

**VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS**

FINANSAI IR BANKININKYSTĖ

Silvija Zagorskytė

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

SOCIALIAI ATSAKINGŲ INVESTICIJŲ VERTINIMAS	EVALUATION OF SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENTS
---	---

Darbo vadovė Dr. Deimantė Teresienė

Vilnius, 2022

TURINYS

IVADAS	3
1. SOCIALIAI ATSAKINGŲ INVESTICIJŲ TEORINIAI ASPEKTAI	6
1.1. Socialiai atsakingų investicijų koncepcija.....	6
1.2. Socialiai atsakingų investicijų klasifikacija	8
1.3. Strategijos naudojamos socialiai atsakingoms investicijoms.....	11
1.4. ĮSA standartus taikančių įmonių ypatumai	14
1.5. Socialiai atsakingų investicijų rizika.....	19
1.6. Socialinės atsakomybės poveikis investicijų grąžai	22
2. SOCIALIAI ATSAKINGO INVESTAVIMO BALTIJOS ŠALYSE TYRIMO METODOLOGIJA	25
3. SOCIALIAI ATSAKINGO INVESTAVIMO REZULTATŲ VERTINIMAS	35
3.1. Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių finansinių rodiklių rezultatų analizė	35
3.2. Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių grąžos analizė	39
3.3. Socialiai atsakingų įmonių investicinio portfelio formavimas ir rezultatų vertinimas	41
3.4. Tradicinių įmonių investicinio portfelio formavimas ir rezultatų vertinimas.....	43
3.5. Socialiai atsakingo ir tradicinio investicinių portfelių rezultatų palyginimas	46
3.6. Atlikto tyrimo rezultatų palyginimas su kitų mokslinių tyrimų rezultatais	51
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI	52
SUMMARY	54
ŠALTINIAI	55
PRIEDAI	61

ĮVADAS

Darbo aktualumas. Kiekvienam investuotojui tenka nuolat priimti daug įvairių sprendimų: į kokias finansines priemones investuoti, kada investuoti, kokią riziką prisiimti, kada nutraukti investavimą ir taip toliau. Šiuolaikiniame globalizacijos procesų paveiktame pasaulyje egzistuoja daugybė investavimo strategijų, kurias gali pasirinkti investuotojai. Pastaraisiais metais, vystantis naujam požiūriui į verslą bei investicijas, vis daugiau investuotojų ypatingą dėmesį skiria ne pelno siekimui, o socialiai atsakingai verslo veiklai, kai kurie investuotojai investicijas pasirenka remdamiesi būtent tokia veikla. Socialiai atsakingi investuotojai mano, jog turėtų taikyti etinius standartus potencialioms investicijoms, nes tokiu atveju investicijos bus sėkmingesnės nei tų, kurie to nedaro. Taip yra todėl, kad investuotojai mato, jog visą žmogaus veiklą, įskaitant finansinę ir investicinę, galima ir reikia vertinti etiniu požiūriu. Todėl socialiai atsakingos investicijos skiriasi nuo įprastų investicijų motyvacijos, tikslų ir portfelio požiūriu.

Remiantis 2020 metų Pasauline tvarių investicijų apžvalga, pagal atsakingo investavimo strategijas profesionaliai valdomas turtas siekė net 35,3 trilijonus JAV dolerių visame pasaulyje. Nors vienas iš trijų potencialių socialiai atsakingų investicijų motyvų yra finansinė grąža, stipresni motyvai yra nefinansinė grąža ir socialiniai pokyčiai (Beal ir kt., 2005). Net jei jų investicijos yra finansiškai neefektyvios, socialiai atsakingi investuotojai yra linkę būti lojalūs ir įsipareigoti siekti savo etinio / nefinansinio grąžos tikslo (Glac, 2009). Susidomėjimas socialiai atsakingom investicijom taip išaugo, jog investuotojai ne tik pradėjo atsižvelgti į aplinkos, socialinius ir valdymo (toliau - ESG) veiksnius, bet netgi įtraukė etinius ir religinius aspektus į investavimo sprendimus (Cooper ir Weber, 2020; Crifo ir kt., 2019). Socialiai atsakingų investicijų pasirinkimui įtakos taip pat gali turėti jau nuo 90-ųjų pabaigos vis dažniau išskylančios finansiniai ir aplinkosaugos skandalai, pvz: „Nike“, „Bhopal“, Lietuvoje 2019 m. pabaigoje įvykęs „Grigeo“ skandalas dėl aplinkos taršos, taip pat klimato kaita bei Covid-19 pandemija paskatino įmones įtraukti socialinę atsakomybę į savo verslo strategiją. Taigi, tokie įvykiai paskatino dvi mokslo sritis – socialinę atsakomybę ir investavimą apjungti į vieną visumą. Iš tiesų, galima pastebėti, jog bėgant laikui finansų vaidmuo labai pasikeitė, nuo išskirtinio dėmesio pelno didinimui pereinant prie vis didėjančio dėmesingumo aplinkosaugos klausimams, pavyzdžiui, ekologiškos ir mažai anglies dioksido į aplinką išskiriančios ekonomikos. Taigi, šiuolaikiniame pasaulyje socialinė atsakomybė tampa vis svarbesniu ir aktualesniu aspektu investuotojams, siekiantiems pereiti prie gerai išvystytos, etiškos bei tvarios finansų sistemos.

Temos iširtumas. Šiuolaikiniame pasaulyje socialinės atsakomybės idėjos investavime tampa vis aktualesnės. Geriausius socialiai atsakingo verslo pavyzdžius, remiantis 2021m. „Global CR RepTrak 100“ pasauline apklausa, kurioje tarptautinės įmonės vertinamos įvertinant jų

socialinės atsakomybės (ISA) reputaciją, duomenimis, pasaulyje galima paminėti - Lego, The Walt Disney, Rolex, Ferrari, Microsoft, Levi's, Netflix, Adidas, Bosch, Intel. Socialinės atsakomybės reikšmės išaugimas versle skatina mokslininkus gilintis į šią temą bei ją tirti. Įvairiausias socialiai atsakingų investicijų klausimus jau ilgą laiką tiria įvairūs užsienio mokslininkai (Rivoli, 2003; Vivier, 2012; Lins ir kt., 2012; Saifan, 2012; Revelli, 2017; Mekki, 2020; Bae ir kt., 2020). Lietuvoje bei kitose Baltijos šalyse, socialinė atsakomybė taip pat tampa vis svarbesniu aspektu. Vis daugiau Lietuvos įmonių bei organizacijų prisijungia prie Jungtinių Tautų Pasaulinio susitarimo, kurio „tikslas yra skatinti įmones veikti atsakingai, nedaryti žalos aplinkai, bendruomenei, kitiems verslams ir bendromis pastangomis su JT, valdžios institucijomis ir nevyriausybinėmis organizacijomis dalyvauti sprendžiant socialines ir aplinkos apsaugos problemas, prisidėti prie visuomenės raidos ir ekonomikos augimo.“(Lietuvos Respublikos socialinės apsaugos ir darbo ministerija). Lietuvos atsakingo verslo asociacija (LAVA) skatina atsakingos veiklos plėtrą, kaip darnaus vystymosi Lietuvoje sąlygą bei yra vienintelė JT Pasaulinio susitarimo kontaktine atstovybe Lietuvoje. Taip pat, vis daugiau turto valdymo įmonių savo noru į savo finansines ataskaitas pradėjo įtraukti papildomą informaciją apie ESG kriterijus (Jebe, 2019), kad atsakytų į didėjantį investuotojų poreikį gauti informacijos apie jų turto valdymo praktikos socialinius ir aplinkosauginius aspektus. Lietuvoje įmonių socialinę atsakomybę nagrinėjo įvairūs mokslininkai – (Česnyienė ir kt. 2011; Šimanskienė, Paužuolienė, 2010; Mauricienė, Paužuolienė, 2013, Slapikaitė, 2017; Valiulė, Zolienė, 2019).

Darbo objektas. Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje esančių socialiai atsakingų bei tradicinių įmonių vertinimas.

Darbo problema. Ar iš socialiai atsakingų įmonių sudarytas investicinis portfelis yra pranašesnis už iš tradicinių įmonių sudarytą portfelį.

Darbo tikslas. Išnagrinėjus socialiai atsakingų investicijų teorinius aspektus sukurti tyrimo modelį, atlikti iš socialiai atsakingų įmonių bei iš tradicinių įmonių sudarytų investicinių portfelių vertinimą Baltijos šalių akcijų rinkoje.

Darbo uždaviniai:

1. Išnagrinėjus mokslinę literatūrą, atskleisti socialiai atsakingų investicijų koncepciją, klasifikaciją, galimas strategijas, socialiai atsakingų įmonių ypatumus.
2. Išanalizuoti socialinės atsakomybės investavime rizikas bei poveikį grąžai.
3. Sukurti modelį padedantį atlikti iš socialiai atsakingų įmonių sudaryto portfelio vertinimą Baltijos šalyse bei palyginti jį su tradicinių įmonių portfelium.
4. Atrinkti į Nasdaq OMX Baltic įtrauktas socialiai atsakingas bei tradicines įmones bei pagal suformuotą metodologiją, sukurti investicinius portfelius ir ištirti ar socialiai atsakingų

įmonių finansinių rodiklių rezultatai bei grąža yra žemesni palyginus su tradiciniu investiciniu portfeliu.

5. Atlikti investicinių portfelių rezultatų vertinimą, pateikti išvadas bei rekomendacijas

Darbo metodai. Pirmoje darbo dalyje atliekama mokslinės literatūros ir šaltinių analizė, jų sisteminimas bei apibendrinimas, taip pat atliekama dokumentinė analizė, analizuojami įmonių socialinės atsakomybės standartai. Antroje darbo dalyje atliekama Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje esančių, pagal suformuluotus kriterijus atrinktų įmonių finansinių ataskaitų analizė, statistinių duomenų analizė ir lyginimas bei grafinis interpretavimas ir vertinimas.

Darbo struktūra. Magistro baigiamasis darbas susideda iš trijų dalių. Pirmoje dalyje daugiausia dėmesio skiriama socialiai atsakingų investicijų teorinei analizei. Išanalizuoti moksliniai šaltiniai, kuriuose pateikiama socialiai atsakingų investicijų koncepcija, klasifikacija, išskiriamos savybės, būdingos socialiai atsakingoms investicijoms, galimos strategijos. Teorinė analizė tęsiama analizuojant socialiai atsakingų įmonių ypatumus, egzistuojančius standartus, taip pat analizuojama galima rizika bei poveikis tokių investicijų grąžai įvairiais laikotarpiais. Antrame skyriuje pateikta metodika, pagal kurią siekiama atlikti socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių portfelių vertinimą Baltijos šalių akcijų rinkoje. Taip pat pateiktas tyrimo tikslas, hipotezės, imtis, eiga, objekto analizė, įvertinta problematika. Trečioje dalyje pateikti socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių investicinių portfelių Baltijos šalių akcijų rinkoje rezultatai. Galiausiai pateikiamos išvados bei rekomendacijos

1. SOCIALIAI ATSAKINGŲ INVESTICIJŲ TEORINIAI ASPEKTAI

Per pastarąjį dešimtmetį vis daugiau žmonių yra suinteresuoti įtraukti socialinius ir aplinkosaugos tikslus į savo investavimo sprendimus (Ahmad, 2019). Todėl jie nusprendžia investuoti savo lėšas į verslą, kuris skatina socialinę atsakomybę ir suinteresuotųjų šalių įsitraukimą (Majoch ir kt., 2017). Socialiai atsakingas investavimas apima daug skirtingų koncepcijų, tokių kaip etiškas investavimas, investicijos į aplinką, tvarus investavimas, socialiai atsakingas investavimas, ESG investicijos (Daugaard, 2020). Šiame skyriuje bus aptariami socialiai atsakingų investicijų bruožai, koncepcijos, strategijos, socialiai atsakingų įmonių ypatumai, rizika, grąža.

1.1. Socialiai atsakingų investicijų koncepcija

Socialiai atsakingų investicijų sampratos pagrindų reikėtų ieškoti socialinės atsakomybės apibrėžtyje. Socialinė atsakomybė yra daugialypė koncepcija, kuriai trūksta unikalaus apibrėžimo (Kot, 2014), tačiau galima pabrėžti, jog ji rūpinasi socialine, aplinkosaugine ir ekonomine gerove. Šiandien socialinės atsakomybės terminas yra įvaizdžio, reputacijos, konkurencinio pranašumo dalis, parodanti atsigrėžimą ne tik į savus interesus, tačiau ir į veiklos vykdymo integravimą taip, kad ji kurtų papildomą naudą ir vertę socialiniams bei aplinkosaugos kintamiesiems.

Taigi, remiantis socialinės atsakomybės konstruktu, socialiai atsakingos investicijos turėtų būti traktuojamos kaip tokios investicijos, kurios apima ekologinės, socialinės ir finansinės naudos kontekstus. Ir iš tiesų, tai, kad socialiai atsakingos investicijos yra keldinamos iš socialinės atsakomybės konstrukto, patvirtina moksliniai šaltiniai, pateikiantys tokių investicijų sampratą.

Socialiai atsakingas investavimas gali būti apibrėžiamas kaip investicinis procesas, integruojantis etines vertybes, aplinkos apsaugą, geresnes socialines sąlygas ir gerą valdymą į tradicinį sprendimų dėl investicijų priėmimą (Saez ir kt., 2019). Taip pat socialiai atsakingą investavimą galima traktuoti kaip valdymo priemonę, kuri orientuojasi į aplinkos tausojimą ir visuomenės gerovę (Rakštelytė ir Lobanova, 2018). Autorės pabrėžia, jog socialinės atsakomybės principų diegimas gali suteikti ne tik ekonominę naudą, bet ir konkurencinį pranašumą prieš kitas įmones.

Barman (2018) nurodo, kad socialiai atsakingas investicijas, galima apibrėžti kaip tvariai vykdomas investicijas, kurios kuria teigiamą socialinio poveikio rezultatą. Tai patvirtina ir Valiulė bei Zolienė (2019), dar pabrėždamos, jog ypatingai užsienio autorių darbuose dažnu atveju socialiai atsakingos investicijos vadinamos tvariomis investicijomis. Tokių investicijų esmė yra teikti prioritetą tiems subjektams, kurie gali būti išreikšti aplinkos tvarumo, socialinio teisingumo idėjomis.

Panašiai akcentuoja Dilla ir kt. (2016) teigdami, kad į socialiai atsakingas investicijas reikia žvelgti kaip į tokias, kurios siekia socialinio, aplinkosauginio poveikio ir finansinės naudos. Autorių teigimu, socialiai atsakingos investicijos yra tokios investicijos, kai investuojama ten, kur:

- Vyrauja etinis ir socialinis atsakingumas
- Pripažįstamas aplinkos tvarumas
- Laikomasi socialinio teisingumo ir etikos
- Kovojuama prieš diskriminaciją

Kitaip, socialiai atsakingos investicijos, Ballester (2015) teigimu, vadinamos tvariomis investicijomis, kai tikslingai - sąmoningai kuriamas pozityvusis investicinis poveikis. Svarbus, socialiai atsakingų investicijų bruožas, autorių teigimu, yra atsisakymas koncentruotis vien tik į finansinę naudą, ko dažniausiai siekiama tradicinėmis investicijomis pirmiausia, tačiau ir į etinius ir socialinius pokyčius, kurie būtų naudingi ne tik investuotojui.

Chen ir kt. (2018) atkreipia dėmesį, kad į socialiai atsakingas investicijas, nereikėtų žiūrėti kaip į išskirtinį šių dienų fenomeną. Tai patvirtina ir Donath (2018), kadangi socialiai atsakingų investicijų užuomazgų galima rasti dar 18 a. pradžioje, kai pradėta vengti investicijų į tokias sritis, kurios tuomet vadintos nuodėmingomis arba tiksliau tariant, prieštaraujančiomis etikos normoms. Iš to iškilo ir šių dienų socialiai atsakingų investicijų pamatas, kuriomis siekiama investuoti ten, kur yra siekiami socialiniai tikslai ir jų pasiekiamumas gali būti dar labiau sustiprintas tokiomis investicijomis.

Socialiai atsakingos investicijos, kaip pažymi Auger ir kt. (2016) taip pat yra suinteresuotos gauti investicinę grąžą, tačiau skirtumas yra tas, kad tai nėra vien tik finansinė, tačiau ir socialinė grąža, todėl tokias investicijas, būtų teisinga įvardinti etiškėmis investicijomis, kurios siekia darnos su investicine ir socialine aplinkomis. Autorių nuomone, socialiai atsakingas investicijas, geriausiai apibūdina keturi kriterijai:

- Valdymo, aplinkosaugos ir socialinių veiksnių svarbos iškėlimas ir prioretizavimas
- Investicinio objekto parinkimas, remiantis etiniais ir moraliniais įsitikinimais
- Naudos ir vertės kūrimas ir dalijimasis su aplinka
- Visuotinio efekto siekimas

Dilla (2016) akcentuoja, kad socialiai atsakingos investicijos, nors ir pabrėžia socialinės atsakomybės diskursą ir teikia naudą bei skatina tvarią plėtrą ir veikia tam tikra prasme kaip aplinkos “tvarkytojos”, atmesdamos socialiai, etiškai ir moraliai prieštaraujančius investavimo klausimus, tačiau turi nemažai trūkumų. Tokių investicijų problematika atsiskleidžia kaip tam tikra atsvara, šių investicijų koncepto paradinei pusei, iš kurių galima susidaryti įspūdį, kad pastarosios neturi trūkumų iš investuotojo pusės ir yra visapusiškai naudingos ir kuriančios gerovę socialinei aplinkai. Bradford ir kt. (2017) teigimu, tiesa yra kitokia ir pačios socialiai atsakingos

investicijos idėjinė prasme nors ir yra vertingos, tačiau susiduria su investicinės grąžos rizika. Tiksliau tariant, investavimas išskirtinai į etiškai ir socialiai atsakingus subjektus, gali privesti prie investicinės grąžos sugrįžimo problemos - nors finansinė grąža ir nėra prioritetas socialiai atsakingų investicijų atveju, tačiau būtent finansinės pusės grąža labiausiai sumažėja, laukiant investicinės grąžos iš tokių investicijų. Dar didesnė problema iškyla todėl, kad investuotojas lieka be garantijos, kad sugebės gauti kitokią, pavyzdžiui socialinės naudos grąžą. Taigi, autoriaus nuomone, socialiai atsakingos investicijos, pačios iš savęs kaip socialinės atsakomybės skatinimas ir rėmimas yra vertinga idėja, tačiau investuotojas tikisi gauti grąžą, kurią šiuo atveju užtikrinti nėra paprasta.

Apibendrinant skirtingų autorių nuomonę, galima teigti, jog socialiai atsakingų investicijų apibrėžimas yra per daug abstraktus, todėl tampa sudėtinga išmatuoti kur prasideda ir baigiasi socialiai atsakingų investicijų vieta. Įmonės, užsiimančios socialiai atsakinga veikla, gali nesugebėti maksimaliai padidinti investicijų grąžos, nes visas įmonės kapitalas pirmiausia nėra naudojamas pelnui didinti, todėl toks investavimas tampa rizikingu. Mažesnė metinė grąža reiškia kad investuotojai turi išlaikyti savo investicijas įmonėje dar daugiau metų, kad uždirbtų įprastą grąžą, susijusią su kita įmone. Kita vertus, reikia aiškiai atkreipti dėmesį į tai, kad vienas iš socialiai atsakingų investicijų bruožų ir yra sutelktumas į socialinės atsakomybės esmę, o ne finansinę grąžą, tačiau tuomet kyla klausimas kaip užtikrinti socialiai atsakingų investicijų atsiperkamumą investuotojui ilgalaikiame periode, ypačiai žinant, jog jos gali pasižymėti mažesne bendrojo pelno marža, lyginant su tradicinėmis investicijomis.

