

DOI: <https://doi.org/10.58423/2786-6742/2022-2-138-153>
UDC 336

Éva GULYÁS

PhD, egyetemi adjunktus, Budapesti Corvinus Egyetem
Budapest, Magyarország

Tibor HAJDU

Egyetemi adjunktus, Budapesti Corvinus Egyetem
Budapest, Magyarország

Anita REIZINGER-DUCSAI

PhD, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem,
Budapest, Magyarország

ESG INDIKÁTOROK A FENNTARTHATÓSÁGI JELENTÉSEKBE – MI LEHET A SZEREPÜK A PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEKNEK?

***Анотація.** Підхід ESG означає корпоративно-організаційну операцію управління, яка враховує зусилля щодо сталого розвитку, включаючи екологічні, соціальні та корпоративні аспекти управління під час прийняття рішень. Проведене авторами опитування серед керівників компаній підтверджує важливість ідентифікації підходу ESG в діяльності компанії. Значна частина опитаних вважає, що екологічні ризики будуть вирішальними для майбутнього успіху, а останніми роками зростає роль соціальної складової в оцінці компанії. У нашому підсумковому описовому дослідженні ми представляємо основні компоненти оцінювання ESG та аналізуємо нормативне середовище. В статті підсумовуються передбачувані або реальні переваги змін у оцінці доходності компаній, доповнені іншими можливими перевагами. Основною темою нашого дослідження є вимірювання надійності оцінки ESG, оскільки без надійних даних не є можливим належним чином оцінити реальні переваги в доходності. Наша довгострокова мета полягає в тому, щоб дати зрозуміти регуляторному середовищу, що поточні критерії оцінки та вимірювання не є надійними. Беручи до уваги нову директиву CSRD, зроблено висновки, які допомагають законодавцям у розробці нормативних актів стосовно практичного застосування директиви. Основою даного дослідження став аналіз звітів про сталий розвиток, які відповідають поточним вимогам, а також дослідили професійну діяльність оцінювачів ESG, а тому порівняли останніх між собою. Здійснено перевірку зв'язку між опублікованими оцінювачами індексами ESG та доходністю. У даному дослідженні зроблено акцент на прагненні узагальнити аномалії у застосуванні показників ESG, зосереджуючись насамперед на нормативному середовищі. Метою дослідження також є представлення нової ролі на фінансовому ринку молодих стартапів та підприємств, що використовують інноваційні інструменти, а також рейтингових агентств та інвестиційних компаній.*

***Ключові слова:** стійкість, індикатор ESG, доходність, надійність.*

JEL Classification: G39

***Absztrakt.** Az ESG szemlélet olyan vállalati-szervezetirányítási működést jelent, amely a fenntarthatóságot célzó törekvéseket, így a környezeti, társadalmi és vállalatirányítási szempontokat is figyelembe veszi a döntéshozatal során. Felmérésünk alapján a cégvezetők egyre fontosabb tényezőként tekintenek az általuk vezetett vállalat ESG szemlélettel való azonosulására. A megkérdezettek jelentős része úgy gondolja, hogy a jövőbeli sikeresség tekintetében meghatározóak*



lesznek a környezeti kockázatok, illetve az elmúlt években felértékelődött a társadalmi komponens szerepe is a vállalatok értékelése során. Összefoglaló leíró tanulmányunkban bemutatjuk az ESG értékelések főbb komponenseit, és megvizsgáljuk a szabályozói környezetet. Összesítjük a vállalatok értékelésében végbemenő változások jövedelmezőségi vélt vagy valós előnyeit, kiegészítve egyéb lehetséges előnyökkel. Kutatásunk fő témája az ESG értékelés megbízhatóságának mérése, hiszen megbízható adatok nélkül nem tudunk megfelelően nyilatkozni a valós jövedelmezőségi előnyökről sem. Hosszú távú célunk a szabályozói kör számára világossá tenni, hogy a jelenlegi értékelési, mérési szempontok nem megbízhatóak. Figyelembe véve az új CSRD irányelvet olyan megállapításokat teszünk, amely segíti a jogalkotókat az irányelv gyakorlati alkalmazásához kapcsolódó szabályozás kialakítása során. Kutatásunk alapját a jelenlegi követelményeknek megfelelő fenntarthatósági jelentések elemzése adta, továbbá vizsgáltuk az ESG minősítők gyakorlatát, majd ezeket összehasonlítottuk egymással. Foglalkoztunk a minősítők által nyilvánosságra hozott ESG indexek és a jövedelmezőség közötti kapcsolat vizsgálatával is. Jelen tanulmányunkban arra törekszünk, hogy összefoglaljuk az ESG indikátorok alkalmazásának anomáliáit, kiemelten foglalkozva a szabályozói környezettel. Célunk annak a bemutatása is, hogy a pénzügyi piac feltörekvő, innovatív eszközöket használó start-up-jai, vállalkozásai, a minősítők, illetve a befektetési szolgáltatók milyen új szerepben találhatják magukat.

Kulcsszavak: fenntarthatóság, ESG indikátor, jövedelmezőség, megbízhatóság.

Abstract. The ESG approach means a corporate governance operation that takes into account sustainability goals, including environmental, social and corporate governance aspects, in decision-making. According to our survey, company executives consider the identification of the company they lead with an ESG approach to be an increasingly important factor. A significant part of the respondents believe that environmental risks will be decisive for their future success, and the role of the social component in the evaluation of companies has also increased in recent years. In our summary descriptive study, we present the main components of ESG assessments and examine the regulatory environment. We summarize the perceived or real benefits of changes in the valuation of companies, supplemented by other potential benefits. The main topic of our research is to measure the reliability of ESG valuation, as without reliable data we cannot adequately state the real profitability benefits. Our long-term goal is to make it clear to the regulatory community that the current evaluation and measurement criteria are unreliable. Taking into account the new CSRD directive, we make findings that help the legislators in the development of regulations related to the practical application of the directive. The basis of our research was the analysis of sustainability reports that meet the current requirements, and we also examined the practice of ESG qualifiers and then compared them with each other. We also examined the relationship between the ESG indices published by the raters and profitability. In this study, we aim to summarize the anomalies in the application of ESG indicators, focusing primarily on the regulatory environment. Our goal is also to present the new role that the up-and-coming start-ups, the businesses that use innovative tools, rating agencies, and investment service providers play in the financial market.

Keywords: sustainability, ESG indicator, profitability, reliability.

Kutatási terület bemutatása, a vizsgált probléma leírása. Az elmúlt időszakban már nem csak a hétköznapi életben lehet egyre többet hallani a fenntarthatóságról, hanem a vállalatok működésében, stratégiájában is egyre nagyobb szerephez jutnak az erre irányuló intézkedések. Nem véletlen tehát, hogy a CSR (Corporate Social Responsibility), vagyis a vállalati társadalmi felelősségvállalás mára már az üzleti tevékenység általános részévé vált, mely megnyilvánulhat akár környezetvédelemmel kapcsolatos önkéntes akciók vagy a munkavállalók jólétének növelése érdekében tett intézkedések formájában is.

