

# CSR, VÁLLALATI DNS VAGY PUSZTA MARKETINGESZKÖZ?

---

**Putzer Petra**

PhD hallgató

Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar

[putzerp@ktk.pte.hu](mailto:putzerp@ktk.pte.hu)

Kulcsszavak: CSR, társadalmi felelősségvállalás, jövő marketingje, marketing kommunikáció, kék marketing

## 1. BEVEZETÉS

A marketing-gondolkodásmód fejlődésének vizsgálata során új szakaszként leggyakrabban a Kotlernél (1991) megjelent társadalomközpontú marketingkoncepcióval találkozunk, amelyet számos más szerző is említ, mint például Berkowitz et al. (1989), Etzel et al. (2004), Hoffmann-né (2000) vagy Józsa (2000). E szemléletmódba illeszthető be a napjainkban egyre erősödő trendként megjelenő vállalatok társadalmi felelősségvállalása (CSR). Én a megjelenő új orientációs szakasz elnevezésére a társadalomközpontú marketing helyett a Doyle (2002) és Rekettye (2004a, 2004b) által leírt értékorientációs szakasz használatát tartom célszerűnek, hiszen ez utal arra, hogy a felelős viselkedés bármely érintett csoport számára értéket képviselhet, ugyanis az érték kategóriája napjainkra már igen tág fogalommá vált.

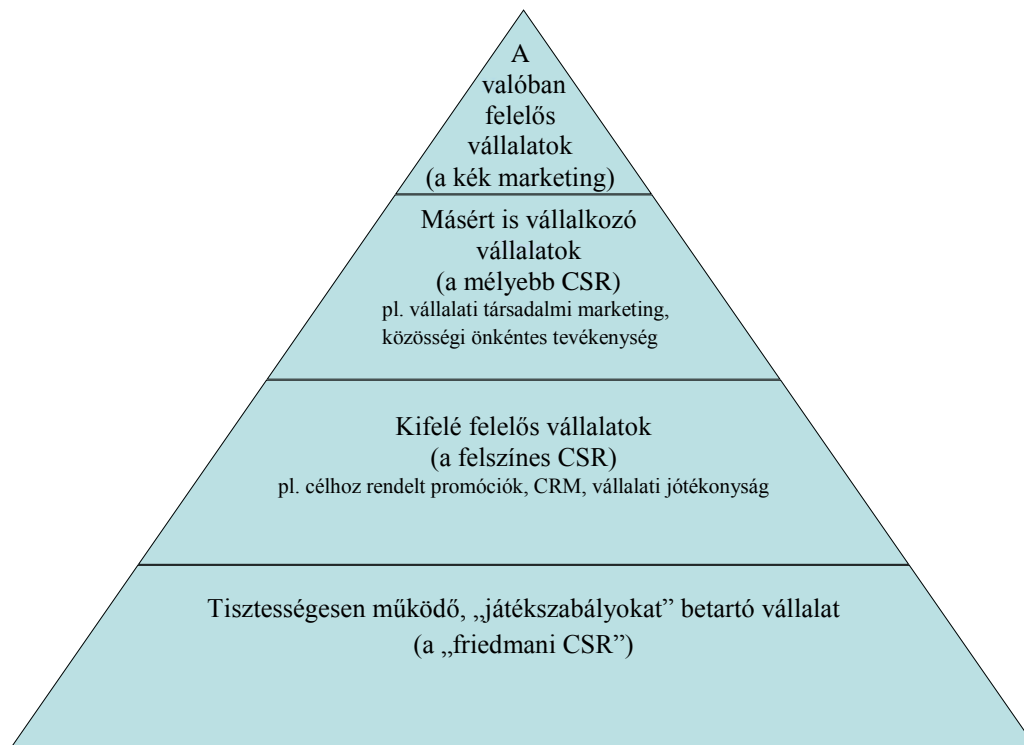
Ugyanakkor felmerül a kérdés, hogy vajon valóban értéket képvisel-e a felelős vállalati lét. Megéri-e felelőssé válni, és ha igen, akkor kinek? Mi lehet a CSR lehetséges jövőbeni iránya, hova fejlődhet a ma még kissé képlékeny koncepció? Sokan azt várják a CSR-től, hogy a vállalati DNS részévé válik. Véleményem szerint ez csupán azon CSR elemekre lehet igaz, amelyek hosszútávon kimutatható haszonnal járnak a vállalat számára, hiszen a vállalatok nem altruista szervezetek. A másik lehetséges irányt a CSR puszta kommunikációs eszközként történő megragadása jelenti. Vagyis a CSR nem hatja át a vállalat teljes egészét, hanem csak annak kommunikációjában, promóciós mixében jelenik meg.

A következőkben ezt a két lehetséges irányt elemzem részletesebben. Először is bemutatom, hogy egyáltalán miért kérdéses a CSR jövője. Továbbá ehhez kapcsolódóan nemzetközi kutatások méréseinek segítségével azt is fel kívánom tárni, hogy a CSR mely elemei maradhatnak fenn, és melyek nem. Végül pedig a CSR profitorientáltságának elismerésével vázolom a felelősségvállalás új, kialakulóban lévő lehetséges fejlődési alternatíváját, amit kék marketingként fogok bemutatni. A terjedelmi korlátok miatt a tanulmány alapvetően problémafelvető és iránymutató jelleggel készült, és további kutatások alapjául szolgálhat.

## 2. VÁLLALATI DNS VAGY PUSZTA MARKETINGESZKÖZ?

Kolter és Lee (2007) könyvében rendszerezi a felelősségvállalás lehetséges típusait, amelyek a következők: célhoz rendelt promóciók, ügyszökhöz kapcsolt marketing (CRM), vállalati társadalmi marketing, vállalati jótékonyság, közösségi önkéntes tevékenység, társadalmilag

felelős üzleti gyakorlat. A különböző típusok kapcsán jelen esetben elegendő csupán azt kiemelni, hogy az egyes cselekvési akciók más-más társadalom iránti elköteleződést és együttműködési mélységet várnak a vállalatoktól. Ehhez a gondolathoz kapcsolható a Tóth (2007) által leírt „Valóban Felelős Vállalatok piramisa”, amelynek egyes szintjei a felelősségvállalás mélységének más-más mértékét képviselik. Tóth megközelítésében nem különülnek el teljesen a non-profit és a profitorientált vállalatok, lényegében együtt tárgyalja őket. Véleményem szerint viszont fontos lenne az elkülönítés, hiszen a non-profit vállalatok által folytatott társadalmi marketing és a profitorientált vállalatok által használt társadalmi felelősségvállalás már céljaikban is markánsan különböznek. Ezért a CSR piramisa a profitorientált vállalatok esetében – Tóth (2007) és Kotler – Lee (2007) gondolatait felhasználva – a következőképpen alakul (1. ábra):