1.2. Socialiai atsakingų investicijų klasifikacija

Socialiai atsakingos investicijos pagal savo paskirtį, investicinę kryptį, yra klasifikuojamos, pastarąsias skirstant į subjektyvius socialiai atsakingų investicijų tipus. E.Barman (2018) nurodo, kad socialiai atsakingų investicijų klasifikacija parodo šių investicijų plačiakryptę apimtį, tačiau tai nereiškia, kad kažkuris iš socialiai atsakingų investicijų tipų, yra pranašesnis už kitą, be to, prioritetu bet kuriuo atveju, išlieka nefinansiniai kriterijai, kadangi investuotojui svarbu, kad investicinis objektas, atitiktų jo vertybes. Galiausiai, visi socialiai atsakingų investicijų tipai, vieningai siekia teigiamų socialinių pokyčių.

Bendruomeninės investicijos, kaip vienas iš socialiai atsakingų investicijų tipų, Groot ir Nijhof (2015) nuomone, yra labiausiai susijęs su socialine nauda tam tikroje socialinėje grupėje. Tokių investicijų tikslas yra pagerinti bendruomenės gyvenimo sąlygas, skatinti bendruomenių plėtrą ir tvarų vystymąsi - taigi investicinis objektas šiuo atveju yra bendruomenė ir jos gerovė. Bendruomeninės investicijos gali būti nukreiptos į vietos bendruomenių infrastruktūrą, verslo

plėtrą, paramą, darbo vietų kūrimą. smulkaus ir vidutinio verslo stiprinimą ir ekonominio gyvybingumo kūrimą. Autorių teigimu, bendruomeninės investicijos yra priskirtinos socialiai atsakingų investicijų tipui, kadangi šios investicijos kuria socialinę gerovę tokiose bendruomenėse ir mažina jų socialinę atskirtį, spartina tvarios plėtros pažangą. Atsakymas, kodėl investuotojas gali rinktis bendruomenines investicijas gali būti grindžiamas tuo, kad tokios investicijos paspartina investicinės aplinkos patrauklumo stiprinimą ilgalaikiame periode - tiksliau tariant pradinė investicija į bendruomenę, ilgainiui gali atsipirkti ne tik socialine nauda, tačiau ir finansine, kadangi sustiprinus bendruomenę, pastaroji gali tapti patraukli tiek privačioms, tiek tiesioginėms užsienio investicijoms.

Puaschunder (2015) aptaria dar vieną, socialiai atsakingų investicijų tipą, tai yra mikrofinansus, kadangi tokios investicijos, tiesiogiai padeda gerinti rizikos socialinių grupių gyvenimo kokybę. Pats mikrofinansų investavimas, yra ypatingai rizikingas, pažeidžiamas išorinių veiksnių ir nekontroliuojamas, todėl investavimas į mikrofinansus, yra kur kas rizikingesnis negu pavyzdžiui investuojant į bendruomenes, tačiau mikrofinansų investavimas sukuria kur kas platesnio masto socialinę naudą, kurios ir siekia investuotojai. Tokios investicijos sustiprina prieigos prie finansinių paslaugų, demokratizaciją besivystančiose šalyse bei sustiprina privačių investicijų plėtrą.

Investavimas į socialiai atsakingus fondus yra dar vienas socialiai atsakingų investicijų tipas. Socialiai atsakingi investiciniai fondai, įgyja vertybinius popierius tose įmonėse, kur laikomasi socialinių, etinių, aplinkosauginių normų. Tiksliau tariant, investiciniai fondai apima tokį turtą, kuris atitinka investuotojo keliamus kriterijus socialiai atsakingoms investicijoms atitikti. Nors šie fondai yra nukreipti dažniausiai į tam tikrą socialinį reiškinį, kaip pavyzdžiui, lygybė darbo aplinkoje, toks investavimas susiję su didelėmis išlaidomis. Kita vertus, ne tik aukštas išlaidų santykis, tačiau ir aukštas diversifikacijos lygis, laikoma šių investicijų trūkumu nors, kaip teigia Arceiz ir kt. (2018), investiciniai fondai ir toliau išlieka patrauklus investicinis sprendimas, nes pastarieji pasižymi aukštu likvidumu, be to yra lengvai prieinami. Šiandien socialiai atsakingi investiciniai fondai tampa vis aktualesniais rinkoje, kadangi patys investicinių fondų valdytojai, vis platesniais mastais pradeda taikyti socialinės atsakomybės principu.

1 lentelė

Socialiai atsakingų investicijų klasifikacija

Investicijos tipas	Charakteristika
--------------------	-----------------

Investavimas į socialiai atsakingus fondus	<ul style="list-style-type: none"> ● Įgyja vertybinius popierius tose įmonėse, kur laikomasi socialinių, etinių, aplinkosauginių normų. ● aukštas išlaidų santykis, tačiau ir aukštas diversifikacijos lygis
Mikrofinansai	<p>Rizikingas, pažeidžiamas išorinių veiksnių ir nekontroliuojamas tipas</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Sustiprina prieigos prie finansinių paslaugų, demokratizaciją ● Aukštas naudos lygis investuotojui
Bendruomeninės investicijos	<ul style="list-style-type: none"> ● Nukreiptos į konkrečios socialinės grupės gerovę ● Ilgalaikiame periode atsiperka ne tik socialine, tačiau ir finansine grąža, nes sustiprinta bendruomenė pritraukia privačias ir tiesiogines užsienio investicijas
Solidarumo fondai	<ul style="list-style-type: none"> ● Investuotojai tam tikrą dalį portfelio perveda įmonėms, kurios akredituojamos pagal solidarumo kriterijus

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Groot ir Nijhof, 2015; Puaschunder, 2015; Arceiz ir kt., 2018; Barman, 2018.

Socialiai atsakingų investicijų tipologija parodo, kaip plačiai gali būti investuojama aplinkoje, pagal socialiai atsakingų investicijų įrankius, tačiau reikia atkreipti dėmesį, kad ne visi šie socialiai atsakingų investicijų būdai vienodai pasiekiami tarp investuotojų. Pavyzdžiui solidarumo fondai, veikia tik tada, jeigu šalyje veikia socialiai atsakingų įmonių akreditacija, pagal kurią investuotojai paskirsto dalį investicijų. Tuo tarpu bene lengviausiai pasiekiamos ir likvidžiausios socialiai atsakingos investicijos yra investavimas į socialiai atsakingus fondus, kurios nuo solidarumo fondų skiriasi tuo, kad investuotojas turi įsigyti vertybinių popierių. Ne tik prieinamumas bei likvidumas skiria socialiai atsakingų investicijų tipus, tačiau ir rizikos lygis, pagal kurį matuojant, mikrofinansai laikytini rizikingiausia, tačiau tuo pačiu kuriančia aukštą pridėtinę vertę, socialiai atsakinga investicija.

1.3. Strategijos naudojamos socialiai atsakingoms investicijoms

Socialiai atsakingoms investicijoms, svarbu sukurti socialinę vertę ir grąžą sociumo kontekste, tačiau net jeigu, pagrindinis investicinis tikslas nėra finansinė grąža, tam, kad gauti aukštą investicinę grąžą socialinės naudos forma, socialiai atsakingi investuotojai turėtų sustiprinti pačių investicijų strategiją. Bin Mahfouz ir Hassan (2013) pažymi, kad socialiai atsakingų investicijų, bet kurios iš taikytinų strategijų, pagrindu yra trys kertiniai elementai, pagal kuriuos koordinuojama investicinė paradigma:

- Investicijų tikslas - ilgalaikė, tvari grąža ir darnus vystymasis, pažanga
- Prioritetinis pagrindas - aplinkos, socialiniai ir valdymo veiksniai (žr. 2 lentelė)
- Investicinė vizija - stabili ir funkcionali, tvari ir skaidri socialinė, ekonominė, valdymo ir aplinkosauginė sistemos.

2 lentelė

Socialiai atsakingų investicijų kriterijai

Kriterijaus tipai	Kriterijaus sudėtis
Aplinkos apsaugos kriterijai	Valdymo sistema; klimato kaita, poveikis aplinkai, taršos kontrolė; energijos vartojimas; atliekų perdirbimas.
Socialiniai kriterijai	Žmogaus teisės; bendruomenės dalyvavimas; saugumas, socialinės iniciatyvos
Valdymo kriterijai	Elgesio kodeksas; valdybos struktūra; skaidrumas; atskaitomybė

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Kocmanova ir kt., 2020.

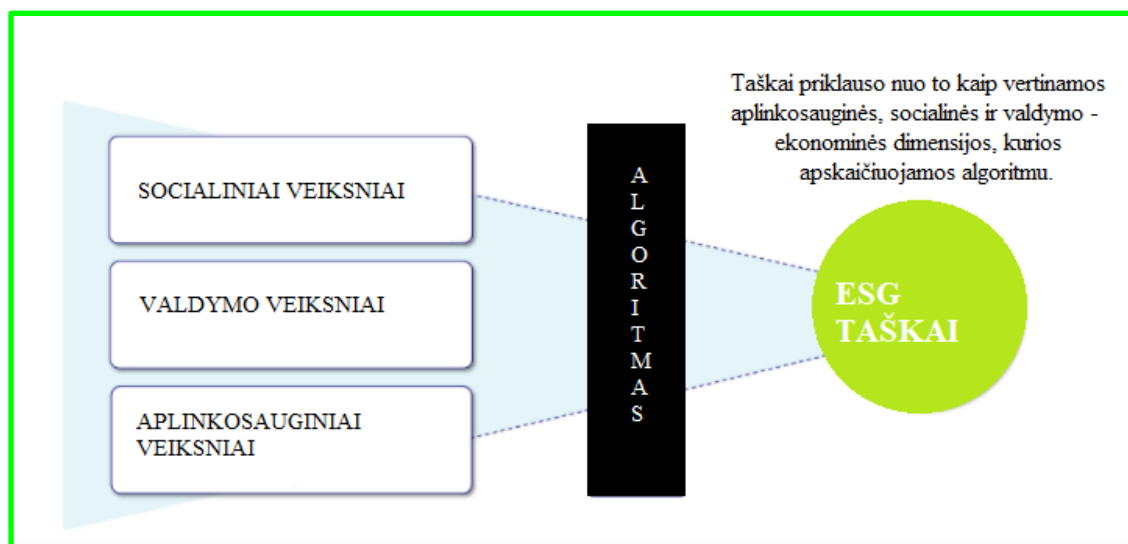
Šie trys kertiniai elementai, autoriaus teigimu, formuoja socialiai atsakingų investicijų strateginį pagrindą arba pamatą, pagal kurį plėtojama strateginė idėja, ieškant atsakymų kokiomis priemonėmis gali būti sukurta geriausia įmanoma socialinė, ekonominė, finansinė nauda. Auger ir kt. (2016) teigimu, socialiai atsakingų investicijų rezultatai, bei gaunama grąža bene labiausiai priklauso nuo to kaip teisingai pasirenkamas investicinis subjektas, todėl socialiai atsakingų investicijų strategijos didžiausią dėmesį skiria tokių investicijų rizikos prevencijai, pasirenkant investicinius objektus (žr. 3 lentelė).

Dilla ir kt. (2016) pažymi, kad tradiciškai, socialiai atsakingoms investicijoms, naudojama ESG strategija, kadangi pastaroji leidžia objektyviai įvertinti investicijas skirtingose turto klasėse. Ši strategija visapusiškai atsižvelgia į ekonominius, aplinkosauginius ir socialinius veiksnius, kur

investicijos nukreipiamos konkrečiai į socialinės atsakomybės naudą. Pagal šią strategiją, socialiai atsakingos investicijos, yra vykdomos, atsižvelgiant pagal ESG balus, kuriais ir yra vertinama kiekviena šių dimensijų - socialinė, aplinkosauginė ir ekonominė - kuo aukštesnis balas, tuo mažesnė investicijų rizika (žr. 1 pav.).

1 paveikslas

ESG socialiai atsakingų strategijų investicija



Šaltinis: Dilla ir kt., 2016.

ESG vertinimo balai, leidžia nustatyti kiek patikima investicinio objekto padėtis socialiai atsakingais klausimais. Šios strategijos integravimas, socialiai atsakingam investavimui ne visada pasiteisina, jeigu vertinama vien tik pagal sugeneruotus taškus, kadangi didesnės įmonės neišvengiamai įgyja pranašumą balų prasme prieš mažas, todėl pastarosios lieka neįvertintos arba tiksliau pats investicinis objektas parenkamas ne visai objektyviai.

Trinks ir Scholtens (2017) analizuoja dar vieną, vadinamąją neigiamos atrankos strategiją, taikomą socialiai atsakingoms investicijoms. Ši strategija reiškia, kad investuotojas atsisako investuoti į tuos objektus, kurie neatitinka investicinių kriterijų, pasitelkiant neigiamos atrankos metodą. Taigi, šios strategijos esmė, yra išvengti neatsiperkančių investicijų per atmetimo būdą, kol prieinama prie geriausio varianto, investiciniame portfelyje. Tokia strategija, autorių teigimu padeda palaiptisui išmatuoti investicinę grąžą, kuri didėja su lyg kiekvieno vertinamo investicinio objekto pašalinimu iš investicinio portfelio. Alternatyva šiai strategijai, yra pozityvi atrankos strategija, kurios esmė yra į investicinį portfelį palaiptisui įtraukti vis naudingesnę investicinį sprendimą, todėl šiuo atveju, priešingai negu neigiamos atrankos strategijos būdu, investicinio sprendimo pasirinkimas vystomas nuo mažiausiai vertingo iki vertingiausio.

Integruota analizė naudojama socialiai atsakingoms investicijoms, kaip pažymi Carre ir Wendt (2018), pasitelkia statistinius metodus. Pastarieji yra naudojami tuomet, kai siekiama apibrėžti koreliaciją pagal įmonės veiklos tvarumo aspektus ir finansinius veiksnius bei taikyti gautą santykį valdant socialiai atsakingų investicijų akcijų portfelius kiekybiškai, kartu vertinant poveikį:

- Atsiperkamumui
- Sąnaudoms
- Ilgalaikei kapitalo grąžai

Autorių teigimu, integruota analizė yra naudinga todėl, kad ja pasitelkiant galima išmatuoti ilgalaikę socialiai atsakingų investicijų perspektyvą, numatant veiksnius, suvaržančius socialiai atsakingų investicijų atsiperkamumą ilguoju periodu (žr.3 lentelė).

3 lentelė

Socialiai atsakingų investicijų strategijos

Strategija	Charakteristika
ESG strategija	<ul style="list-style-type: none"> ● Grindžiama ekonominių, socialinių, aplinkosauginių dimensijų analize ir vertinimu balais; ● Nustatytas balas parodo ar investicija pasirinkta teisingai ir kokios grąžos iš jos galima tikėtis
Neigiamos atrankos strategija	<ul style="list-style-type: none"> ● Palaipsniui atmeta netinkamus variantus ● Padeda išvengti neatsiperkančių variantų ● Padeda nustatyti didžiausią investicinę grąžą suteikiantį sprendimą
Pozityvios atrankos strategija	<ul style="list-style-type: none"> ● Atrenka geriausius investicinius sprendimus didėjimo tvarka
Integruota analizė	<ul style="list-style-type: none"> ● Naudoja ESG informaciją įmonės vertei nustatyti ● Analizuoja ESG veiksnius ● Vertina ESG faktorių poveikį ● Tinkama planuojant investicijas ilguoju periodu

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Dilla ir kt., 2016; Trinks ir Scholtens, 2017; Care ir Wendt, 2018.

Visi šie, lentelėje pateikti socialiai atsakingų investicijų strateginiai sprendimai, praktikoje dažnai naudojami juos derinant tarpusavyje vienu metu, kai investuotojo siekį patenkina kelių strategijų derinys. Tokiu atveju, socialiai atsakingų investicijų strategijas, įprasta vadinti mišriomis arba jungtinėmis. Bet kuriuo atveju, akcentuotina, kad socialiai atsakingų investicijų strategija yra svarbus žingsnis, nuo kurio priklauso investicinė grąža, nepriklausomai nuo to, kokia forma tikimasi gauti šią grąžą. Pati strategija reiškia požiūrį, discipliną, kuria vadovaujantis keliami investicijų tikslai, nustatomi išteklių, grąža, atsiperkamumo įrankiai bei sumažinama potenciali rizika.

1.4. ĮSA standartus taikančių įmonių ypatumai

Įmonių socialinė atsakomybė (ĮSA), tai sritis, kurios klausimais vis dažniau diskutuojama verslo, asocijuotų struktūrų forumuose, daugėja įmonių savo veikloje diegiančių ĮSA principus arba susijusius standartus. Visa tai tampa aktualu ekonominės globalizacijos, klimato kaitos, didėjančių gamtos išteklių eikvojimo, socialinės demografijos problemų fone. Minėtos aplinkybės verčia verslo įmones siekti ne tik maksimalaus pelno, bet ir rūpintis įvairiais socialiniais klausimais, kurie daro įtaką bendruomenės gerovei, stabdo klimato kaitos tendencijas, kuria pridėtinę socialinę vertę.

Įmonių socialinė atsakomybė (CSR) ir įmonių socialinė veikla (CSP) tapo itin svarbiomis sąvokomis šiuolaikiniame verslo pasaulyje. Analizuojant mokslinę literatūrą ir siekiant atskleisti socialiai atsakingų įmonių ypatumus, galima atrasti visą eilę šios sąvokos apibrėžimų. Sutinkamų apibrėžimų gausa parodo, kad vieningo ir visuotinai pripažinto ĮSA apibrėžimo iki šiol dar nėra. Kai kurie šios sąvokos apibrėžimai pateikiami 4 lentelėje.

4 lentelė

Socialiai atsakingų įmonių ypatumai

Autoriai, metai	Apibrėžimai
Jungtinių Tautų pramonės plėtros organizacija, 2014	Valdymo koncepcija, pagal kurią įmonės integruoja socialinius ir aplinkosaugos klausimus į savo verslo operacijas
Lietuvos Respublikos socialinės apsaugos ir darbo ministro įsakymas „Dėl įmonių socialinės atsakomybės 2016–2020 metų	Įmonių socialinė atsakomybė – įmonių atsakomybė už jų poveikį aplinkai ir visuomenei (įmonių politika ir praktika, kai jos, laikydamosi įstatymų, tarptautinių susitarimų ir sutartų elgsenos normų, į savo veiklos vidinius procesus ir išorinius santykius savanoriškai integruoja socialinius,

veiksmų plano patvirtinimo“, Nr. A1-82, 2016	aplinkosaugos ir skaidraus verslo principus). Įmonės kartu su visuomeniniais ir valstybinio sektoriaus partneriais ieško novatoriškų sisteminių socialinių, aplinkosaugos ir platesnių ekonominės gerovės problemų sprendimų.
Ogola ir Dreer, 2012	ĮSA yra viena iš svarbiausių verslo strategijų dėl tiesioginio poveikio tiek verslui, tiek visuomenei
Carroll, 2016	Įmonių socialinė atsakomybė apibrėžiama kaip ekonominių, teisinių, etinių ir filantropinių lūkesčių visuma, kurią visuomenė taiko organizacijoms tam tikru laiku.
Europos komisija, 2019	ĮSA yra įmonių atsakomybė už jų poveikį visuomenei. Siekdamos visiškai patenkinti savo socialinę atsakomybę, įmonės turėtų įdiegti procesą, kuris, glaudžiai bendradarbiaudamas su savo suinteresuotosiomis šalimis, integruotų socialines, aplinkosaugos, etines, žmogaus teises ir vartotojų problemas į verslo strategiją bei užkirstų kelią ar sušvelnintų galimą neigiamą poveikį aplinkai bei visuomenei

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis lentelėje nurodytais šaltiniais.