Azzal, hogy a cégek elkezdtek foglalkozni a fenntarthatósággal, a piac más szereplőinél, például a befektetőknél is megjelent az igény arra, hogy a pénzügyi adatok mellett átlátható és világos információt kapjanak a vállalatok környezeti, társadalmi és irányítási teljesítményéről is. Ez az úgynevezett ESG szemlélet, amely az említett három tényező mentén lehetővé teszi a vállalatok fenntarthatósági teljesítményének számszerű mérését is. Maga az elnevezés egy betűszó, ami a három vizsgált szempontot tömöríti. A környezeti tényező (E) lényegében a vállalat ökoszisztémára gyakorolt hatásával foglalkozik. Ez magában foglalja például az üvegházhatású gázok kibocsátását, a természeti erőforrások hatékony felhasználását, a szennyezést és a hulladékgazdálkodást is. De ide sorolható még az innovációs tevékenységek is, amelyek a vállalat által piacra vitt termékek környezetbarát tervezésére irányulnak (Billio és mtsai., 2021; Liang & Renneboog, 2020). A társadalmi tényező (S) a vállalat munkaerővel, ügyfelekkel és társadalommal való kapcsolatára utal. Ide tartozik a foglalkoztatás minősége, a biztonság, az egészség, illetve a képzés-fejlesztés is. Fontos szempont továbbá az ügyfelek elégedettségének elérése és a jó munkahelyi kultúra, közösség kialakítása is (Billio és mtsai., 2021; Liang & Renneboog, 2020). Az irányítási tényező (G) egyfelől a hagyományos vállalatirányítást jelenti, vagyis olyan mechanizmusokat, amelyek a vezetést a részvényesi érték maximalizálására készítik. De ide tartozik például a jól működő igazgatóság, az igazságos vezetői javadalmazás, vagy az illegális tevékenységek, a csalás és a vesztegetések elkerülése is (Billio és mtsai., 2021; Liang & Renneboog, 2020).

A fenti három tényezőt figyelembe véve az irányítás az, amely leginkább a pénzügyi eredményhez köthető, míg a környezeti és társadalmi szempont tekintetében nehezebb a számszerűsítés. Fontos azonban, hogy az ESG alkalmazása ne csupán egy marketingfogásként jelenjen meg a cég stratégiájában (greenwashing), hanem egy hosszú távú döntéshozatalként, amely azt hivatott elérni, hogy az általános társadalmi, illetve környezeti helyzet is fenntartható módon javuljon. Amennyiben ez bekövetkezik, úgy a stabil környezeti és társadalmi helyzet alacsony pénzügyi kockázatot is jelent, ezáltal pedig az ESG szemlélet mellett fog egy vállalkozás dönteni tisztán, csak gazdasági szempontokat követve is. (Tapaszt, 2018)

Ahhoz azonban, hogy az előbb említett hatás megvalósuljon, szükséges, hogy a szabályozás, illetve a befektetők gondolkodásmódja is megváltozzon. Egyre inkább segítheti ezt a trendet a generációváltás, aminek következtében egyre szélesebb lesz az a kör, akiknek nem összeegyeztethető a gondolkodásával olyan vállalkozásba befektetni, amely káros hatással van a környezetre. Fontos ugyanakkor megemlíteni, hogy itt nem csak arról van szó, hogy az idősebb generációknak jelentősen alacsonyabb lenne a befektetési hajlandósága az ESG-be, hanem betudható a fiatalabb generációk információszerzési módjának, illetve annak, hogy a fiatalok már a legelső befektetéseik során találtak az ESG szemlélettel. (Adamczyk, 2021)

A fenntartható fejlődés a nemzetek közösségének stratégiai célkitűzésévé vált és az ENSZ Fenntartható Fejlődési Céljainak (Sustainable Development Goals, SDG) 2015-ös elindításával a globális közösség már rendelkezik egy keretrendszerrel a legsürgetőbb globális problémák kezelésére. A 2015-ben elfogadott Agenda 2030 határozatban („Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development”) 17 fenntarthatósági fejlődési cél és ezekhez 169 alcél került

meghatározásra. Kidolgozásra került a Fenntartható Fejlődési Célok (SDG) metrikája is. 2017-ben indult és 2022-ben került elfogadásra az Egyesült Nemzetek Statisztikai Bizottsága által az SDG Indikátorok (SDG Indicators) globális keretrendszere („Global indicator framework”).

Ezzel szemben a fent bemutatott ESG teljesítmény mérésének nincs egységes keretrendszere. Az ESG tényezők nem katalógusba rendezett indikátorok, a tényezők folyamatosan változnak. Az, hogy mi minősül „elfogadható” ESG tényezőnek szubjektív. Az ESG riportot kibocsátó vállalkozások maguk állítják össze, a befektetők pedig maguk azonosítják az értékrendjüknek megfelelő befektetéseket. A kialakított rangsorok valamely minősítő ESG indexétől függenek,

Jelen tanulmányban a szakirodalom és a korábbi kutatások elemzésével arra keressük a választ, hogy milyen anomáliákat okozhat az eltérő indikátorok alkalmazása, milyen feladuk van a pénzügyi intézményeknek, minősítőknek. Kijelöljük a kutatásunk további irányát is, melynek új megvilágítást ad a CSRD irányelv.

Korábbi kutatási eredmények. Kutatásunk kiindulópontját Moskowitz kijelentése adta, aki szerint a felelősségteljes vállalati magatartás kiemelkedő pénzügyi teljesítményt jelenthet. (Moskowitz 1972)

Ezt a pozitív kapcsolatot más források is elismerik, azonban nem ezt a következtetést vonják le, hanem a kiemelkedő pénzügyi teljesítmény egyik következményeként magyarázzák a felelősségteljes tevékenység kialakulását, hiszen így jut erőforrás annak megvalósítására. (Günther et al., 2012)

Friedman (1970) megközelítése alapján a fenntarthatósági tényezők vállalati teljesítménybe való integrálása, beépítése a kezdetekben nagyon magas költségekkel jár, emiatt pedig a jövedelmezőség is jelentősen csökken. Ez a megközelítés tehát negatív kapcsolatot feltételez a továbbgondolt ESG-szemlélet és a pénzügyi jövedelmezőség között, amelynek elsődleges oka, hogy nézete szerint a felelős magatartás drága, amely nem térül meg a felelős tevékenységbe való befektetés során, továbbá az externáliák internalizálása is rontja a jövedelmezőséget a felmerülő magasabb működési költségek miatt. (Dam, 2008)

A harmadik megközelítés szerint nincsen szignifikáns kapcsolat az ESG-szemlélet és a pénzügyi jövedelmezőség között. Emellett azzal a feltételezéssel élnek, hogy egy vállalkozás ESG teljesítménye olyan tényezőktől is függ, mint a vállalat mérete, diverzifikációja, kutatás-fejlesztésbe befektetett összege, reklámtevékenysége. (Bebchuk et al., 2013)

Az elemzések alapvetően azt mutatják, hogy rövid távon a harmadik megközelítés, amely a leginkább alátámasztható, miszerint rövid távon nincsen szignifikáns kapcsolat az ESG-szemlélet és a pénzügyi jövedelmezőség között. Ez az eredmény elsősre negatívan hathat az ESG-szemlélet alkalmazásával kapcsolatban, hiszen többletértéket nem jelent a cég számára. Ugyanakkor már megjelent kutatások alátámasztják a hosszú távú pozitív hatásokat. (Ben Lahouel et al. 2019)

Az ESG szemlélet szerinti vállalatiirányítás egyik fő célja a fenntarthatósági kockázat mérséklése. Ez olyan környezeti, társadalmi vagy irányítási eseményt vagy körülményt jelent, melynek bekövetkezése lényeges negatív hatást gyakorolhat a befektetésekre, gazdasági teljesítményre.

Ebből következően az ESG-kompatibilis működésre való átállása és a társaságok ESG érettségi szintjének folyamatos fejlődése és fejlesztése számos pénzügyi és nem-pénzügyi előnyt jelenthet.