### 1. ábra: A CSR fokozatainak piramisa

Forrás: Saját szerkesztés Tóth (2007) és Kotler – Lee (2007) alapján

A piramis alján tehát azok a vállalatok szerepelnek, amelyek nem folytatnak semmilyen CSR akciót, „csupán” a törvényeknek megfelelően, azok betartásával működnek. Vagyis a Friedman (1970) által leírt gondolat köszön vissza, a vezetők kötelessége a tulajdonosok érdekeinek megfelelően cselekedni, tehát a törvények és etikai normák betartásával a lehető legjövödelmezőbben irányítani a vállalatot. E feletti szinten azok a vállalatok találhatóak, amelyek már legalább kommunikációjukban valamilyen ügy mellé állnak, de a vállalati működés más területein nem jelenik meg a felelősségvállalás. A cél, hogy valamit fel tudjanak mutatni a részvényeseknek és a fogyasztóknak is. A dolog szépséghibája, hogy ezek a vállalatok gyakran nem tartják be a törvényi előírásokat, például szennyezik a környezetet vagy gyerekmunkát alkalmaznak, és épp a vállalati hírneven esett csorbát akarják eltüntetni, illetve a közvéleményt lekenyerezni ezen akciókkal. Vagyis ez a csoport nem feltétlenül

felelősebb az alatta levőnél, akik ugyan nem szerveznek CSR akciókat, viszont nem is rontják a társadalom jólétét. A harmadik szinten azok a vállalatok állnak, amelyeknél a felelősség túlmegy a marketingkommunikáción, és a cég más egységeiben, például termelés vagy menedzsment is megjelenik. A felelősségvállalás tehát beépül a vállalati DNS egy-egy részébe, a profít cél mellett a cégnek másfajta törekvései is vannak. A piramis csúcsán pedig a valóban felelős vállalatok állnak, amelyek egész tevékenységüket és létüket a felelősségvállalás filozófiájára fűzték fel, azonban mivel profitorientált vállalatok, így a nyereségre való törekvés is megmarad, ezért hívhatjuk az ehhez a szinthez kapcsolódó vállalati marketingtevékenységet kék marketingnek.

Ami az egyes szintekben közös, hogy a CSR a vállalatok részéről sosem önzetlen dolog. A felelős akcióktól, a felelős léttől mindig valamilyen előnyt várnak. Például a kommunikációban megjelenő felelősségvállalástól jobb imázst, ebből fakadóan magasabb értékesítést, remélhetnek, a termelésben megjelenő környezetbarát és újrahasznosított anyagok, a kevesebb szemét kibocsátása a vállalat számára pedig pénzübeli megtakarítást jelentenek. Persze a költségek is eltérőek, hiszen olcsóbb csak pénzzel segíteni valakit, mint átállni egy új termelési rendszerre. Adódik tehát a kérdés, hogy vajon a piramis mely irányába mozdulunk el.

Egy lehetséges irányt jelent az, amit ma oly sokan várnak a felelősségvállalástól, miszerint az a vállalati DNS-be beépülve tulajdonképpen stratégiai elem lesz, és az egész szervezetet, a működés minden területét áthatja, vagyis a kék marketing irányába mozdul. De az is elképzelhető, hogy a vállalat a felelősségvállalást csak reklámjaiban, PR akciói vagy a márkaépítés során használja fel, vagyis tulajdonképpen a greenwashing<sup>1</sup> jelenségéről van szó. A következőkben azt vizsgálom, hogy e két lehetséges irányból vajon melyik valósulhat meg. A kérdés megválaszolásához pedig a vállalati teljesítmény és a CSR kapcsolatát fogom tanulmányozni.

### 3. A VÁLLALATI TELJESÍTMÉNY SZEREPE A CSR FEJLŐDÉSÉBEN

A vállalati társadalmi felelősségvállalás számos szerző definíciójában önkéntes és önzetlen tevékenységként körvonalazódik, közelítsen akár etikai oldalról, alapozzon akár az érintett-elméletre, vagy a „szélesebb” társadalmi szükséglet-kielégítésre (például Webster 1974, Berkowitz et al. 1989, EC 2001, Etzel et al. 2004, Ligeti 2006, Széchy 2006, Kotler – Lee 2007). A CSR vállalati teljesítményre vagy épp profitra gyakorolt esetleges pozitív hatására a definíciók nem térnek ki, vagy ha igen, akkor is csak bújtatva jelenik meg bennük a gondolat. Például a vállalatnak azért kell ilyen jellegű tevékenységet folytatnia, mert csak így tud tartósan életben maradni a piacon. Bowie (in: Hoffman 1999) érve szerint is csak akkor várható el a társadalmi problémák megoldásával kapcsolatos vállalati szerepvállalás, ha az egyébként figyelembe veszi a cég profitjára gyakorolt hatást. Ez tehát nem azt jelenti, hogy a CSR-nak nincs létjogosultsága a profitorientált világban, hanem csupán annyit, hogy a felelős létnek a vállalat számára valamilyen előnnyel kell járnia.

---

<sup>1</sup> A greenwashing lényege, hogy a vállalat kisebb méretű és jelentőségű környezetbarát akciók szervezésével és kommunikálásával igyekszik meggyőzni a fogyasztókat arról, hogy környezetbarát, miközben tulajdonképpen ezen akciók célja a káros tevékenységéről való figyelemelterelés. Vagyis a fogyasztókat félre vezetve igyekszik magát a valóságosnál „zöldebbnek” beállítani. A greenwashing hat leggyakoribb megjelenési formája a következő: eltérítés a reklámokban megjelenő képi asszociációs elemekkel; meggyőzés környezetvédelmi programokkal; figyelemelterelés a káros termékekről a kedvező tulajdonságok kiemelésével; megoldás kínálása a problémára (miképp lehetünk mi is környezetbarátok a termékük használatával); a szabályozások elkerülése annak elhárításával, hogy a vállalat a szigorú kormányzati szabályok előtt jár; érzelmekre való erős ráhatás a nehéz sorsú emberek problémáinak felkarolásával (Paetzold 2010).