Iš lentelėje pateiktų apibrėžimų galima pastebėti, kad įvairūs autoriai savo pateikiamuose ĮSA apibrėžimuose, akcentuoja tai, jog įmonių socialinė atsakomybė yra verslo strategija, kuri akcentuoja socialines ir aplinkos problemas įmonės veikloje.

Per pastaruosius 20 metų įmonių socialinė atsakomybė įgavo dar didesnę susidomėjimą. Ši tendencija pastebima įvairiuose tyrimuose. „Grant Thornton“, vienos iš pirmaujančių pasaulyje nepriklausomų draudimo, mokesčių ir konsultavimo įmonių organizacijų, 2014 m. Tarptautinio verslo ataskaitoje buvo apklausta 2500 įmonių 34 šalyse ir rezultatai parodė, kad vis daugiau ir daugiau įmonių perima socialias, aplinkos požiūriu tvarias praktikas bei iniciatyvas. Tai apima pradedant labdaros aukomis, baigiant energijos vartojimo efektyvumu ir efektyvesniu atliekų tvarkymu. Dauguma šių įmonių nurodo vartotojų paklausą kaip vieną iš dominuojančių varomųjų jėgų, lemiančių jų sprendimą pereiti prie tvaresnio verslo formato. Panašiai ir 2013 metų „Nielsen“ Visuotiniame verslo socialinės atsakomybės tyrime buvo apklausta 29 000 dalyvių iš 58 šalių bei

nustatyta, kad mažiausiai pusė apklaustų vartotojų yra pasirengę mokėti daugiau už prekes ir paslaugas, kurias teikia socialiai atsakingomis idėjomis besivadovaujančios įmonės.

Atsižvelgiant į šiuos pokyčius, įmonių socialinės veiklos paklausa finansų rinkose sparčiai auga. Remiantis 2018 m. Pasauline tvarių investicijų apžvalga (Global Sustainable Investment Review 2018), kuri yra įvairių organizacijų ir tvarių investicijų forumų bendradarbiavimo visame pasaulyje produktas, 2018 m. pradžioje tvarios pasaulinės investicijos penkiose pagrindinėse rinkose (Europa, USA, Japonija, Kanada, Australija/Naujoji Zelandija), siekė net 30,7 trln. JAV dolerių.

Remiantis „Refinitiv“, vienu didžiausių pasaulio finansų rinkų duomenų ir infrastruktūros tiekėju:

- Po COVID-19 krizės investuotojai vis labiau atsižvelgs į ESG veiksnius, bandydami užpildyti pandemijos padarytas spragas.
- Socialinis ESG elementas pereis į priekį, o žaliųjų obligacijų (the green bond) rinka toliau augs, nes klimato kaita tebėra labai svarbi.
- 2021 m. Atsirastų naujų technologijų, naujų metodų ir naujų žaidėjų, taip pat bus sutelktas dėmesys į ESG integraciją.

Taigi, įmonių socialinė atsakomybė tampa neatsiejama verslo strategijos dalis, kuri gali teigiamai paveikti tiek vidinių, tiek išorinių suinteresuotųjų šalių sprendimų priėmimą ir bendrą elgesį (Alniacik ir kt., 2011). Todėl labai svarbus tampa socialiai atsakingos politikos, veiksmų ir rezultatų atskleidimas.

Šiuo metu neegzistuoja visuotinis susitarimas dėl ĮSA pateikimo formos, tačiau vienas iš dažniausiai praktikoje naudojamų būdų pateikti su įmonės socialine atsakomybe susijusius veiksmus bei rezultatus yra metinėse ataskaitose išskiriamos, įmonių dar vadinamos socialinės atsakomybės, tvarumo ir ĮSA ataskaitos. Pagal Jungtinių Tautų aplinkos programą tvarumo ataskaitos (arba socialinės atsakomybės ataskaitos) yra informacijos, susijusios su finansiniais, gamtiniais, žmogiškaisiais išteklių ir įmonių valdymu, atskleidimo praktika kartu su tradicine verslo praktika (UNEP, 2014). Atitinkamai ataskaitose turėtų būti pateikiama informacija, kuri daro įtaką organizacijos politikai, veiksams, rezultatams ir bendriems veiklos rezultatams. Įmonės taip pat gali pranešti apie savo ĮSA susijusias pastangas per savo oficialias svetaines (UNCTAD, 2008), socialinius tinklus (Fernández ir Rajagopal, 2014), be to, įmonės gali pranešti apie savo požiūrį į ĮSA plakatuose, produktų etiketėse ir panašiai (Europos Komisija, 2013). ĮSA praktikos atskleidimas turi įvairių pranašumų, tokių kaip produktyvumo padidėjimas, geresni santykiai su suinteresuotosiomis šalimis, reikšmingas išlaidų sumažėjimas, vartotojų pasitenkinimo padidėjimas ir lojalumas, o tai savo ruožtu padidina įmonių reputaciją (Europos Komisija, 2013). Atsižvelgiant į galimą teigiamą įmonių socialinės atsakomybės poveikį

suinteresuotųjų šalių sprendimų priėmimui ir praktikai, pranešimai apie ĮSA yra nepaprastai svarbūs. Tam, kad juos parengti galima vadovautis įvairiais socialinės atsakomybės standartais, metodais ar susitarimais. Keli iš jų pateikiami 5 lentelėje

5 lentelė

Socialinės atsakomybės metodai ir standartai

Standartas, metodas, susitarimas	Charakteristika
SA8000 standartas	SA8000 standartas yra pirmaujanti pasaulyje socialinio sertifikato programa. SA8000 standartų ir sertifikatų sistema suteikia pagrindą visų tipų organizacijoms bet kurioje pramonės šakoje ir bet kurioje šalyje vykdyti verslą darbuotojų atžvilgiu sąžiningu būdu bei įrodyti, kad jie laikosi aukščiausių socialinių standartų. SA8000 standartas remiasi tarptautiniu mastu pripažintais standartais, įskaitant Visuotinę žmogaus teisių deklaraciją, tarptautinės darbo organizacijos konvencijas ir tarptautinius įstatymus.
Jungtinių Tautų „Pasaulinis susitarimas“	„Pasaulinis susitarimas“ – tai didžiausia savanoriška įmonių / korporacijų socialinės atsakomybės iniciatyva, siekianti dviejų pagrindinių tikslų: 1. padėti įmonėms įdiegti „Pasaulinio susitarimo“ principus į įmonės verslo strategiją; 2. skatinti bendradarbiavimą ir partnerystę tarp įvairių sektorių, valstybėje ir už jos ribų, siekiant universalių pasaulio plėtros tikslų.
Pasaulinė atskaitingumo iniciatyva, GRI („Global Reporting Initiative“)	GRI („Global Reporting Initiative“) yra nepriklausoma, tarptautinė organizacija, padedanti įmonėms ir kitoms organizacijoms įgyvendinti darnaus vystymosi principus, pasaulyje plačiausiai naudojamus tvarumo ataskaitų teikimo standartus - GRI standartus.
ISO 26000: 2010	ISO 26000: 2010 standartas yra skirtas padėti organizacijoms prisidėti prie tvaraus vystymosi. Jis skirtas skatinti bendrą supratimą socialinės

	atsakomybės srityje ir papildyti kitas socialinės atsakomybės priemones ir iniciatyvas, o ne jas pakeisti.
LAVA asociacija	<p>LAVA – nacionalinė atsakingo verslo asociacija, jungianti įmones ir organizacijas, siekiančias diegti ir vadovautis atsakingos ir darnios veiklos principais Lietuvoje.</p> <p>LAVA teikia siūlymus valstybės institucijoms dėl atsakingos veiklos kriterijų, vertinimų, strategijų, programų, įstatymų bei kitų teisės aktų, formuoja atsakingos veiklos kriterijus bei stiprina atsakingos veiklos vertės suvokimą visuomenėje.</p> <p>Socialinės atsakomybės iniciatyvos Jungtinių Tautų „Pasaulinio susitarimo“ (Global Compact) kontaktinė atstovybė Lietuvoje.</p>
Nasdaq ESG ataskaitų teikimo vadovas	2019 m. gegužės mėn. Nasdaq pristatė naują viešųjų ir privačių įmonių pasaulinį aplinkosaugos, socialinės atsakomybės ir valdymo (ESG) ataskaitų teikimo vadovą. Jame galima rasti naujausias metodikas, kurios plačiai pritaikomos pramonėje bei padeda įmonėms orientotis besikeičiančiuose ESG duomenų atskleidimo standartuose.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis lentelėje nurodytais šaltiniais

Norint pasiekti teigiamos įtakos įgyvendinant įmonių socialinę atsakomybę, visoms suinteresuotoms šalims turėtų būti suteikta atitinkama informacija. Todėl atskleidus sritis, apie kurias suinteresuotosios šalys nori žinoti, atsiranda galimybė užmegzti ilgalaikius santykius su esamais ir potencialiais suinteresuotaisiais subjektais, pagerinti įmonės reputaciją. Taigi, atsižvelgiant į galimą teigiamą įmonių socialinės atsakomybės poveikį suinteresuotųjų šalių sprendimų priėmimui ir praktikai, socialiai atsakingos politikos, veiksmų ir rezultatų atskleidimas pranešimuose apie ĮSA yra nepaprastai svarbus, o tokius pranešimus parengti gali padėti 5 lentelėje pateikti standartai bei susitarimai.

1.5. Socialiai atsakingų investicijų rizika

Socialiai atsakingų investicijų socialinės atsakomybės nauda yra neginčytina, tačiau pačios investicijos dažnai yra rizikingos ir neatsiperkančios, todėl susilaukia nemažai kritikos. Farcane ir Bureana (2015) nurodo, kad socialinės investicijos skirsto pramonės šakas, dėl šios priežasties gali būti susitelkta vien tik į vieną, galimai naudingiausią pramonės sritį, tačiau toks pasirinkimas būtų klaidingas, kadangi pasikeitus situacijai ir tam tikrai pramonės sričiai praradus paklausą ar dėl politinių, teisinių faktorių būtų priversti užsidaryti, tokiu atveju, nukentėtų visi investuotojai. Tai reiškia, kad socialiai atsakingos investicijos turėtų būti labiau diversifikuotos.

Barman (2018) taip pat pritaria, kad šiandien socialiai atsakingos investicijos turi žemą pasirinkimą, todėl susiduriama su tendencija, kad visi investuotojai iš žemos pasiūlos, renkasi tokias bendroves, kurios geriausiai atitinka investicinius kriterijus. Problema yra ta, kad didžiąja dalimi, tokios bendrovės orientuojasi tik į didelių kapitalizacijų akcijas, kurios iš tikrųjų riboja investuotojų portfelių diversifikavimo perspektyvas. Be to, socialiai atsakingos investicijos suvaržo investicijų pasirinkimo galimybes, kadangi vertingų investicinių objektų, atitinkančių šių investicijų kriterijus yra santykinai nedaug:

- Prisiimama papildoma rizika
- Didelis nepastovumo lygis
- Galimi didesni mokesčiai lyginant su standartiniais fondais
- Praleidžiamos galimybės gauti investicinę naudą, jeigu objektas neatitinka visų keliamų etikos reikalavimų

Auger ir kt. (2018) paaiškina, kad socialiai atsakingų investicijų rizika kyla, todėl, kad socialinės atsakomybės principai ir darni vidinė etika kaip verslo idėjos pagrindas, realizuojamas tik tose organizacijose, kurios turi tvarų komercinį pagrindą. Taip pat, autorių teigimu, praktiškai gali tapti sudėtinga objektyviai atrinkti “teisingas” organizacijas, kurių kultūra yra pagrįsta socialine atsakomybe, ypač tuomet, kai jos plečiasi, auga ar susijungia su kitomis bendrovėmis, todėl tampa sudėtinga identifikuoti ar tikrai investicinis objektas yra saugus ir tinkamas socialiai atsakingų investicijų tikslams realizuoti. Autoriai atkreipia dėmesį, kad sumažinti šiai socialiai atsakingų investicijų rizikai, rekomenduojama:

- Integruoti standartizuotą nefinansinę metriką
- Integruoti socialinės, ekonominės ir aplinkosauginės aplinkos sisteminių kriterijų vertinimo sistemą.

Taigi, iš esmės, tai reiškia, kad socialiai atsakingų investicijų investuotojai tampa suvaržyti ir priklausomi, kadangi neturi didelio pasirinkimo socialiai atsakingoms investicijoms, kurios atitiktų tiek investuotojų rizikos, tiek investicinės gražos reikalavimus. Louche ir Liedekerke

(2015) pritaria, kad socialiai atsakingos investicijos, jokiais būdais nėra tinkamos kiekvienam ir neįvertinus jų rizikos, investuotojas neabejotinai sulauks žalos, o ne naudos, kadangi pirmiausia šių investicijų pagrindas reikalauja kokybiško rinkos ir pramonės šakų ištirtumo, vertinant jų poziciją socialinės atsakomybės diskurso kryptimi.

Be to, socialiai atsakingų investicijų rezultatas yra subjektyvus ir kokybinis, o ne kiekybinis, todėl sudėtinga įvertinti faktinę naudą, kurią jos suteikia ir kada ši nauda laikoma atsiperkančia, kadangi matavimas tampa ypatingai veikiamas skirtingų požiūrių. Borgers ir Pownall (2014) taip pat nurodo, kad socialiai atsakingos investicijos gali neduoti optimalios grąžos, o ir duodamą vertę apibrėžti tampa sudėtinga. Taip pat ir pačių investicijų savikaina išauga lyginant su tradicinėmis investicijomis, kadangi reikalingi išsamūs, papildomi tyrimai, tinkamo investicinio objekto nustatymui ir jų elgsenos įvertinimui, remiantis socialinės atsakomybės principais.

Bradford ir kt. (2017) nepritaria, kad socialiai atsakingos investicijos, pasižymi investicine rizika. Priešingai, autorių teigimu, socialiai atsakingos investicijos nesumažina, investuotojus pasiekiančios investicinės - finansinės grąžos. Be to, kalbant apie tokių investicijų riziką, autoriaus nuomone, pastaroji, lyginant su tradicinėmis investicijomis yra net mažesnė, kadangi aplinkosauginiai, ekonominiai ir socialiniai kriterijai, veikia kaip santykinis šių investicijų apsaugos integracinis įrankis.

Tam, kad būtų įvertinta socialiai atsakingų investicijų rizika, tokioms investicijoms gali būti taikomi tradiciniai investicijų rizikos matavimo įrankiai. Toffalis (2008) nurodo, kad socialiai atsakingos investicijos, pagal jų rizikingumą, gali būti vertinamos taikant standartinio nuokrypio metodą, kurio esmė yra išmatuoti investicinio objekto nepastovumo ryšį su numatoma gauti investicine grąža. Tokiu atveju, nustatius aukštą standartinį nuokrypį tarp finansinio pastovumo ir metinės grąžos normos, laikoma, kad investicija yra rizikinga. Autorius paaiškina, kad standartinio nuokrypio matavimas socialiai atsakingoms investicijoms įvertinti, padeda nustatyti rinkos ir investicinio saugumo santykį, tačiau autorius atkreipia dėmesį, kad aukštas standartinis nuokrypis, nebūtinai reiškia, kad socialiai atsakingos investicijos nėra įmanomos - priešingai, jeigu nauda numatoma didesnė, nei rizika, investuotojas gali investuoti ir į aukštą standartinį nuokrypį turinčius investicinius objektus, priklausomai nuo investuotojo:

- Investavimo tikslų
- Numatomos naudos
- Tolerancijos nepastovumui

Investicinei rizikai įvertinti, kaip teigia Robiyanto (2017), gali būti naudojamas ir Šarpo koeficientas, kuris padeda nustatyti socialiai atsakingų investicijų našumą, pagal rizikos lygį, kai investicijų grąžos norma, dalinama iš investicijų standartinio nuokrypio. Tokio apskaičiavimo

pasekoje, rezultatai parodo investicinės grąžos santykį su investicine grąža ir įgyjama rizika, kas reiškia, kad jeigu nustatoma, didesnė investicinės grąžos norma, palyginus su įgyjama rizika, laikytina, kad socialiai atsakinga investicija atsipirks. Panaši į Šarpo koeficientą, metodiką, yra Treinoro Ratio metodas, kuris matuoja, kokią naudą investuotojas gaus, prisiimdamas investicinę riziką. Tai yra, matuojama ar gaunama nauda atsipirks, net ir tuo atveju, jeigu pasireikštų numatoma investicinė rizika, bei skirtingai negu Šarpo koeficientas, labiau pritaikytas prie rinkos aplinkos, kadangi investicinis portfelio rizika, matuojama, esamų ekonominių aplinkybių atžvilgiu, pagal vyraujančią rinkos riziką. Taigi, esmė, yra ta, jog socialiai atsakingos investicijos, pasižyminčios aukšta rizika, gali atnešti aukštesnę naudą lyginant su rizika, kas kitaip vadinama investicinės rizikos premija.

Pasaribu (2010) aptaria rizikos vertės (Var) investicinės rizikos vertinimo metodiką. Pastaroji vertina investicinio portfelio riziką, pagal investicinį periodą, lyginant su galimais nuostoliais. Jeigu numatytas investicinės grąžos piniginis dydis per matuojamą periodą nėra didesnis už to laikotarpio nuostolius, laikoma, kad investicija nėra rizikinga. Pagal šį metodą matuojama ar investuotojas turės galimybes padengti galimus socialiai atsakingos investicijos nuostolius, kurie kyla dėl prisiimtos rizikos, tačiau kaip pažymi autoriai, rizikos vertės metodika, nėra tinkama kaip vienintelis socialiai atsakingų investicijų rizikos vertinimo metodas, kadangi naudojama standartinė pasiskirstymo tikimybė ir nepakankami nepastovumo laikotarpio duomenys, neįrodo tikrosios investicinės rizikos.