Felmérések igazolják, hogy a nem pénzügyi előnyök már rövid távon érvényesülnek, amelyek hosszú távon okoznak/teremthetnek pénzügyi előnyöket.

Az emelkedő befektetési igényre válaszul megjelentek az ESG mérésével foglalkozó tanácsadó cégek, amelyek azokat a számszerűsíthető, illetve objektíven vizsgálható szempontokat veszik figyelembe, amely alapján kialakul egy, a cég ESG besorolását meghatározó, úgynevezett „ESG rating”.

Az ESG besorolással foglalkozó cégek elsősorban a saját módszertanuk alapján végzik el a vállalkozások vizsgálatát, illetve értékelik őket a fenntarthatósági szempontok alapján. Ezen értékelések alapján tudnak a pénzügyi piac szereplői megfelelő döntést hozni a befektetéseket illetően. A minősítések között megtalálhatóak elsősorban a pénzügyeken kívüli információkat figyelembe vevő, illetve a pénzügyi és nem-pénzügyi információkat egyaránt felhasználó minősítések is. Az ehhez szükséges adatokat egyrészt a vállalatoktól szerzik be kérdőívek, illetve elérhető információk alapján, továbbá nyilvánosan elérhető adatokat is felhasználnak. (Escrig-Olmedo és mtsai, 2019)

A fenntarthatóság üzleti folyamatokba való beépülése következtében az elmúlt időszakban egyre több ESG minősítő intézet jelent meg a piacon, azzal a céllal, hogy jól kidolgozott mérési módszertanuk segítségével e három szempont mentén felmérjék a vállalatok fenntarthatósági teljesítményét (Escrig-Olmedo és mtsai., 2019).

Ezt a fajta teljesítménymérést a szakirodalomban is számos kutatás alkalmazza. A jövő kihívása azonban, hogy ezek a minősítések következtelenek és kevésbé konzisztensek, amely többek között a minősítők eltérő preferenciáiból, a tényezők más-más súlyozásából és az alkalmazott módszertanok sokféleségéből fakadhat (Liang & Renneboog, 2020).

Wong (2018) szerint az ESG minősítés felfogható egy olyan értékelésnek, amely a környezeti, társadalmi és irányítási kérdésekben nyújtott teljesítmény összehasonlító értékelésén alapul. Ennek megfelelően az ESG pontszámok mérőszámként szolgálnak a vállalatok fenntarthatósági teljesítményének vonatkozásában. Fontos azonban kiemelni, hogy a szakirodalomban egyre több cikk foglalkozik azzal, hogy pontosan mi is ezeknek a mérőszámoknak a megfelelő összetétele, melyek azok a pénzügyi vagy nem pénzügyi mutatók, amelyek a leginkább magyarázzák egy vállalat ESG pontszámát.

Kocmanova és mtsai., (2017) szerint a fenntarthatóság egy olyan jelenség, melyet nem lehet egyszerűen egy mutatószám segítségével mérni, hanem összetett mutatók használatára van szükség. Ennek hátránya azonban, hogy ki kell alakítani egy megfelelően felépített indikátorrendszert és meg kell találni az egyes indikátorokhoz tartozó súlyokat is.

Az alkalmazandó indikátorok és azok megfelelő mérése, illetve a hiányzó szabályozások mellett a szakirodalomban négy fő, az ESG adatok megbízhatóságát érintő problémát lehet azonosítani.

1. Vállalatméret: a nagyobb erőforrásokkal rendelkező vállalatoknak lehetőségük van arra, hogy fenntarthatósági teljesítményüket részletesebben, több mutatószám segítségével is mérjék, így rendszeresen magasabb ESG-



- pontszámokat érnek el (Doyle, 2018; Drempetic és mtsai., 2020; Liang & Renneboog, 2020).
2. Földrajzi elhelyezkedés: a vállalatok saját országának szabályozási sajátosságai olyan egyedi környezetet teremtenek, amely befolyásolja a nyilvánosságra hozatalt és a jelentéstétel szintjét. Ez azt jelenti, hogy mivel az egyes országokban eltérő a fenntarthatósági jelentésekre vonatkozó szabályozottság mértéke, így előfordulhat, hogy bizonyos területeken mélyebben, több indikátor bevonásával mérik az ESG teljesítményt, míg máshol jóval felületesebb kerülnek közzétételre ezek az adatok. Éppen ezért egy kutatás arra a megállapításra jutott, hogy Európában a vállalatok sokkal magasabb ESG-besorolást kapnak, mint az USA-ban vagy bárhol máshol (Doyle, 2018; Liang & Renneboog, 2020).
 3. Iparági szektor: több minősítő cég próbálja iparáganként standardizálni az értékeléseket, de közben az adott iparágon belül egyszerűen csak súlyozzák a három dimenzióra kapott értékeket és nem veszik figyelembe a vállalatspecifikus kockázatokat (Doyle, 2018).
 4. Minősítő intézetek: Berg és mtsi., (2019) kutatásaik során arra jutottak, hogy maga az értékelő cégek is hatással lehetnek az ESG pontszámokra. Megfigyelték ugyanis, hogy létezik az úgynevezett „rater effect”, ami azt jelenti, hogy a minősítőket befolyásolhatja az értékelésben az adott cég hírneve, marketingstratégiája is. Másrészt az értékelő cégek hatása az ESG pontszámokra attól is függhet, hogy mit hajlandó a cég közzétenni, milyen információkat ad át a minősítők részére. Előfordulhat ugyanis, hogy ha nem válaszolnak meg egy kérdést a kérdőívben belül, akkor abból a szempontból automatikusan rossz minősítést kapnak. Egy másik aspektus tehát, ami az ESG pontszámok megbízhatóságát erőteljesen megkérdőjelezi, a piacon elérhető minősítő cégek és az általuk kínált szolgáltatások konzisztenciája.

Li & Polychronopoulos (2020) például 70 ESG minősítő céget azonosított, nem számolva az ESG-vel kapcsolatos kutatásokat végző befektetési bankokat, kormányzati szervezeteket és kutatószervezeteket. Ez a szám már önmagába véve jelentősnek mondható és méltán lehet azt gondolni, hogy az egyes minősítők értékelései nincsenek teljes összhangban egymással. A szakirodalomban számos kutató kísérletet tett a különböző minősítő cégek összehasonlítására, akár az alkalmazott módszertan, akár a számításba vett indikátorok szempontjából. Az egyik, talán legfontosabb megállapítás, ami a megbízhatóság kérdését is befolyásolja, hogy a minősítő cégek által alkalmazott mérőszámok különböző forrásokból származnak: cégnyilvántartás, nem pénzügyi jelentések, média, harmadik fél adatszolgáltatásai, kérdőívek, ami alapjaiban véve megkérdőjelezi azt, hogy mennyiben mérik ugyanazt a jelenséget az egyes értékelések (Gyönyörövá és mtsai., 2021).

Emellett egy másik tényező, ami ronthatja a különböző értékelő cégek által kiadott ESG pontszámok összehasonlíthatóságát, hogy ezek az értékelők eltérő módszertant és megközelítést alkalmaznak. Ennek során nem csak arra kell gondolni, hogy pontosan milyen mutatókkal próbálják meg felmérni a fenntarthatósági teljesítményt, hanem arra is, hogy milyen súlyozással veszik figyelembe az egyes indikátorokat (Gyönyörövá és mtsai., 2021).

