

KUTI MÓNKA

A fenntarthatóság és a pénzügyek integrálhatóságának kihívásai¹

A tradicionális vállalati pénzügyek módszertana és értékrendszere gyakran figyelmen kívül hagyja a beruházási és finanszírozási döntések társadalmi és környezeti hatásait. Problémát okoz a finanszírozók számára a pénzügyileg nem vagy nehezen számszerűsíthető externáliák kérdésköre. A környezeti és társadalmi felelősségvállalás szempontrendszere megjelenik vállalati szinten a vállalati pénzügyi döntésekben, szektorszinten felelős befektetési alapokban, fenntartható bankok működésében és fenntartható kockázati tőke formájában is. A tanulmány rávilágít, hogy a pénzügyi szektoron belül a fenntarthatóság kérdésköre jelentős teret nyert, a teljesítménymérésrel kapcsolatban azonban sok kihívás marad.

1. A FENNTARTHATÓSÁG SZEMPONTJAI A VÁLLALATI PÉNZÜGYEKBE

Ma a vállalatok nagyfokú bizonytalanság közepette működnek, krízisállóságukat nemcsak a pénzügyi válságok tesztelik, hanem az extrém időjárási és természeti események is, amelyek hatással vannak az üzleti tervezésre, a napi operatív tevékenységre, az ellátási láncokra, összességében az értékteremtési folyamataikra. Egyre inkább igény van arra, hogy a fenntartható fejlődés szempontjai a vállalati gazdálkodás folyamataiban, döntési rendszereiben is megjelenjenek. Ezzel összhangban fontos a környezeti, társadalmi és vállalkormányzási (environmental, social and governance – ESG) szempontok integrálása a menedzseri és tulajdonosi szemléletbe, a beruházási és finanszírozási döntésekbe, általában a vállalati gazdálkodásba.

Azon cégeket, amelyek a környezeti és gazdasági célokat együttesen veszik figyelembe, ún. dupla-E (environmental and economic, azaz környezeti és gazdasági) vállalkozásoknak nevezzük. Azokat, amelyek még a társadalmi méltányosságot is beemelik a vállalati célok közé, tripla-E (environment, equity² and economics – környezeti, társadalmi méltányossági és gazdasági) vállalkozásoknak hívjuk. Ezek a vállalkozások szembe mennek a széleskörűen elterjedt és alkalmazott szemlélettel, amely szerint a cégek az üzleti tevékenységeikben a rövid távot preferálják az azonnali pénzügyi teljesítmény érdekében, miközben a tevékenység során felmerülő externáliákat a környezetre és a társadalomra hárítják.

Megjelent már a fenntarthatósági vállalkozás fogalma is, amelyre jellemző a reflektív gazdasági növekedés, a szociohatékonyság, az ökohatékonyság és az intergenerációs egyenlőség; ezek megmutatkoznak a vállalkozói lehetőségek fejlesztésében, az üzleti ötletekben,

¹ Jelen tanulmány a TÁMOP-4.1.1.C-12/1/KONV-2012-0012 „Zöld Energia Felsőoktatási Együttműködés” keretében kidolgozás alatt álló tankönyv része.

² Ebben az értelemben az equity szó méltányosságot jelent.

akciókban és piaci interakciókban is (*Munoz* [2012]). A fenntarthatósági kérdések a vállalatok számára részben kockázatokat jelentenek – a törvényszegési bírságok, a pereskedések, a hulladékgazdálkodás, a működési engedély elvesztése, a hírnévkockázatok, a növekvő energiaárak, a szűkös erőforrásokért folyó, növekvő verseny és ezek emelkedő költségei, valamint a mind erősebb szabályozás miatt. Másrészt viszont lehetőségeket is nyitnak működési hatékonyságjavulás, ügyfélvonzás és -megtartás, nagyobb piaci részesedés, felelős termékekből/szolgáltatásokból származó nagyobb bevétel, jobb kockázatkezelés, a tőkéhez való könnyebb hozzáférés, növekvő részvényesi érték és munkavállalók megtartása formájában (*PwC* [2012]).

