

BÁNFI Attila

## TÁRSADALMILAG HASZNOS BEFEKTETÉSEK?

A cikk az úgynevezett társadalmilag hasznos befektetések fogalmát, az etikus befektetések minimumkritérium-rendszerét definiálja és elemzi azt, hogy ezek a befektetések ténylegesen eredményeznek-e ösztársadalmi hasznosságot. Általánosan elfogadott definíció hiányában nehéz mérni, a hasznosságot és értelmezni az eredményeket. Jelenleg kizárólag az egyéntől, a befektetőtől függ az, hogy mit tart hasznosnak. A problémát valamennyire oldja az, hogy az egyik részterület viszonylag jól körülírható, és ezért jól dokumentált befektetési alapok a pénzügyi szempontok mellett speciális (a mi esetünkben társadalmilag hasznosnak ítélt) kiválasztási kritériumokat is használnak. A cikk hangsúlyosan ezeknek a befektetési alapoknak az eddigi eredményeit mutatja be és összegzi. A befejező rész röviden összefoglalja, hogy milyen iparágak lehetnek a változás vesztesei és nyertesei.

**Kulcsszavak:** befektetések, társadalmi hasznosság, befektetési alapok

A befektetéselemzés többféle megközelítést használ az üzleti lehetőségek értékelésére, ezért nehéz, de elkerülhetetlen a társadalmilag felelős befektetések általános definiálása is. Míg egyes befektetőknek az ilyen típusú befektetés azt jelenti, hogy nem invesztálnak bizonyos termékeket (például cigarettát vagy alkoholt) gyártó vállalatba, addig más, társadalmilag szintén felelős befektetőknek ugyanaz a cég akár el is fogadható.

Az egyik első olyan alapkezelő, amelyik társadalmilag felelős szempontok alapján hozott létre befektetési alapokat, Pioneer Fund néven jött létre 1928-ban, melyet az azt követő években több hasonló alap is követett. Ezek az alapok, amelyek valamelyik vallás, általában keresztény, etikai megközelítése alapján működtek, nem kereskedtek azoknak a vállalatoknak a papírjaival, amelyek dohány- vagy alkoholtermékeket gyártottak. A vallási alapon befektető portfólió kezelők nem feltétlenül tartoztak egy egyházhoz vagy vallási irányzathoz. A Pioneer-alapok nem voltak különösebben sikeresek a befektetők körében (Renneboog – Ter Horst – Zhang, 2008). Az etikai alapon menedzselte alapok sikeréhez többek között a *vallásostól eltérő szempontrendszer beemelése* járult hozzá. Azóta ez a piac jelentős mértékben növekedett, legalább két-

száz alapkezelő és csak az Egyesült Államokban hat tőzsdére bevezetett olyan alap létezik, amelyik például környezetmegóvási vagy más társadalmilag hasznosnak ítélt szempontok alapján hoz befektetési döntéseket (Karlsson, 2006). Minden fontosabb alapkezelői szegmensben (pénzpiaci, tőkepiaci, vegyes, kockázati tőke stb.) létezik már ilyen szempontokat is figyelembe vevő alap.

A társadalmilag felelős befektetések népszerűsége abból a közfelfogásból származik, mely szerint a legtöbb vállalkozásból teljes mértékben hiányzik a társadalmi felelősségvállalás, ezért ez a befektetéselemzési rendszer nemcsak egy új profitszerzési lehetőség, de támogatója egy új társadalmilag hasznos üzleti modellnek is (Schepers – Sethi, 2003).

A cikkben az etikus befektetéseknek a legjobban dokumentált és a szakirodalomban legtöbbször szereplő formáját, az alapkezelői tevékenységet mutatom be. Az első részben az etikus alapkezelői tevékenység meghatározására törekszem, majd ismertetem a legfontosabb szűrési technikákat, valamint azt is, hogy ezek az alapok milyen erkölcsi fundamentumokon nyugszanak. A következő részben a társadalmilag felelős alapok teljesítményét és értékelését mutatom be, míg az utolsó részben a várható tendenciákat vázolom fel.

### VEZETÉSTUDOMÁNY

### A társadalmilag felelős befektetések definíciója

A téma fontosságának illusztrálására előljáróban néhány adat: 2007-ben az Egyesült Államokban a professzionális alapkezelők által kezelt etikus lakossági és – ami még fontosabb – intézményi portfóliók értéke elérte a 2,7 trillió dollárt (=2700 milliárd dollár), megközelítőleg a piac 11%-át. Ugyanez az adat Európában 2,7 trillió euró (=2700 milliárd euró), amely a piac megközelítőleg 17%-a. A teljes vagyonkezelői piac közelített a 25 trillió dollárhoz (Zhang, 2008; és Moore Odell, 2008).

ját érdekeik alapján fontolják meg a befektetéseiket. Csak egy pontos, a piaci résztvevők által is elfogadott meghatározás segítségével válna a vállalatok és a befektetők portfóliójában elkülöníthetővé az etikus és a nem etikus tevékenység. Ma már jogos elvárás volna, hogy meghatározható legyen egy befektetési alap portfóliója annak alapján, hogy társadalmilag felelős befektetés szempontrendszerét használó szereplővel van-e dolgunk (Lundberg – Novak – Vikman, 2009). Szigorúan pénzügyi és befektetési szempontok miatt is szükséges egy elfogadott definíció annak érdekében, hogy rendszerszinten pontosabban lehessen

1. ábra

meghatározni a kockázat és a hozam összefüggését, egyáltalán azt, hogy társadalmi szinten lehetséges-e a hozamot (hasznosságot) mérni.