Chatterji és mtsai., (2015) például 6 minősítő céget vetettek össze és arra jutottak, hogy az általuk kikalkulált ESG pontszámok között alacsony korreláció mutatható ki. Hasonló eredményre jutottak Berg és mtsai., (2019), illetve Capizzi és mtsai., (2021) is. Szerintük a fő eltérések a hatókörből (mit mérnek), magából a mérésből (milyen indikátorokat használnak) és az egyes indikátorok súlyozásából adódik. További tanulmányok is azt mutatták, hogy nem következtesek a besorolások (Delmas és mtsai., 2013; Dorfleitner és mtsai., 2015; Semenova & Hassel, 2015). Ezekben a kutatásokban azzal magyarázták az eltéréseket, hogy különbözőnek a minősítők cégek által alkalmazott mérési koncepciók. Dimson és mtsai., (2020) szerint egy másik indok az eltérésekre, hogy a kumulált pontszámban eltérő súlyokkal veszik figyelembe a három ESG dimenziót.

A fentiekkel ellentétben Utz (2019) az ESG minősítések megbízhatóságát egy másik megközelítésben vizsgálta. Azt elemezte, hogy a váratlan botrányok hogyan mutatkoznak meg az ESG pontszámokban. A kutatás eredményeként arra jutott, hogy a retrospektív mutatók jelentősen csökkennek a botrány évében, amiből arra következtetett, hogy az ESG minősítések ebből a szempontból megbízhatónak tűnnek, hiszen követik a változásokat.

Widyawati a kutatásában (2021) a KLD, Sustainalytics, Bloomberg és Thomson Reuters ESG minősítő szolgáltatását vizsgálta meg, mivel az általuk közzétett információkat számos befektető használja fel értékelésekhez és befektetésekhez. Az elemzések azt mutatják, hogy a minősítők által alkalmazott mérési keretrendszer jelentősen eltér egymástól. A mutatók kvalitatív elemzése arra utal, hogy az intézetek az ESG rendszert más szempontok alapján közelítik meg, így a különböző mérési keretek az értékelések eltéréséhez vezethetnek (Widyawati, 2021).

Az ESG-minősítés megbízhatóságával kapcsolatban két fontos problémakört azonosított Widyawati (2021), ami összhangban van a korábban bemutatott nézőpontokkal és kutatásokkal. A tanulmány az átláthatóság és a szabványosítás hiányára hívja fel a figyelmet és ezt elemzi.

Az átláthatóságot vizsgálva az ESG-rendszerben gyakran találkozhatunk összetett pontszámokkal, amelyek több mutató eredményét összesítik. Az összetett pontszámok használata segít abban, hogy az érintettek könnyebben kiigazodjanak a mutatók és az értékek között. Más tanulmányok azonban arra mutatnak rá, hogy az összetett pontszámok nem biztos, hogy megfelelőek olyan mutatók esetében, amelyek elméletileg eltérő konstrukcióval rendelkeznek (Carroll et al., 2016). Az MSCI KLD tanulmányai azt sugallják, hogy a pontszámokat nem lehetne egy összetett pontszámba aggregálni (Semenova – Hassel, 2015; Capelle-Blancard – Petit, 2017). Widyawati tanulmánya (2021) alapján az ESG indikátorok megbízhatóságának mérésére a belső konzisztencia vizsgálata is alkalmas, miszerint az azonos konstrukciókat bemutató mérőszámok milyen valószínűséggel adnak hasonló eredményeket, ennek a mérésére azonban kevés adat áll rendelkezésre.

A négy ESG-minősítés mérési keretrendszerének megfigyelése azt mutatta, hogy az ügynökségek által alkalmazott mérési keretek között vannak közös vonások és különbségek (Widyawati, 2021). A megállapítások azt is feltárták, hogy a hitelminősítő intézetek eltérően értelmezik az ESG rendszert, tehát az egységesítés nem valósul meg.



Widyawati (2021) javaslata szerint az ESG mutatók felhasználásával akkor kaphatunk megbízható eredményt, ha több ESG értékelést is figyelembe veszünk, esetleg ezek értékeit átlagoljuk. Illetve a különböző minősítők más szempontokat vesznek figyelembe, így érdemes azt választunk, amely az elemzése során nagyobb hangsúlyt fektet a számunkra fontos témakör kérdéseire, ehhez viszont az értékelést végző cégek munkájának részletes dokumentációja és átláthatósága szükséges.

A cikk célja. Kutatásunk során a mérés, mérhetőség koncepciójára fókuszáltunk. Vizsgáltuk a minősítő cégek módszertanát és a kialakított ESG indexek összehasonlíthatóságát. A minősítő cégek, elemzők által figyelembe vett indikátorok minőségére, az adatszolgáltatás módszertanára, illetve ezen adatok ellenőrizhetőségére vonatkozóan végeztük kutatásunkat. Mindezek alapján igazoltuk azon hipotézisünket, hogy a jelenlegi gyakorlat által használt indikátorok jelentős része nem mérhető pénzügyi-számviteli adatokkal, ellenben a belőlük levont következtetések számszerűsített hatásként kerülnek kommunikálásra.

A kutatás fókusz – indikátorok és a mérés problémája. Az ESG besorolással foglalkozó cégek elsősorban a saját módszertanuk alapján végzik el a vállalkozások vizsgálatát, illetve értékelik őket a fenntarthatósági szempontok alapján. Ezen értékelések alapján tudnak a pénzügyi piac szereplői megfelelő döntést hozni a befektetéseket illetően. A minősítések között megtalálhatóak elsősorban a pénzügyeken kívüli információkat figyelembe vevő, illetve a pénzügyi és nem-pénzügyi információkat egyaránt felhasználó minősítések is. Az ehhez szükséges adatokat egyrészt a vállalatoktól szerzik be kérdőívek, illetve elérhető információk alapján, továbbá nyilvánosan elérhető adatokat is felhasználnak. (Escrig-Olmedo és mtsai, 2019)

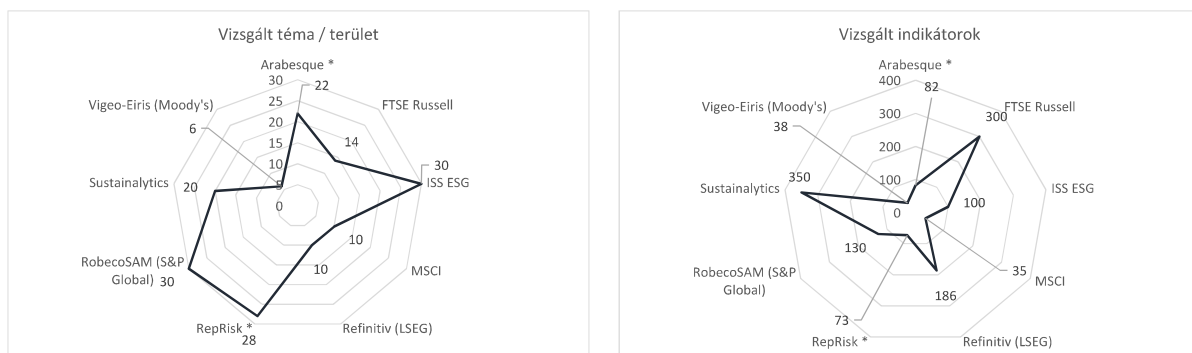
A fenntarthatóság üzleti folyamatokba való beépülése következtében az elmúlt időszakban egyre több ESG minősítő intézet jelent meg a piacon, azzal a céllal, hogy jól kidolgozott mérési módszertanuk segítségével e három szempont mentén felmérjék a vállalatok fenntarthatósági teljesítményét (Escrig-Olmedo és mtsai., 2019).