A fenntartható vállalati pénzügyek rendszere olyan soktényezős vállalatfinanszírozási megközelítés, amelyben a pénzügyi, társadalmi és környezeti tényezők egymáshoz kapcsolódnak és a vállalati folyamatokba integrálódnak, másképp fogalmazva: a fenntarthatóan finanszírozott cégben többtényezős célok optimalizálójává valósul meg (*Soppe* [2004]). A fenntartható vállalatfinanszírozás hidat képez a vállalati társadalmi felelősségvállalás (corporate social responsibility – CSR) és a társadalmilag felelős befektetések (socially responsible investment – SRI) között (*Soppe* [2009]).

A fenntarthatóság eszmerendszerének figyelembe vétele a vállalati pénzügyeken belül többfajta kihívás elé állítja a beruházási és finanszírozási döntéseket meghozó vállalati szakembereket. Fenntarthatósági elemeket tartalmazó beruházási projektek elemzése, értékelése és jóváhagyása során a tradicionális tőke-költségvetési eljárások paramétereit – mint a pénzáram-kalkulációt, a projektélettartamot, a tőkeköltségbecslést – módosítani kell, illetve számot kell vetni a pénzügyileg nehezen számszerűsíthető társadalmi és környezeti hatásokkal is. Pénzügyi szempontból problémát jelent, hogy a biodiverzitás és a klímaintegritás például nem ragadható meg konvencionális pénzügyi számviteli rendszerekkel, leszámítva, ha bizonyos költségekhez vagy bevételekhez köthetők ezen tényezők az adott szervezetnél (*Goodman–Little* [2003]).

Módszertanilag és szemléletmód tekintetében a fenntarthatóság és a vállalati finanszírozási döntések összeegyeztetése problémákat vet fel, amelyeket *Shaefer* [2012] az alábbi csomópontok mentén fogalmaz meg:

- **Cash flow.** Az etikai értékmentes cash flow-generálás nincs tekintettel a vállalat termelési folyamatainak és outputjának negatív külső hatásaira.
- **Tőkeköltség.** A magasabb ESG-kockázatok tipikusan vállalat-specifikusak, ezért magasabb hitelkockázati felárrhoz és kölcsöntőkeköltséghez vezethetnek (*Goss* [2009]). Az átlag feletti fenntarthatósági teljesítmény viszont alacsonyabb kockázati felárat eredményezhet (*Bassen et al.* [2006], *Di Giulio et al.* [2007], *Bauer–Hann* [2010]). A banki hitelezési folyamat azonban nem integrálta magába az ESG-t és az azzal kapcsolatos kockázatokat.
- **Ügynöki probléma.** A részvényesek és kötvényesek ügynökeként tevékenykedő menedzserek figyelmen kívül hagyhatják a társadalmi és környezeti költségeket. Az ügynökélmélet elhanyagolt olyan érdekelti köröket, mint a vevők, a munkavállalók vagy a nem kormányzati szervezetek (NGO).
- **Standard értékelési modellek.** A társadalmilag felelős befektetési termékeket, amelyeknek egyszerre vannak pénzügyi és nem pénzügyi attribútumai, nehéz kezelni olyan standard értékelési modellekkel, mint a tőkepiaci árazás (capital asset pricing

model – CAPM) vagy az arbitrázsárazási elmélet (arbitrage pricing theory – APT). A racionális befektető közömbös az ESG-kritériumok és etikai értékek iránt (Statman [2009]). Egyes befektetők azonban figyelhetik az ESG-t, amennyiben többletmeté-
rülés vagy addicionális kockázatcsökkentés érhető el általa.

- **ESG-minősítés.** Az ESG nem pénzügyi adatként kihívás a pénzügyi közvetítők szá-
mára. Elméletben a gyenge ESG-teljesítményt nyújtó menedzserek azt váltják ki az
ESG-befektetőkből, hogy ezek eladják a részvényeiket; a gyakorlatban azonban a tu-
lajdonosok korlátozott mértékben képesek a menedzsmentet a fenntarthatóság felé
hajtani. Az ESG-minősítés hathat a vállalati pénzügyi teljesítményre (CFP) és a vál-
lati társadalmi teljesítményre (CSP), amelyek egymással összefüggnek.

Cragg és Richardson [2009] rámutat arra, hogy egyrészt a tőkepiacok nem képesek min-
den társadalmi és környezeti externália megragadására, másrészt – még ha a befektetők
számára fontos is az ESG –, nincs mindig mód ezek pénzügyi jelentőségének befektetési
célú kvantifikálására, harmadrészt, ha mégis kvantifikálhatók, a hosszú távú költségek és
hatások miatt a diszkontálás miatt elhanyagolhatóvá válnak.