Fontos kérdés, hogy mi minősül egy adott korban és adott társadalomban felelős viselkedésnek, ezért a definíciónak kerülnie kell az értékalapú megközelítést. Szélsőséges esetben akár úgy is fogalmazhatunk, hogy minden, a gazdaságossági vagy pénzügyi elemzési kereten felül megjelenő szempontrendszer a társadalmilag felelős befektetési kategóriába tartozik. Ez az értelmezés azonban túlságosan tág ahhoz,

hogy valóban elfogadott legyen, ezért a nem pénzügyi elemzési kereten kívül más kritériumokat is tartalmaznia kell.

Az egyik, *széles körben* elfogadott, az alapkezelők tevékenységét meghatározó *definíció* a következő:

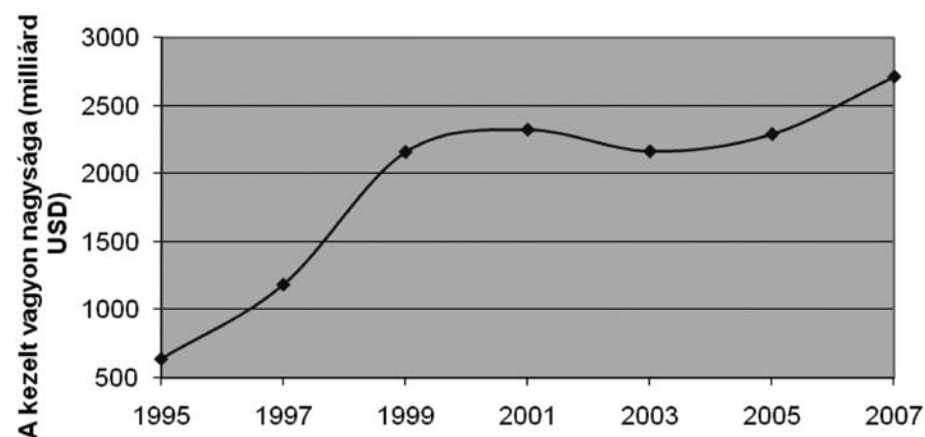
Az alapkezelőnek/alapnak világosan megfogalmazott társadalmilag felelős üzletpolitikával, és ezen a politikán belül meghatározott befektetési politikával kell rendelkeznie. Az alapkezelőnek informálnia kell a piacot társadalmilag felelős üzletpolitikájáról, és ennek írott formában is meg kell jelennie.

Az alapnak használnia kell egy úgynevezett kizárási (cut-off) limitet, amely tíz százalékban maximálja a kétes befektetések arányát.

Az alapkezelőnek megfelelő rendszerrel (jogi, technikai, emberi erőforrással) kell rendelkeznie ahhoz, hogy a befektetéseit társadalmi/etikai szempontból folyamatosan figyelemmel kísérhesse (Lundberg – Novak – Vikman, 2009).

Ez a definíció az *etikus befektetések minimumkritérium-rendszerét* határozza meg az *intézményi befektetők* számára.

A társadalmilag felelős vagyonkezelők által kezelt vagyon változása az USA-ban 2005 és 2007 között



Forrás: Social Investment Forum Foundation

Az 1. ábrán látható, hogy az etikai szűrési szempontok alapján befektető alapok mérete 1995 és 2007 között 324 százalékkal nőtt, és ezzel a dinamikája meghaladta a hagyományos befektetési alapok által kezelt portfólió növekedési ütemét (260 százalék) (2007 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, Social Investment Forum, 2008). Az etikus alapok javára mutatkozó jelentős különbség még akkor is kiemelt figyelmet érdemel, ha tudjuk, hogy 2008 óta a globális gazdasági válság miatt az alapkezelők által kezelt vagyon nagysága csökkent, részben az effektív pénzkivonás, részben pedig a piaci érték alapján árazó számviteli módszerek (mark-to-market) miatt, és egyelőre nincsenek pontos adatok a két alapkezelői szegmens változtatásának a mértékéről.

A társadalmilag felelős befektetéseknek nincs egységes és egyetemesen elfogadott definíciója. A definíció hiánya nemcsak a témával kapcsolatos kommunikációt nehezíti meg, de lehetőséget ad arra is, hogy egyes gazdasági szereplők kizárólag a sa-

### Szempontrendszerek a gyakorlatban

A már említett befektetési alapok a hagyományos gazdasági szempontokon kívül általában – a következőkben ismertetett – szempontrendszer kombinációjának segítségével hoznak befektetési döntéseket (O'Rourke, 2003). Hangsúlyozandó, hogy a kiválasztási folyamat befejezése után a befektetéselemzés folyamata meg egyezik a hagyományos, gazdasági szempontokat figyelembe vevő módszertannal.

#### • Kiválasztás

Ez az a szűrési szakasz, amikor valamilyen általános szempontrendszer alapján kiválasztják azokat a befektetéseket és értékpapírokat, amelyek megfelelnek az alap által a prospektusaiban meghirdetett társadalmilag felelős és/vagy környezetvédelmi szempontoknak.

#### ◦ Negatív kiválasztás

Ez a legrégebbi szűrési stratégia. Ha negatív kiválasztással élnek, akkor a teljes rendelkezésre álló befektetési univerzumból kizárják a társadalmilag veszélyes vagy a környezetszennyező lehetőségeket. A napi tevékenységben ez egy, az alapkezelő által meghatározott negatív kritériumokat felsoroló lista segítségével zajlik (például alkohol, dohány, fegyver, pornográfia, nukleáris fegyverek, fogadásszervezés, gyermekmunka, munkavállalók kizsákmányolása és diszkriminálása, állatokon történő tesztelés, gyógyszeripar, húsfeldolgozó ipar, környezetszennyező iparágak és azok finanszírozói stb.).

Egyes alapkezelőknek szigorúan távol kell tartaniuk magukat minden olyan vállalatától, amelyik a negatív kritériumok listájában felsorolt tevékenységben érdekelt, míg mások a már említett kizárási (cut-off) 10%-os limitet alkalmazzák. Általánosságban azonban az alapkezelők nem publikálják a pontos szűrési szempontrendszerüket (Schepers, 2003). Miután a kizárási limit mértéke meghatározza a befektetési lehetőségek körét is, ezért a döntésben nemcsak etikai szempontok, hanem pénzügyi szempontok is dominálhatnak.