Előnyöket több szerző is említ. Kotler és Lee (2007) hat ilyen hasznot említ: erősödik a márkapozícionálás, javul a vállalat imázsa, kedvező hatással van a dolgozókra, nő az értékesítés és a vállalat piaci részesedése, csökkennek a működési költségek, valamint nő a vállalat vonzereje a befektetők szemében és a pénzügyi piacokon. Ligeti (2006), aki a Kotler és Lee listáján szereplő utolsó három hasznot rövid távú előnyként említi, más szemszögből próbálja közelíteni a felelősségvállalás pozitív következményeit. Arra a kérdésre, hogy miért vállaljon fel egy jó ügyet a vállalat, négy érvet hoz. Egyrészt a társadalmi felelősségvállalás „jó gesztus” a különböző érintett csoportok (potenciális fogyasztók, befektetők, piaci elemzők, üzleti partnerek) felé. De „jól jöhet” a döntéshozók, hatóságok és a bírók hatáskörébe tarozó, vállalatot érintő ügyekben is. Továbbá „jó érzéseket kelt” a dolgozóknban, a meglévő fogyasztókban, a részvényesekben és a vezetőségi tagokban is. Végezetül pedig „jót tesz” a márkának, a pénzügyi kimutatásoknak és a közösségnek.

Ha tehát ezek az előnyök megjelennek és hosszú távon kimutathatóak a vállalati teljesítményben, akkor a CSR piramis csúcsa felé indulhat el a vállalat. Gondoljunk csak arra az esetre, ha a vállalat valóban jelentős költségeket takaríthat meg a vállalati tevékenységek felelőssé alakításával. De rögtön adódik a kérdés, vajon tényleg megéri-e felelősség válni, és egyáltalán kinek? Nehéz elhinni, hogy azok a vállalatok, amelyek nem realizálnak semmilyen előnyt az olykor igen költséges programokból, pusztán etikai és lelkiismereti okokból valóban felelős vállalattá váljanak. Feltehetően megmaradnak a „látszat CSR”-ként definiált kategóriában, amelyhez kapcsolódó akciók nem olyan költségesek számukra, és még a teljesítményben is mutatkozhat javulás. Tehát ebben az esetben lefelé mozdulnánk el a piramison. Felmerül tehát a kérdés, hogy mely vállalatok indulhatnak el a piramis csúcsa felé, és melyek ragadnak meg vagy csúsznak vissza az alsó részeire. A kérdés megválaszolásához három, a vállalati teljesítmény és a CSR kapcsolatával foglalkozó releváns, komoly metodológiai háttérrel alkalmazó cikk eredményeit hívom segítségül. A cikkek eredményeinek ismertetése előtt fontos tisztázni, hogy e téma irodalma is egyre növekszik, viszont eredményei még igen változatosak. Ugyanis a felelősség méréséhez használt indexek ma meglehetősen eltérőek, nincs egységes CSR index és mérési módszer. Ennek ellenére több szakcikk összevetésével fontos eredményekre juthatunk.

A témához jó kiindulási alapot jelent a Bechettiet al. (2007) által elkészített Working Paper. A szerzőhármás értekezése a CSR és a tőkepiac kapcsolatát tanulmányozza a Domini 400 Szociális Index segítségével. Mégpedig egy 1990-2004 közötti megfigyelési időszoron azt vizsgálják, hogy a listára való fel- és kikerülésre miként reagál a piac. Ugyanis ha a befektetők racionálisak és tökéletesen informáltak, akkor ez az elvárt érték azonnal reagál az új információkra. Így ez esetben például a Domini index általi információk, vagyis, hogy mely vállalatok felelősek és melyek nem, befolyásolják a részvények értékét, árát, és így a vállalati profitot és teljesítményt is. A kutatáshoz használt Domini 400-as index 8 kategóriát (pl. közösség, vállalatirányítás) vizsgál, minden kategórián belül számba veszi a vállalat erősségeit és gyengeségeit. A kategóriákon belül az erősségek növelése vagy a gyengeségek csökkentése a vállalat számára költséges, azonban a CSR akciók előnyökkel is járhatnak, pozitívan hathatnak a piaci értékre, amelynek forrásai például a korábban felvázolt előnyök. A megfigyelési időszakban összesen 327 fel- és lekerülés volt ami 287 vállalatot takar, ugyanis 27 vállalat többször is érintett volt. A kutatás folyamán megpróbálták kiszűrni a piaci sokkok hatását is. Az abnormális megtérülést az alábbi modellel számították:

$$R_t - R_f = \alpha_0 - \beta_0(R_m - R_f) + \varepsilon_t,$$

ahol  $R_t$  egynapi összesített megtérülés,  $R_f$  a kockázatmentes kamatrátá, amelyet jelen esetben a USA kincstárjegyének egy havi hozamával helyettesítenek,  $(R_m - R_f)$  a részvénypiaci index többletmegtérülése. A modell előnye, hogy a koefficiensek általában statisztikailag szignifikánsak.

Az első hipotézis az volt, hogy a listára való felkerülés vagy az arról való lekerülés hatása az évek során nőtt. A hipotézis mögött az a feltételezés áll, hogy a befektetők téma iránti érdeklődése egyre inkább nő, illetve a CSR és a vállalati teljesítmény közötti kapcsolat is egyre szorosabbá válik. A feltételezés igazolásához használt modell a következő:

$$|CAR|_t = \alpha_0 + \alpha_1 Trendyear + \varepsilon_t, \text{ ahol } Trendyear \text{ lineáris trendváltozó.}$$

A tesztek alapján az első hipotézist nem utasították el, a CSR alapok jelentősége nőtt, mivel a trend koefficiens szignifikáns és pozitív. A második hipotézis a fel- és lekerülés abnormális megtérüléssel való kapcsolatát vizsgálta. Az eredmények alapján a lekerülés 4%-os visszaeséssel járt a lista megjelenésének napján, majd ez a negatív hatás az idő folyamán fokozatosan megszűnt, a visszaesést a 11 és 24 nap közötti időszak elnyelte. A listára való felkerülés hatása viszont szinte 0 volt. Vagyis a lekerülés szignifikáns negatív hatást mutat a közlemény megjelenésének környékén, ami nem mondható el a felkerülésről. A használt modellek hatékonyságát, robusztusságát is tesztelték LM teszttel, illetve multi-CAPM GARCH (p,q) modellel és Fama-French regresszióval is. A robusztusság vizsgálata során a korábbi eredményekhez képest annyi eltérést találtak, hogy a negatív hatás hosszabb idő alatt, 90 nap alatt csengett le, illetve fontos volt, hogy milyen ok vezetett a listáról való lekerüléshez, mert a csőd, valamint a pénzügyi és szociális érdekek képviselőinek hiánya volt az a két fontos tényező, amely igazán negatív hatást gyakorolt az abnormális megtérülésre. Az első tanulmány alapján tehát úgy tűnik, hogy *a piac csak a negatív teljesítményt bünteti, annak is csak bizonyos fajtáit, és a valódi felelősségvállalást nem díjazza*. Ezen eredmények alapján elég, ha a vállalatok bizonyos tevékenységeket kerülnek, és nem kell hatalmas összegeket szociális akciókba ölniük. Mindez pedig azt jelenti, hogy a *CSR-nak csak bizonyos részei, még pedig a kevésbé költséges akciók maradnak fenn, és kevésbé valószínű, hogy a mély felelősségvállalás irányába mozduljanak el a vállalatok*.