Nepaisant socialiai atsakingų investicijų keliamų iššūkių, šios investicijos gali būti naudingos, tačiau didžiausias dėmesys šiuo atveju skiriamas vertinimui, kad ši nauda būtų kaip galima didesnė. Vertinimas padeda atsirinkti socialinių, moralinių ir etinių vertybių normas atitinkantį investicinį objektą, dėl to sumažinamos kitos, iš šių investicijų pagrindo kylantios rizikos. Praktiniai investuotojų pavyzdžiai įrodo, kad socialiai atsakingos investicijos gali pasiteisinti, tačiau šios investicijos nėra tinkamos jauniems investuotojams, neturintiems patirties, nors būtent dėl lengvo jų prieinamumo yra patrauklios jauniems verslams. Problema yra ta, kad neįvertinta investicinė rizika, rinkos neištirtumas, dažnu atveju sugriauna šių investicijų įvaizdį, kai susiduriama su socialiai atsakingų investicijų potencialios grąžos ir politikos klausimais, ypač žinant, kad rinkoje nėra nustatytų konkrečių socialiai atsakingų pramonės standartų, todėl visas vertinimas paliekamas investuotojui, pagal jo pačio, individualiai, kaip investuotojo keliamus standartus. Kita vertus, reikia atkreipti dėmesį į tai, kad net nustatyta aukšta socialiai atsakingų investicijų rizika, gali paskatinti šias investicijas, jeigu numatoma nauda yra didesnė net pasireiškus rizikai.

1.6. Socialinės atsakomybės poveikis investicijų grąžai

Kiekvienam investuotojui, susidomėjusiam socialine atsakomybe investavime kyla klausimas ar socialinių ir aplinkosaugos aspektų įtraukimas į investicijų sprendimų priėmimo procesą kenkia investicijų grąžai. Jei socialiai atsakingų įmonių grąža yra mažesnė už tradicinių įmonių, tokiu atveju socialiai atsakingos įmonės bus patrauklios tik tiems asmenims, kurie yra tvirtai įsitikinę, kokio tipo įmones jie nori turėti ir kurie yra pasirengę priimti mažesnę finansinę naudą. Jei vis dėlto galima įrodyti, kad socialiai atsakingos įmonės suteikia didesnę investicinę grąžą, tada tradiciniai investicijai vis dažniau integruos SRI principus į savo investavimo procesus, kad padidintų grąžą. Viena iš priežasčių kodėl SRI gali generuoti mažesnę grąžą yra ta, kad sumažėja investavimo galimybių skaičius. Remiantis šiuolaikinio portfelio teorija, investiciniai portfeliai sudaryti iš daugiau įmonių bus efektyvesni nei tie, kurie sudaryti iš mažiau įmonių. Kitaip tariant, socialiai atsakingų įmonių yra mažiau negu tradicinių, tad tikėtina, jog jos generuos mažesnę tikėtiną pagal riziką pakoreguotą grąžą (Geczy ir kt., 2005). Kita vertus, daugelis socialiai atsakingi investuotojų mano, kad integravus ESG veiksnius į investavimo procesą bus pašalintos įmonės, kurios yra neatsakingos. Tokios įmonės užsiima netvaria veikla arba praktika, dėl kurios laikui bėgant jos bus mažiau pelningos. Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių grąžos rodiklių tyrimų išvados pateikiamos 6 lentelėje.

6 lentelė

Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių grąžos rodiklių

Autoriai	Šalys/regionai	Duomenys	Laiko periodas	Išvados
Bauer ir kt. (2006)	Kanada	8 etiški, 267 įprastiniai investiciniai fondai	1994m. Sausio mėn.- 2003m. Sausio mėn.	Nėra reikšmingų fondų veiklos skirtumų.
Magnier ir kt. (2008)	Europa, Šiaurės Amerika, Australija, Azija	171 socialiai atsakingi investiciniai fondai, palyginti su socialiai neatsakingais fondais	2006m. Spalio mėn.- 2008m. Spalio mėn.	Nėra reikšmingų našumo skirtumų

Leonardo Becchetti ir kt. (2012)	Šiaurės Amerika, Azija	Daugiau nei 22 000 socialiai atsakingų ir tradicinių fondų.	1992 m. - 2012 m.	Nėra aiškaus dominavimo, tačiau visi svarstyti metodai rodo, kad socialiai atsakingiems fondams sekasi geriau po pasaulinės finansų krizės 2007-2008m.
Lins ir kt. (2012)	JAV	3000 didžiausių socialiai atsakingų ir tradicinių JAV įmonių	2008m.- 2009m.	Įmonės, turinčios aukštą ĮSA reitingą, 2007-2008m krizės metu ir iškart po jos pralenkia tas įmones, kurių ĮSA reitingai yra žemi. Atsigavimo laikotarpiu akcijų gražos rodikliai tarp socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių taip nebesiskiria.
Bae ir kt. (2020)	JAV	1750 socialiai atsakingų ir tradicinių JAV įmonių	2020m. Vasario mėn. - Birželio mėn. (Covid-19 pandemijos pirmas etapas)	Iki krizinė įmonių socialinė atsakomybė nėra veiksminga apsaugant akcininkų turtus nuo neigiamo krizės poveikio.
Peylo ir Schaltegge, 2014;	JAV	42 socialiai atsakingos ir tradicinės įmonės	2003 m. - 2012 m.	Socialiai atsakingi investiciniai portfeliai pasižymi geresniais finansiniais rezultatais.

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis, lentelėje nurodytais šaltiniais.

Iš 6 lentelėje pateiktų duomenų galima apibendrinti, kad įvairūs autoriai savo pateikiamuose tyrimuose, akcentuoja tai, jog nėra reikšmingų finansinių rodiklių skirtumų tarp

socialiai atsakingų bei tradicinių įmonių, tačiau tuose tyrimuose, kuriuose buvo nagrinėjamas 2007-2008 m. finansų krizės laikotarpio rezultatai, pastebima, jog socialiai atsakingų įmonių grąža yra didesnė negu tradicinių įmonių. Kita vertus, pasaulį ištikus kitokios rūšies krizei - COVID-19 pandemijai, kuri yra egzogeninis veiksnys, socialiai atsakingų įmonių grąžos rezultatai nebuvo geresni negu tradicinių įmonių. Netgi, Verslo apskritojo stalo įmonės, kurios prieš pandemiją įsipareigojo ginti suinteresuotųjų šalių interesus, per pandemijos krizę nepralenkia socialinės atsakomybės veiksmų savo verslo strategijoje nenaudojančių įmonių.

2. SOCIALIAI ATSAKINGO INVESTAVIMO BALTIJOS ŠALYSE TYRIMO METODOLOGIJA

Šioje dalyje pateikiama socialiai atsakingo investavimo Baltijos šalyse metodologija. Iškeliamas tyrimo tikslas, uždaviniai bei hipotezės, aprašomi tyrimo etapai ir jų metu naudojami tyrimo metodai.

Empirinio tyrimo **tikslas** – atlikti socialiai atsakingų investicijų vertinimą Baltijos šalių akcijų rinkoje.

Siekiant įgyvendinti užsibrėžtą tikslą, buvo iškelti empirinio tyrimo **uždaviniai**:

1. Išanalizuoti atrinktų socialiai atsakingų įmonių ir tradicinių įmonių finansinių rodiklių rezultatus.
2. Įvertinti suformuotų socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių investicinių portfelių rezultatus.
3. Palyginti ir įvertinti socialiai atsakingų įmonių ir tradicinių įmonių investicinių portfelių rezultatus.

Šiame darbe socialiai atsakingų įmonių investicinis portfelis reiškia, kad investuojama į tų įmonių akcijas, kurios taiko socialinės atsakomybės strategiją savo versle. Tradicinių įmonių portfelis reiškia, kad investuojama į tų įmonių akcijas, kurios nėra socialiai atsakingos arba socialinės atsakomybės strategijos taikymui savo veikloje skiria nedidelį, paviršutinišką dėmesį.

Hipotezė. Mokslinės literatūros analizė leido identifikuoti, kad nėra vieningos nuomonės dėl socialiai atsakingo investavimo rezultatų, t. y. dažnu atveju socialiai atsakingas investicinis portfelis pasižymi mažesniu pelningumu palyginus su tradicinių įmonių portfeliu. Kartu mokslinėje literatūroje pateikiama ir tokių tyrimų, kuomet socialiai atsakingos investicijos pasižymėjo didesne investicine grąža, palyginus su tradicinėmis įmonėmis. Remiantis prieštariniais įvairių tyrimų rezultatais, šiame darbe iškeltos trys hipotezės:

H₁: Socialiai atsakingų įmonių finansiniai rodikliai yra mažiau patrauklūs palyginus su tradiciniu investiciniu portfeliu.

H₂: Iš socialiai atsakingų įmonių sudarytas investicinis portfelis pasižymi mažesne grąža nei tradicinis investicinis portfelis.

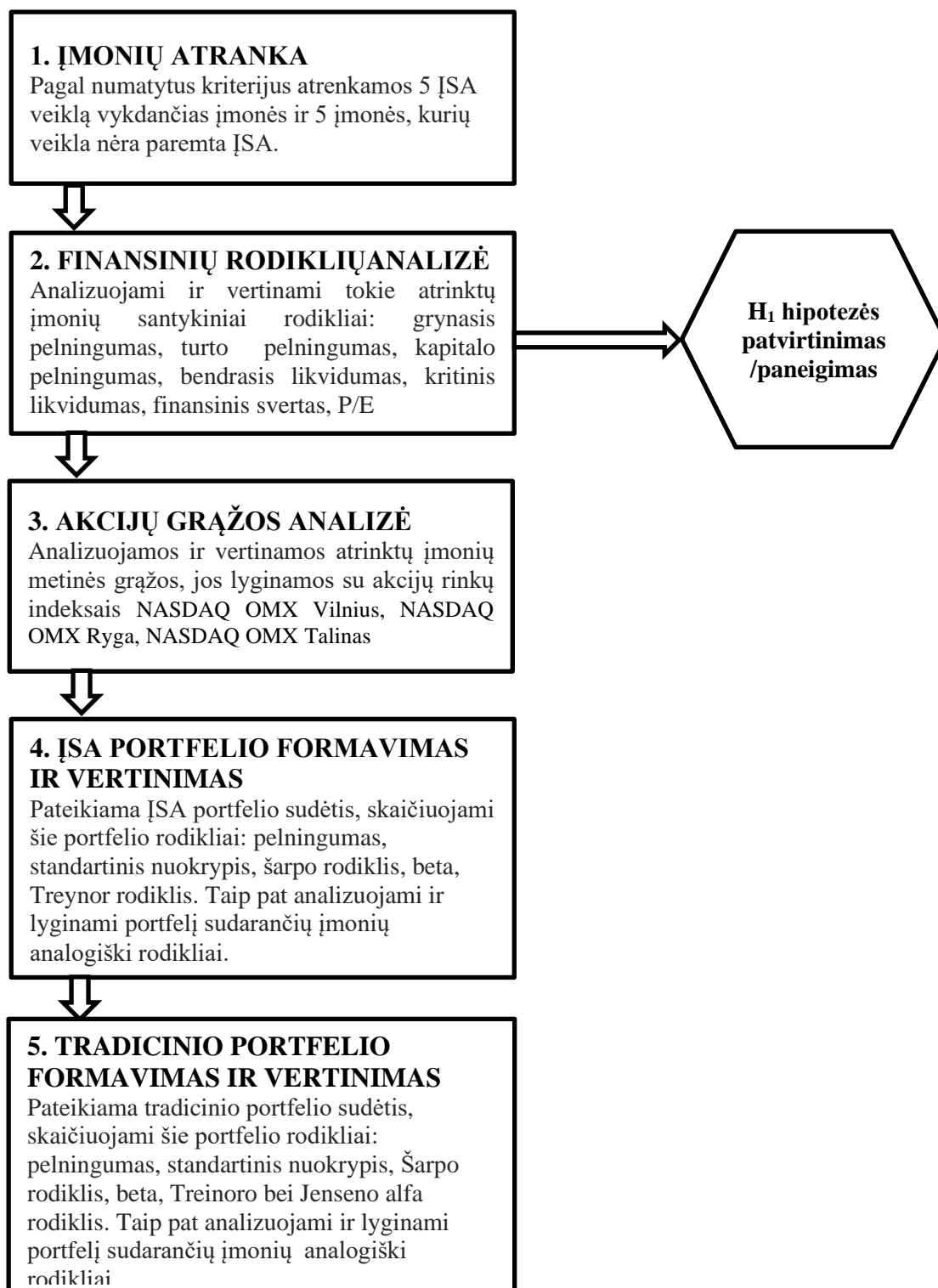
H₃: Iš socialiai atsakingų įmonių sudaryto investicinio portfelio rizika yra didesnė.

Tyrimo imtis. Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių investiciniai portfeliai formuojami remiantis 5 metų laikotarpio duomenimis. Naudojami duomenys - 2016 m. rugsėjo mėn. 30 d. - 2021 m. rugsėjo mėn. 30 d. atrinktų įmonių akcijų kainos, kurias pateikia Nasdaq vertybinių popierių birža. Tokio periodo duomenys pasirinkti todėl, kad visos standartinės investavimo rekomendacijos remiasi prielaida, jog investavimo laikotarpis turėtų būti ne trumpesnis nei 5 metai.

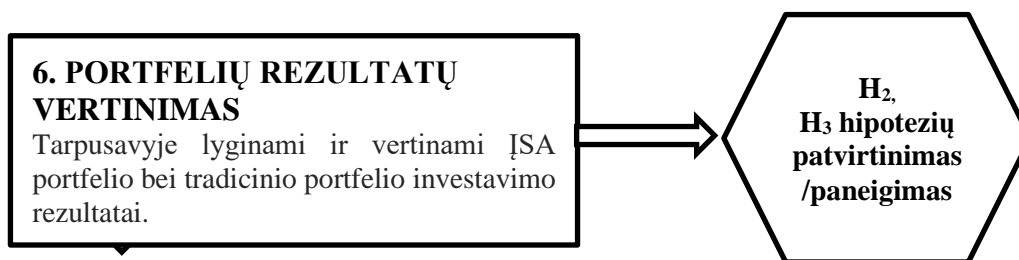
Tyrimo eiga. Visas tyrimas buvo atliekamas 6 etapais (žr. 2 pav.).

2 paveikslas

Tyrimo etapai



Paveikslo tęsinys.



Šaltinis: sudaryta autorės.

Socialiai atsakingas investicinis portfelis ir tradicinis investicinis portfelis formuojamas iš Nasdaq OMX Baltic akcijų biržoje Oficialiame ir Papildomame sąrašuose listinguojamų bendrovių akcijų. Pirmajame atrankos etape buvo siekiama identifikuoti socialiai atsakingas įmones.

Šiuo metu egzistuoja daug standartų, gairių, rekomendacijų ar iniciatyvų, padedančių bendrovėms tinkamai atskleisti socialinės atsakomybės veiklas. Labiausiai paplitusios socialinės atsakomybės atskleidimo metodikos yra Jungtinių Tautų Pasaulinio Susitarimo Pažangos ataskaitos (angl. Communications on Progress for UN Global Compact) ir Pasaulinė atskaitingumo iniciatyva (angl. Global Reporting Initiative arba GRI). Dar viena metodika, socialinės atsakomybės veiklai atskleisti, yra jau teorinėje darbo dalyje aptarta aplinkos *apsaugos, socialinės atsakomybės ir gerosios valdysenos praktika* (angl. *ESG - Environmental, Social, Corporate Governance data*). Ji iki šiol nėra griežtai reglamentuota ir ilgą laiką buvo labiau savanoriška investuotojų iniciatyva siekiant atliepti visuomenės lūkesčius. Nasdaq vertybinių popierių birža pradėjo taikyti šią praktiką nuo 2017 m. rugpjūčio 19 d., t. y. Šiaurės ir Baltijos šalių rinkose listinguojamoms įmonėms parengtos rekomendacinio pobūdžio socialinės atsakomybės ataskaitų ruošimo gairės. Išanalizavus dalis Nasdaq vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių nustatyta, kad pirmoji dalis įmonių rengia socialinės atsakomybės ataskaitą pagal ESG metodiką. Antra dalis įmonių socialinės atsakomybės veiklą atskleidžia remiantis Pasaulinės atskaitingumo iniciatyvos baziniu variantu. Trečioji grupė įmonių teikia socialinės atsakomybės ataskaitą, kuri yra sudėtinė konsoliduotojo metinio pranešimo dalis. Ir, galiausiai, ketvirtoji grupė neteikia jokių socialinės atsakomybės ataskaitų, nes socialiai atsakingos veiklos nevykdo. Atsižvelgiant į tai, visos įmonės klasifikuojamos į tris blokus: 1) ESG praktika (1 grupė įmonių); 2) kita ĮSA praktika (2 ir 3 grupės); 3) nėra ĮSA (4 grupė) (žr. 2 priedą).

Sudarant socialiai atsakingą investicinį portfelį, iš visų Nasdaq OMX Baltic akcijų biržos oficialiajame ir papildomame sąraše listinguojamų įmonių atranka vyko keliais etapais:

1) pirmajame etape iš visų įmonių buvo pasirinkta pirmoji įmonių grupė, kuri socialinės atsakomybės veiklą atskleidžia pagal ESG metodiką: tokių įmonių buvo 9. Socialiai atsakingų įmonių atrankos kriterijumi pasirinkta ESG ataskaita dėl kelių priežasčių:

- kaip minėta, Nasdaq vertybinių popierių birža pradėjo taikyti ESG praktiką nuo 2017 m. Todėl manytina, kad įmonė, kuri kotiruojasi Nasdaq biržoje ir yra socialiai atsakinga, turėtų teikti ataskaitą išlaikant vieningą biržos rekomenduotą formatą, pagal kurį investuotojai galėtų ne tik teisingai palyginti įmonių socialinės atsakomybės veiklą, bet ir priimti optimalesnius investavimo sprendimus;
- ESG kriterijai (Aplinkos apsauga, socialinė atsakomybė ir gerosios valdysenos praktika) taip pat gali padėti investuotojams išvengti investicijų į įmones, kurios dėl vienos ar kitos praktikos gali kelti didesnę finansinę riziką;
- ESG ataskaita yra didesnės apimties ir detalesnė, palyginus su kitomis socialinės atsakomybės atskleidimo praktikomis. Nėgana to, ESG kriterijai leidžia ne tik atskleisti įmonių socialinę atsakomybę, bet ir įvertinti socialiai atsakingo verslo pastangas kiekybiškai.

2) antrajame etape iš 9 bendrovių atrinktos 5 bendrovės, kurių kapitalizacija buvo didžiausia; Kapitalizacija – įmonės nuosavo kapitalo vertė rinkoje ir parodo bendrą įmonės dydį rinkoje. Tai potencialiam investuotojui gali daug pasakyti apie perspektyvą investuoti į šią įmonę, nes investicijos į didesnės kapitalizacijos įmones kelia mažesnę riziką, nors jų augimas ir yra nuosaikesnis, stabilesnis. Dėl mažesnės rizikos ir stabilaus augimo didelės kapitalizacijos įmonės yra ideali galimybė ieškantiems ilgalaikių investicijų.

3) trečiajame etape buvo atsižvelgiama į sektorius, t. y. pasirenkama po 1 įmonę iš skirtingų ekonominės veiklos sektorių; Diversifikavimas pagal sektorius mažina investicijų portfelio riziką, todėl nuspręsta pasirinkti tik po vieną įmonę iš to paties sektoriaus.

4) ketvirtajame etape buvo eliminuojamos tos įmonės, kurių akcijų kainų istorija pateikiama už trumpesnę nei 5 metų periodą.