A negatív kiválasztás *nagy előnye* viszonylagos egyszerűsége és olcsósága. Mindkét szempont, de főleg az utóbbi, alapvetően fontos a befektetési alapok résztvevőinek, mivel nyereségük az alap költségeinek a függvénye.

A *negatív kiválasztás hátránya*, hogy outsourcing vagy nemzetközi nagyvállalatok esetében a mai globális gazdasági rendszerben szinte lehetetlen az alvállalkozókat és a nemzeti vállalatokat, különösen azokat etikai normáit és tevékenységét nyomon követni. *További hátránya*, hogy míg például a dohányipari vállalatokat kizárják, addig a velük kapcsolatban álló, a piacra jutá-

sukat bonyolító cégeket (logisztika, kiskereskedelem, marketing) nem (Renneboog – Ter Horst – Zhang, 2008).

Talán az előzőnél is lényegesebb probléma, hogy míg egyes vállalatok jól teljesítenek az etikai szempontrendszer jelentős részében, addig más szempontokat tekintve megbuknak. Az alapok számottevő része ebben az esetben a vállalat bevételeire is a kizárási limitet alkalmazza, ami hüvelykujjszabályként itt is tíz százalék, vagyis maximum az alap értékének a tíz százalékáig fektethet az adott vállalatba. E kritériumrendszer esetében azonban a nagyobb vállalatoknak több játéktérük van, ezért az alapok portfóliójában felülreprezentáltakká válnak a kisebb cégekhez képest (Schepers, 2003).

#### ◦ Pozitív kiválasztás

Ez a megközelítési mód eredetileg a negatív kiválasztásból alakult ki, mivel a befektetők a kizárás helyett az elfogadásra kezdtek koncentrálni. Ebben az esetben is egy *szempontrendszert* határoznak meg, amely azonban a negatív szűréssel szemben általában *nem egyedi kizáró okokat* tartalmaz. Például: az adott vállalat tevékenysége általában nem törvénytörő, nem végez környezetszennyező tevékenységet, vagy ha igen, akkor a kibocsátását nemzetközi szinten is elfogadható mértéken tartja, aláírta az ENSZ Global Conduct-ot, vagy például kizárólag környezetvédelemmel kapcsolatos technológiákat gyárt és forgalmaz (Schepers, 2003).

Ebben a megközelítésben az a fontos, hogy a befektetők azokat a befektetéseket válasszák ki, amelyek megbízhatóak, valóban az alap céljainak megfelelő tevékenységet folytatnak, és ezt bizonyítani, dokumentálni is tudják (megfelelő a track recordjuk). A kiválasztott cégeket minden esetben próbálják teljes körűen megvizsgálni, mivel egy esetleges rossz választás negatív publicitása miatt a későbbiekben az alap rosszabb megítélés alá eshet.

A *pozitív kiválasztás hátránya*, hogy viszonylag kevés szempontot vesz figyelembe, ezeket a vállalatok nagy része ismeri, és ezért megpróbálhatják a saját tevékenységük látható jellemzőit valamilyen módon manipulálni. Ezzel magyarázható az, hogy a befektetési alapok a pozitív megközelítésű szempontrendszerekkel általában más módszerekkel együtt használják.

Kormányzati szervek is gyakran élnek pozitív kiválasztással, mert így könnyebb alulfinanszírozott alanyokat találni olyan területeken, mint a jelzáloghitelezés vagy a kisvállalkozás-finanszírozás. Ezek a területek a hagyományos befektetők számára nem elég vonzóak.

- *Best in class (legjobb a csoportban/osztályban)*

Ebben az esetben egy adott iparágban próbálják az elfogadott szempontrendszer alapján azonosítani a többi vállalathoz képest legjobban teljesítőket. A szempontrendszer meglehetősen sokféle lehet, például: magas termelési hatékonyság, környezettudatosság, társadalmi felelősségvállalás, kutatás és fejlesztés, női menedzserek aránya a férfi menedzserekhez képest, termékbiztonság, kisebbségek védelme (O'Rourke, 2003).

Ez a stratégia a pozitív kiválasztás egy továbbfejlesztett változatának tűnik, és a célja a vállalatok társadalmi felelősségvállalásának az ösztönzése.

A stratégiával kapcsolatban az egyik legnagyobb probléma az, hogy a szempontok gyakran nehezen megfoghatók, jelentős értékítéletet hordoznak és nagy az információigényük, valamint – a pozitív kiválasztáshoz hasonlóan – a nagyvállalatokat preferálja, mivel azok könnyebben megfelelnek a kiválasztási szempontoknak, például nagyobb az esélye a kisebbségi munkavállalóknak a közép- vagy felső vezetésükben, mint egy kisvállalat esetében (Schepers – Sethi, 2003).

A módszer ellenzői szerint ez nem más, mint szerezscenmosdatás, melyet a befektetők akkor használnak, ha egy olyan befektetést akarnak igazolni, mely egyébként az iparágban etikus befektetésként elfogadott szempontrendszernek nem felel meg (Mackenzie, 1998).

- *Kiszállás*

A kiszállással az alapkezelő az etikai szempontok alapján összeállított portfólió egyes elemeit akarja értékesíteni, azaz a befektetést követően megpróbál kiszállni abból a vállalathoz, amelyikről utólag kiderül, hogy valamelyik szűrési feltételnek nem felel meg. A befektetéselemzés egyik elméleti tétele az, hogy a nagyszámú lehetőség miatt egy befektetés eladása nem lehet gond. A valóságban azonban a szigorú szűrési szempontok miatt lényegesen kisebb befektetési univerzum megnöveli a tranzakciós költségeket, és az alap újraszűrése is nehezebb. Az alapok mérete következtében a tranzakciós költségek hatványozottan jelentkeznek. További költség- és bizonytalanságnövelő tényező az is, hogy nehéz előre meghatározni a kiszállás időpontját.