A következőkben nézzük meg, hogy melyek lehetnek a társadalmi felelősségvállalás, vagy a társadalmilag felelős gyakorlat teljesítményre ható mozgatórugói Artiaek et. al. (2010) alapján. A szerzők meghatározzák a felelős vállalati létbe és teljesítménybe való beruházás fő mozgatórugóit, illetve a leginkább felelős, vagyis a magas felelős teljesítményt (CSP-t) nyújtó vállalatok jellemzőit. Mindehhez pedig a Dow Jones Sustainability World Index (DJSI) adatbázisát veszik alapul. A szerzők meglátása szerint a CSP-be való beruházás javíthatja a pénzügyi teljesítményt, de nem minden esetben. Vannak ugyanis olyan vállalatspecifikus jellemzők, amelyek befolyásolják a két tényező közti kapcsolatot, és fontos a stakeholderek ereje is. A felelősség és a pénzügyi teljesítmény közti kapcsolat tehát nem minden vállalat esetében ugyanolyan, a vállalatspecifikus jellemzők figyelembevételéből vezethető le a tanulmány öt hipotézise, amelyek a következők:

*1. A vállalat mérete és a CSP között pozitív kapcsolat áll fenn.*

A hipotézis mögött az a vélelem húzódik meg, hogy a nagyvállalatok politikai szempontból is jobban szem előtt vannak, de nagyobb érdeklődés övezi őket a közvélemény részéről is, illetve nagyobb valószínűséggel felelnek a kialakuló szociális és egyéb problémákért. Így stratégiai válaszként befektethetnek szociális tevékenységbe, hogy megfeleljenek a stakeholderi igényeknek. Ráadásul a nagyvállalatok esetében még a méretgazdaságosság is megvalósulhat fenntarthatósági akciók esetében.

*2. Az eladósodottság és a CSP között negatív kapcsolat áll fenn.*

Minél inkább eladósodott a vállalat, annál fontosabbak lesznek a pénzügyi stakeholderek, vagyis a hitelezők érdekei, miközben a többi stakeholder csoport akarata, illetve a szociális szempontok háttérbe szorulnak.

*3. A szabad pénzáram (free cash flow) és a CSP között pozitív kapcsolat áll fenn.*

A magas szabad pénzáram megléte arra utal, hogy a vállalatnak van megfelelő pénzügyi kapacitása ahhoz, hogy fenntarthatósági programokba ruházzon be anélkül, hogy gazdaságilag fontos igényeket áldozna fel.

4. *A profitabilitás és a CSP között pozitív kapcsolat áll fenn.*

Ha magas a profitabilitás, akkor a vállalatra nehezedő hitelezői nyomás jóval alacsonyabb, illetve megfelelő pénzügyi kapacitás is rendelkezésre áll a szociális töltetű programokba való beruházáshoz, tehát a szociális stakeholderek igényeit is ki tudják elégíteni.

5. *A növekedési lehetőségek és a CSP között pozitív kapcsolat áll fenn.*

Azon vállalatok esetében, ahol nagy a növekedési potenciál és magas a fizikai beruházások aránya, sokkal valószínűbb, hogy be tudja építeni a vállalat a fenntarthatósági követelményeket a versenysztratégiájába, így magas lesz a felelős teljesítménye.

A szerzők a fenti hipotéziseket, illetve a mögöttük lévő feltételezéseket több empirikus teszttel igyekeztek alátámasztani. A felelősség mérésekor a 2002-2006 közötti 5 éves mintaperiódus DJSI indexére támaszkodtak, amely a pénzügyi felelős beruházásokat és a stratégiai szemléletet is magában foglalja. A DJSI minden iparág vezető felelős vállalatainak 10%-át tartalmazza a 2500-as Dow Jones Global Indexet alapul véve. A felelős és nem felelős vállalatok közti összehasonlításhoz pedig az S&P 500 index vállalatait választották, azok közül is azokat, amelyek hasonló GICS ipari csoportban vannak, mint a vezető CSP vállalatok és nem szerepelnek a DJSI listán a vizsgálati periódusban. A mintába végül 130 CSP vállalat és 1381 „hagyományos” vállalat került be.

A szerzők a hipotézisek tesztelését többfajta módszerrel végezték. Először is egyszerű több szempontos összehasonlítással (univariate comparison) kívántak rámutatni a felelős és a hagyományos cégek közti különbségekre, amely esetben az átlag és medián közti különbségek statisztikai összehasonlításához t-tesztet és Wilcoxon próbát végeztek. Ezek után egy rögzített hatású modell megalkotásával (1. melléklet) is tesztelték a hipotéziseket. A tesztek eredményei alapján elmondható, hogy *a felelős cégek szignifikánsan nagyobbak és profitábilisabbak* a hagyományos vállalatoknál. A t-teszt alapján viszont nincs szignifikáns különbség az eladósodottság mértékében, a növekedési lehetőségben, a pénzügyi kapacitás tekintetében és a ROA mutatóban a két vállalat típus között. A non-parametrikus Wilcoxon teszt alapján a méret és a ROE-vel kifejezett profitabilitás esetében mutatott különbségek ismét szignifikánsak, de a teszt alapján a növekedési lehetőségek esetében is statisztikailag szignifikánsak a két csoport közötti differenciák. Ezek után a szerzők a  $\beta$  paraméterek becslésére az egyenletet több függőváltozós (multivariate) tesztnek is alávetették. A mérethez tartozó együttható pozitív és szignifikáns minden esetben. Az eladósodottság és a pénzügyi kapacitás koefficiense nem volt szignifikáns. Csak úgy, mint a korábbi tesztnél, a profitabilitás koefficiense abban az esetben mutat pozitív és szignifikáns eredményt, ha azt ROE és nem ROA alapon mérték. Ehhez hasonlóan a növekedési lehetőség is vegyes eredményt hozott. ROA modell esetében ugyanis szignifikánsnak bizonyult a hozzá tartozó koefficiens, míg ROE-vel mért profitabilitás esetében nem. A szerzők ezek után kiterjesztették a kutatást, és megvizsgálták azt az esetet is, amikor a vállalatok csak felbukkantak a DJSI listán, de a vizsgálati időszak egészében nem szerepeltek rajta. Azonban az így elvégzett analízis nem hozott újdonságot, konzisztens volt a korábbi tesztek eredményével.