2. A CSR ÉS A VÁLLALATI PÉNZÜGY KAPCSOLATA

A vállalati társadalmi felelősségvállalás az Európai Bizottság [2001] szerint az a koncepció,
amely mentén a vállalatok a társadalmi és környezeti kérdéseket az üzleti tevékenységükbe
és az érdekelti körrel való interakciókba integrálják. A CSR és a vállalati pénzügyek között
szerteágazó összefüggéseket tártak fel kutatások.

A CSR terén elért magas teljesítmény jobb hozzáférést jelent a finanszírozási források-
hoz, mivel az erősebb érdekelti elköteleződés révén csökkenti az ügynöki költségeket, és a
nagyobb átláthatóság miatt alacsonyabb lesz az információs aszimmetria szintje, követke-
zőképpen a tőkekorlát is lejjebb kerül (Cheng et al. [2011]). Minél nagyobb a vállalati tár-
sadalmi teljesítmény, annál alacsonyabb a pénzügyi kockázat (Orlitzky–Benjamin [2001]).
A társadalmi és környezeti kérdések pénzügyi materializálhatóságát jelzi, ha kézzelfogható
kockázatokat vagy lehetőségeket jelentenek. Az alacsony láthatóságú cégek közel sincsenek
annyira kitéve a hírnévkockázatnak, mint a magas láthatóságúak, ami sokszor meghatároz-
za a CSR-nek a vállalaton belüli jelentőségét.

A CSR és a vállalati pénzügyi teljesítmény (CFP) közötti kapcsolatot többen is vizs-
gálták. Az iparágon belül az egyes érdekelti köröktől való függőség, a végfogyasztóhoz
viszonyított közelségük, a társadalmi és környezeti kár lehetősége és a termék/szolgáltatás
megkülönböztetés szintjei mozgatják a CSR értékét, így a CSR nemcsak vállalati, hanem
érdekelti, kormányzati és befektetői perspektívából is releváns (Hoepner et al. [2010]).

Különbség van a társadalmilag felelős (SR) és társadalmilag nem felelős (NSR) vállal-
latok pénzügyi teljesítménye között (Bihl [2008]). A kutatás a pénzügyi és a pénzügyeken
kívüli minősítő cégektől³ származó információk közötti kapcsolatot vizsgálta. Arra a követ-
keztetésre jutott, hogy az EPS, a nettó profithányad, az egy részvényre jutó ROE-, a ROE-,

3 Pénzügyeken kívüli (extra-financial) minősítő cégek közül az USA-ból a KLD, Európából a Vigeo adataira
támaszkodtak. Egyedi befektető számára ezek a minősítések nem elérhetők.

a ROIC-, a ROA-mutatók és az árfolyam per könyv szerinti (P/B) érték alapján a társadalmilag felelős vállalatok teljesítménye szignifikánsan meghaladja a társadalmilag nem felelős vállalatokét. Alacsonyabb osztalékot fizetnek az osztalékhozam alapján, ami azonban már nem igaz az osztalékkifizetési ráta és az egy részvényre eső osztalék alapján. A társadalmilag felelős vállalatoknál az eladósodottsági mutató (összkötelezettség per összes eszköz), a D/E (kölcshözam per részvénytőke) hányados, valamint a kölcsöntőkesúly alacsonyabb, tehát az SR-vállalkozások sokkal kevesebb hitelt vesznek fel. Tulajdoni hányadok alapján pedig több intézményi befektető van az SR-, mint az NSR-vállalatoknál.

A CSR-nek hatása van a pénzügyi teljesítményre: az iparágon belül más cégekhez hasonlítva kimutatható, hogy a társadalmi és környezeti tevékenységet folytató vállalatokat értékeli a piacok mind az USA-ban, mind Európában (*Von Arx–Ziegler* [2008]).

Egy metatanulmány (*Fulton et al.* [2012]) tanulsága szerint, amely több mint 100 tudományos cikket dolgozott fel, a következő összefüggések mutathatók ki:

- 1) A kutatások 100%-ban alátámasztják, hogy a magas CSR- vagy ESG-minősítéssel rendelkező vállalatok alacsonyabb tőkeköltséggel rendelkeznek: alacsonyabb a hitelkamat és a kötvényhozam-elhárás, illetve a tulajdonosi megtérülési követelmény is.
- 2) A tanulmányok 89%-a szerint ezek a vállalatok piaci alapon, 85%-a szerint számviteli alapon teljesítenek túl.
- 3) Az ESG-faktorok közül a piac a legmagasabbra a vállalatkormányzást értékeli, utána a környezetit, és végül a társadalmi tényezőket.