- *Aktív részvényesi szerepvállalás*

Aktív részvényesi szerepvállalásnak általában azt nevezzük, ha a részvényes nem csak pénzügyi befektetőként vesz részt az általa (akár részben) tulajdonolt vállalat irányításában. Az etikus befektetések vizsgálatkor kiindulási szempont, hogy az aktív részvényesi részvételnek az a célja, hogy a befektetése a gazdasági eredményesség mellett további társadalmi értéket is teremtsen. Az értékteremtés érdekében a befektetők

többnyire a társadalmilag felelős szempontrendszernek nem megfelelő vállalatokba fektetnek be, és a befektetési alap mint tulajdonos befolyásolni próbálja a cég menedzsmentjét. Mindezt abban a hitben teszik, hogy a társadalmilag felelős, környezettudatos részvényesek és a menedzsment együttműködése társadalmilag hasznosabb szintre emeli a vállalatot. Ez az együttműködés a közös fórumoktól kezdve a közgyűlésen történő szavazáson át az igazgatótanácsi tagságig, a harmadik országban történő befektetésektől a diszkriminációs kérdéseken, marketingtevékenységen keresztül a vezérigazgatói javadalmazásig és a környezetvédelmi kérdésekig terjedhet. Mindennek az a célja, hogy a vállalat tevékenységét hosszú távon ne csak gazdaságilag is nyereségesse, de egyben társadalmilag felelőssé tegyék. Az amerikai társadalmilag felelős befektetési alapok kb. 30%-a aktív tulajdonosi részvétellel működik (Sandberg, 2008).

Tény ugyanakkor, hogy a valós tulajdonosi szemlélet viszonylag ritkán jelenik meg (gondoljunk a tulajdonosok és a menedzsment között fennálló információs aszimmetriára), ezért főleg nagyvállalatok esetében a valóságban nincs részvényesi kontroll.

Nagyobb probléma azonban a befektetési szűrők teljes hiánya a magukat aktív tulajdonosként definiáló alapoknál, s ez önmagában egyfajta kibúvónak tűnhet a társadalmilag felelős kritériumrendszer alól (Karlsson, 2006). Több kutatás sem talált bizonyítékot arra, hogy az aktív tulajdonosi részvétel megváltoztatta volna a menedzsment viselkedését. Schepers (2003) ugyancsak kibúvónak tartja az aktív tulajdonosi részvételt, mert általában az ún. etikus alapok a nem etikai szempontok alapján befektető alapokkal azonos feltételek mellett fektetnek be.

### Teljesítménymérési kutatások és eredményeik

A társadalmilag felelős, környezettudatos befektetések támogatói szerint az előzőekben bemutatott elemzési szempontrendszer rávilágít a vállalatok gazdasági teljesítményének olyan okaira is, amelyek első pillantásra nem feltétlenül szembetűnők, azonban hosszabb távon jelentősen befolyásolják azokat. A kritikusok szerint viszont minden olyan megközelítés, amely korlátozza a rendelkezésre álló befektetési univerzumot, csökkenti a hozamot vagy növeli a kockázatot.

A The Independent 2009. augusztus végén közölte az angol IMA (Investment Management Association) kimutatását, amely szerint 2008. július 1. és 2009. július 1. között az etikai alapon működő befektetési alapok értéke 16,7%-kal, míg a hagyományos alapok értéke 12,3%-kal csökkent. A hatvan társadalmilag felelős

alapról összesen háromnak az értéke növekedett. Ezek az adatok kielégítik mind a tankönyvi kockázat-hozam elvárást (kisebb befektetési univerzum, magasabb kockázat), mind azt a logikát, amely szerint azoknak a vállalatoknak, amelyek anticiklikusak, a nagyobbik része nem felel meg egy társadalmilag felelős befektetési szempontrendszernek. A fenti magyarázat mellett persze az is hozzájárulhat az etikai alapon működő befektetési alapok relatíve nagyobb veszteségéhez, hogy a rövid távú hozam nagy valószínűséggel felértékelődik a társadalmi felelősséghez képest. A társadalmilag felelős befektetések anticiklikussága adódhat a magasabb beruházási (például infrastruktúra kiépítés) vagy működési költségekből, válság idején előtérbe kerül az alapvető igények fenntartása és az olcsóbb élvezeti cikkek. A következőkben bemutatandó kutatások árnyalják ezt a képet.

A legtöbb kutatás a befektetési alapok és egy kiválasztott piaci index vagy egy mesterségesen összeállított benchmark (átlagos piaci) portfólió segítségével próbálta mérni és magyarázni az eredményeket. A kutatások nagy része az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság és Ausztrália piacára koncentrált. Ennek egyik oka az, hogy ezekben az országokban a legnépszerűbb a társadalmilag felelős befektetési alap-kezelők piaca, és emellett általánosságban is ezekben az országokban működik a legfejlettebb és legátláthatóbb pénzügyi piac. A felhasznált módszertan is nagymértékben különbözik a kutatások többségében – ez is hozzájárulhat az igen eltérő eredményekhez. A kutatások egy része azonban statisztikailag szignifikáns különbséget talált a hagyományos és a társadalmilag felelős alapok tevékenysége között (Benson – Brailsford – Humphrey, 2006).