Összességében tehát elmondható, hogy a tesztek alapján *a vállalati méret erős és konzisztens kapcsolatot mutat a felelős vállalati léttel*. A vezető CSP vállalatok feltehetően nagyobb méretű vállalatok, mégpedig az 1. hipotézis során említett okok következtében. A *növekedési lehetőség* is szignifikáns, de kevésbé erős és közvetettebb kapcsolatot mutat a magas felelős teljesítménnyel. A jó növekedési lehetőségekkel rendelkező vállalatoknak több lehetőségük van a fenntarthatósági szabályok és elvárások működésbe való beépítésére. *Sem a pénzügyi*

*kapacitás, sem az eladósodottság mértéke nem befolyásolja a vállalat felelős voltát. Végül a CSP vállalatok magasabb profitabilitási mutatóval rendelkeznek, mint a hagyományos vállalatok, de csak abban az esetben, ha ROE mutatóval mérjük, ez pedig a definíciókban is használt stakeholder elméletet támasztja alá.*

A CSR jövőjének szempontjából az eredményekből két következtetés vonható le. Egyrészt kimutatható a felelős vállalati létből származó előny, hiszen ha ROE alapon mérjük a megtérülést, akkor az eredmények alapján a *felelősebb vállalatok magasabb profitabilitással rendelkeznek. Vagyis a CSR valóban nem önzetlen tevékenység.* Másrészt a fenti eredményekből levonható az is, hogy *nem minden vállalatnak érdemes CSR-t folytatni.* Ez pedig ismét kérdéssé teszi a CSR jövőjét különösen hosszú távon, mert egyszerűen *nem éri meg a vállalatok jelentős részének felelőssé válni.* A szerzők eredményei alapján a *nagyvállalatoknak* lenne fontos a CSR, ugyanakkor úgy tűnik, ez főként a nyilvánosság lekenyerezését szolgálná. Vagyis lényegében megint csak a greenwashing jelensége és az *olcsóbb CSR megoldások* maradhatnak fenn hosszú távon. Azonban egy *mélyebb CSR* jelenthet meg a kedvező *növekedési lehetőségekkel rendelkező vállalatoknál*, amelyek valóban be tudják építeni működésükbe a fenntarthatóságot. Szerencsés esetben *a megfelelő növekedési lehetőséggel is rendelkező nagyvállalatok igazán felelősek lehetnek.*

Brammer et al. (2009) a Business Ethics által összeállított America's 100 Best Corporate Citizens listájának 2000-2004 közötti adatait felhasználva elemzi annak részvényekre gyakorolt rövid- és hosszú távú hatását. Az éves kutatás közzététele által generált abnormális hasznot mérték, ezzel próbálták kimutatni a felelős vállalati lét jövedelmezőségét, teljesítménnyel való pozitív kapcsolatát. Ez esetben tehát már egy konkrét teljesítmény elemet, a részvényárakat vizsgálták, nem keresték a felelős vállalati viselkedés mozgatórugóit. A Business Ethics multidimenzionális mutatót hozott létre a szociális teljesítmény mérésére. Az éves listák kialakításkor igen sok szempontot vizsgáltak, minden tényezőt 1-5 skálán osztályoztak annak megfelelően, hogy a vállalat erősségei közé tartozik-e, vagy épp aggodalomra ad okot. De emellett a pénzügyi teljesítményt is figyelembe vették a lista összeállításakor. A szerzők a felelős és nem felelős vállalatok közti különbségek megállapításához kontrollcsoportként az S&P 500-as listájának azon vállalatait választották, amelyek nem szerepelnek a Business Ethics 100-as listáján.

A vizsgálat során két fő cél volt: az egyik a jelentés és így a felelős vállalati lét részvényárakra gyakorolt rövid távú hatásának kimutatása, a másik pedig a hosszú távú hatás mérése. A rövid távú hatás megállapításához korábbi kutatásokban használt, ferdeségében módosított t-próbát használtak, amely a következőképp alakult:

$$t - stat_{sa,t} = \sqrt{n_t} \left( S_t + \frac{1}{3} \hat{\gamma}_t S_t^2 + \frac{1}{6n_t} \hat{\gamma}_t \right),$$

ahol  $S_t$  a halmozott abnormális megtérülés és szórásának a hányadosa,  $\gamma_t$  a ferdeségi együttható,  $n_t$  pedig a portfólióban szereplő részvények száma. A rövidtávú hatás vizsgálatánál a lista megjelenésének napját, az azt megelőző és az azt követő 10 napot elemezték. A jelentés részvényekre gyakorolt lehetséges rövidtávú hatása, egyfajta nyomást gyakorol a befektetőkre. Vagyis azon vállalatok részvényeitől szabadulnak meg a befektetők, amelyek szociális teljesítménye romlott, illetve korábbi teljesítés ellenére már nem felelnek meg az etikai elvárásoknak, és jobban keresik a listán szereplő vállalati részvényeket. A felelős vállalati lét befektetői értékelésén túl, a jelentésben szereplő vállalatok ismertté válnak, és az ismert vállalatok részvényeit jobban vásárolják, vagyis jelentős marketinghatása is van.

A másik fontos kérdés a hosszú távú hatás mérése, amelyhez egyenlően súlyozott portfóliókat alakítottak ki a szerzők, és ezek teljesítményét értékelték az évek során. A hosszú távú hatás kimutatására készített regressziós modellt a 2. mellékelt tartalmazza. Harmadik lépésként pedig a magas szociális teljesítményű vállalatokat vizsgálták, illetve ezek karakterisztikájának

a teljesítményre gyakorolt hatását, Fama és French által kifejlesztett portfólió megtérülési idősoros regressziós egyenlettel (3. melléklet), vagyis a vállalatspecifikus jellemzők hatását is szűrték. A regressziók 60 hónapos időintervallumon futottak a jelentés megjelenése utáni megtérülések vizsgálatakor, míg 48 hónapos időintervallumot használtak a szerzők akkor, amikor a vállalatok listán való helyezésének évről évre történő változását vizsgálták. A vizsgálat során a szerzők a regresszió analízis mellett t-tesztet használtak.

A szerzők a rövid távú hatás vizsgálata során arra jutottak, hogy a lista megjelenését megelőző 10 napon az átlagos abnormális megtérülés minimális (0,2%-1,3%) Fontos megemlíteni, hogy a legerőteljesebb hatása az első évnek, vagyis a 2000-ben készült listának van. Ennek magyarázata az, hogy ebben az évben készítették el első ízben ezt a listát, és emiatt igen magas volt az újinformáció értéke. Összességében elmondható, hogy a *lista hatása meglepően szerény, valószínűtlen, hogy a jelentés nagy és azonnali nyomást gyakorolna az árakra*. Ennek két magyarázata lehet. Először is elképzelhető, hogy a befektetők csak jelentős késéssel reagálnak, vagyis a megjelenő listát csak a portfóliójuk ismételt kiegyensúlyozásakor veszik figyelembe. Másfelől előfordulhat, hogy a befektetők elutasítják a lista adatait.