Ezzel ellentétben az európai vállalati kötvénypiacokat vizsgálva, vannak olyan kutatási eredmények is, amelyek szerint a CSR nem jelenik meg a kötvényárzásban, a fenntartható vállalatok esetén nem tudták kimutatni az alacsonyabb kockázati prémiumot (*Menz* [2009]).

2.1. A fenntarthatóság fontosabb elvei a pénzügyi szektorban

A fenntarthatóság kérdéskörének globális jelenlétére utal a pénzügyi piacokon, hogy a finanszírozói közösségek kifejlesztettek társadalmilag felelős befektetési standardokat. Ezek közül a legfontosabbak a Globális Beszámolási Kezdeményezés (Global Reporting Initiative [2011]), a Fenntartható Finanszírozás Londoni Elvei (London Principles of Sustainable Finance [2002]), az Egyenlítői Elvek (Equator Principles [2003]), az Egyesült Nemzetek Felelős Befektetési Elvei (United Nations Principles for Responsible Investment – UNPRI [2006]) és az Európai SRI Transzparencia Kódex (European SRI Transparency Code [2008]). Az elvekkel kapcsolatban az egyik probléma az, hogy az aláíró tagok nem feltétlenül alkalmazták azokat a gyakorlatban is.

2.2. A fenntartható és felelős befektetések (SRI)

A fenntartható és felelős befektetők pénzügyi céljaikat környezeti, társadalmi és vállalkormányzási megfontolásokkal kötik össze. A tulajdonosi megtérülés, a részvényesi érték-alapú megközelítések és a fenntarthatósági aspektusok kombinálásáról van szó, hiszen az utóbbival kapcsolatos kockázatoknak hosszú távú kimenetei lehetnek, amelyek a fenntartható fejlődéstől a hosszú távú vállalati teljesítményig terjednek.

A Globális Fenntartható Befektetések Szövetsége (GSIA) 2012-ben kiadott beszámolója az alábbi módon kategorizálja a fenntartható befektetéseket:

1. *Negatív, azaz kizáró jellegű szűrés:* ESG-alapon bizonyos szektorok, vállalatok, gyakorlatok kizárása befektetési alapokból, portfóliókból.
2. *Pozitív, azaz az osztályon belül a legjobb szűrés:* iparági társakhoz mérten ESG-teljesítmény alapján pozitív szektorok, vállalatok, gyakorlatok területére történő befektetések ösztönzése.
3. *ESG-integráció:* az ESG-faktoroknak a befektetési menedzserek általi szisztematikus beemelése a tradicionális pénzügyi elemzésbe.
4. *Fenntarthatósági témájú befektetések:* olyan témákba és eszközökbe történő befektetések, amelyek a fenntarthatósághoz kötődnek (tisza energia, zöld technológiák, fenntartható mezőgazdaság).
5. *Hatás- vagy közösségi befektetések:* a hatásbefektetések olyan közösségi befektetéseket foglalnak magukban, ahol a tőkét tradicionális elhanyagolt egyének, közösségek felé irányítják tisztán társadalmi vagy környezeti céllal.
6. *Vállalati elkötelezettség és részvényesi akciók* ESG-irányelvek mentén.

Az SRI-befektető hajlandó feláldozni a pénzügyi megtérülés egy részét a magasabb társadalmi és környezeti teljesítményért; ez az átváltási (trade-off) kapcsolat vezet el a „fenntarthatósági hasznosságai görbéig” (*Butz–Pictet* [2008]). Az SRI olyan befektetés, amely a kockázattal korrigált, lehető legmagasabb megtérülést éri el, miközben a társadalmi, etikai és környezeti szempontokat is figyelembe veszi (*Derwall* et al. [2011]; *Sandberg* et al. [2009]).