Formuojant tradicinį investicinį portfelį, iš visų Nasdaq OMX Baltic akcijų biržos oficialiajame ir papildomame sąraše listinguojamų įmonių atranka vyko šiais etapais:

- 1) pirmajame etape iš visų įmonių buvo pasirinkta trečioji įmonių grupė, kuri neteikia socialinės atsakomybės ataskaitų: tokių įmonių buvo 33;
- 2) antrajame etape iš 33 bendrovių atrinktos 5 bendrovės, kurių kapitalizacija buvo didžiausia;

- 3) trečiajame etape buvo atsižvelgiama į sektorius, t. y. pasitenkama po 1 įmonę iš tokių sektorių, kad jų vykdoma veikla būtų tokia pati ar labai panaši įmonėms, įtrauktoms į socialiai atsakingą investicinį portfelį;
- 4) ketvirtajame etape buvo eliminuojamos tos įmonės, kurių akcijų kainų istorija pateikiama už trumpesnę nei 5 metų periodą.

Atlikus įmonių atranką, suformuoti 2 investiciniai portfeliai, kurių sudėtis pateikiama žemiau esančioje 10 lentelėje.

10 lentelė

Tyrimui atrinktų įmonių sąrašas

Socialiai atsakingas portfelis		
Telia Lietuva	Telekomunikacijos	Telekomunikacijos
Latvijas Gāze	Komunalinės paslaugos	Komunalinės paslaugos
Amber Grid	Energija	Energija
Rokiškio sūris	Kasdieninio vartojimo prekės	Maistas, gėrimai ir tabakas
Olainfarm	Sveikatos priežiūra	Sveikatos priežiūra
Tradicinis portfelis		
SAF Tehnika	Telekomunikacijos	Telekomunikacijos
Tallinna Vesi	Komunalinės paslaugos	Komunalinės paslaugos
Merko Ehitus	Pramoniniai gaminiai	Statyba ir medžiagos
Siguldas	Kasdieninio vartojimo prekės	Maistas, gėrimai ir tabakas
Latvijas Jūras medicīnas centrs	Sveikatos priežiūra	Sveikatos priežiūra

Šaltinis: sudaryta autorės.

Finansinių rodiklių analizė atliekama remiantis penkerių metų finansiniais santykiniais rodikliais. Pasak Mackevičius ir kt. (2011), be santykinų rodiklių neįmanoma įvertinti įmonėje vykstančių procesų kitimo laike, daryti objektyvių ir apibendrinančių išvadų. Remiantis santykinų finansinių rodiklių analize, galima ne tik tiksliai įvertinti įmonės veiklos sritis, atskleisti rezervus ir nepanaudotas galimybes, bet ir palyginti skirtingų įmonių veiklos rezultatus įvairiais aspektais. Tyrimo metu skaičiuojami ir analizuojami 7 santykiniai rodikliai (žr. 10 lent.): grynas pelningumas, turto pelningumas (ROA), kapitalo pelningumas (ROE), bendrasis likvidumas, kritinis likvidumas, finansinis svetas, akcijos kainos ir akcijos pelno santykis.

Grynas pelningumas parodo, kuri vieno pardavimų euro dalis yra grynas pelnas. Didesnė rodiklio reikšmė rodo aukštesnę įmonės pelningumą (Šakienė, Puleikienė, 2009), geresnę visų įmonės sąnaudų kontrolę (Darškvienė, 2010). Išsivysčiusios rinkos sąlygomis grynas

pelningumas svyruoja nuo 10 iki 25 proc. (Mackevičius, 2007). Analizuojant įmonių veiklos rezultatus, žemas pelningumas gali būti siejamas su įmonės orientacija į pardavimo pajamų didinimą žemų kainų sąskaita, o taip pat su tarp konkurentų vykstančia kainų konkurencija. Kuo mažesnis pelningumas, tuo didesnių pardavimo pajamų reikia, siekiant uždirbti tą patį pelną (Darškvienė, 2010).

Turto pelningumas, *ROA* (return on asset) parodo įmonės turto naudojimo efektyvumą bei vadovų gebėjimą jį valdyti (Juozaitienė 2007). Rodiklio reikšmės gali skirtis priklausomai nuo įmonės veiklos ypatumų, nuo ilgalaikio turto panaudojimo masto bei jo vertės. Vidutiniškai *ROA* svyruoja nuo 5 iki 20 proc. (Vertybinių popierių biržos metodika 2010). Esant labai aukštai šio rodiklio reikšmei, reikėtų atkreipti dėmesį ir į tai, ar labai didelis grynasis pelnas, ar labai nedaug yra turto (Tamošaitienė ir kt., 2010). Be bendro turto grąžos galima atskirai apskaičiuoti ir ilgalaikio ir trumpalaikio turto grąžą. Ilgalaikio turto grąža rodo, kiek pelno per metus uždirbama iš ilgalaikio turto, o trumpalaikio turto grąža rodo, kiek pelno per metus uždirbama iš trumpalaikio turto (Mackevičius et al 2011).

Kapitalo pelningumas. *ROE* (return on equity) leidžia spręsti, ar pelningos akcininkų investicijos, ar įmonės vadovai geba pelningai naudoti jiems patikėtas lėšas. Kuo *ROE* aukštesnis, tuo efektyviau panaudojamas akcininkų kapitalas (Šakienė, Puleikienė 2009). Nuosavo kapitalo grąžos reikšmė vidutiniškai svyruoja nuo 10 iki 30 proc. (Mackevičius 2007). Akcinio kapitalo grąža atskleidžia kiek įmonė gavo grynojo pelno akcininkų investicijų kiekvienam eurui. Jei akcinio kapitalo pelningumas mažesnis už ilgalaikių kreditų palūkanų normą, tai rezultatas verslininkams nėra palankus (Mackevičius ir kt. 2011).

Bendrasis likvidumas rodo, kiek kartų trumpalaikis turtas viršija trumpalaikius įsipareigojimus. Kai rodiklio reikšmė labai maža, gali iškilti mokumo problema, o kai labai didelė, galima įtarti, kad neracionaliai naudojamas įmonės turtas. Bendriausiu atveju einamasis likvidumas negali būti mažesnis už 1.

Kritinis likvidumas dar vadinamas skubaus padengimo koeficientu, todėl jį skaičiuojant iš trumpalaikio turto reikia atimti atsargas. Šio rodiklio reikšmė taip pat neturėtų nukristi žemiau 1.

Finansinis svertas yra įmonės skolinto kapitalo ir nuosavo kapitalo santykis. Kuo didesnis koeficientas, tuo didesnius įsipareigojimus reikės padengti ateityje, t. y. aukštas rodiklis gali liudyti apie didesnę finansinę riziką. Priimtinas skolos ir nuosavo kapitalo santykis priklauso nuo daugelio veiksnių ir skirtingose veiklos srityse rodiklio reikšmė gali skirtis. Tačiau bendru atveju normalu, jei pusė kapitalo yra nuosavas, o kita pusė - skolintas (Vertybinių popierių biržos metodika 2010).

Akcijos kainos ir akcijos pelno santykis (P/E) susieja akcijos rinkos vertę su apskaitiniu pelnu. Kuo aukštesnis P/E, tuo didesnė akcijų vertė, tad ir tokia akcija brangesnė. Kuo žemesnis rodiklis, tuo pigesnė akcija ir mažesnė jos vertė (Vertybinių popierių biržos metodika 2010).

11 lentelė

Skaičiuojamų santykinių rodiklių formulės

Rodiklis	Formulė	Parodo
Grynasis pelningumas, %	$(\text{Grynasis pelnas} / \text{Pardavimo pajamos}) * 100\%$	Parodo kiek grynojo pelno tenka vienam pardavimo pajamų eurui.
Turto grąža, %	$(\text{Grynasis pelnas} / \text{Turtas}) * 100\%$	Parodo įmonės turto panaudojimo efektyvumą, t. y. kiek eurų grynojo pelno tenka vienam turto eurui.
Nuosavo kapitalo grąža, %	$(\text{Grynasis pelnas} / \text{Nuosavas kapitalas}) * 100\%$	Parodo, kiek įmonė gavo grynojo pelno akcininkų investicijų kiekvienam eurui.
Bendras likvidumas	Trumpalaikis turtas / Trumpalaikiai įsipareigojimai	Parodo įmonės galimybę įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus, panaudojus turimą trumpalaikį turtą.
Kritinis likvidumas	$(\text{Trumpalaikis turtas} - \text{Atsargos}) / \text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}$	Parodo įmonės gebėjimą skubiai realizuojamu trumpalaikiu turtu padengti trumpalaikius įsipareigojimus.
Finansinis svertas	Skolintas kapitalas / Nuosavas kapitalas	Parodo, kiek eurų trumpalaikių ir ilgalaikių skolų tenka 1 nuosavo kapitalo eurui.
Akcijos kainos ir pelno santykis, P/E	Akcijos rinkos kaina / Vienos akcijos pelnas	Parodo kiek investuotojas moka už 1praeitu laikotarpiu uždirbto grynojo pelno eurą.

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis Šakienė ir Puleikienė, 2009; Darškuvienė, 2010; Tamošaitienė ir kt., 2010; Mackevičius ir kt. 2011.

Toliau atliekama socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių metinės grąžos dinaminė analizė. Dinamikos analizė yra įvairių duomenų palyginimas laiko atžvilgiu (Gabrevičienė, 2012). Taip pat apskaičiuota vidutinė metinė tiriamo penkių metų periodo indeksų grąža ir atliekama jos palyginamoji analizė pagal įmones. Siekiant objektyviai įvertinti metines tiriamų įmonių akcijų grąžas, pateikiama ir lyginamųjų indeksų NASDAQ OMXV, NASDAQ OMXR bei NASDAQ OMXT grąžos dinamika, apskaičiuota vidutinė metinė tiriamo penkių metų periodo indeksų grąža. OMXV – visų akcijų indeksas, kurį sudaro visos Vilniaus vertybinių popierių biržoje kotiruojamos bendrovės, išskyrus tas bendroves, kuriose vienas akcininkas valdo 90 proc. ir daugiau išleistų akcijų. Atitinkamai OMXT yra visų akcijų indeksas, kurį sudaro visos Talino

vertybinių popierių biržoje kotiruojamos bendrovės, išskyrus tas bendroves, kuriose vienas akcininkas valdo 90 proc. ir daugiau išleistų akcijų. OMXR – visų akcijų indeksas, kurį sudaro visos Rygos vertybinių popierių biržoje kotiruojamos bendrovės, išskyrus tas bendroves, kuriose vienas akcininkas valdo 90 proc. ir daugiau išleistų akcijų.

Investicinių portfelių formavimo ir rezultatų vertinimo etape pateikiama socialiai atsakingų ir tradicinių portfelių sudėtis pagal lyginamuosius svorius, sektorius ir subsektorius. Remiantis J. Gil-Bazo ir kt. (2008), vertinant socialiai atsakingų investicinių portfelių rezultatus, tikslinga juos palyginti su tradicinio investicinio portfelio rezultatais. Tad, siekiant įvertinti investavimo rezultatus, skaičiuojami tokie suformuotų portfelių rodikliai: portfelių pelningumas, standartiniai nuokrypiai, Šarpo rodikliai, beta, Treinoro, Jenseno alfa rodikliai (žr. 12 lentelę). Taip pat, apskaičiuoti, išanalizuoti ir įvertinti portfelius sudarančių įmonių analogiški rodikliai. Skaičiuojant Šarpo, Treinoro bei Jenseno alfa rodiklius, kaip nerizikinga palūkanų norma naudojama Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių (obligacijų) emisijos Nr. LT0000610081, kuri išleista 2019 m. Rugpjūčio 28 d., metinė palūkanų norma – 0,2%. Skaičiuojat *beta*, rinkos grąža matuojama pagal OMXBBGI akcijų rinkos indeksą (žr. 5 priedą) . Tai visų akcijų indeksas, kurį sudaro Baltijos šalių biržų prekybos sąrašuose esančių likvidžiausių ir didžiausios kapitalizacijos bendrovių akcijos, suklasifikuotos pagal ekonominės veiklos sektorius. Šis indeksas parodo bendrą vertybinių popierių rinkos tendenciją ir pristatomas kaip ekonomiškai efektyvus indeksas, pagal kurį investuotojai gali sudaryti vertybinių popierių portfelį.

12 lentelė

Investicinių portfelių vertinimui naudojamų rodiklių formulės

Rodiklis	Formulė	Formulės x	Parodo
Portfelio pelningumas	$r_p = \sum_{i=1}^n r_i \cdot x_i$	r_i -i-tųjų popierių pelningumas proc., n -visų popierių kiekis portfelyje, x_i - i-tųjų popierių lyginamoji dalis, išreiškiama jiems pirkti išleistų pinigų santykiu su bendra vertybiniais popieriams pirkti išleistų pinigų suma	Parodo kokią grąžą uždirbo investicijos.

Standartinis nuokrypis	$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - r)^2}{n - 1}}$	<p>r_i–i-tojo investicinio fondo pajamingumas; r–investicinių fondų pajamingumo vidurkis; n – investicinių fondų skaičius</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Parodo kaip stipriai portfelio metinė investicinė grąža skiriasi nuo jo investicinės grąžos vidurkio. • Aukštas standartinis nuokrypis parodo aukštą investicinę riziką • Žemas standartinis nuokrypis parodo žemą investicinę riziką
Šarpo rodiklis	$S_p = \frac{E_p - R_f}{\sigma_p}$	<p>S_p - sisteminės rizikos matas; E_p– vidutinė p portfelio grąža; R_f– nerizikingo turto vidutinė grąža; σ_p- p portfelio grąžos standartinis nuokrypis</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Nustato investicijų našumą pagal rizikos lygį • Vertinamas investicijos rezultatas parodo skirtumą tarp investicijos grąžos ir nerizikingos grąžos, padalytos iš standartinio investicijos nuokrypio • Kuo didesnė vertė nustatoma, tuo didesnė investicijų nauda, palyginus su didžiausia galima rizika
Beta	$\beta_1 = \frac{Cov_1(r_{p,t+1}, r_{t+1})}{Var_1(r_{p,t+1})}$		Parodo su kokia paklaida investicija atkartoja rinkos

			indekso pokyčius. Kai $\beta < 1$, investicijos vertė svyruoja mažiau nei rinkos vidurkis. Kai $\beta > 1$, investicijos vertės pokyčiai yra daug didesni nei rinkos indekso.
Treino rodiklis	$T = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$	r_p - portfelio grąža; r_f - nerizikinga palūkanų norma; β_p - portfelio beta	Parodo rizikos premiją gautą vienam sisteminės rizikos vienetui ir atsižvelgia tik į riziką, kurios neįmanoma eliminuoti diversifikuojant.
Jenseno alfa	$J_p = \bar{r}_p - (r_f + \beta_p(\bar{r}_m - r_f))$	r_p - portfelio grąža; r_f - nerizikingo turto grąža; β_p - portfelio beta; r_m - rinkos grąžos norma	Parodo investicinio vieneto vertės pokyčio ir lyginamojo indekso reikšmės pokyčio skirtumą.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Toffalis, 2008; Pasaribu, 2010; Robiyanto, 2017, Jensen, 1969.

Galiausiai tarpusavyje lyginami ir vertinami ĮSA portfelio bei tradicinio portfelio investavimo rezultatai, formuluojamos apibendrinančios išvados.

3. SOCIALIAI ATSAKINGO INVESTAVIMO REZULTATŲ VERTINIMAS

Šioje dalyje yra atliekamas tyrimas, kuriame vertinami iš socialiai atsakingų įmonių ir iš tradicinių įmonių sudaryti investiciniai portfeliai, apibendrinami tyrimo rezultatai, pateikiamos išvados. Empirinis tyrimas atliekamas remiantis antroje darbo dalyje parengta metodologija. Pirmiausia iš įmonių finansinių ataskaitų, pateikiamų Nasdaq Baltic OMX vertybinių popierių biržoje, renkami pasirinktų socialiai atsakingų įmonių ir tradicinių įmonių finansinių rodiklių duomenys, skaičiuojami pasirinktų rodiklių vidurkiai, atliekamas jų vertinimas, lyginimas. Toliau prieš formuojant investicinius portfelius ir atliekant jų rezultatų analizę, nagrinėjama kaip kito atskirų įmonių metinė grąža, ji lyginami su tokiais lyginamaisiais indeksais: NASDAQ OMXV, NASDAQ OMXR bei NASDAQ OMXT. Galiausiai iš atrinktų socialiai atsakingų įmonių ir tradicinių įmonių buvo formuojami investiciniai portfeliai.

3.1. Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių finansinių rodiklių rezultatų analizė

Ši analizė atliekama remiantis penkerių metų finansiniais santykiniais rodikliais. Tyrimo metu skaičiuojami ir analizuojami 7 santykiniai rodikliai: grynasis pelningumas, turto pelningumas (ROA), kapitalo pelningumas (ROE), bendrasis likvidumas, kritinis likvidumas, finansinis svetas, akcijos kainos ir akcijos pelno santykis. Pirmiausia apskaičiuoti penkerių metų pelningumo rodiklių vidurkiai (žr. 13 lentelę).

13 lentelė

Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių pelningumo rodikliai

Įmonė	Sektorius	Grynasis pelningumas, %	Turto pelningumas, %	Kapitalo pelningumas, %
Socialiai atsakingos įmonės				
Telia Lietuva	Telekomunikacijos	60,55	9,30	17,07
Latvijas Gāze	Komunalinės paslaugos	6,87	4,49	5,77
Amber Grid	Energija	62,59	0,96	2,45
Rokiškio sūris	Kasdieninio vartojimo prekės	10,77	8,80	4,54
Olainfarm	Sveikatos priežiūra	61,14	8,80	12,37
Tradicinės įmonės				
SAF Tehnika	Telekomunikacijos	36,34	2,24	4,26
Tallinna Vesi	Komunalinės paslaugos	52,87	7,87	18,92
Merko Ehitus	Pramoniniai gaminiai	9,93	5,99	11,99
Siguldas	Kasdieninio vartojimo prekės	55,28	3,65	3,86

Latvijas Jūras m. c.	Sveikatos priežiūra	6,72	1,65	2,14
----------------------	---------------------	------	------	------

Šaltinis: sudaryta autorės.

Remiantis 13 lentelėje pateiktais duomenimis pastebima, kad socialiai atsakingų įmonių grupėje didžiausiu vidutiniu grynuoju pelningumu pasižymėjo energijos sektoriaus įmonė AB „Amber Grid“ (62,59 proc.). Kadangi tradicinių įmonių grupėje nebuvo nei vienos energijos sektoriuje veikiančios įmonės, tai pasirinkta AB „Merko Ehitus“, kuri veikia pramoninių gaminių sektoriuje. Šios įmonės vidutinis grynasis pelningumas siekė 9,33 proc. Palyginus telekomunikacijų sektoriaus įmonių grynąjį pelningumą matyti, kad socialiai atsakingos įmonės AB „Telia Lietuva“ vidutinis grynasis pelningumas buvo 60,55 proc., o tame pačiame sektoriuje veikiančios „SAF Tehnika“ įmonės vidutinis grynasis pelningumas buvo gerokai mažesnis (36,44 proc.). Palyginus komunalinių paslaugų sektoriaus įmones nustatyta, kad socialiai atsakingos įmonės „Latvijas Gaze“ vidutinis grynasis pelningumas (6,87 proc.) buvo beveik 8 kartus mažesnis nei tradicinės įmonės „Tallinna Vesi“ (52,87 proc.). Panaši tendencija stebima ir kasdienio vartojimo prekių sektoriuje, kur socialiai atsakingos įmonės „Rokiškio sūris“ vidutinis grynasis pelningumas (10,77 proc.) buvo 5-8 kartus mažesnis nei tradicinės įmonės „Siguldas“ (55,28 proc.). Atvirkštinė tendencija stebima sveikatos sektoriuje, kur socialiai atsakingos įmonės „Olainfarm“ vidutinis grynasis pelningumas siekė 61,44 proc., o tradicinės įmonės „Latvijas Jūras m. c.“ – tik 6,72 proc.