A rövid távú hatás eredményei tehát arra utalnak, hogy érdemes megvizsgálni a hosszú távú hatást, mert a befektetők lassan reagálnak az eredményekre. A hosszú távú hatás vizsgálatakor azonban nem a CSR támogatói által remélt eredményt kapjuk. Ugyanis a Top 100-as lista vállalatainak megtérülése jóval alacsonyabb (-8,2%, amely szignifikáns) a Top 100-on kívüli vállalatokénál. Az abnormális hozamok esetében is átlagosan 3,3%-kal a piac alatt teljesítenek a kiegyensúlyozott felelős portfóliók. A korábbi évhez képest akár javult, akár romlott a vállalatok listán való helyezése az alulteljesítés mindkét esetben megjelent, csupán annak mértékében mutatkozott különbség az előre lépők és a lecsúszók között. Viszont a Top 100-as listán szereplő, de az S&P 500-as listán nem szereplő vállalatok jól szerepeltek (+7,2%). Ezek a cégek többnyire kisméretűek, és az elemzők nem is nagyon foglalkoznak velük. A másik jól teljesítő vállalati csoport az újonnan listára lépők csoportja, amely átlagosan 3,8%-kal magasabb abnormális hozamot produkál. Ezt a két csoportot a szerzők együttesen növekvő vállalatokként kategorizálják. A vállalati jellemzőket szűrve elmondható, hogy azok hozzájárulnak az alulteljesítéshez, hisz ezeket kiszűrve az átlagos alulteljesítés csökken. Csalódást okoznak azonban azok a vállalatok, amelyek a Business Ethics listáján igen, de az S&P 500-as listán nem szerepelnek, ezek ugyanis jó teljesítésüket csak a vállalati jellemzőiknek köszönhetik, nem „felelőségüknek”. Csupán az újonnan belépők esetében erős a felelős viselkedés hatása. A vállalati jellemzők hatását szűrve az elvártnál 12,4%-kal jobb teljesítményt mutatnak. Ennek oka, hogy az újonnan belépők számára a bekerülésnek nagy marketingértéke van. A részvények és a vállalat létéről értesül a piac, a részvények a figyelem központjába, illetve a portfólió menedzserek által kezelt portfóliókba kerülnek.

Összefoglalva az eredményeket elmondható, hogy a *rövid távú hatást* vizsgálva a Business Ethics listáján szereplő vállalatok csupán igen *minimális, de pozitív* abnormális megtérülést mutattak, igaz ez többnyire nem szignifikáns, míg *hosszú távon* a kiegyensúlyozott felelős portfóliók a kontrollként használt S&P 500-as lista vállalataihoz képest átlagosan 3,3%-kal nyújtottak *alacsonyabb teljesítményt az éves megtérülésben*. A listáról lekerülő is jelentősen alulteljesítettek az újonnan felkerülőkhöz képest, amely arbitrázs stratégiát is lehetővé tesz. A vállalati hatásokat szűrve az alulteljesítés még mindig megmaradt, de annak mértéke csökkent. De miért lehetséges, hogy a felelős lét kezdeti pozitív hatása folyamatosan átmegy negatív abnormális hozamba? Ezt a szerzők magatartásbeli okokkal indokolják. A piac ugyanis túlzott mértékű reakciót ad a megjelenő listára, a befektetők túlreagálják az információt, és növekvő keresletükkel feljebb nyomják a részvények árát. Azonban ahogy az idő folyamán csökken az eufória, a részvények iránti kereslet is csökkenni fog, és így a felelő



vállalati lét hosszú távon negatív korrelációt mutat a részvények jövőbeli teljesítményével, vagyis *a sokak által csodált vállalatok a nem felelős vállalatokhoz képest alul fognak teljesíteni.* A cikk eredményei azért fontosak, mert felmerül a kérdés, hogy *vajon melyik befektető olyan önzetlen, hogy a társadalom érdekében lemondjon a haszon egy részéről,* hiszen úgy tűnik, hogy a valóban felelős vállalatok alul teljesítenek a piac hagyományos vállalataihoz képest. *Egyedül az újonnan bekerülő vállalatokba érdemes befektetniük, amelyek abnormális hozama viszont igen magas. Mindez pedig ismételten megkérdőjelezi a CSR hosszú távú létjogosultságát a vállalatok jelentős részénél.*

Bár a három cikk eredményei néhol egymásnak ellentmondóak, összességében elmondható, hogy a piac a rossz teljesítményt, vagyis *a listáról való lekerülést a többi eseményhez képest jobban bünteti. A jó szociális teljesítmény pedig nem minden esetben jövedelmező.* A növekvő vállalatok (amelyek egy része újonnan belépő) és talán a *nagyvállalatok számára előnyösek* lehetnek a CSR akciók, de *a többi vállalat számára gyakorlatilag kidobott pénz* jelent.

#### 4. A KÉK MARKETING

Az előbbi két irány eredőjeként is adódik egy lehetséges fejlődési út, amely talán az előbb bemutatott negatív hatásokat is kompenzálhatja, és lehetővé teszi a többi vállalatcsoportnak is, hogy a felelősség figyelembevételével haszonra tegyenek szert. Vagyis a CSR DNS-sé válását segítheti. Ugyanis ha eltávolodunk a zöld gazdaságtól, a zöld marketingtől és a CSR mai értelmezésétől, valamint elismerjük, hogy az önkéntes felelősségvállalással kapcsolatos elvárások méltánytalanok a gazdasági szereplőkkel szemben, akkor felfedezhető egy kialakulóban lévő új paradigma, amely filozófiájában megfelel a társadalmi felelősségvállalás eszméjének. Ez a közelítés pedig a kék gazdaság, illetve ehhez kapcsolódóan, ennek mintájára a kék marketing. A kék gazdaság ötlete még igen friss, így a téma szakirodalma sem bőséges, nem beszélve a kék marketingről, amely gyakorlatilag még ismeretlen a hazai és a nemzetközi szakirodalomban, vagyis az elméleti háttér kimunkálása a jövő feladata. Éppen ezért jelen tanulmányban csak a filozófia alapjait ismertetem, mintegy gondolatébresztő céllal.

