqbool, R., Rashid, Y., & Ashfaq, S. (2022). Renewable energy project success: Internal versus external stakeholders' satisfaction and influences of power-interest matrix. *Sustainable Development*, 30(6), 1542–1561. <https://doi.org/10.1002/sd.2327>
52. Marques, P., Bernardo, M., Presas, P., & Simon, A. (2019). Corporate social responsibility in a local subsidiary: internal and external stakeholders' power. *EuroMed Journal of Business*, 15(3), 377–393. <https://doi.org/10.1108/EMJB-01-2019-0013>
53. Mauboussin, M. J., & Rappaport, A. (2016, July–August). Reclaiming the idea of shareholder value. *Harvard Business Review*.
54. European Union (2014). Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups (NFRD). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0095>
55. Peters, G. F., Romi, A. M., & Sanchez, J. M. (2019). The Influence of Corporate Sustainability Officers on Performance. *Journal of Business Ethics*, 159(4), 1065–1087. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3818-1>
56. Putzer, P., & Posza, A. (2024). Transition from CSR to ESG in Tourism – A Bibliometric Analysis. *Organizacija*, 57(3), 249–259. <https://doi.org/10.2478/orga-2024-0018>
57. Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K., & Ahsan, T. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199–1214. <https://doi.org/10.1002/bse.2427>
58. Rappaport, A. (2006, September). Ten ways to create shareholder value. *Harvard Business Review*.
59. Schiehl, E., & Kolahgar, S. (2021). Financial materiality in the informativeness of sustainability reporting. *Business Strategy and the Environment*, 30(2), 840–855. <https://doi.org/10.1002/bse.2657>
60. Seok, J., Kim, Y., & Oh, Y. K. (2024). How ESG shapes firm value: The mediating role of customer satisfaction. *Technological Forecasting and Social Change*, 208, 123714. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2024.123714>
61. Shanaev, S., & Ghimire, B. (2022). When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns. *Finance Research Letters*, 46, 102302. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102302>
62. Shubham, Charan, P., & Murty, L. S. (2018). Secondary stakeholder pressures and organizational adoption of sustainable operations practices: The mediating role of primary stakeholders. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 910–923. <https://doi.org/10.1002/bse.2041>
63. Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
64. Sun, W., Kou, M., Zhang, X., Cui, Y., & Chen, S. (2024). How Does a Major Corporate Customer's ESG Performance Drive the Supplier's Green Innovation? *Sustainability*, 16(17), 7770. <https://doi.org/10.3390/su16177770>

65. Suttipun, M. (2021). The influence of board composition on environmental, social and governance (ESG) disclosure of Thai listed companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(4), 391–402. <https://doi.org/10.1057/s41310-021-00120-6>
66. Sydow, J., Schreyögg, G., & Koch, J. (2009). Organizational path dependence: opening the black box. *Academy of Management Review*, 34(4), 689–709. <https://doi.org/10.5465/AMR.2009.44885978>
67. Talan, G., Sharma, G. D., Pereira, V., & Muschert, G. W. (2024). From ESG to holistic value addition: Rethinking sustainable investment from the lens of stakeholder theory. *International Review of Economics & Finance*, 96, 103530. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103530>
68. Ullmann, A. A. (1985). Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540–557. <https://doi.org/10.5465/amr.1985.4278989>
69. Velte, P. (2019). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? *Management Research Review*, 43(5), 497–520. <https://doi.org/10.1108/MRR-04-2019-0182>
70. Welch, K., & Yoon, A. (2020). Corporate Sustainability and Stock Returns: Evidence from Employee Satisfaction. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3616486>
71. Whitelock, V. G. (2019). Multidimensional environmental social governance sustainability framework: Integration, using a purchasing, operations, and supply chain management context. *Sustainable Development*, 27(5), 923–931. <https://doi.org/10.1002/sd.1951>

AN EMPIRICAL ASSESSMENT OF STAKEHOLDER PREFERENCE RANKINGS IN ESG PRACTICES OF EUROPEAN LISTED FIRMS

The study examines the ranking of stakeholder preferences based on the ESG ratings of 704 publicly listed European companies over the period 2009–2020. The novelty of the research lies in linking corporate ESG performance to stakeholder theory through the development of a stakeholder taxonomy, and in assessing corporate stakeholder preferences based on the principle of double materiality. The objective of the study is to explore which sustainability topics companies consider material and how these preferences relate to stakeholder value creation. Using the non-negative least squares (NNLS) method, we estimate implicit ESG category weights and match ESG categories with stakeholder groups based on the proposed stakeholder taxonomy. We then rank corporate stakeholder preferences according to a double materiality-based weighting scheme. Our results indicate that, in terms of stakeholder preference rankings, companies generally prioritize internal stakeholders over external ones. Among external stakeholders, suppliers, communities, and customers occupy prominent positions. Firms with higher ESG performance also place greater emphasis on sustainability aspects related to environmental responsibility. Given the limited empirical evidence on the ranking of stakeholder preferences among publicly listed European firms, our study may provide guidance for the development of sustainability strategies and for conducting materiality assessments that underpin sustainability reporting.

Keywords: stakeholder preferences, ESG-strategy, sustainability reporting

Melléklet

Az 1. melléklet a legkisebb négyzetek módszerével becsült kategóriasúlyok leíró statisztikáit mutatja be. Az (1) egyenlet alapján minden üzleti évre külön-külön megbecsültük a súlyokat, majd a kategóriasúlyokat visszszámítva az eredeti, nem standardizált formájukra, kiszámítottuk azok statisztikai jellemzőit.

ESG-kategóriák	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum	Megfigyelések száma
Menedzsment	0.209	0.004	0.204	0.209	0.218	12
Munkavállalók	0.137	0.004	0.129	0.137	0.142	12
Közösségek	0.100	0.005	0.092	0.100	0.112	12
Károsanyag-kibocsátás	0.099	0.006	0.088	0.098	0.108	12
Emberi jogok	0.099	0.003	0.092	0.099	0.105	12
Erőforrás-felhasználás	0.090	0.005	0.083	0.090	0.100	12
Termékfelelősség	0.091	0.005	0.082	0.093	0.098	12
Innováció	0.073	0.002	0.069	0.073	0.076	12
Részvényesek	0.062	0.003	0.056	0.061	0.066	12
CSR-stratégia	0.036	0.004	0.029	0.035	0.045	12
RMSE	61.942	3.373	56.022	61.263	67.819	12

1. melléklet. Robusztusságvizsgálat