Ezt a fajta teljesítménymérést a szakirodalomban is számos kutatás alkalmazza. A jövő kihívása azonban, hogy ezek a minősítések következtelenek és kevésbé konzisztensek, amely többek között a minősítők eltérő preferenciáiból, a tényezők más-más súlyozásából és az alkalmazott módszertanok sokféleségéből fakadhat (Liang & Renneboog, 2020).

Wong (2018) szerint az ESG minősítés felfogható egy olyan értékelésnek, amely a környezeti, társadalmi és irányítási kérdésekben nyújtott teljesítmény összehasonlító értékelésén alapul. Ennek megfelelően az ESG pontszámok mérőszámként szolgálnak a vállalatok fenntarthatósági teljesítményének vonatkozásában. Fontos azonban kiemelni, hogy a szakirodalomban egyre több cikk foglalkozik azzal, hogy pontosan mi is ezeknek a mérőszámoknak a megfelelő összetétele, melyek azok a pénzügyi vagy nem pénzügyi mutatók, amelyek a leginkább magyarázzák egy vállalat ESG pontszámát.

Kocmanova és mtsai., (2017) szerint a fenntarthatóság egy olyan jelenség, melyet nem lehet egyszerűen egy mutatószám segítségével mérni, hanem összetett mutatók használatára van szükség. Ennek hátránya azonban, hogy ki kell alakítani egy megfelelően felépített indikátorrendszert és meg kell találni az egyes indikátorokhoz tartozó súlyokat is.

Az E, S, és G pillérek indikátorainak, a minősítési komponensek meghatározásában hiányoznak a közös jellemzők, attribútumok és szabványok. Az ESG indikátorok egy része nem értelmezhető a hagyományos pénzügyi elemzés keretében. Számszakilag közvetlenül nem mérhetőek, mert magatartási vagy cselekvési normákat fogalmazznak meg. Az ESG tényezők számos olyan kérdést is magukban foglalnak, melyek nem részei a hagyományos pénzügyi elemzésnek, de befektetési relevanciával vagy lényegességgel bírhatnak. Olyan tényezőket foglalnak magukban, mint a vállalat reagálása az éghajlatváltozásra, a vállalati kultúra és az innováció kapcsolata, a munkaerővel való „bánásmód” stb. Az ESG minősítések nem egységes információkat használnak, nem szabványosított közzétételek formájában, nincsen a minősítési jellemzőknek katalógusa (Billio, Costola, Hristova, Latino & Pelizzon, 2021, Hirai & Brady, 2021). A legtöbb információ, amelyet figyelembe vesznek az ESG elemzésekben nagyrészt a vállalatok önkéntes közzétételéből vagy a minősítő cégek kérdőíves felméréseire adott válaszokból származik (El-Hage, 2021). Jelentősen eltér az E, S és G pillérekben vizsgált területek és indikátorok száma (lásd 1. és 2. sz. ábra), megfigyelhető a mesterséges intelligenciát alkalmazó cégek kiemelkedő mintavételi sokasága.



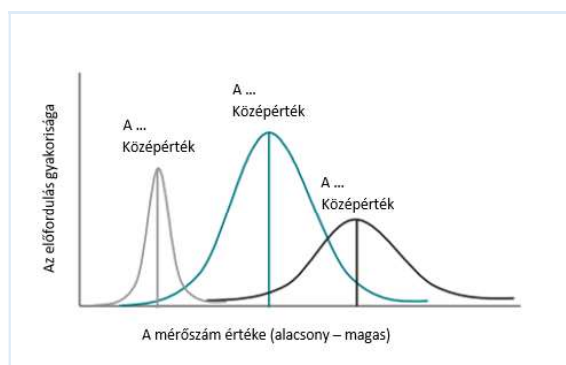
1. sz. ábra: Az ESG témák és indikátorok vizsgálati megoszlása az egyes minősítő cégeknél (saját szerkesztés)

Forrás: <https://www.msci.com>, <https://www.environmental-finance.com>, <https://www.refinitiv.com>, <https://www.sustainalytics.com>, <https://www.issgovernance.com>, <https://www.spglobal.com>, <https://content.ftserussell.com>, <https://www.reprisk.com>, <https://arabesque.com>

Paradox módon az indikátorokkal kapcsolatos információk mennyiségének növekedése nemhogy csökkentené a mérések eltéréseit, hanem éppen ellenkezőleg, növeli azok szórását és felerősíti az ESG mutatókkal kapcsolatos nézeteltéréseket (Christensen, Serafeim & Sikoch, 2021). Ugyanazon vállalat eltérő ESG minősítését az okozza, hogy (i) nincs konszenzus a minősítő cégek között a minősítés alapját képező mérőszámok, indikátorok alkalmazásának tekintetében és (ii) jelentős eltérések vannak a mérőszámok mögötti információk tartalmának értelmezésében.

Az adatok inkonzisztenciája. Mérhetőségi problémát jelent az adatok, a mért ESG tényezők következetlensége, mert ugyanarra a kérdésre - például a dolgozók egészségi állapota vagy a vállalatirányítás összetétele - eltérő indikátorokat és mérőszámokat alkalmaznak a vállalatok. Három mérhetőséggel kapcsolatos probléma merülhet fel: (1) nem minden vállalat használja ugyanazt az indikátort (mérőszámot) a kérdés mérésére, (2) ugyanarra a kérdésre a vállalatok eltérő mérőszámokat alkalmaznak és

(3) nincsen adat, amit össze lehetne hasonlítani. Ha az adott kérdés mérésére a vállalatok eltérő indikátorokat és/vagy mérőszámokat alkalmaznak - és azok nem összehasonlíthatóak - eltérőek lesznek az ugyanarra a kérdésre adott válaszok sztenderd eloszlásai szórásai, átlagértékei, legnagyobb és legkisebb értéke. Ez inkonzisztenssé teszi az adatokat, ami értelmezhetetlenné teszi az ESG teljesítmények értékelését (Kotsantonis & Serafeim, 2019).



2. sz. ábra: Azonos kérdés az ESG mérőszámok lehetséges szórásai

Forrás: Kotsantonis & Serafeim (2019) alapján saját szerkesztés

Nincsen az összehasonlítás alapját jelentő metrikus rendszer, amely alapján a befektetők döntéseket tudnának hozni preferenciáikra.

A mögöttes probléma kettős. Egyrészt a mérés alapját képező tényezők és faktorok sok esetben nem mérhetőek (társadalmi és politikai tényezőket tartalmaznak), másrészt egyes szofisztikált mérési tényezőket nehezen lehet egy egyszerűn kifejezhető mérési skálára transzformálni (például a Co2 emisszió mértéke).

Összemérhetőség és mérési hiányosságok. Kritikus pontja az ESG minősítésnek az indikátorok viszonyítási pontjának (a viszonyítási alap) a meghatározása, ami lehet iparági csoporton belüli vagy egy univerzális, abszolút mérési szint meghatározása. Ha az ESG mutató a legjobban teljesítő vállalathoz rendeli a legmagasabb teljesítmény pontszámot és a legrosszabbhoz a legalacsonyabbat, a többi vállalat a kettő közötti értéktartományban szóródik. Ez kritikus pontja az ESG minősítések eltéréseinek, hiszen a legjobb és a legrosszabb teljesítmény kijelölése határozza meg a minta pontszámainak referencia értékeit. A referencia tartomány kialakítható úgy, hogy a minta elemei egy univerzális iparági csoportot képviselnek, ekkor az ESG teljesítmény metrikus mérése elkerülhetetlen torzításokkal jár (például a gáz- és olajipari társaságok egy csoportba kerülnek az élelmiszeripari és techcégekkel). A homogén iparágon belüli csoportra való teljesítménymutató realisabb összehasonlítást eredményez, de az is csak akkor, ha az adott vállalat tevékenysége profiltiszta és nem a diverzifikált portfólió a jellemző a tevékenységére.