Gunter Pauli (2010) A Kék gazdaság című könyve alapján elmondható, hogy a kék gazdaság több szempontból is meghaladja zöld gazdaság gondolatát. Először is, bár alapjaiban az ökoszisztémák elveit alkalmazza, a természet körforgásait használja, és így a „valamit” a „semmivel” helyettesíthetjük, azonban nagyon fontos, hogy emellett megjelenik a profitorientáltság, amelyet a zöld gazdaság mellőz. Ennek megfelelően a kék gazdaság túllép a CSR etikai felelősséget hangsúlyozó szemléletén is, ugyanis nem csak a felelősség, hanem a tényleges haszon inspirálja beruházásra a vállalatokat. Ahogy Pauli fogalmaz: „az innovációknak többet kell nyújtaniuk az energia-megtakarításnál, a költségek csökkenése egyedül nem elég. A piacvezetőkben csak akkor van meg a kellő szándék a szükséges tőkebefektetésre, amikor a többletbevétel is garantált.” (Pauli 2010, 94.) Valóban fenntartható lesz a gazdaság, mert a növekedést nem a több fogyasztás hajtja, hanem azok az innovációk, amelyek a vállalati fogyasztást csökkentik, miközben versenyképes terméket, eljárásokat és üzleti modelleket hoznak létre.

Itt kezdődik a marketing szerepe, hisz a cél az alapszükségletek jobb kielégítése, amelyeknél ráadásul a megtakarítások miatt nincs szükség magasabb árakra. A kommunikáció területén pedig például a csomagolás esetében várhatók kék innovációk. Az italok esetében megjelenő bővülő vagy nyomásnak ellenálló csomagolás új kihívást és lehetőséget is jelent a marketingeseknek. *Figyelemfelkeltőbb és kreatívabb megoldások valósíthatók meg „kéken”, amelyek új korszakot hozhatnak magukkal a POS eszközök esetében is.* Egy másik kommunikációhoz kapcsolódó példa a Watreco újítása. Az általuk szabadalmaztatott

technológia pusztán a gravitációt felhasználva kivonja a vízből a levegőt. Az így elkészült jég vonzó a jeget termelőknek vagy azt nagy mennyiségben tartóknak, azonban a marketingeseknek is. A kék technológiával készült jég ugyanis tükörsima, így az alatta elhelyezett reklámok tökéletesen látszanak, ráadásul a jég sértetlen marad a jégkorongozók, műkorcsolyázók mozgó súlya alatt is. Vagyis a korábbinál szebb és hatékonyabb jégreklámok jelenthetnék meg a sportközvetítések során. Pauli szerint az is elképzelhető, hogy a hirdetők átvállalják a költségeket. *Megjelenhetne az a CSR, amely során a hirdetők saját érdekükben és a profit reményében fizetik meg az energiatakarékos berendezések költségeit a kék marketing keretében.*

A kék gazdaság tehát életre hívhatja a kék marketinget, vagyis a profitorientált CSR-t, amely a termékpolitikánál és a jobb szükséglet-kielégítésnél kezdődik. De a promóció területén is számos újítást hozhat mind eszközben, mind szemléletmódban a már kialakulóban lévő CSR felhasználásával, beépítésével. Hisz bár a cél alapvetően a profit és a növekedés, de ezt átszövi a sokak által áhított felelősségvállalás, amely így akár „valódi” is lehet, legyen szó bármilyen vállalatról. Természetesen a további, most nem említett két „P”-ben is megjelenhet a „kékség”. Amint a felvezetésben is említettem, a téma irodalma még koránt sem kiforrott, kidolgozását a PhD disszertációm keretében kívánom megvalósítani.

## 5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK

A tanulmány alapján három fontos megállapítást tehetünk:

- igazolódott, hogy a CSR igenis haszonnal kecsegtet bizonyos vállalatok számára, amely segítheti a CSR terjedését és DNS-be épülését,
- azonban az is bebizonyosodni látszik, hogy a felelős lét nem feltétlenül jár előnnyel, legalábbis a vállalati teljesítményt figyelembe véve, ez pedig kérdésessé teszi a CSR jövőjét,
- viszont a jelenleg még csak a kialakulás kezdeti stádiumában lévő kék marketing a CSR lehetséges fejlődési alternatívája lehet minden vállalat számára, hiszen az etikai felelősség helyett a profitra épül.

Vagyis a marketing területén amúgy is megfigyelt polarizáció jelen esetben is megjelenik. A vállalatok egy részénél, alapvetően a nagyvállalatoknál és a növekvő vállalatoknál a CSR DNS elemmé válhat, ugyanis számukra megéri valóban felelőssé válni. Azonban a többi vállalatnak, vagyis főként a kis- és középvállalatoknak komolyan meg kell fontolniuk, hogy egyáltalán érdemes-e elgondolniuk felelős akciók tervezésén. Ez pedig a CSR eltűnését jelentheti. De, ha meg is jelenik a CSR ezen vállalatoknál, az biztosan megmarad kommunikációs elemként a greenwashingot szolgálva.

A polarizáció megszüntetésére és CSR számára megoldást jelenthet az napjainkban kibontakozó kék marketingnek nevezhető paradigma megjelenése, amely lényegében profitorientáltságot figyelembe vevő CSR, és amely biztosíthatja annak új formában való fennmaradását, továbbélését. A téma jelenleg még gyakorlatilag ismeretlen a szakirodalomban, így jelentős kutatási potenciált hordoz magában már a létező példák és a felhasználhatóság esetében is. Ez az irány mindenképp fontos kutatási irányt jelent, továbbá a teljesítmény és a CSR kapcsolatának hazai vizsgálata is várat még magára.