A kutatások fő megállapításai a következők szerint összegezhetők:

- Az egyik *legkorábbi kutatás Angliában* (Luther -, Matatko és- Corner, 1992) 1984 és 1990 között vizsgált 15, az Ethical Investment Research Service definíciója (minden ide tartozott, ami nem csak pénzügyi elemzési szempontokat használt) alapján kiválasztott társadalmilag felelős alapot. Hagományos alapok teljesítményét nem vizsgálták, és csak egy ún. világindekshez képest mérték az alapok teljesítményét. A havi Sharpe-mutató és Jensen-alfa alapján az eredmény a benchmark indexet felülmúlta, azonban ez az eltérés nem volt szignifikáns. A kritikusok véleménye szerint a kiválasztott alapokban túlréprezentáltak voltak az ún. small cap-ek (kisebb vállalatok), és a választott időszak sem reprezentálta megfelelően a piaci ciklusokat. To-

vábbi probléma származott a definícióból is, mivel olyan vallásos alapok is bekerültek a 15 alap közé, amelyek nem határozták meg magukat társadalmilag felelős alapként, ez pedig torzíthatta az eredményeket (Schepers – Seti, 2003).

- Az *angol hagyományos és társadalmilag felelős alapok* teljesítményét összehasonlító másik kutatás során (Mallin Saadouni – Briston, 1995) a kutatók az akár pozitív, akár negatív portfóliósűrési módszert használó alapokat is a társadalmilag felelősök közé sorolták. A kutatás eredménye szerint a hagyományos és a társadalmilag felelős alapok egyaránt minden mutatóban rosszabbul teljesítettek, mint a piac (Treynor-mutató, Jensen-alfa és Sharpe-mutató), de a felelős alapok felülmúlták a hagyományosakat. A kritikák jelentős része a kiválasztási folyamatra irányult, mivel a kutatók egyáltalán nem publikálták, hogy az egyes alapok milyen módszertant használtak.
- Évekkel korábban a Financial Analyst Journal 2000. május-júniusi kiadásában megjelent cikk szerzője (Meir Statman, 2000) 31, társadalmilag felelős szempontok alapján kiválasztott befektetési alap esetében viszont azt tapasztalta, hogy azok hozama meghaladta a hagyományos befektetési elemzés alapján összeállítottakét. Igaz, a teljesítménykülönbség statisztikailag elhanyagolható volt. Annyi azonban az elemzés alapján kinyilvánítható, hogy a társadalmilag felelős, környezettudatos alapok teljesítménye nem különbözik jelentősen a többi hagyományos alapétól, az ezekben történő befektetés tehát nem feltétlenül jelent alacsonyabb hozamot.<sup>1</sup>
- Egy *60 angol, svéd, német és holland etikus és hagyományos alapot* 1995 és 2001 között vizsgáló 2005-ös kutatás szintén azt találta, hogy mind a két alaptípus a piaci index teljesítménye alatti eredményt ért el, illetve azt, hogy az etikus alapok nem szignifikánsan, de felülmúlták a hagyományosakat (Kreander – Gray – Power – Sinclair, 2005).
- A *Fama-French-Carhart benchmark modell* alapján végzett kutatás (Rennebog – Ter Horst – Zhang, 2008) arra a következtetésre jutott, hogy az etikus alapok minden mutató alapján alulteljesítenek a hagyományosakhoz képest, azonban a különbség csak a japán, a svéd és a francia piacon szignifikáns, míg a többi piacon (köztük az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban) nem. A szerzők szerint a befektetőknek felárat kell fizetniük, ha etikus alapba akarják fektetni a pénzüket.
- A *Domini 400 Szociális Index* teljesítménye adhat egyfajta magyarázatot arra, miért nem feltétlenül

kell a profitot feláldoznia a befektetőnek, ha társadalmilag is felelősen akar eljárni. A DSI-t 1990-ben hozták létre, és ez volt az első ún. benchmark részvényportfólió, amely egy több szempontból álló társadalmi felelősségrendszer igényeit is ki-elégítette. A DSI egy piaci kapitalizációval súlyozott index, amit az S&P alapján modelleztek, és alapítása óta túlteljesítette a normál indexet. Természetesen egy adott index összehasonlítása egy benchmark-kal meglehetősen önkényes megoldás, és az eredmények pontos értékeléséhez ismerni kell mind az index, mind a benchmark portfólió változásait (Meir Statman, 2000).

- Egy, az *ausztrál* piacra vonatkozó kutatás (Jones – van der Lann – Frost – Loftus, 2008), amely 89 *etikus alapot* vizsgált, 1986 és 2005 között azt találta, hogy az etikus alapok szignifikánsan, 3-5%-kal a piaci benchmark alatt teljesítettek az időszak egészét nézve. Éves szinten átlagban az alulteljesítés 0,88% volt, míg az időszak utolsó öt évében éves szinten 1,52%.
- 2000-ben egy 1146, magát *etikai elveket* valló befektetőként definiáló *egyén* (és nem alapok) meginterjúvolásával készült kutatás (Lewis és- Mackenzie, 2000) szerint ezek a személyek vegyesen tartják a társadalmilag felelős és a hagyományos vállalatok részvényeit. A befektetők szívesen fektetnek be etikai alapon, azonban a kockázat-hozam összefüggés legalább ennyire fontos tényező a számukra.
- A Svéd Környezetvédelmi Ügynökség által 1999 és 2001 között végzett kutatás résztvevői szerint nem a befektetési alap definíciója volt a legfontosabb, hanem a *portfóliómenedzserek hozzáértése* és tapasztalata.
- Egy szintén *Svédországban* 2000 és 2007 között, 175 *alap teljesítménye* alapján készült kutatás arra az eredményre jutott, hogy az etikus alapok teljesítménye 2004 és 2006 kivételével minden évben szignifikánsan alulmúlta a normál alapokét. 2004 és 2006-ban nem szignifikánsan, de az etikus alapok múlták felül a hagyományos alapokat. Érdekes és egybevág az elmélettel (kockázat-hozam és a diverzifikációs lehetőségek összefüggése), hogy azokban az években, amikor a gazdaság teljesítménye csökkent, akkor az etikus alapok eredménye lényegesen elmaradt mind a benchmark, mind a hagyományos alapokétól.