A társadalmilag felelős befektetési alapok megtérülése és teljesítménye változatos képet mutat. Egy metatanulmány (*Margolis–Walsh* [2003]) szerint 127 cikkből 54 pozitív kapcsolatot mutat ki a pénzügyi és a társadalmi teljesítmény között, 48 nem létező vagy vegyes kapcsolatot, míg néhány negatív relációt. *Ter Horst* és szerzőtársai [2006] kimutatták, hogy az SRI-alapok befektetőit a befektetési döntéseik meghozatalakor jobban érdeklik a társadalmi és etikai kérdések, mint a befektetési alap teljesítménye. Kutatásaik során azt találták, hogy a SRI-befektető múltbeli megtérüléseket keres, és kevésbé érdeklődik a befektetési alap kockázata és díjai iránt.

A 2008 és 2010 között publikált 21 tudományos cikket vizsgáló metatanulmány szerint a kockázattal korrigált megtérülés alapján 7 cikk szerint az SRI-befektetési alapok hasonló teljesítményt nyújtanak, mint a konvencionális alapok, 5 szerint túlteljesítik azokat, 3 szerint alulmaradnak, 6 pedig kevert eredményeket kapott (*Sjöström* [2011]). Egy 145 befektetőre kiterjedő minta alapján egy ausztrál tanulmány azt állítja, hogy a társadalmilag felelős befektető (SRI) a nem pénzügyi hasznok mellett pénzügyi megtérülést is keres, továbbá a társadalmi lelkiismeret és szociális egészség releváns számára a környezetvédelmi kérdésekkel szemben; további érdekes összefüggés, hogy az SRI-befektető inkább középkorú, közepes jövedelemmel és felsőfokú végzettséggel rendelkezik (*Perez–Gladish* et al. [2012]).

Az SRI-alapok teljesítményének vizsgálatakor sajátos kutatási irány a különféle szűrők alkalmazásának hatása. Az SRI-k a befektetési portfólió kialakítása során a pénzügyi megtérülés figyelembe vétele mellett olyan szűrőket használnak, amelyekkel elhagyhatóak (negatív szűrés) vagy előnyben részesíthetőek (pozitív szűrés) bizonyos befektetések, továbbá a tulajdonosi aktivitás során a tulajdonosi szavazati jogokat arra használják fel, hogy közvetlenül elősegítsék a CSR megjelenését a portfólióvállalatokban (*Crifo–Forget* [2012]).

„A társadalmilag felelős befektetési alapok talán leggyakrabban előforduló kritikája, hogy a nem pénzügyi szűrés bevezetése korlátozza a befektetési lehetőségeket, csökkenti a diverzifikáció hatékonyságát és így ellentétes módon hat a teljesítményre” (Lee et al. [2010], p. 351.). Az SRI-alapok kevésbé diverzifikáltak a hagyományos átlag-variancia analízisek során éppen a szűrések miatt korlátozott vállalati körbe történő befektetés miatt, így alulteljesítettek a krízis alatt (Guenster [2012]). Ennek ellentmond egy másik tanulmány, amely szerint a konvencionális befektetési alapokat az SRI-alapok piaci krízis periódusai alatt túlteljesítik, nem krízisperiódusok alatt viszont alulteljesítik (Varma–Nofsinger [2012]).

A gyenge diverzifikáció miatt az SRI-befektetési alapok által elszenvedett pénzügyi veszteség ellentételezhető olyan módon, ha a társadalmi szűrés erősödik, mert jobban menedzseltek és stabilabb cégeket szelektálnak a portfólióba (Barnett–Salomon [2006, 2]). A szerzők azt találták, hogy a pénzügyi-társadalmi teljesítmény közötti kapocs görbe vonalú, sőt a társadalmi szűrés fajtájától függ: a közösségi relációk szűrése növeli, míg a környezeti-és munkaerő-relációk szűrése csökkenti a pénzügyi teljesítményt.

Sok kritika éri az SRI-befektetéseket. 600 lakossági befektetési alapot áttekintve kiderült, hogy a Fortune 500 vállalat több mint 90%-át vonták be SRI-befektetési alap portfóliókba, ami az SRI nagyon szélesen és lazán vett értelmezésére utal; azaz az SRI marketingstratégiaként jelenik meg anélkül, hogy a filozófiát is magukévá tennék a portfóliómenedzserek (Hawken [2004]). Mivel nincs általánosan elfogadott definíciója az SRI-nek, ezért az értelmezése attól függ, hogy az egyén, a vállalat vagy az intézményi befektető nézőpontjából fogalmazódik-e meg a törekvés (Chieffe–Lahey [2009]). Összességében nem lehet egyértelmű következtetést levonni arra nézve, hogy az etikus befektetési alapok túlteljesítenék a nem etikusakat (Hellsten–Mallin [2006]).