## 6. IRODALOM

- Artiach, T., Lee, D., Nelson, D., Walker, J. (2010), „The determinants of corporate sustainability performance”, *Accounting & Finance*, Vol. 50 Issue 1, pp31-51
- Becchetti, L., Ciciretti, R., Hasan, I. (2007), „Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value: An Event Study Analysis”, *Working Paper Series (Federal Reserve Bank of Atlanta)*, Apr2007, Issue 6, pp2-33
- Berkowitz, E. N., Kerin, R. A., Rudelius, W. , *Marketing*, 2. ed. Homewood: Irwin, 1989
- Brammer, S., Brooks, C., Pavelin, S. (2009), „The stock performance term of America's 100 Best previous term Corporate term Citizens”, *The Quarterly Review of Economics and Finance* (49), pp1065–1080
- Doyle, P. (2002), *Értékvezérelt marketing: A részvényesi értéket és a vállalati növekedést támogató marketingstratégiák*, Budapest: Panem; [New York]: Wiley
- EC (2001), „Green papaer – promoting a European framework for Corporate Social Responsibility”, Letöltve: EUR-Lex – hozzáférés az európai uniós joghoz, [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2001/com2001\\_0366en01.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2001/com2001_0366en01.pdf) 2010. május 17.
- Etzel, M. J., Walker, B. J., Stanton, W. J. (2004), *Marketing*, 13/e. Boston, MA: McGraw-Hill
- Friedman, M. (1970), „The social responsibility of business is to increase its profit”, Letöltve: <http://www.umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf> 2010. május 10.
- Hoffman, W. M. (1999), Gazdasági és környezeti etika. in: Andrassy Gy., Szabó G. (szerk.), *Üzleti etika és közéleti etika: Szöveggyűjtemény*, Pécs: JPTE Közgazdaságtudományi Kara, 1999
- Hoffmann I.-né (2000), *Stratégiai marketing*, Budapest: Aula Kiadó
- Józsa L. (2000), *Marketing*, Veszprém: Veszprémi Egyetemi Kiadó
- Kotler, P., Lee, N. (2007), *Vállalatok társadalmi felelősségvállalása*, Budapest: HVG Kiadó
- Kotler, P. (1991), *Marketing management: Elemzés, tervezés, végrehajtás és ellenőrzés*, 4. kiad. Bp.: Műszaki Kvk.
- Ligeti Gy. (2006), *CSR: Vállalati felelősségvállalás*, Budapest: Kurt Lewin Alapítvány
- Paetzold, K. (2010), *Corporate Social Responsibility (CSR): an international marketing approach*, Hamburg: Diplomica Verlag GmbH
- Pauli, G. (2010), *A kék gazdaság – 10 év, 100 innováció, 100 millió munkahely*, Pécs: PTE KTK Kiadó
- Reketye G. (2004a), „Az érték a marketingben”, *Marketing & Menedzsment* 2004/2., 6-17.o.
- Reketye G. (2004b), „Changes in the Global Market Structure - Consequences in the Marketing Philosophy and Practice”, Plenary presentation, in: *Marketing – Contemporary Significance and Perspectives, International Conference on Marketing*, Cluj-Napoca, 5-6 November 2004
- Széchy A. (2006), „A vállalatok társadalmi felelősségének alapvető kérdései”, *Vezetéstudomány*, 37. évf. 1. sz. 10-16. o.
- Tóth G. (2007), *A valóban felelős vállalat – A fenntarthatatlan fejlődésről, a vállalatok társadalmi felelősségének (CSR) eszközeiről és a mélyebb stratégiai megközelítésről*, Budapest: KÖVET
- Webster, F. E. (1974), *Social aspects of marketing*, Englewood Cliffs, N.J. : Prentice-Hall

## ENGLISH SUMMARY

Corporate social responsibility became very popular in our days. The purpose of my study is to show where CSR can develop. Will it become a part of the DNS of the companies, or will it

remain only a communication or marketing tool? The conclusion of the study is that CSR is not always profitable for the companies, usually the only the big companies and the growing enterprises can take advantage from CSR. So both scenarios could be imagined. But a new opportunity is arising in our days, which we can call blue marketing. It is a kind of profitable CSR and probably useful for every type of companies.

## MELLÉKLETEK

### 1. melléklet:

Artiaek et. al. (2010) által használt modell

$$CSP_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 \ln TA_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 FCF_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 PB_{i,t} \\ + \sum_{j=1}^{14} \varphi_j Industry + \sum_{k=1}^4 \lambda_k Year + \varepsilon_{i,t}$$

ahol :

- $CSP_{i,t}$  0/1 értékű változó (1, ha az  $i$  cég vezető CSP vállalat és 0, ha az S&P 500 lista hagyományos vállalata),
- $\ln TA_{i,t}$  a  $i$  vállalat mérete a  $t$ . évben, amelyet az összes eszköz természetes logaritmusával mérünk,
- $LEV_{i,t}$  az eladósodottság mértéke, vagyis a teljes adósságállomány osztva az összes eszközzel  $i$  vállalatnál a  $t$ . évben,
- $FCF_{i,t}$  a pénzügyi kapacitás, amely az  $i$  vállalatnál az adott  $t$  évre a szabad pénzáram és a nettó eladások hányadosa
- $ROA_{i,t}$  a profitabilitás az összes eszköz arányos megtérülése, az EBIT és az összes eszköz hányadosa  $i$  vállalatnál  $t$ . évben az alapmodellben, érzékenységvizsgálat gyanánt pedig a  $ROA$  mutatót  $ROE$  mutatóval helyettesíti
- $PB_{i,t}$  a növekedési lehetőség, amelyet  $i$  vállalat  $t$ . P/BV (price-to-book) rátájával mér
- Industry és Year dummy változók, iparági és átmeneti hatások kontrollálására

### 2. melléklet:

Brammer et al. (2009) által használt modell a felelősség hosszú távú hatásának kimutatására

$$r_{it} = \alpha_1 PTBV_{i,t} + \alpha_2 CAP_{i,t} + \alpha_3 SCOREDUM_{i,t} + \alpha_4 D2000_t + \alpha_5 D2001_t + \alpha_6 D2002_t \\ + \alpha_7 D2003_t + \alpha_8 D2004_t + u_t$$

vagy

$$r_{it} = \beta_1 PTBV_{i,t} + \beta_2 CAP_{i,t} + \beta_3 OVERALL_{i,t} + \beta_4 D2000_t + \beta_5 D2001_t + \beta_6 D2002_t \\ + \beta_7 D2003_t + \beta_8 D2004_t + u_t$$

ahol

- $r_{i,t}$  az  $i$  részvény megtérülése a  $t$  évben,
- $PTBV_{i,t}$  az  $i$  vállalat könyv szerinti értéke  $t$  évben,
- $CAP_{i,t}$  az  $i$  vállalat piaci értéke  $t$  évben,
- $SCOREDUM_{i,t}$  dummy változó, amely 1, ha a vállalat szerepel a 100-as listán, 0 egyébként,
- $OVERALL_{i,t}$  a 100-as listán a vállalat által elért pontszám,
- $u_t$  véletlen változó (esetleges piaci zavarok hatása).

### 3. melléklet:

Brammer et al. (2009) által használt modell a magas szociális teljesítményű vállalatok karakterisztikájának a teljesítményre gyakorolt hatásának mérésére, Fama és French által kifejlesztett portfólió megtérülési idősoros regressziós egyenlettel

$$r_t = \beta_1 + \beta_2 RMFF_t + \beta_3 SMB_t + \beta_4 HML_t + \beta_5 MOM_t + u_t$$

ahol

- $r_t$  a portfólió megtérülése,
- $RMRF$  a piaci többletmegtérülés (NYSE, AMEX és NASDAQ részvények mínusz egy havi T-bill hozam),
- $SMB$  a három legkisebb portfólió megtérülése mínusz a három legnagyobb portfólió átlagos megtérülése,
- $HML$  a két értékportfólió átlagos megtérülése mínusz a két növekedési portfólió átlagos megtérülése,
- $MOM$  a két legnagyobb előzetes megtérülésű portfólió átlagos megtérülése mínusz a két legalacsonyabb előzetes megtérülésű portfólió átlagos megtérülése.