Ez a kutatás azt is kimutatta, hogy mind a hagyományos, mind a társadalmilag felelős alapok befektettek olyan vállalatokba, amelyeknek a tevékenysége, elosztói hálózata, működése nem volt minden szempontból etikus.

Az elemzés során az is láthatóvá vált a portfólió vizsgálatokor, hogy a mintában megtalálható hagyományos svéd alapok leginkább az Egyesült Államok piacán, míg az etikus alapok 2003-ig a svéd piacon fektettek be, utána viszont ezek az etikus alapok is szinte kivétel nélkül az USA-ba csoportosították át a befektetéseiket. Ennek oka a stabilabb, transzparensabb és nagyobb amerikai piac lehet.

Ugyancsak ez a kutatás jelezte azt is, hogy míg a hagyományos alapoknál egy portfóliókezelő általában több alapot is menedzsel, addig az etikus alapoknál egy alap – egy menedzser a jellemző (Lundberg – Novak – Vikman, 2009).

### A piacok szerepe

Az előbbi, szinte kizárólag befektetői megközelítéssel szemben ebben a részben a reálgazdasági szempontok, az ágazati osztályozások és a gazdasági reakciók ismertetése dominál.

Feltételezzük, hogy a vállalatoknak tudniuk kell, hogy a teljes termelési folyamat során mekkora a széndioxid-kibocsátásuk. Nemcsak a kormányok, de az üzleti partnerek, a társadalom, és végső soron a befektetők és részvényesek is pontosan szeretnék ismerni ezt az adatot. A kibocsátást ugyanis előbb vagy utóbb költségesíteni kell, ami természetesen befolyásolja a cég által elérhető profitot, és így a tulajdonosok jövedelmét.

A nem feltétlenül társadalmilag felelős szempontokat követő vállalatok már jelenleg is érzékelik azt, hogy az energiagazdálkodás korszerűsítése és racionalizálása elkerülhetetlen, mint ahogyan azzal is tisztában vannak, hogy ez hosszabb távon előnyökkel jár mind az adott vállalatra, mind a termelési folyamatra nézve. Ebben a tekintetben azok a cégek járnak az élen, amelyeknél erős a vállalatirányítási politika. A McKinsey tanácsadó csoportnak az S&P-indexet alkotó cégek körében elvégzett felmérése szerint az erős irányítási rendszerrel rendelkező vállalatok hosszabb távon a piacon felül teljesítenek (Foster, 2002).

Általánosságban igaz az, hogy a fogyasztók igényei, a piaci kereslet határozza meg, hogy a cégek milyen termékeket kínálnak. Minden egyes olyan alkalom, amikor a környezetre kevésbé káros termékek jelentős társadalmi népszerűsége tesznek szert (például: hibrid üzemanyagmeghajtású autók vagy energiatakarékos izzók), komoly jelzés a piaci szereplőknek más, a környezetet kevésbé szennyező termékek fejlesztésére és kínálatára is. Végső soron későbbi tendenciákat vetítenek előre a mindenkori aktuális trendek. Ennek a folyamatnak is, mint mindig, lesznek győztesei és vesztesei a jövőben.

### VEZETÉSTUDOMÁNY

### A várható vesztesek: a nehézipar és az energiaszektor

A környezettudatos befektetők további térnyerése és az emiatt várható költségnövekedés kockázatának legnagyobb mértékben kitett terület a nehézipar, például az elektromosáram-termelés, az olajfinomítás vagy a faipar, de megemlíthetők még a széntüzelésű erőművek is, melyek bár hatalmas széndioxid-kibocsátók, egy jó ideig mégsem zárhatók be. Ennek oka, hogy például az Egyesült Államokban ezek az erőművek szolgáltatják majdnem az energiatermelés felét (a U.S. Department of Energy adatai alapján), és jelenleg még nem állnak rendelkezésre ezt a mennyiséget helyettesíteni képes alternatív erőforrások. (A kiotói egyezmény szerinti bázisévben, 1990-ben a kibocsátott széndioxid-mennyiség több mint 45%-a származott az USA-ból és Oroszországból.) A fejlődő országokban a széntüzelésű erőművek aránya az energiagazdálkodásban még jelentősebb.

Az EU ETS kvótakereskedési rendszere a tervek szerint 2013-tól változik. A kiosztási tervek nemzeti szintről uniós szintre kerülnek, tehát az egyes ipari objektumok kvótáiról is az unióban döntenek. Az ingyenesen kiosztható kvóta mennyisége az ipari létesítmények számára benchmark (itt: az elérhető legjobb technológia) alapon kerül megállapításra. Ez pedig azt jelenti, hogy a vállalatoknak az előre meghatározott és a korábbiaknál (jelenlegi) alacsonyabb kibocsátási lehetőség felett minden kibocsátásért fizetniük kell. A kiosztási rendszer tervek szerinti módosulása esetén a széntüzelésű erőművek direkt költségei minden újabb tonna széndioxid-kibocsátással emelkednek, ezért az erőműveknek vagy az átlagos kibocsátásaik, vagy a rövid távú profitkilátásaik jelentős mértékben csökkennek.

### Akik középen ragadhatnak: a pénzügyi vállalkozások

A pénzügyi vállalkozások meglehetősen ellentmondásos helyzetű csoportot képeznek, mivel egyfelől jelentősek a lehetőségeik a társadalmilag felelős, környezetbarát növekedésre, másfelől azonban komoly kockázatokat is kell kezelniük. Például nagymértékű növekedés várható a *felelősségbiztosításokkal* kapcsolatos kártérítések területén. A biztosítótársaságok bevételeit számottevő mértékben növelheti a fokozott társadalmi elvárások következtében egyre szigorúbb szabályozói környezet (a vállalatok magasabb prémiumot kénytelenek fizetni a széndioxid-kibocsátásuk miatt kialakuló egészségkárosodási kockázatok okozta perek miatt). Ennek elkerülésére a biztosítótársaságok emelhetik a díjaikat vagy csökkenthetik a kártérítési kötelezettségeiket is. Azonban a verseny következtében feltehetően akkor járnak a legjobban, ha egyfajta kompenzációt

építenek be a termékeik árába azon vállalatok számára, amelyek hajlandók a kibocsátásaikat csökkenteni, vagy akár széndioxid-semlegessé válnak.