3. FENNTARTHATÓSÁG A BANKOKNÁL

A fenntartható bank a környezeti és társadalmi irányelvekkel összhangban hosszú távon teremt részvényesi értéket. A fenntarthatóság a kompetitív előny fontos elemévé vált a bankszektorban is: egyrészt a társadalmi és környezeti kockázatok kezelése révén, másrészt a fenntarthatósághoz kötődő területeken innovatív termékfejlesztéssel kell lehetőségeket teremteniük. A társadalmi és környezeti hasznót is hozó termékfejlesztés és tevékenység több területen nyújt fejlődési lehetőségeket, ezek közé tartoznak a megújuló energia, energiahatékonyság, tisztább termelési és technológiai folyamatok, a biodiverzitás megőrzése, mikrofinanszírozás, a nőket megcélzó finanszírozás és az alacsony jövedelműek lakásfinanszírozása. A banki átfogó teljesítményhez különféle módokon járulnak hozzá a fenntarthatósággal kapcsolatos innovatív megközelítések, amelyek a következők (IFC [2007]):

- több és fenntarthatóbb projekt hosszú távú megtérülést hozó finanszírozása,
- csökkentett kockázat,
- új termékeken és szolgáltatásokon keresztül az üzlet fejlesztése,
- a fenntarthatóság-vezérelt szektorokban növekvő piaci részesedés,
- növekvő hírnév és jobb márkaérték,
- a nemzetközi szervezetekhez való könnyebb hozzáférés,
- megnövelt részvényesi érték.

Az Értékorientált Bankolás Globális Szövetsége (Global Alliance for Banking on Values – GABV) által készített 2013-as tanulmány szerint a Globális Rendszerszinten Fontos Pénzügyi Intézményekhez (Global Systemically Important Financial Institutions – GSIFIs) viszonyítva, a fenntartható bankok közel kétszer annyi hitelt nyújtanak, sokkal több ügyfélbetételre támaszkodhatnak, részvénytőke-arányos és összeseszköz-arányos megtérülésük krízisállóbb és kisebb szórást mutat (1. táblázat).

1. táblázat

Krízis utáni, krízis előtti és cikluson átnyúló mutatók

Periódusok	Fenntartható bankok			GSIFI-bankok		
	2008– 2012	2003– 2007	2003– 2012	2008– 2012	2003– 2007	2003– 2012
Hitel/összes eszköz	77,4%	74,5%	75,9%	39,3%	41,0%	40,1%
Betét/összes eszköz	75,3%	74,5%	73,1%	42,8%	43,0%	42,9%
ROA	0,53%	0,59%	0,56%	0,37%	0,78%	0,57%
ROA szórása	0,16%	0,17%	0,21%	0,37%	0,29%	0,36%
ROE	7,5%	8,8%	8,2%	5,2%	17,7%	11,5%
ROE szórása	2,1%	1,9%	2,7%	10,0%	10,6%	10,2%

Forrás: GABV [2013], 3–5.o.

Konvencionális bankok is kezdenek fenntartható és társadalmilag felelős termékeket és szolgáltatásokat nyújtani. Hangsúlyozni kell, hogy a társadalmi bankok a konvencionális bankok árnyékában niche-t képeznek. A szigorú etikai misszió és a hitelesség kulcsfontosságú a sikerükben; egyik gyenge pontjuk a tevékenységük korlátozott skálája.

4. FENNTARTHATÓ KOCKÁZATI TŐKE

Európában a fenntarthatósági kérdésekhez köthető kockázati tőke (Venture Capital for Sustainability – VC4S) virágzik, mivel a befektetők egyre inkább tapasztalják, hogy a pénzügyi megtérülés társadalmi hasznokkal is járhat. A VC4S-alapok nem pénzügyi céljai között találjuk a magas társadalmi hatást, amit a tripla eredmény (triple-bottom-line) kritériumokkal mérnek; a vezetőség és a menedzsment által meghatározott társadalmi és környezeti útmutatókat; az érintettek (beszállítók, közösség, munkavállalók) iránti elköteleződést; és a felelős vállalkozás célja alatt egyéb sajátos kritériumokat. A kockázati tőke-alapok missziója három területre irányulhat az Eurosif [2007] szerint:

- a portfóliótársaság *termékeire*, amelyek a fenntarthatóság növelése által iparágak természetét alakíthatják át (például erre a start-up vállalkozások tiszta technológiái, de ide tartoznak a megújulóenergia-technológiák is),
- a portfóliótársaság által kifejtett, *megcélzott gazdasági hatásra*, például gazdaságilag lecsúszott területeken vagy nem privilegizált közösségekben, amelyeket a tradicionális finanszírozási csatornák kirekesztenek,

- a fenntartható fejlődéssel kapcsolatos *folyamatokra és belső tevékenységekre*, beleértve a jó HR-t, az egyértelmű vállalatkormányzási standardokat vagy a jó környezeti erőforrás-gazdálkodást.