Analizuojant turto pelningumo ir kapitalo pelningumo rodiklius pastebima, kad telekomunikacijų („Telia Lietuva“), kasdieninio vartojimo prekių („Rokiškio sūris“) ir sveikatos priežiūros („Olainfarm“) sektoriuose veikiančių socialiai atsakingų įmonių vidutinis turto pelningumas ir vidutinis kapitalo pelningumas buvo didesnis, palyginus su tradicinių įmonių (atitinkamai „SAF Tehnika“, „Siguldas“ ir „Latvijas Jūras m. c.“) turto ir kapitalo rodikliais. Tuo tarpu komunalinių paslaugų („Latvijas Gaze“) ir energijos („Amber grid“) sektoriuose veikiančių socialiai atsakingų įmonių vidutinis turto pelningumas ir kapitalo pelningumas buvo mažesnis, palyginus su tuose pačiuose sektoriuose veikiančių tradicinių įmonių „Tallinna Vesi“ ir „Merko Ehitus“ vidutiniu turto bei kapitalo pelningumu.

Tęsiant socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių veiklos rezultatų analizę tikslinga buvo nagrinėti ir likvidumo rodiklius (žr. 14 lentelę). Kaip teigiama literatūroje, likvidumo rodikliai yra „vieni iš svarbiausių vertinant įmonių būklę, nes jais remiantis galima spręsti, kaip greitai turtas gali būti paverstas pinigais, kuriais galima padengti turimus įsipareigojimus ir išlaikyti veiklos stabilumą. Finansiškai stabili ir moki įmonė tampa patraukli kreditoriams, investuotojams, įmonės savininkams, vadovams ir kitiems suinteresuotiems asmenims“ (Bartkauskaitė ir kt. 2016).

14 lentelė

Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių likvidumo rodikliai

Įmonė	Bendrasis likvidumas	Kritinis likvidumas	Finansinis svertas
Socialiai atsakingos įmonės			
Telia Lietuva	1,21	1,10	1,90
Latvijas Gāze	3,80	1,74	1,27
Amber Grid	0,88	0,82	1,85
Rokiškio sūris	3,47	1,54	1,27
Olainfarm	2,54	1,49	2,13
Tradicinės įmonės			
SAF Tehnika	5,07	2,67	1,31
Tallinna Vesi	4,82	4,75	2,41
Merko Ehitus	2,40	0,92	1,99
Siguldas	14,51	6,12	1,06
Latvijas Jūras medicīnas centrs	2,97	2,79	1,32

Šaltinis: sudaryta autorės.

Analizuojant apskaičiuotus vidutinius bendrojo ir kritinio likvidumo rodiklius pastebima tendencija, kad visų tiriamų tradicinių įmonių vidutinis bendrasis ir kritinis likvidumas buvo didesni palyginus su tradicinių įmonių rodikliais. Todėl bendriausia prasme galima teigti, kad analizuojamu 2016-2020 m. periodu tradicinių įmonių finansinė padėtis buvo stabilesnė, šios įmonės pasižymėjo didesniu mokumu, taigi ir didesniu konkurencingumu. Laikoma, kad bendrasis likvidumas yra geras, kai yra ne mažesnis kaip 1,5, o jei daugiau kaip 2 – labai geras (Mackevičius et al. 2011). Vertinant pagal orientacines reikšmes matyti, kad socialiai atsakingų įmonių grupėje tik dviejų įmonių („Telia Lietuva“ ir „Amber Grid“) vidutinis bendrasis likvidumas buvo nepatenkinamas, o likusių trijų įmonių – labai geras. Tuo tarpu tradicinių įmonių grupėje absoliučiai visos įmonės pasižymėjo labai geru vidutiniu bendrojo likvidumu.

Nagrinėjant finansinį svertą pastebimą, kad nėra vieningos tendencijos. Matyti, kad telekomunikacijų („Telia Lietuva“), kasdieninio vartojimo prekių („Rokiškio sūris“) ir sveikatos priežiūros („Olainfarm“) sektoriuose veikiančių socialiai atsakingų įmonių vidutinis finansinis svertas buvo didesnis, palyginus su tradicinių įmonių (atitinkamai „SAF Tehnika“, „Siguldas“ ir „Latvijas Jūras m. c.“) vidutiniu finansiniu svertu. Laikoma, kad finansinis svertas yra geras, kai yra ne mažesnis kaip 1,2, o jei daugiau kaip 1,5 – labai geras (Mackevičius et al. 2011). Vertinant pagal orientacines reikšmes matyti, kad socialiai atsakingų įmonių grupėje visų įmonių vidutinis finansinis svertas buvo geras arba labai geras. Tradicinių įmonių grupėje taip pat beveik visos

įmonės, išskyrus vartojimo prekių sektoriuje veikiančią „Siguldą“, pasižymėjo geru arba labai geru vidutiniu finansiniu svėtu. Tai rodo, kad tiek socialiai atsakingų, tiek tradicinių įmonių veikla tiriamu periodu didžiąja dalimi buvo finansuojama nuosavomis lėšomis, bendrovės nebuvo labai priklausomos nuo kreditorių.

Kuo aukštesnis P/E rodiklis, tuo akcija yra brangesnė ir didesnė tokių akcijų vertė (Vertybinių popierių biržos metodika 2010). Tiriamų įmonių vidutiniais penkių metų periodo P/E rodikliai pateikiami žemiau esančioje 15 lentelėje.

15 lentelė

Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių P/E rodiklis

Socialiai atsakingos įmonės	P/E	Tradicinės įmonės	P/E
Telia Lietuva	12,54	SAF Tehnika	17,78
Latvijas Gāze	19,82	Tallinna Vesi	15,09
Amber Grid	1,00	Merko Ehitus	12,84
Rokiškio sūris	22,41	Siguldas	34,86
Olainfarm	9,02	Latvijas Jūras m. c.	19,01

Šaltinis: sudaryta autorės.

Kaip matyti iš 15 lentelės, socialiai atsakingų įmonių grupėje vidutinis tiriamo periodo P/E rodiklis buvo mažesnis beveik visų įmonių atveju, išskyrus komunalinių paslaugų sektorių. Pavyzdžiui, telekomunikacijų sektoriuje veikiančios socialiai atsakingos įmonės „Telia Lietuva“ vidutinis P/E rodiklis yra 12,54, o tradicinės įmonės „SAF technika“ – 17,78. Vartojimo prekių sektoriuje veikiančios socialiai atsakingos įmonės „Rokiškio sūris“ vidutinis P/E rodiklis buvo 22,41, o tradicinės įmonės „Siguldą“ – 34,86. P/E rodiklio analizė leidžia teigti, jog analizuojamu periodu tradicinių įmonių akcijos buvo brangesnės nei socialiai atsakingų įmonių akcijos.

Apibendrinant veiklos rezultatų analizę galima teigti, kad remiantis grynojo pelningumo, turto pelningumo ir kapitalo pelningumo rodikliais vertinti, ar socialiai atsakingos įmonės yra pelningesnės už tradicines įmones yra sudėtinga. Minėtų rodiklių reikšmės yra labai skirtingos, o vieningos tendencijos, tarp socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių grupių, nėra. Tačiau likvidumo rodiklių analizė parodė, kad tradicinių įmonių finansinė padėtis buvo stabilesnė, šios įmonės pasižymėjo didesniu mokumu, taigi ir didesniu konkurencingumu. Finansinio svėto analizė parodė, kad tiek socialiai atsakingų, tiek tradicinių įmonių veikla tiriamu periodu didžiąja dalimi buvo finansuojama nuosavomis lėšomis, bendrovės nebuvo labai priklausomos nuo kreditorių. P/E rodiklio analizė parodė, kad tiriamu periodu tradicinių įmonių akcijos buvo brangesnės nei

socialiai atsakingų įmonių akcijos. Galima teigti, kad H_1 hipotezė, jog socialiai atsakingų įmonių finansinių rodiklių rezultatai yra mažiau patrauklūs palyginus su tradiciniu investiciniu portfeliu, pasitvirtino dalinai.

3.2. Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių grąžos analizė

Prieš formuojant investicinius portfelius ir atliekant jų rezultatų analizę tikslinga panagrinėti kaip kito atskirų įmonių metinė grąža (žr. 16 lentelę).

Analizuojant telekomunikacijų sektoriaus įmones pastebima, kad socialiai atsakingos įmonės „Telia Lietuva“ metinė grąža augo kasmet ir per visą tiriamą periodą ji padidėjo nuo -6,63 proc. iki 50,2 proc. Tuo tarpu tradicinės įmonės „SAF Tehnika“ grąža kito netolygiai ir atskirais periodais tai didėjo, tai mažėjo. Lyginant šias dvi įmones tarpusavyje pastebima, kad „Telia Lietuva“ vidutinė metinė 5 metų periodo grąža buvo 18,92 proc., o „SAF technika“ žymiai didesnė – 31,8 proc. Palyginus su rinka galima teigti, kad investicijos į šias įmones buvo pelningesnės, nes jų vidutinė metinė grąža pranoko rinkos grąžą.

Lyginant komunalinių paslaugų sektoriaus įmones pastebima, kad tiek socialiai atsakingos įmonės „Latvijas Gāze“, tiek tradicinės įmonės „Tallinna Vesi“ metinė grąža augo kito netolygiai ir atskirais periodais tai didėjo, tai mažėjo. Tačiau lyginant šias dvi įmones tarpusavyje pagal vidutinę metinę grąžą pastebima, kad „Latvijas Gāze“ vidutinė metinė 5 metų periodo grąža buvo 14,62 proc., o „Tallinna Vesi“ didesnė – 24,47 proc. Palyginus su rinka, šių komunalinių paslaugų sektoriaus įmonių vidutinė metinė grąža buvo didesnė.

16 lentelė

Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių metinė grąža, proc.

Įmonė	2016	2017	2018	2019	2020	Vidurkis
Socialiai atsakingos įmonės						
Telia Lietuva	-6,63	6,54	21,89	22,62	50,20	18,92
Latvijas Gāze	-2,25	54,56	8,80	1,46	10,51	14,62
Amber Grid	10,22	22,36	-10,44	-11,46	-0,51	2,03
Rokiškio sūris	30,28	60,10	-5,09	4,38	19,84	21,90
Olainfarm	22,24	2,70	-14,48	10,45	3,56	4,89
Tradicinės įmonės						
SAF Tehnika	21,84	102,85	-65,89	70,00	30,21	31,80
Tallinna Vesi	31,15	115,18	-8,64	0,50	-15,82	24,47

Merko Ehitus	12,74	2,43	15,69	12,22	0,85	8,79
Siguldas	-22,5	25,0	-8,89	11,88	16,00	4,30
Latvijas Jūras medicīnas centrs	1,11	236,0	-50,0	21,67	99,77	61,71
Lyginamieji indeksai						
NASDAQ OMX Vilnius	14,92	16,97	-5,57	15,44	14,67	11,29
NASDAQ OMX Riga	23,46	35,76	-6,74	11,53	9,67	14,74
NASDAQ OMX Tallinn	19,63	15,49	-6,38	10,05	5,00	8,76

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq OMX Baltic duomenimis.

Lyginant socialiai atsakingos įmonės „Amber Grid“ ir tradicinės įmonės „Merko Ehitus“ vidutinę metinę grąžą akcentuoti, kad šios įmonės veikia skirtinguose sektoriuose – pirmoji yra energijos sektoriaus įmonė, o antroji veikia pramoninių gaminių sektoriuje. Lyginant šias dvi įmones tarpusavyje matyti, kad socialiai atsakingos įmonės „Amber Grid“ vidutinė metinė penkių metų periodo grąža buvo tik 2,03 proc., o tradicinės įmonės „Merko Ehitus“ – tik 8,79 proc. Abiejų įmonių grąža buvo prastesnė nei rinkos.

Kasdienio vartojimo sektoriuje veikiančios socialiai atsakingos įmonės „Rokiškio sūris“ metinė grąža kito netolygiai, o 2018 m. metais netgi buvo neigiama (-5,09 proc.). Tradicinės įmonės „Siguldas“ metinė grąžą skirtingais periodais taip pat buvo įvairi, o 2016 m. (-22,5 proc.) ir 2018 m. (-8,89 proc.) ji buvo neigiama. Lyginant vidutinę metinę 2016-2020 m. periodo grąžą matyti, kad socialiai atsakingos įmonės „Rokiškio sūris“ atveju ji buvo gerokai didesnė (21,9 proc.) nei tradicinės įmonės „Soguldas“ (4,3 proc.). Be to, socialiai atsakinga įmonės grąža buvo didesnė palyginus su rinka, o tradicinės įmonės – mažesnė.

Galiausiai, lyginant sveikatos sektoriuje dirbančias įmones vieningų tendencijų išvelgti taip pat nepavyko – abiejų įmonių grąžą skirtingais laikotarpiais tai didėjo, tai mažėjo ir 2018 m. netgi buvo neigiama. Tačiau socialiai atsakingos įmonės „Olainfarm“ vidutinė metinė penkių metų periodo grąža (4,89 proc.) buvo net 12 kartų mažesnė nei tradicinės įmonės „Latvijas Jūras medicīnas centrs“ (4,89 proc.). Akcentuotina ir tai, kad socialiai atsakingos įmonės grąža buvo mažesnė nei rinkos, o tradicinės įmonės grąža rinkos grąžą viršijo daugiau nei kelis kartus.

Apibendrinant socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių grąžos analizės rezultatus, nustatyta, kad vartojimo prekių sektoriuje investicijos į socialiai atsakingos įmonės akcijas buvo gerokai pelningesnės nei investicijos į tame pačiame sektoriuje veikiančios tradicinės įmonės akcijas. Todėl vienareikšmiai teigti, kad investicijos į socialiai atsakingų įmonių akcijas yra mažiau pelningos, būtų netikslu.

3.3. Socialiai atsakingų įmonių investicinio portfelio formavimas ir rezultatų vertinimas

Šioje tyrimo dalyje pateikiama socialiai atsakingo investicinio portfelio sudėtis pagal lyginamuosius svorius, sektorius ir subsektorius. Kiekvienos įmonės svoris portfelyje yra 20%, tad kiekviena įmonė turi vienodą poveikį portfelio rezultatams. Socialiai atsakingų įmonių investicinis portfelis suformuotas iš penkių skirtinguose sektoriuose veikiančių įmonių (žr. 17 lentelę). Siekiant įvertinti investavimo rezultatus, skaičiuojami tokie suformuotų portfelių rodikliai: portfelių pelningumas, standartiniai nuokrypiai, Šarpo rodikliai, beta, Treinoro, Jenseno alfa rodikliai.

17 lentelė

Socialiai atsakingų įmonių portfelio sudėtis

Eil. Nr.	Įmonė	Svoris portfelyje	Sektorius	Subsektorius
1.	Telia Lietuva	20%	Telekomunikacijos	Telekomunikacijos
2.	Latvijas Gāze	20%	Komunalinės paslaugos	Komunalinės paslaugos
3.	Amber Grid	20%	Energija	Energija
4.	Rokiškio sūris	20%	Kasdieninio vartojimo prekės	Maistas, gėrimai ir tabakas
5.	Olainfarm	20%	Sveikatos priežiūra	Sveikatos priežiūra

Šaltinis: sudaryta autorės.

Apskaičiuoti suformuoto socialiai atsakingo investicinio portfelio rodikliai pateikiami žemiau esančioje 18 lentelėje, portfelio pelningumo skaičiavimui naudoti duomenys pateikiami trečiame priede. Nustatyta, kad socialiai atsakingo portfelio pajamingumas analizuojamu laikotarpiu buvo teigiamas. Didžiausias portfelio pajamingumas fiksuojamas 2017 m. (56,90 proc.), o mažiausias – 2018 m. (28,30 proc.). Pastarasis gali būti susijęs su 2018 m. vykusiu pasaulinių akcijų rinkų kritimu, kuris paveikė ne tik tokius indeksus kaip Dow Jones Industrial Average“ ar Tokijo biržos indeksą „Nikkei 225“, bet ir „Nasdaq“ Baltijos šalių biržos indeksus. Tačiau nuo 2019 m. galima pastebėti portfelio pajamingumo kilimą. Tai galima susieti su geresniais įmonių rezultatais, taip pat Europos Centrinio Banko pinigų politika Vidutinis 5 metų suformuoto portfelio pajamingumas – 40,17 proc.

18 lentelė

Socialiai atsakingo investicinio portfelio rodikliai 2016-2021 metais

Rodikliai	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016-2021
Standartinis nuokrypis, %	24.79%	31.35%	30.59%	23.99%	30.48%	32.14%	28.89%
Portfelio pelningumas, %	52.45%	56.90%	28.30%	33.90%	39.94%	40.17%	40.17%
Šarpo rodiklis	2.11	1.81	0.92	1.40	1.30	1.24	1.46
Beta	-0.99	-0.40	0.05	0.55	0.17	0.73	0.02
Treinoro rodiklis	-0.53	-1.43	6.23	0.61	2.30	0.55	1.29
Jenseno alfa	0.54	0.58	0.28	0.31	0.40	0.35	0.41

Šaltinis: sudaryta autorės.

Analizuojant socialiai atsakingo portfelio standartinį nuokrypį, kurio skaičiavimui naudoti duomenys pateikiami ketvirtame priede, matyti, kad didžiausias portfelio standartinis nuokrypis buvo 2021 m. (32,14 proc.), o mažiausias fiksuojamas 2019 m. (23,99 proc.). Vidutinis penkių metų standartinis nuokrypis siekė 28,89 proc. Tai parodo, kad socialiai atsakingo portfelio vertė per analizuojamą 2016-2020 m. periodą svyravo 28,89 proc.

Šarpo rodiklio analizė rodo, kad tiriamu periodu šis rodiklis tai didėjo, tai mažėjo, tačiau išliko teigiamas. Didžiausias socialiai atsakingo portfelio Šarpo rodiklis buvo 2016 m. (2,11), o mažiausias - 2018 m. (0,92). Vidutinis penkių metų Šarpo rodiklis siekė 1,46. Kadangi rodiklio reikšmė yra $1 <$, vadinasi portfelis generuoja už prisiimtą riziką didesnę grąžą.

Socialiai atsakingo portfelio beta rodiklis analizuojamu periodu kito nevienodai ir buvo tiek teigiamas, tiek neigiamas. Didžiausias socialiai atsakingo portfelio beta rodiklis buvo 2021 m. (0,73), o mažiausias - 2016 m. (-0,99). Vidutinis penkių metų beta rodiklis siekė 0,02. Kadangi rodiklio reikšmė yra < 1 , tai rodo, kad suformuoto portfelio investicijos vertė svyruoja mažiau nei rinkos vidurkis.