A *bankoknak* várhatóan ugyancsak módosítaniuk kell a hitelezési politikájukat a társadalmi és szabályozói környezet esetleges változása miatt. Az egyre szigorúbb környezetvédelmi szabályozás, a jelentős összegű kártérítési kötelezettségek nagymértékben kihatnak majd a hitelfelvevők eredményére és cash-flow-jára. Emellett a pénzügyi intézeteknek a saját üzemi működésüket (papírfelhasználás, autóhasználat stb.) is racionalizálniuk kell.

### És a nyertesek: a zöldek

A folyamat nyertesei természetesen azok a vállalatok lesznek, amelyek képesek gazdaságilag hatékony és emellett a vásárlóik által „zöld”-nek tekintett termékeket létrehozni és szolgáltatásokat nyújtani. Nem meglepő módon, a vesztesek között említett energiaszektorba tartozó cégek mindegyike megpróbálja a megújuló energiák felé nyitni, és mindezt komoly vállalati PR-kampányok keretében kommunikálni is. A „zöld” termelők és iparágak, amelyek képesek hosszú távon hatékonyan és fenntarthatóan a számukra engedélyezett maximum alá csökkenteni a károsanyag-kibocsátásaikat, további tartós profitra tehetnek szert a megtakarított kibocsátási kvóták értékesítésével. Azok a cégek, amelyek közvetlenül érintettek az alternatív környezetsemleges megoldások kidolgozásában és termelésében, komoly előnyöket érhetnek el. Az értékesíthető kvótákon túl ugyanis támogatások és adókedvezmények igénybevitelével tovább növelhetik a nyereségüket. Ez pedig különösen fontos lehet az új, induló vállalkozások első éveiben, amikor még minden erőforrással szűkösen kell bánniuk.

Azok a vállalatok, amelyeknek további kvótákat kell vásárolniuk a magas kibocsátásaik miatt, közép- és hosszú távon jelentősen csökkenthetik a költségeiket társadalmilag tudatos, környezetbarát termelési megoldásokra törekvő fejlesztésekkel vagy alternatív megoldásokkal, például erdőtelepítéssel, alternatív energiák használatával vagy a széndioxid talajban történő tárolásával.

### Összegzés

A befektetők, tulajdonosok számára az utóbbi évtizedekben kikristályosodott az a szempontrendszer, amelynek a segítségével szét tudják választani a hagyományos és a környezettudatos fejlesztéseket és tevékenységeket. Elemzések, kutatások pedig azt is igazolták, hogy a társadalmilag felelős szempontok

### VEZETÉSTUDOMÁNY

szerint összeállított alapok teljesítménye nem különbözik jelentősen a többi hagyományos alapétól, az ezekbe történő befektetés tehát nem feltétlenül jelent alacsonyabb hozamot.

Egyes vállalatok a változások élvorsavaivá válnak, más cégek várakozó álláspontra helyezkednek és kívánnak, reménykedve a szabályozói és a társadalmi környezet elvárásainak a puhulásában. Ezek a cégek azonban nemcsak azt kockáztatják, hogy a későbbi átállási költségeik várhatóan lényegesen magasabbak lesznek, hanem azt is, hogy versenytársaik mind tudásban, mind részvényesi imidzsben túlszárnyalják őket.

E folyamat során várhatóan új iparágak alakulnak ki, új piacok és termékek jönnek létre. A társadalom és a piacok együttesen fogják meghatározni a környezet-szennyezés aktuálisan még tolerálható szintjét és annak hosszú távú termelési költségeit.

Az újonnan kialakuló és az átalakuló régi iparágak hosszú távú gazdasági hatékonysága és a befektetők szempontja szerint – amint azt a kutatások nagy része is bizonyította – a legfontosabb a transzparencia. Megfelelően transzparens gazdaság és gazdasági szereplők esetén igazából nincs/nem volna értelme a társadalmilag felelős és hagyományos befektetés közötti különbségtételnek, mert a befektető maga is el tudja tudni dönteni, hogy mibe fektessen, és ebben az esetben a megtakarításait mindenki a saját preferenciái, valamint a várható kockázat és hozam alapján allokálja/allokálná. Azonban, mint azt az elmúlt két év pénz- és tőkepiaci eseményei, az azokra adott politikai reakciók mutatták, ettől még meglehetősen messze vagyunk.

## Lábjegyzet

<sup>1</sup> Sharpe- mutató egy portfóliónak a kockázatmentes hozamon felüli várható (átlagos) hozamát viszonyítja a hozam szóráshoz, tehát az adott portfólió teljesítményét a kockázat egységére jutó többletjövedelmezőség segítségével értékeli. Jensen-alfa esetében a befektetés (portfólió) hozamából kivonjuk annak a várható hozamát, a várható hozamot általában a CAPM-moddal mérjük. Ha az alfa értéke pozitív, akkor a piaci portfólió feletti hozamot sikerült elérni. A Treynor-mutató például – a Sharpe-mutatóhoz hasonlóan, – a kockázat egységére jutó jövedelmezőséggel definiálja a teljesítményt, a kockázat mérésére azonban a piaci béta mutatót alkalmazza. (Wikipedia.org)

## Felhasznált irodalom

- 2007 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, Social Investment Forum, 2008  
 Benson, K.L. – Brailsford, T.J. – Humphrey, J.E. (2006): Do Socially Responsible Fund Managers Really Invest Differently? Journal of Business Ethics