Eltérő és átláthatatlan módszertanok. Nincsen egységesen alkalmazott minősítési módszertan. Az ESG minősítő intézetek a saját maguk kifejlesztett értékelési-minősítési módszereik segítségével ellenőrzik és értékelik a vállalati fenntarthatósági teljesítményeket. Az értékelési kritériumok nem nyilvánosak, a minősítés folyamatáról nem adnak tájékoztatást, az alkalmazott módszertanok divergálnak (nem egységesek), nem publikusak és átláthatatlanok (El-Hage, 2021, Escrig-Olmedo et al., 2019). Az eltérő minősítések okai az elemzések időhorizontjainak az eltérése (visszatekintő

versus előre tekintő), szubjektív szempontok érvényesülése a kockázatok és a materialitás megállapításában, eltérő iparági súlyozás alkalmazása, de a indikátorok mögöttes információi is változhatnak. Jelentős értékelési torzítások keletkezhetnek a vállalati méretek (a nagyobb vállalat jobb minősítést kap), a földrajzi elhelyezkedés és az iparági besorolás miatt is. Az ESG adatok különböznek a pénzügyi adatoktól és jelentősen eltérést mutathat az egyes minősítő intézetek ugyanazon vállalatra adott értékei. Az ESG-t a tényszerű mérések helyett, a pontszámokat inkább véleményalapú értékelésnek kell tekinteni (Johnson 2020). Az ESG pontszámok és értékelések ténylegesen nem adatokat, hanem elemzést, az ESG indikátorok elemzését jelenti.

A minősítési folyamatban a mesterséges intelligencia alkalmazásával az algoritmizált automatikus adatgyűjtés és frissítés miatt a minősített vállalatok száma megugrik (Arabesque, RepRisk).

	Arabesque *	FTSE Russell	ISS ESG	MSCI	Refinitiv (LSEG)	RepRisk *	RobecoSAM (S&P Global)	Sustainalytics	Vigeo-Eiris (Moody's)
Vizsgált pillérek (E,S,G)	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Téma / terület száma	22	14	30	10	10	28	30	20	6
Indikátorok száma	82	300	100	35	186	73	130	350	38
Minősített vállalatok száma	25 000	7 200	11 500	8 500	12 000	200 000	8 000	14 000	5 000
Minősítési skála	0 - 100	1 - 5	'D-' - 'A+'	CCC - AAA	0 - 100 'D-' - 'A+'	0 - 100 'D-' - 'AAA'	0 - 100	0 - 100	0 - 100

3. sz. ábra: Az ESG minősítések összehasonlítása az egyes minősítő cégeknél (saját szerkesztés)

Forrás: <https://www.msci.com>, <https://www.environmental-finance.com>, <https://www.refinitiv.com>, <https://www.sustainalytics.com>, <https://www.issgovernance.com>, <https://www.spglobal.com>, <https://content.ftserussell.com>, <https://www.reprisk.com>, <https://arabesque.com>

Az adathasználat és a materialitás problémája. Mivel nincsenek elfogadott és kidolgozott ESG adatszolgáltatási és ESG jelentési szabványok, ezért paradox módon, minél több ESG adat kerül vállalati oldalról közzétételre, annál inkább összetettebb lesz az ESG jelentés és annál inkább eltérőek lesznek az ESG minősítő intézmények vállalati minősítései. Ezért szükségszerű lenne az ESG mutatók kezelhető és értelmezhető közzétételi formára való szűkítése. Az ESG jelentéstétel jelenleg az „önkéntes” szabványok és keretrendszerek kusza halmaza, amely nemcsak az összehasonlíthatóság számára kihívás, hanem az alapul vett adatok (adat inputok) következetes felhasználására is. A szabályozás és szabványosítás hiánya miatt jelentős különbségek lehetnek az egyes ESG minősítő intézetek között a hiányzó adatok pótlásának megközelítésében. A különböző módszerrel meghatározott „adat pótlások” jelentősen eltérő ESG besorolást adhat a minősítő intézmények között (Kotsantonis & Serafeim, 2019). Nem tisztázott a materialitás sem. Az, hogy mi számít lényegesnek az attól függ, hogy a befektetők részére milyen információk állnak már rendelkezésre és az új, vagy nem ismert információk mennyire változtathatják meg a befektetői döntéseket. Nem minden ESG indikátor mérhető pénzügyi-számviteli adatokban, ugyanakkor a nem pénzügyi indikátorok lényeges és számszerűsíthető hatásait értékelik a minősítő cégek és a befektetők.



Összegzés, javaslat a szabályozásra és a kutatás további iránya. Jelenleg nincs egy mindenki által elfogadott, kötelező mutatószám rendszer, amelyet alkalmazni kellene az ESG pontszámok kiszámításakor. Ennek oka többek között az is, hogy a fenntarthatósági közzétételre vonatkozó szabályozások terén is hiányosságokkal küzd ez a terület. Bár az elmúlt években sokat változtak a nem pénzügyi jelentésekre vonatkozó előírások, de a pénzügyi beszámolóhoz képest jóval kevésbé rendszerezett ez a beszámolási forma, hiszen nincs egy egységesített séma, csupán irányelvek, ajánlások, keretelvek (GRI, IR, SASB, CDP, ISO26000) szabályozzák a közzéteendő információkat és magát a beszámolási gyakorlatot is (Lippai-Makra, 2020).

Az Európai Unió legfontosabb szabályozó eleme a beszámolóhoz kapcsolódik, melynek keretében ösztönzi a pénzügyi források fenntartható tevékenységek felé irányuló áramlását. A nem pénzügyi jelentéstételre vonatkozó uniós követelmény (Non-Financial Reporting Directive – NFRD) előírja a fenntarthatósági jelentés készítésének kötelezettségét a közérdeklődésre számot tartott társaságok számára, ha azok több mint 500 főt foglalkoztatnak. Az irányelv (2014/95/EU) egyértelmű iránymutatást állított mindenki felé, nagyobb átláthatóságot és elszámoltathatóságot a társadalmi és környezetvédelmi kérdésekben. Véleményünk szerint az irányelv létfontosságú eszközként szolgált az EU CSR programjának előmozdítása szempontjából.

Az NFRD szabályait írja felül a most elfogadásra váró, e cikk megjelenésekor már várhatóan elfogadott CSRD irányelv. Számos érdekelt fél vélte úgy, hogy a korábbi „Non-financial – nem pénzügyi” kifejezés pontatlan, hiszen azt sugallja, hogy, a szóban forgó információknak nincs pénzügyi jelentősége. Ezen információk azonban egyre inkább bírnak pénzügyi jelentőséggel. Ez a tény vezetett oda, hogy az új irányelv már a „fenntarthatósági információk” kifejezést használja. A CSRD irányelv módosítani fogja az egyes nagyvállalatokat, valamint kis- és középvállalkozásokat érintő azon követelményekre vonatkozó uniós jogot, hogy közzé tegyék a működésükre, valamint a társadalmi és környezeti kihívások kezelésére vonatkozó információkat. A tagállamoknak 18 hónapjuk lesz arra, hogy az irányelv rendelkezéseit nemzeti jogukba átültessék. Az NFRD irányelv hatálya alatt már ottlévő vállalatok esetében az alkalmazás 2024. január 1-jétől lesz kötelező. A többi nagyvállalat számára 2025. január 1. az alkalmazás kezdete, továbbá a tőzsdén jegyzett kis- és középvállalkozások, a kis- és nem összetett hitelintézetek, valamint a zárt biztosítók esetében 2026. január 1-jétől kell alkalmazni az előírt követelményeket.