A tanulmány szerint a legnagyobb korlát, amellyel küzdenek, a VC4S-alapok alultőkésítetttsége. Különösen kevés tőke érkezik az intézményi befektetőktől ezekbe az alapokba.

5. KÖVETKEZTETÉSEK

A fenntarthatósággal kapcsolatos elemzések, beszámolók, értékelési módszerek kifejlesztése, termékek és szolgáltatások piacának feltárása komolyan előre tört az elmúlt évtizedekben. A pénzügyi szektor több szegmensében a fenntarthatósági elvek megfogalmazása és figyelembe vétele beruházási és finanszírozási döntések szempontrendszerébe ágyazódó attitűd lett.

A társadalmilag felelős befektetések megtérülésével kapcsolatos vizsgálati eredmények iránya a szakirodalomban is megosztott, a tudományos kutatások is konfliktusokkal teli véleményeket, eredményeket és nézeteket közvetítenek és ütköztetnek. A kutatások összehasonlíthatóságát a mintavétel nagysága, helye, ESG-karakterisztikái, ideje és az SRI-befektetések definíciójának lazasága nagyban nehezíti.

IRODALOMJEGYZÉK

- BARNETT, M. L.–SALOMON, R. M. [2006]: Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance (2006). *Strategic Management Journal*, Vol. 27, No. 11, pp. 1101–1122, September. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=885950>
- BASSEN, A.–MEYER, K.–SCHLANGE, J. [2006]: The Influence of Corporate Responsibility on the Cost of Capital – An Empirical Analysis, Hamburg. <http://ebookbrowse.com/die-hohle-schlange-pdf-d327482787>
- BAUER, R.–HANN, D. [2010]: Corporate Environmental Management and Credit Risk. Maastricht
- BIHR, M.-H. [2008]: On the Use of Financial and Extra-Financial Information (October 10). AFFI/EUROFIDAI, Paris, December 2008 Finance International Meeting AFFI – EUROFIDAI. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1282215> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1282215>
- BUTZ, C.–PICTET, O. [2008]: The SRI Performance Paradox. Pictet & Cie, <http://www.pictet.ch>
- CHEUNG, B.–IOANNOU, I.–SERAFEIM, G. [2011]: Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1847085> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1847085>
- CHIEFFE, N.–LAHEY, K. [2009]: Helping Clients Select SRI Mutual Funds and Firms. *Journal Of Financial Planning*, 22(2), pp. 60–70.
- CRAGG, WESLEY–RICHARDSON, BENJAMIN J. [2009]: Being Virtuous and Prosperous: SRI's Conflicting Goals (August 29). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1463936> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1463936>
- CRIFO, P.–FORGET, V. D. [2012]: Think Global, Invest Responsible: Why the Private Equity Industry Goes Green. *Journal of Business Ethics*, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=2135430>
- DERWALL, J.–KOEDIJK, K. C. G.–TER HORST, J. R. [2011]: A Tale of Values-Driven and Profit-Seeking Social Investors. *Journal of Banking & Finance*, 35, 8, pp. 2137–2147.
- DI GIULIO, A.–MIGLIAVACCA, P. O.–TENCATI, A. [2007]: What Relationship between Corporate Social Performance and the Cost of Capital? Working Paper, Bocconi University.
- Eurosip [2007]: Venture Capital for Sustainability. http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/venture_capital_for_sustainability_2007_report.pdf
- FULTON, M.–KAHN, B. M.–SHARPLES, C. [2012]: Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2222740> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2222740>
- Global Sustainable Investment Alliance [2012]: 2012 Global Sustainable Investment Review. <http://gsiareview2012.gsi-alliance.org/pubData/source/Global%20Sustainable%20Investment%20Alliance.pdf>
- GOODMAN, S.–LITTLE, T. [2003]: The Gap in GAAP: An Examination of Environmental Accounting Loopholes. Rose Foundation, Oakland
- GOSS, A. [2009]: Corporate Social Responsibility and Financial Distress. Proceedings of the Administrative Sciences Association of Canada.
- GUENSTER, N. [2012]: Performance Implications of SR Investing: Past versus Future. In: KENT BAKER and JOHN R. NOFSINGER (eds.): *Socially Responsible Finance and Investing*. John Wiley & Sons, Inc.–forthcoming.
- HAWKEN, P. [2004]: *Socially Responsible Investing*. Natural Capital Institute. <http://www.naturalcapital.org/8/11/2012>.
- HELLSTEN, S.–MALLIN, C. [2006]: Are 'Ethical' or 'Socially Responsible' Investments Socially Responsible? *Journal Of Business Ethics*, 66(4), pp. 393–406. doi:10.1007/s10551-006-0001-x.
- HOEPNER, A. G. F.–YU, P.-S.–FERGUSON, J. [2010]: Corporate Social Responsibility Across Industries: When Can Who Do Well by Doing Good? Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1284703> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1284703>
- IFC [2007]: *Banking on Sustainability. Financing Environmental and Social Opportunities in the Emerging Markets*.
- LEE, D. D.–HUMPHREY, J. E.–BENSON, K. L.–AHN, J. K. [2010]: Socially Responsible Investment Fund Performance: The Impact of Screening Intensity. *Accounting & Finance*, 50(2), 351-370. doi:10.1111/j.1467-629X.2009.00336.x.
- MARGOLIS, J. D.–WALSH, J. P. [2003]: Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), pp. 268–305.
- MENZ, K.-M. [2009]: Corporate Social Responsibility: Is it Rewarded by the Corporate Bond Market? A Critical Note. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1332349>