- Foster, R. (2002): The Pace of Change, www.mckinsey.com  
 Griffin, R. (2009): Ethical Funds are a Good Way to Invest Money – in Principle. The Independent  
 Jones, S. – van der Lann – Frost, G. – Loftus, J. (2008): The Investment Performance of Socially Responsible Investment Funds in Australia. Journal of Business Ethics  
 Leiserowitz, A. (2007): American Opinions on Global Warming: Summary. <http://environment.yale.edu/news/Research/5310>  
 Lewis, A. – Mackenzie, C. (2000): Morals, Money Ethical Investing and Economic Psychology. Human Relations  
 Lundberg, L. – Novak, J. – Vikman, M. (2009): Ethical vs Non-Ethical – Is There a Difference? Analyzing Performance of Ethical and Non-Ethical Investment Funds  
 Luther, R.G. – Matatko (1994): The Performance of Ethical Unit Trusts: Choosing An Appropriate Benchmark. British Accounting Review  
 Mackenzie, C. (1998): The Choice of Criteria in Ethical Investments. A European Review  
 Mallin, C.A. – Saadouni, B. – Briston, R.J. (1995): The Financial Performance of Ethical Investment Funds. Journal of Business Finance & Accounting  
 Moore Odell, A. (2008): SRI Assets Surge Ahead. www.sri-adviser.com  
 O'Rourke, A. (2003): The Message and Methods of Ethical Investment. Journal of Cleaner Production  
 Renneboog, L. – Ter Horst, J. – Zhang, C. (2008): The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds. Journal of Corporate Finance  
 Renneboog, L. – Ter Horst, J. – Zhang, C. (2008): Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior. Journal of Banking and Finance  
 Sandberg, J. (2008): The Ethics of Investing – Making Money or Making a Difference? Acta Universitatis Gothoburgensis. Goteborg  
 Schepers, D.H. (2003): A Critique of Social Investing's Diversity Measures. Business and Society Review  
 Schepers, D.H. – Sethi, P.S. (2003): Do Socially Responsible Funds Actually Deliver What They Promise? Business and Society Review  
 Statman, M. (2000): Socially Responsible Mutual Funds. Financial Analyst Journal  
 UNEP (2009): Global Trends in Sustainable Energy Investment 2009  
 US Department of Energy, [www.energy.gov/energysources/coal.html](http://www.energy.gov/energysources/coal.html). Wikipedia.org  
 Zhang, C. (2009): Ethical Funds and Socially Responsible Investment: An Overview. <http://www.qfinance.com/investment-management-best-practice>, Qfinance.com

Cikk beérkezett: 2010. 6. hó

Lektor vélemény alapján véglegesítve: 2010. 10. hó

## VEZETÉSTUDOMÁNY

XLII. ÉVF. 2011. 9. SZÁM / ISSN 0133-0179

# CIKKEK ANGOL NYELVŰ ÖSSZEFOGLALÓI

## NEMES, Ferenc – SZLÁVICZ, Ágnes

*The role of management in employees' job satisfaction*

The study explores the relationship between the various aspects of management styles and employees' job satisfaction. Relevant literature and the desk research of 'Hungarians at Work 2006', a national job satisfaction survey have unequivocally found that management style plays a crucial role in employees' job satisfaction. A strong correlation has been shown between employees' job satisfaction and general management practices, whereas a significant correlation has been identified between employees' general satisfaction and the management style of employees' immediate superiors in small and medium-sized domestic manufacturing companies. Since human resources professionals have the responsibility for forming management practices which improve organisational efficiency and meet employees' expectations they should assume a central role in enhancing job satisfaction among employees.

## BORSI, Balázs – LENGYEL, Balázs

*Context dependence of public sector innovations – The examples of national natural science and technology education, and foreign language teaching*

The study examines two areas: the education of natural sciences and technology and the teaching of foreign languages. It seeks to demonstrate how significantly the complicated context of innovations and the flow of knowledge can and may affect the development of innovations. In their study the authors consider the environment defined by disciplinarity as the context, and focus on those elements, in case of which interaction with innovations proved to be explorable ed.

## SZABÓ, József – FARKAS, Szilveszter

*The effects of the crisis in the Hungarian small and medium size enterprise sector*

The economic crisis lasts for two years now. In 2009 and 2010 the authors examined the domestic small enterprises regarding their losses they have suffered, what they have done to avoid them, and what expectations they have for the future. Their surveys focus was the small and medium size enterprises in Győr and its surroundings. They found the first devastating phase of crisis in 2009, and the forecasts were pessimistic. Now, a year later they can say that the expectations were proved: the crisis is deep and long-lasting. The facts of 2009 destroyed the manufacturing industry's optimism for quick recovery. In 2009 the crisis management began using traditional instruments, later the deepening crisis caused the focus to shift towards long-term reorganization of the market relationships and resources. Based on the 2010 survey the authors identified three patterns of changing enterprises: basic-, winner- and loser-pattern. An important finding is that the majority of companies did not respond to the crisis, did nothing to ensure their future development (75% basic-pattern and 16% loser-pattern) and just a few companies fell into the winner-pattern (13%).

## FLASKÁR, Anett

*Franchise Systems: An Explanation in the Framework of the New Property Rights and Agency Theories*

The paper is concerned with analyzing the structure of franchise systems in the framework of the contractual theories of the firm, namely the new property rights and agency theories. Particularly, it aims at summarizing the answers of the literature to the questions of what determines (1) the proportion of company owned units, (2) the franchise fee and (3) the provisions in franchise contracts. The paper highlights the differences in the approach of the two theories: in the new property rights theory the answers to the above questions depend on the distribution of intangible assets between the franchisor and the franchisee, while the agency theory gives importance to monitoring costs in determining the above three. The paper summarizes also the related empirical results.

## VEZETÉSTUDOMÁNY

XLII. ÉVF. 2011. 9. SZÁM / ISSN 0133-0179