Vertinant Treinoro rodiklį matyti, kad tiriamu periodu jis taip pat kito netolygiai, buvo ir teigiamas, ir neigiamas. Didžiausias socialiai atsakingo portfelio Treinoro rodiklis buvo 2018 m. (6,23), o mažiausias - 2017 m. (-1,43). Vidutinis penkių metų Treinoro rodiklis siekė 1,29.

Teigiami Jenseno alfa rezultatai rodo, kad socialiai atsakingo investicinio portfelio rezultatai yra geresni nei pasirinkto palyginamojo OMXBBGI rinkos indekso. Vidutinis Jenseno alfa rodiklis tiriamu laikotarpiu buvo 0,41.

Siekiant geriau suvokti kurios įmonės labiausiai lėmė tokius socialiai atsakingo portfelio rodiklius, analogiškai rodikliai apskaičiuoti kiekvienai portfelyje esančiai įmonei (žr. 19 lentelę). Nustatyta, kad portfelyje didžiausiu pajamingumu pasižymėjo „Telia Lietuva“ ir „Amber Grid“

įmonių akcijos. Didžiausią grąžos kintamumą turėjo „Rokiškio sūris“ ir „Amber Grid“. Didžiausias Šarpo rodiklis būdingas įmonėms „Telia Lietuva“ ir „Amber Grid“. Didžiausius beta rodiklis turėjo įmonės „Amber Grid“ ir „Olainfarm“. Didžiausiais Treinoro rodikliais pasižymėjo „Amber Grid“ ir „Rokiškio sūris“, Jenseno alfa rodikliais – „Amber Grid“, „Olainfarm“.

19 lentelė

Socialiai atsakingo investicinio portfelio rodikliai pagal įmones per 2016-2021 metus

Rodikliai	Telia Lietuva	Latvijas Gāze	Amber Grid	Rokiškio sūris	Olainfarm
Portfelio pelningumas, %	73.06%	16.10%	60.38%	44.65%	15.52%
Standartinis nuokrypis, %	13.59%	13.18%	21.22%	32.60%	12.87%
Šarpo rodiklis	5.36	1.21	2.84	1.36	1.19
Beta	-0.93	-0.23	1.42	0.01	0.98
Treinoro rodiklis	-0.78	-0.70	0.42	56.63	0.16
Jenseno alfa rodiklis, %	-0.93	-0.23	1.42	0.01	0.98

Šaltinis: sudaryta autorės.

Apibendrinant socialiai atsakingo investicinio portfelio rezultatus nustatyta, kad šio portfelio pajamingumas buvo teigiamas, nuo 2019 m. kylantis, portfelio vertė per analizuojamą laikotarpį svyravo nežymiai ir mažiau nei rinkos vidurkis. Taip pat nustatyta, kad portfelis generuoja už prisiimtą riziką didesnę grąžą.

3.4. Tradicinių įmonių investicinio portfelio formavimas ir rezultatų vertinimas

Šioje tyrimo dalyje pateikiama tradicinio investicinio portfelio sudėtis pagal lyginamuosius svorius, sektorius ir subsektorius. Kiekvienos įmonės svoris portfelyje yra 20%, tad kiekviena įmonė turi vienodą poveikį portfelio rezultatams. Tradicinių įmonių investicinis portfelis taip pat suformuotas iš penkių skirtinguose sektoriuose veikiančių įmonių (žr. 20 lentelę). Siekiant įvertinti investavimo rezultatus, skaičiuojami tokie suformuotų portfelių rodikliai: portfelių pelningumas, standartiniai nuokrypiai, Šarpo rodikliai, beta, Treinoro, Jenseno alfa rodikliai.

20 lentelė

Tradicionių įmonių portfelio sudėtis

Eil. Nr.	Įmonė	Svoris portfelyje	Sektorius	Subsektorius
----------	-------	-------------------	-----------	--------------

1.	SAF Tehnika	20%	Telekomunikacijos	Telekomunikacijos
2.	Tallinna Vesi	20%	Komunalinės paslaugos	Komunalinės paslaugos
3.	Merko Ehitus	20%	Pramoniniai gaminiai	Statyba ir medžiagos
4.	Siguldas	20%	Kasdieninio vartojimo prekės	Maistas, gėrimai ir tabakas
5.	Latvijas Jūras medicīnas centrs	20%	Sveikatos priežiūra	Sveikatos priežiūra

Šaltinis: sudaryta autorės.

Apskaičiuoti suformuoto tradicinio investicinio portfelio rodikliai pateikiami žemiau esančioje 21 lentelėje, portfelio pelningumo skaičiavimui naudoti duomenys pateikiami trečiame priede. Nustatyta, kad tradicinio portfelio pajamingumas analizuojamu laikotarpiu buvo tiek teigiamas, tiek neigiamas. Didžiausias portfelio pajamingumas fiksuojamas 2017 m. (99,78 proc.), o mažiausias – 2018 m. (-15,84 proc.), tačiau nuo 2019 m. galima pastebėti portfelio pajamingumo kilimą. Vidutinis penkių metų suformuoto portfelio pajamingumas – 39,15 proc.

21 lentelė

Tradicinio investicinio portfelio rodikliai 2016-2021 metais

Rodikliai	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016-2021
Standartinis nuokrypis, %	9.53%	122.61%	25.00%	19.84%	33.78%	44.96%	42.62%
Portfelio pelningumas, %	14.10%	99.78%	-15.84%	30.91%	37.37%	68.56%	39.15%
Šarpo rodiklis	1.46	0.81	-0.64	1.55	1.10	1.52	0.97
Beta	0.29	8.00	-1.72	0.69	2.15	0.97	1.73
Treino rodiklis	0.49	0.12	0.09	0.44	0.17	0.70	0.34
Jenseno alfa rodiklis	0.13	1.00	-0.15	0.29	0.37	0.67	0.38

Šaltinis: sudaryta autorės.

Analizuojant socialiai atsakingo portfelio standartinį nuokrypį, kurio skaičiavimui naudoti duomenys pateikiami ketvirtame priede, galima pastebėti, kad jis buvo gana įvairus.. Didžiausias portfelio standartinis nuokrypis buvo 2017 m. (122,61 proc.), o mažiausias fiksuojamas 2016 m. (9,53 proc.). Vidutinis penkių metų standartinis nuokrypis siekė 42,62 proc. Tai parodo, kad tradicinio portfelio vertė per analizuojamą 2016-2021 m. periodą svyravo 42,62 proc.

Šarpo rodiklio analizė rodo, kad tiriamu periodu šis rodiklis tai didėjo, tai mažėjo. Taip pat buvo ir teigiamas, ir neigiamas. Didžiausias tradicinio portfelio Šarpo rodiklis buvo 2021 m. (1,52), o mažiausias - 2018 m. (-0,64 proc.). Vidutinis penkių metų Šarpo rodiklis siekė 0,97.

Kadangi rodiklio reikšmė patenka į ribas nuo 0 iki 1, tai reiškia, kad šio portfelio grąža yra per maža prie esančios rizikos.

Tradicinio portfelio beta rodiklis analizuojamu periodu taip pat kito nevienodai ir buvo tiek teigiamas, tiek neigiamas. Didžiausias tradicinio portfelio beta rodiklis buvo 2017 m. (8,00), o mažiausias - 2018 m. (-1,72). Vidutinis penkių metų beta rodiklis buvo neigiamas ir siekė 1,73. Kadangi rodiklio reikšmė yra $1 <$, tai rodo, kad suformuoto portfelio investicijos vertė svyruoja daugiau nei rinkos vidurkis.

Vertinant Treinoro rodiklį matyti, kad tiriamu periodu jis kito netolygiai. Didžiausias socialiai atsakingo portfelio Treinoro rodiklis buvo 2021 m. (0,70), o mažiausias - 2018 m. (0,09.). Vidutinis penkių metų Treinoro rodiklis buvo 0,34. Vadinasi, portfelis nėra labai patrauklus investavimui.

Jenseno alfa rezultatai rodo, kad tradicinio investicinio portfelio rezultatai yra geresni nei pasirinktojo palyginamojo OMXBBGI rinkos indekso.

Siekiant geriau suvokti kurios įmonės labiausiai lėmė tokius tradicinio portfelio rodiklius, analogiški rodikliai apskaičiuoti kiekvienai portfelyje esančiai įmonei (žr. 22 lentelę). Nustatyta, kad portfelyje didžiausiu pajamingumu pasižymėjo „Latvijas Jūras medicīnas centrs“ bei „SAF Technika“ įmonių akcijos. Didžiausią standartinį nuokrypį turėjo „Latvijas Jūras medicīnas centrs“ ir „SAF Technika“. Didžiausias Šarpo rodiklis būdingas įmonėms „Linas Agro Group“ bei „SAF Technika“. Didžiausią beta rodiklį turėjo įmonės „SAF Tehnia“ ir „Latvijas Jūras medicīnas centrs“, o didžiausiu Treinoro rodikliu pasižymėjo „Latvijas Jūras medicīnas centrs“ ir „Linas Agro Grou“.

22 lentelė

Tradicinio investicinio portfelio rodikliai pagal įmones per 2016-2021 metus

Rodikliai	SAF Tehnika	Tallinna Vesi	Kauno energija	Linas Agro Group	Latvijas Jūras medicīnas centrs
Portfelio pelningumas, %	61.21%	18.20%	6.69%	27.27%	82.37%
Standartinis nuokrypis, %	64.93%	20.96%	12.39%	13.10%	118.35%
Šarpo rodiklis	0.94	0.86	0.52	2.07	0.69
Beta	4.79	1.27	0.39	0.80	4.06
Treinoro rodiklis	0.13	0.14	0.17	0.34	0.20
Jenseno alfa rodiklis	0.49	0.12	0.01	0.17	0.81

Šaltinis: sudaryta autorės.

Apibendrinant tradicinio investicinio portfelio rezultatus nustatyta, kad šio portfelio pajamingumas per analizuojamą laikotarpį buvo teigiamas, jo vertė svyravo apie 42,62 proc. Taip pat nustatyta, kad suformuoto portfelio grąža yra per maža prie esančios rizikos, suformuoto

portfelio investicijos vertė svyruoja daugiau nei rinkos vidurkis, portfelis nėra labai patrauklus investavimui.

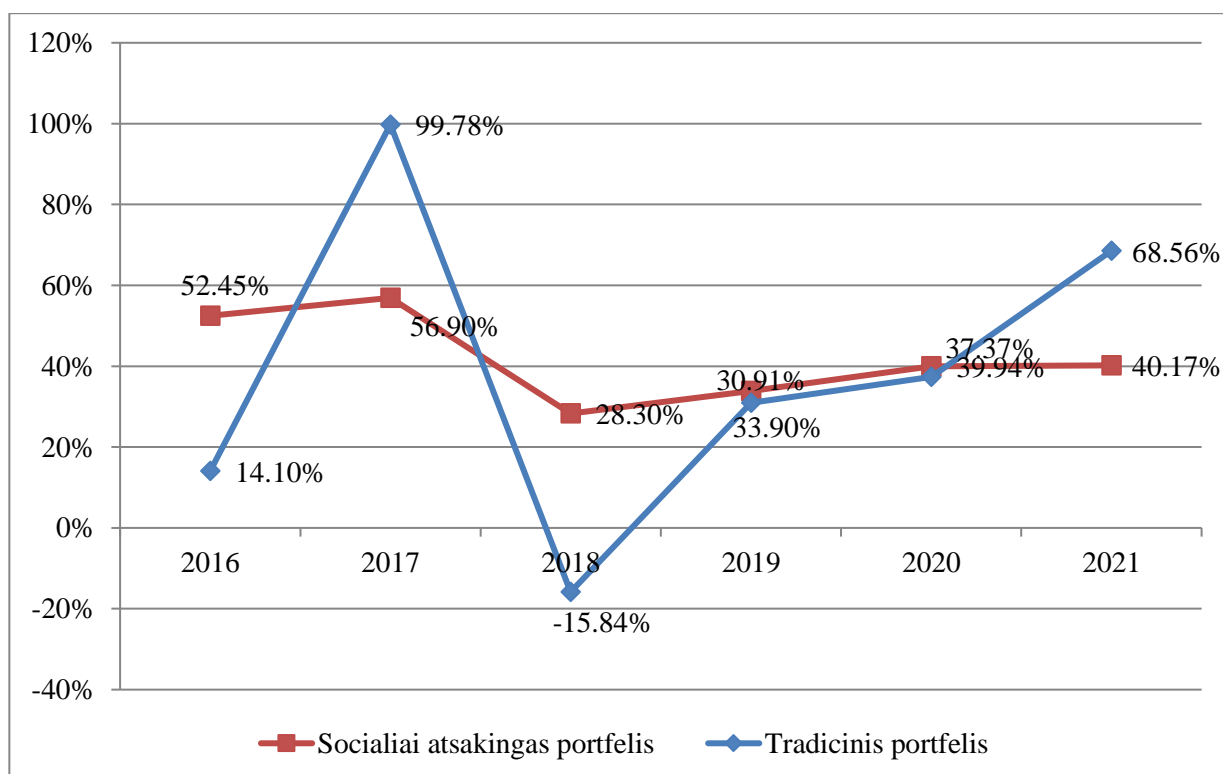
3.5. Socialiai atsakingo ir tradicinio investicinių portfelių rezultatų palyginimas

Šiame tyrime investiciniai portfeliai suformuoti iš Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių. Suformuoti du investiciniai portfeliai - vienas tik iš socialiai atsakingų įmonių akcijų, o kitas iš tuose pačiuose arba panašiuose ekonominiuose sektoriuose veiklą vykdančių tradicinių įmonių akcijų (tos, kurios savo veikloje nesivadovauja ĮSA principais).

Palyginus apskaičiuotus socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių pelningumus matyti (žr. 3 pav.), kad iš socialiai atsakingų įmonių sudaryto investicinio portfelio pelningumo svyravimų amplitudė buvo mažesnė. Didžiausias abiejų portfelių pelningumas pastebėtas - 2017 m. mažiausias – 2018m. Nuo 2018m. abiejų portfelių turi tendenciją augti. Socialiai atsakingų įmonių investicinio portfelio pelningumas per penkių metų periodą siekė 41,94% , o tradicinio portfelio 39,15%. Taigi, akivaizdu, jog socialiai atsakingo investicinio portfelio vidutinis pelningumas, nors ir ne daug, tačiau yra aukštesnis už tradicinio investicinio portfelio pelningumą

3 paveikslas

Socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių pelningumo palyginimas

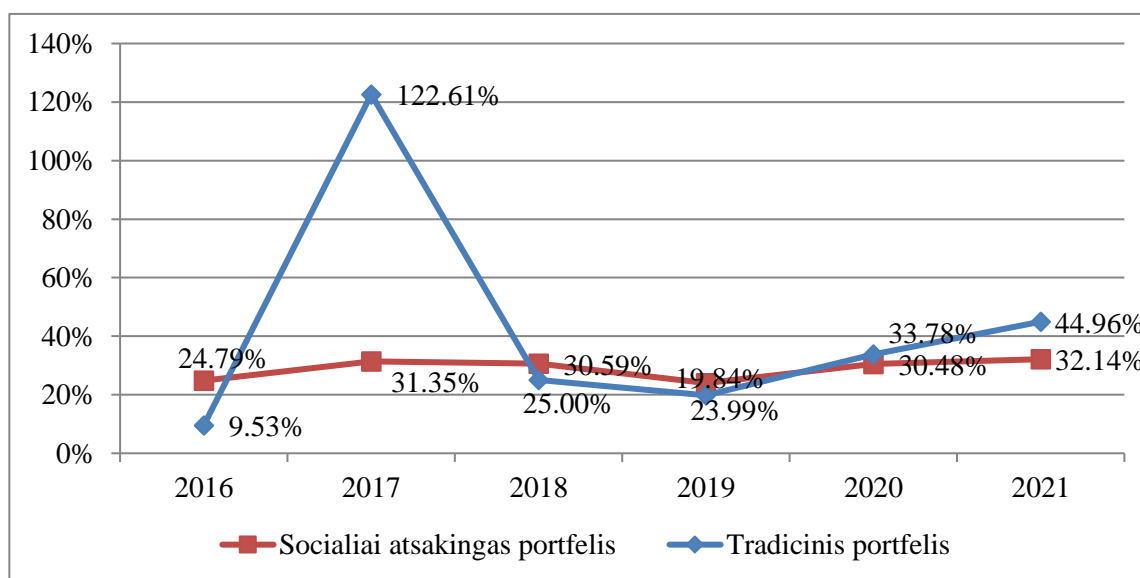


Šaltinis: sudaryta autorės.

Palyginus apskaičiuotus socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių standartinius nuokrypius matyti (žr. 4 pav.), kad iš socialiai atsakingų įmonių sudaryto investicinio portfelio standartinio nuokrypio svyravimų amplitudė buvo mažesnė. Socialiai atsakingų įmonių investicinio portfelio penkerių metų vidutinis standartinis nuokrypis buvo 28,89 proc., o tradicinio portfelio - beveik 1.4 karto didesnis (42,62 proc.). Taigi, akivaizdu, kad investicijos į socialiai atsakingų įmonių akcijų portfelį buvo mažiau rizikingos palyginus su tradiciniu investiciniu portfeliu.

4 paveikslas

Socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių standartinio nuokrypio palyginimas

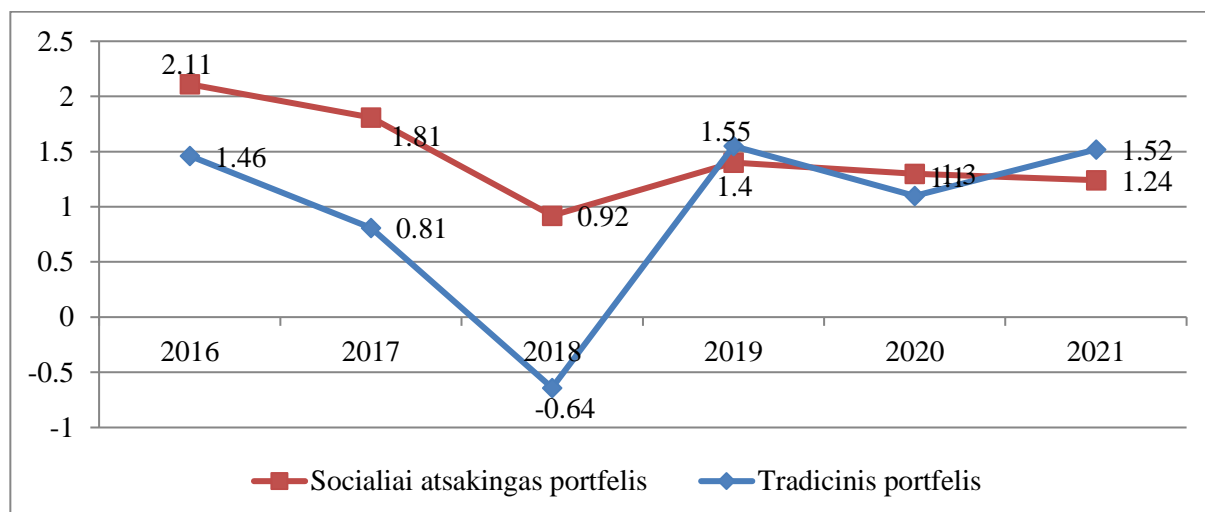


Šaltinis: sudaryta autorės.