A CSRD irányelv *első alkalommal vezetne be általános uniós szintű könyvvizsgálói (bizonyossági) követelményt* a fenntarthatósági jelentéstételi információkra vonatkozóan, ugyanis előírja, hogy a fenntarthatósági információkat a pénzügyi információkhoz hasonlóan jog szerinti könyvvizsgálónak auditálnia és tanúsítani kell. Ez egyértelműen azt jelenti, hogy a két jelentéstípus fontossági szintjét összehangolják. Ha ismerjük, vagy megvizsgáljuk a nemzetközi könyvvizsgálatai

standardokat, akkor megállapíthatjuk, hogy azok még nem tudták lekövetni az NFRD-hez kapcsolódó korábbi követelményeket sem. Az NFRD irányelv azt a követelményt tartalmazta, hogy a könyvvizsgálónak ellenőriznie kell magát a tényt, hogy a nem pénzügyi információkat a vállalat megadta-e. A jelenleg érvényben lévő 720. számú standard - A könyvvizsgálónak az auditált pénzügyi kimutatásokat tartalmazó dokumentumokban szereplő egyéb információkkal kapcsolatos felelősségéről – szerint „a könyvvizsgáló pénzügyi kimutatásokról nyilvánított véleménye nem vonatkozik az egyéb információkra, és ez a nemzetközi könyvvizsgálati standard sem írja elő a könyvvizsgáló számára, hogy könyvvizsgálati bizonyítékot szerezzen azon túl, ami a pénzügyi kimutatásokra vonatkozó vélemény kialakításához szükséges” (ISA 720).

Az idézett standard azt írja elő a könyvvizsgáló számára, hogy olvassa át a nem pénzügyi információkat és mérlegelje, hogy fennáll-e lényeges következtetlenség az egyéb információk és a pénzügyi kimutatások között, illetve fennáll-e lényeges következtetlenség az egyéb információk és a könyvvizsgáló könyvvizsgálat során szerzett ismeretei között. A standard előírja a jelentéstételi kötelezettséghez kapcsolódóan, hogy abban a könyvvizsgáló meg kell jelenítse az egyéb információkról szóló szakaszt, de ki is kell jelentse, hogy „a könyvvizsgálói vélemény nem vonatkozik az egyéb információkra, és ennek megfelelően a könyvvizsgáló nem bocsát ki (vagy nem fog kibocsátani) azokra vonatkozóan könyvvizsgálói véleményt vagy bármilyen formájú bizonyosságot nyújtó következtetést” (ISA 720).

A nem pénzügyi jelentéstételhez kapcsolódó, jelenleg még formálódó Európai Unió szabályozást a jelek szerint le kell, hogy kövesse az IAASB (International Auditing and Assurance Standards Board). Kijelentésünket nagyban alátámasztja az a tény, hogy a CSRD irányelv lehetővé teszi a tagállamok számára, hogy megnyissák a fenntarthatóságot garantáló szolgáltatások piacát, az úgynevezett *független bizonyosságot garantáló szolgáltatók (Independent assurance services providers - IASP)* előtt, valamint engedélyezi a tagállamok számára, hogy a jog szerinti könyvvizsgálótól eltérő könyvvizsgáló is kiadhassa a fenntarthatósági bizonyossági véleményt. Mindezek mellett a CSRD előírja azt is, hogy azok a jogszabály szerint engedélyezett könyvvizsgálók, akik meg kívánnak felelni a fenntarthatósággal kapcsolatos jelentéstétel bizonyosságára vonatkozó követelményeknek, rendelkezzenek a szükséges szintű elméleti ismeretekkel a fenntarthatósággal kapcsolatos jelentéstétel biztosítása szempontjából.

A tőzsdén nem jegyzett vállalatok egyelőre fellelőgezhetnek, de ha végiggondoljuk a szabályozás következményeit, akkor ők is érintettek lehetnek. A szabályozás célja, hogy a következő területeken gyakoroljon hatást a felelős magatartásra és annak kommunikálására:

- Értéklánc: elvárás a beszállítók felé – a nagyvállalatok számára a fenntarthatóság egyre hangsúlyosabbá válik, nem csak a közvetlen, de a



- közvetett kibocsátásukat is monitorozni szeretnék. Ennek következtében várható a CSRD következményeként a beszállítók ESG szemléletű átvilágítása.
- Bankrendszer: a bankok fenntarthatósági szűrőket alkalmazhatnak hitelnyújtáskor és előnyben részesíthetik a zöld beruházásokat – bár ez a hatás inkább csak kínálati piac esetén lenne releváns.
 - Befektetők: a fenntarthatósági szempontok előnybe kerülése a befektetési döntéseknél – a befektetési alapoknak és alapkezelőknek bizonyítaniuk kell megfelelésüket az ESG elvekhez, és ez nagyban befolyásolhatja a megvásárolt részvények körét.
 - Kötvénykibocsátások: az ESG szempontok kiemelt célként kell, hogy szerepeljenek, ennek jelei már megmutatkoznak a zöld kötvények népszerűségének növekedésével.
 - Kormányzati és EU-s támogatások: a pályázati pontozásnál ESG szempontok jelenhetnek meg, és a fenntartható beruházások előnybe kerülnek.
 - Fogyasztói és munkavállalói nyomás: a fiatalabb generáció lényegesen érzékenyebb a fenntarthatósági kérdésekre, ez befolyásolhatja a pályázati döntéseiket. A nagyvállalatok ügyfél- és HR-marketing kommunikációjában erőteljesebben jelennek meg a fenntarthatósági, de a nyilvánossággal, a felelős társadalmi magatartással kapcsolatos kérdések is.

Az irányelv javaslat egyértelműen a számviteli, a könyvvizsgálatai, az átláthatósági irányelvek rendelkezéseit javasolja módosítani.

Kutatásunk további folytatásaként az integrált jelentések, illetve az ESG jelentések vizsgálatát jelöltük ki. Vizsgáljuk ezek adattartalmát, összehasonlíthatóságát és hipotézisünk szerint a megbízható mérés és értékelés nem végezhető el a jelenleg készített jelentések alapján. A vizsgálat eredménye alapján szándékaink szerint javaslatot fogalmazunk meg a szabályozás alakítóinak arra vonatkozóan, hogy milyen elvek és módszertanok mentén készítsék el az elvárt indikátorok jegyzékét, melyek lehetővé tennék a jelentések összemérését és szabályozott ellenőrzését, megfelelően a mérhetőség koncepciójának.