- MUNOZ, P. [2012]: A Fuzzy Set Approach to Empirical Typologies in Sustainability Entrepreneurship. Babson College Entrepreneurship Research Conference, 2012. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2004352>
- ORLITZKY, M.–BENJAMIN, J. D. [2001]: Corporate social performance and firm risk: a meta-analytic review, *Business & Society* 40, pp. 369–396.
- PEREZ-GLADISH, B.–BENSON, K. L.–FAFF, R. W. [2012]: Profiling Socially Responsible Investors: Australian Evidence. *Australian Journal of Management*, Vol. 37, No. 2. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2122516>
- PwC [2012]: Managing Sustainability risks and opportunities in the financial services sector. https://www.pwc.com/en_JG/jg/publications/ned-sustainability-presentation-may-2012.pdf
- SANDBERG, J.–JURAVLE, C.–HEDESSTRÖM, T.–HAMILTON, I. [2009]: The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. *Journal Of Business Ethics* 87[4], pp. 519–533. doi:10.1007/s10551-008-9956-0.
- SCHAEFER, H. [2012]: Sustainable Finance – A Conceptual Outline. University of Stuttgart Working Paper No. 03/2012. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2147590> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2147590>
- SJÖSTRÖM, E. [2011]: The Performance of Socially Responsible Investment – A Review of Scholarly Studies Published 2008-2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1948169> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1948169>
- SOPPE, A. B. M. [2004]: Sustainable corporate finance. *Journal of Business Ethics* 53, pp. 213–224.
- SOPPE, A. B. M. [2009]: Sustainable Finance as a Connection Between Corporate Social Responsibility and Social Responsible Investing. *Indian School of Business WP Indian Management Research Journal*, Vol. 1, No. 3, pp. 13–23. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1336182>
- STATMAN, M. [2005]: Normal Investor, Then and Now. *Financial Analysts Journal*, Vol. 61 [2], pp. 31-37.
- TER HORST, J. R.–ZHANG, C.–RENNEBOOG, L. [2006]: Is Ethical Money Financially Smart? ECGI – Finance Working Paper No. 117/2006; CentER Discussion Paper No. 2006-09. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=887162> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.887162>
- VARMA, A.–NOFSINGER, J. R. [2012]: Socially Responsible Funds and Market Crises. Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2142343> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2142343>
- VON ARX, U.–ZIEGLER, A. [2008]: The Effect of CSR on Stock Performance: New Evidence for the USA and Europe. CER-ETH – Center of Economic Research at ETH, Zurich, Working Paper No. 08/85. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1102528> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1102528>