Felhasznált források

1. Adamczyk, A. (2021): *Millennials spurred growth in sustainable investing for years. Now, all generations are interested in ESG options*. CNBC. Letöltés helye: <https://www.cnbc.com/2021/05/21/millennials-spurred-growth-in-esg-investing-now-all-ages-are-on-board.html> (Letöltés ideje: 2022.02.15)
2. Bebchuk, L. A. – Cohen, A. – Wang, C. C. Y. (2013): *Learning and the disappearing association between governance and returns*. *Journal of Financial Economics* 108(2), 323–348. Letöltés helye: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X12002164> (Letöltés ideje: 2022.02.22)
3. Ben Lahouel, B. – Gaies, B. – Ben Zaied, Y. – Jahmane, A. (2019): *Accounting for endogeneity and the dynamics of corporate social – Corporate financial performance relationship*. *Journal of Cleaner Production*, 230, 352–364. Letöltés helye: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652619314787> (Letöltés ideje: 2022.03.05)
4. Berg, F., Kölbl, J. F., & Rigobon, R. (2019). *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. *Corporate Governance & Finance eJournal*.
5. Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). *Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance*. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445. <https://doi.org/10.1002/csr.2177>

6. Capelle-Blancard, G., and A. Petit, 2017, The weighting of CSR dimensions: one size does not fit all, *Business and Society* No. 56. pp. 919– 943.
7. Capizzi, V., Gioia, E., Giudici, G., & Tenca, F. (2021). The divergence of ESG ratings: An analysis of Italian listed companies. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 09(02), 2150006. <https://doi.org/10.1142/S2282717X21500067>
8. Carroll, R. J., D. M. Primo, and B. K. Richter, 2016, Using item response theory to improve measurement in strategic management research: an application to corporate social responsibility, *Strategic Management Journal* No.37. pp.66– 85.
9. Chatterji, A., Durand, R., Levine, D., & Touboul, S. (2015). Do ratings of firms converge? Implications for managers, Investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37. <https://doi.org/10.1002/smj.2407>
10. Christensen, D., Serafeim, G., Sikochi, A. (2021). Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. Harvard Business School. Working Paper 20-084. *The Accounting Review* (2022) Volume 97, Issue 1, Page(s) 147–175.
11. Dam, L. (2008): *Corporate social responsibility and financial markets* (dissertation). Groningen (Netherlands): University of Groningen. Letöltés helye: <https://pure.rug.nl/ws/portalfiles/portal/10346481/thesis.pdf> (Letöltés ideje: 2022.03.05)
12. Del Giudice A, Rigamonti S. (2020) Does Audit Improve the Quality of ESG Scores? Evidence from Corporate Misconduct. *Sustainability* Vol. 12. No.14
13. Delmas, M. A., Etzion, D., & Nairn-Birch, N. (2013). Triangulating environmental performance: What do corporate social responsibility ratings really capture? *Academy of Management Perspectives*, 27(3), 255–267.
14. Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2020). Divergent ESG Ratings. *JOURNAL OF PORTFOLIO MANAGEMENT*, 47(1), 75–87. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.1.175>
15. Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility—An empirical comparison of different ESG rating approaches. *JOURNAL OF ASSET MANAGEMENT*, 16(7), 450–466. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>
16. Doyle, T. M. (2018). Ratings that don't rate: The subjective world of ESG ratings agencies. American Council for Capital Formation.
17. Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 167. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
18. El-Hage, J. (2021). Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading Ratings? *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Volume 26, Issue 2, Page(s) 359-390.
19. ESG and cost of capital, MSCI (2020) Letöltés helye: ESG and the cost of capital - MSCI (Letöltés ideje: 2022.02.15.)
20. Escrig-Olmedo, E., Angeles Fernandez-Izquierdo, M., Ferrero-Ferrero, I., Maria Rivera-Lirio, J., & Jesus Munoz-Torres, M. (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. *SUSTAINABILITY*, 11(3). <https://doi.org/10.3390/su11030915>
21. Friedman, M. (1970): *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. The New York Times Magazine. Letöltés helye: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> (Letöltés ideje: 2022.03.05)
22. Günther, E. – Hoppe, H. – Endrikat, J. (2012): *Corporate financial performance and corporate environmental performance: a perfect match?* *Zeitschrift Für Umweltpolitik Und Umweltrecht* 34, 279–296. Letöltés helye: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2168810 (Letöltés ideje: 2022.03.05)
23. Gyönyörová, L., Stachoň, M., & Stašek, D. (2021). ESG ratings: Relevant information or misleading clue? Evidence from the S&P Global 1200. *Journal of Sustainable Finance and Investment*. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1922062>
24. Hirai A., Brady A. (2021) Managing ESG Data and Rating Risk. Harvard Law School Forum on Corporate Governance - <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/07/28/managing-esg-data-and-rating-risk/> - Letöltés dátuma: 2022.03.25.



25. Johnson, C. (2020). The measurement of environmental, social and governance (ESG) and sustainable investment: Developing a sustainable new world for financial services. *Journal of Securities Operations & Custody*, Volume 12, (4), Page(s) 336-356.
26. Kocmanova, A., Docekalova, M. P., & Simanaviciene, Z. (2017). Corporate sustainability measurement and assessment of Czech manufacturing companies using a composite indicator. *Engineering Economics*, 28(1), 88–100. Scopus. <https://doi.org/10.5755/j01.ee.28.1.15323>
27. Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). Four things no one will tell you about ESG data. *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 31, Number 2, Page(s) 50-58.
28. Li, F., & Polychronopoulos, A. (2020). What a difference an ESG ratings provider makes. Research Affiliates. What a Difference an ESG Ratings Provider Makes! | Research Affiliates <https://www.researchaffiliates.com/documents/770-what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes.pdf>.
29. Liang, H., & Renneboog, L. (2020). Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature (SSRN Scholarly Paper Sz. 3698631). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3698631>
30. Lippai-Makra, E. (2020). A nem pénzügyi jelentéstétel szabályozása Magyarországon. Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete.
31. Moskowitz, M. (1972): *Choosing socially responsible stocks*. *Business and Society Review* 1(1), 71–75. Letöltés helye: <https://pdfslide.net/documents/choosing-socially-responsible-stocks-moskowitz-1972.html> (Letöltés ideje: 2022.02.15)
32. Piechocka-Kaluzna, A. – Tluczak, A. – Lopatka, P. (2021): *The Impact of CSR/ESG Reporting on the Cost of Capital: An Example of US Healthcare Entities*. *European Research Studies Journal*, Volume XXIV, Special Issue 3, 679-690, Letöltés helye: *The Impact of CSR/ESG Reporting on the Cost of Capital: An Example of US Healthcare Entities - European Research Studies Journal* (ersj.eu) (Letöltés ideje: 2022.03.02)
33. Semenova, N., & Hassel, L. G. (2015). On the validity of environmental performance metrics. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 249–258. Utz, S. (2019). Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: Evidence from an international sample. *REVIEW OF MANAGERIAL SCIENCE*, 13 (2), 483–511. <https://doi.org/10.1007/s11846-017-0256-x>
34. Sunbin, Y. – Shunsuke, M. (2022): Disclosure or action: Evaluating ESG behavior towards financial performance. *Finance research letters*, 2022-01, Vol.44, p.102108, Letöltés helye: *Disclosure or action: Evaluating ESG behavior towards financial performance - Western University* (exlibrisgroup.com) (Letöltés ideje: 2022.05.02)
35. Tapasztai, A. (2018): *Társadalmi és környezeti hatású befektetések, ESG: üres hívószavak vagy szükségyszerű változások?* *Economia*. Letöltés helye: <https://economianiblog.hu/2018/11/23/tarsadalmi-es-kornyezeti-hatasu-befektetesek-esg-ures-hivoszavak-vagy-szuksegszeru-valtozasok/> (Letöltés ideje: 2022.02.15)
36. Utz, S. (2019) Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: evidence from an international sample. *Rev Manag Sci* Vol. 13, pp. 483–511.
37. Widyawati, L. (2021) Measurement concerns and agreement of environmental social governance ratings. *Accounting & Finance*. Vol. 61. No. S1. pp. 1589- 1623.
38. Wong, C. (2018). Rate the Raters 2018: Ratings Revisited. The SustainAbility Institute. https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/saratetheraters_rating-revisited_march18.pdf