Palyginus apskaičiuotus socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių Šarpo rodiklius matyti (žr. 5 pav.), kad iš socialiai atsakingų įmonių sudaryto investicinio portfelio Šarpo rodiklis visą tiriamą laikotarpį išliko teigiamas, jo vidurkis buvo aukštesnis negu tradicinio investicinio portfelio. Taigi, akivaizdu, kad investicijos į socialiai atsakingų įmonių akcijų portfelį buvo labiau patrauklios palyginus su tradiciniu investiciniu portfeliu, generavo už prisiimtą riziką didesnę grąžą

5 paveikslas

Socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių Šarpo rodiklių palyginimas

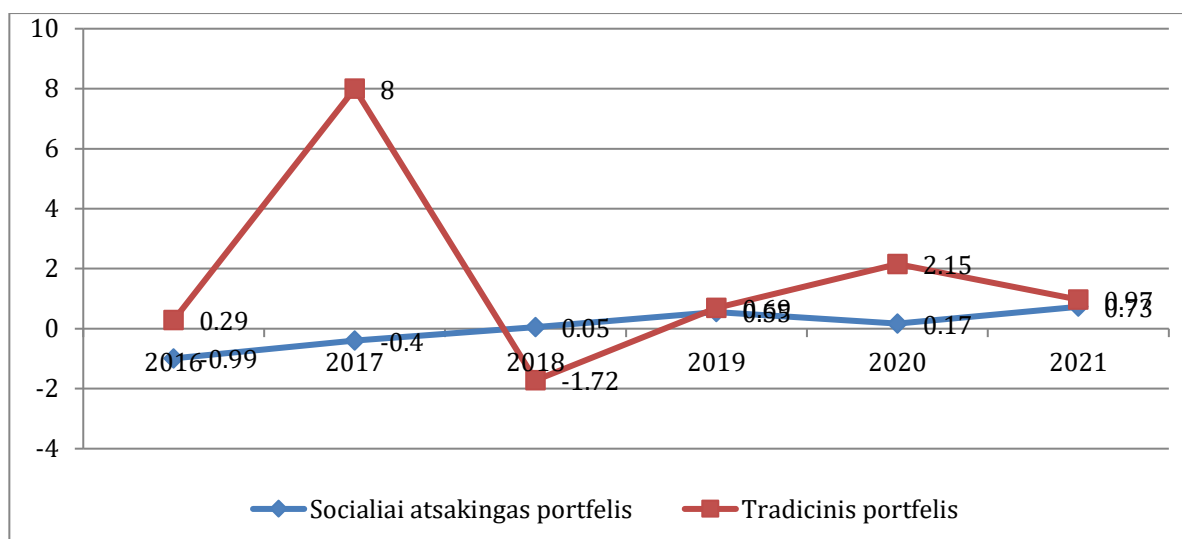


Šaltinis: sudaryta autorės.

Palyginus apskaičiuotus socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių beta rodiklius matyti (žr. 6 pav.), kad iš socialiai atsakingų įmonių sudaryto investicinio portfelio beta rodiklių svyravimų amplitudė buvo mažesnė, tolygi, neviršijo 1. Tai rodo, jog socialiai atsakingo investicinio portfelio vertė svyravo mažiau nei rinkos vidurkis. Iš grafiko galima pastebėti, jog tradicinio investicinio portfelio beta nebuvo tokia tolygi bei viršijo 1, tai reiškia, jog investicinio portfelio vertė svyravo daugiau nei rinkos vidurkis.

6 paveikslas

Socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių Beta rodiklių palyginimas

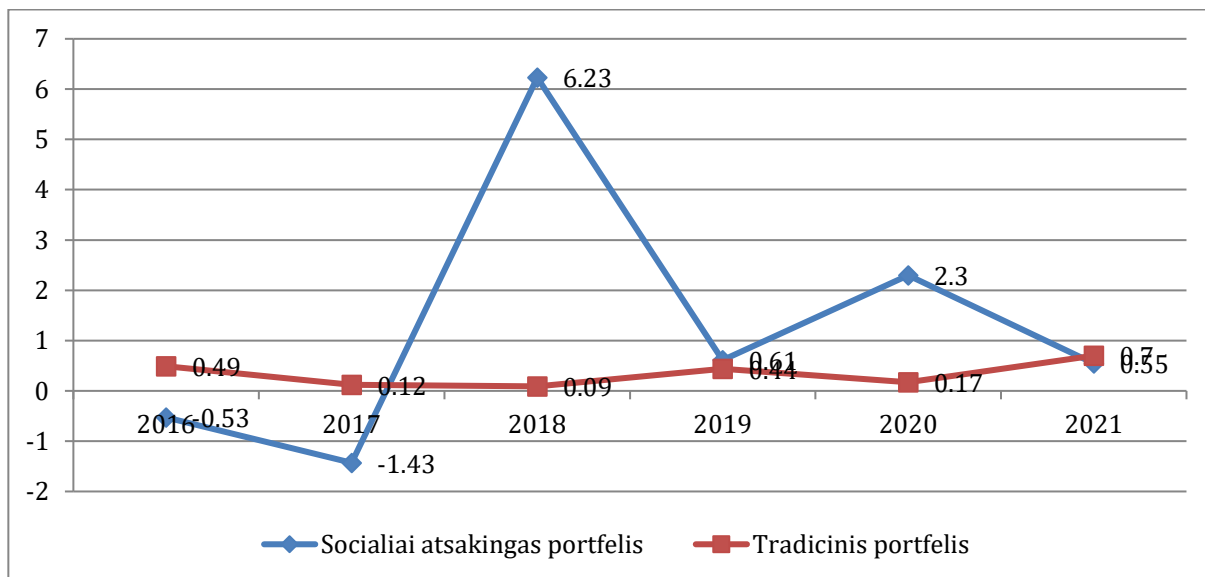


Šaltinis: sudaryta autorės.

Palyginus apskaičiuotus socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių Treinoro rodiklius matyti (žr. 7 pav.), kad iš socialiai atsakingų įmonių sudaryto investicinio portfelio Treinoro rodiklių reikšmės pasižymėjo didesniais svyravimais bei buvo didesnės nei tradicinio investicinio portfelio, išskyrus 2016m. ir 2017m., kai Treinoro rodiklis buvo didesnis tradicinio investicinio portfelio,

7 paveikslas

Socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių Treinoro rodiklių palyginimas

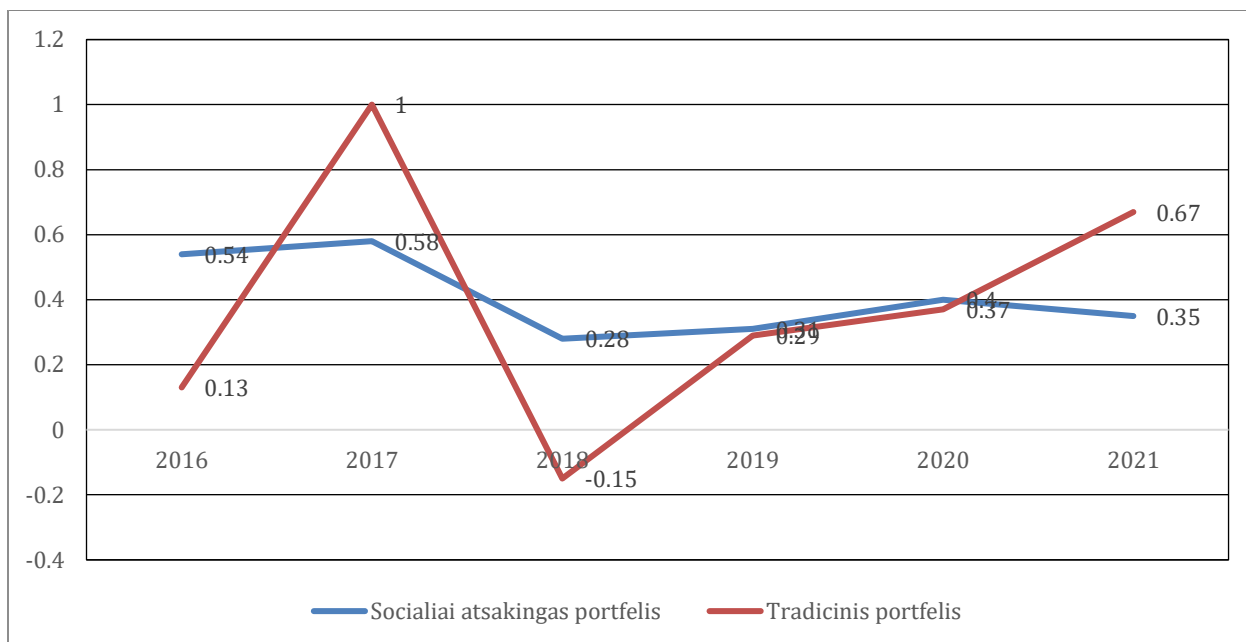


Šaltinis: sudaryta autorės.

Palyginus apskaičiuotus socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių Jenseno alfa rodiklius matyti (žr. 8 pav.), kad iš socialiai atsakingų įmonių sudaryto investicinio portfelio Jenseno alfa rodiklių reikšmės pasižymėjo mažesniais svyravimais nei tradicinio investicinio portfelio.

8 paveikslas

Socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių Jenseno alfa rodiklių palyginimas



Šaltinis: sudaryta autorės

Galutinis socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių rodiklių palyginimas per 2016-2021 metus pateikiamas žemiau esančioje 23 lentelėje. Iš socialiai atsakingų įmonių akcijų suformuoto investicinio portfelio standartinio nuokrypio ir beta rodikliai rodo mažesnę investavimo riziką nei iš tradicinių įmonių sudaryto investicinio portfelio.

Lyginant socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių Šarpo rodiklius, galima teigti, kad socialiai atsakingas investicinis portfelis buvo valdomas geriau nei tradicinis investicinis portfelis. Kadangi rodiklio reikšmė yra $1 <$, vadinasi portfelis generuoja už prisiimtą riziką didesnę grąžą, tuo tarpu tradicinio investicinio portfelio Šarpo rodiklio reikšmė yra < 1 , vadinasi grąža prie prisiimamos rizikos yra per maža.

Vertinant Treinoro rodiklį, galima pastebėti, kad socialiai atsakingas investicinis portfelis buvo valdomas efektyviau, jo reikšmė beveik 3 kartus didesnė nei tradicinio investicinio portfelio.

Remiantis Jenseno alfa koeficiento reikšmėmis, galima teigti, jog abu portfeliai uždirbo daugiau lyginant su rinka, kadangi rodiklio reikšmės yra teigiamos.

Galiausiai aukštesnis socialiai atsakingo investicinio portfelio pelningumas rodo ir didesnę socialiai atsakingų investicijų patrauklumą palyginus su tradicinėmis įmonėmis.

23 lentelė

Socialiai atsakingo ir tradicinio portfelių rodiklių palyginimas per 2016-2021 metus

Rodikliai	Socialiai atsakingas portfelis	Tradicinis portfelis
Standartinis nuokrypis, %	28.89%	42.62%
Portfelio pelningumas, %	40.17%	39.15%

Šarpo rodiklis	1.46	0.97
Beta	0.02	1.73
Treino rodiklis	1.29	0.34
Jenseno alfa	0.41	0.38

Šaltinis: sudaryta autorės.

Apibendrinus socialiai atsakingo ir tradicinio investicinių portfelių rodiklių palyginimo rezultatus galima teigti, kad, socialiai atsakingo investicinio portfelio grąža yra labiau patraukli palyginus su tradiciniu investiciniu portfeliu, tai reiškia, kad antroji hipotezė, jog iš socialiai atsakingų įmonių sudarytas investicinis portfelis pasižymi mažesne grąža nei tradicinis investicinis portfelis yra atmetama. Trečioji hipotezė, jog iš socialiai atsakingų įmonių sudaryto investicinio portfelio rizika yra didesnė taip pat atmetama, tai parodė mažesni standartinio nuokrypio ir beta rodikliai.

3.6. Atlikto tyrimo rezultatų palyginimas su kitų mokslinių tyrimų rezultatais

Teorinėje dalyje buvo nagrinėjami kitų autorių atlikti tyrimai. Dauguma jų akcentavo tai, jog nėra reikšmingų finansinių rodiklių skirtumų tarp socialiai atsakingų bei tradicinių įmonių (Bauer ir kt., 2006; Magnier ir kt., 2008. , tačiau tuose tyrimuose, kuriuose buvo nagrinėjamas 2007-2008 m. finansų krizės laikotarpio rezultatai, buvo pastebėta, jog socialiai atsakingų įmonių grąža yra didesnė negu tradicinių įmonių (Leonardo Becchetti ir kt., 2012; Lins ir kt., 2012). Kita vertus, pasaulį ištikus kitokios rūšies krizei - COVID-19 pandemijai, kuri yra egzogeninis veiksnys, socialiai atsakingų įmonių grąžos rezultatai nebuvo geresni negu tradicinių įmonių (Bae ir kt., 2020). Tačiau buvo ir tokių autorių, kurių tyrimo rezultatai sutampa su šio darbo rezultatais, teigiančiais, jog socialiai atsakingi investiciniai portfeliai pasižymi geresniais finansiniais rezultatais (Peylo ir Schaltegge, 2014).

Remiantis atliktais tyrimais, galima daryti išvadą, jog bendros ir vieningos nuomonės, vertinant socialiai atsakingas investicijas nėra. Tyrimų rezultatai išskirti galėjo dėl daugelio aspektų: tyrimo metodų, laikotarpio, analizuojamų šalių. Šiame darbe atlikto tyrimo rezultatams daug įtakos galėjo daryti tai, jog pasirinktu analizuojamu laikotarpiu ypatingai didelio populiarumo susilaukė socialiai atsakingos investicijos dėl tokių veiksnių kaip: Covid-19 pandemija, kuri paskatino investuotojus vis labiau atsižvelgti į ESG veiksnys, kurie gali padėti užpildyti pandemijos padarytas spragas. Taip pat klimato kaita, naujos technologijos, sutelktas įmonių dėmesys į ESG integraciją.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Per pastaruosius metus socialinė atsakomybė tapo vis svarbesniu ir aktualesniu aspektu investuotojams, siekiantiems pereiti prie gerai išvystytos, etiškos bei tvarios finansų sistemos. Nuo išskirtinio dėmesio pelno didinimui jie pereina prie vis didėjančio dėmesingumo aplinkosaugos klausimams. Įvairių organizacijų tyrimai rodo, kad įmonių socialinė atsakomybė tampa neatsiejama verslo strategijos dalis, kuri gali teigiamai paveikti tiek vidinių, tiek išorinių suinteresuotųjų šalių sprendimų priėmimą ir bendrą elgesį.
2. Norint pasiekti teigiamos įtakos įgyvendinant įmonių socialinę atsakomybę, visoms suinteresuotoms šalims turėtų būti suteikta atitinkama informacija. Todėl atskleidus sritis, apie kurias suinteresuotosios šalys nori žinoti, atsiranda galimybė užmegzti ilgalaikius santykius su esamais ir potencialiais suinteresuotaisiais subjektais, pagerinti įmonės reputaciją. Taigi, atsižvelgiant į galimą teigiamą įmonių socialinės atsakomybės poveikį suinteresuotųjų šalių sprendimų priėmimui ir praktikai, socialiai atsakingos politikos, veiksmų ir rezultatų atskleidimas pranešimuose apie ĮSA yra nepaprastai svarbus, o tokius pranešimus parengti gali padėti pateikti įvairūs standartai bei susitarimai.
3. Socialiai atsakingoms investicijoms, svarbu sukurti socialinę vertę ir grąžą sociumo kontekste, tačiau net jeigu, pagrindinis investicinis tikslas nėra finansinė grąža, tam, kad gauti aukštą investicinę grąžą socialinės naudos forma, socialiai atsakingi investuotojai turėtų sustiprinti pačių investicijų strategiją. Socialiai atsakingų investicijų strategija yra svarbus žingsnis, nuo kurio priklauso investicinė grąža, nepriklausomai nuo to, kokia forma tikimasi gauti šią grąžą. Vadovaujantis pasirinkta strategija keliami investicijų tikslai, nustatomi ištekliai, grąža, atsiperkamumo įrankiai bei sumažinama potenciali rizika.
4. Apibendrinant finansinių rodiklių rezultatų analizę galima teigti, kad remiantis grynojo pelningumo, turto pelningumo ir kapitalo pelningumo rodikliais vertinti, ar socialiai atsakingos įmonės yra pelningesnės už tradicines įmones yra sudėtinga. Minėtų rodiklių reikšmės yra labai skirtingos, o vieningos tendencijos, tarp socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių grupių, nėra. Tačiau likvidumo rodiklių analizė parodė, kad tradicinių įmonių finansinė padėtis buvo stabilesnė, šios įmonės pasižymėjo didesniu mokumu, taigi ir didesniu konkurencingumu. Finansinio svarto analizė parodė, kad tiek socialiai atsakingų, tiek tradicinių įmonių veikla tiriamu periodu didžiąja dalimi buvo finansuojama

nuosavomis lėšomis, bendrovės nebuvo labai priklausomos nuo kreditorių. P/E rodiklio analizė parodė, kad tiriamu periodu tradicinių įmonių akcijos buvo brangesnės nei socialiai atsakingų įmonių akcijos. Galima teigti, kad H_1 hipotezė, jog socialiai atsakingų įmonių finansinių rodiklių rezultatai yra mažiau patrauklūs, palyginus su tradiciniu investiciniu portfeliu, pasitvirtino dalinai.

5. Lyginant iš socialiai atsakingų įmonių akcijų ir iš tradicinių įmonių akcijų suformuotų investicinių portfelių standartinio nuokrypio ir beta rodiklius, galima teigti, jog socialiai atsakingas investicinis portfelis rodo mažesnę investavimo riziką nei iš tradicinių įmonių sudarytas investicinis portfelis, trečioji hipotezė atmetama. Lyginant socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių Šarpo rodiklius, galima teigti, kad socialiai atsakingas investicinis portfelis buvo valdomas geriau nei tradicinis investicinis portfelis. Kadangi rodiklio reikšmė yra $1 <$, vadinasi portfelis generuoja už prisiimtą riziką didesnę grąžą, tuo tarpu tradicinio investicinio portfelio Šarpo rodiklio reikšmė yra < 1 , vadinasi grąža prie prisiimamos rizikos yra per maža. Vertinant Treinoro rodiklį, galima pastebėti, kad socialiai atsakingas investicinis portfelis buvo valdomas efektyviau, jo reikšmė beveik 3 kartus didesnė nei tradicinio investicinio portfelio. Remiantis Jenseno alfa koeficiento reikšmėmis, galima teigti, jog abu portfeliai uždirbo daugiau lyginant su rinka, kadangi rodiklio reikšmės yra teigiamos. Galiausiai aukštesnis socialiai atsakingo investicinio portfelio pelningumas rodo ir didesnę socialiai atsakingų investicijų patrauklumą palyginus su tradicinėmis įmonėmis, antroji hipotezė taip pat atmetama.
6. Remiantis atliktais tyrimais, galima daryti išvadą, jog bendros ir vieningos nuomonės, vertinant socialiai atsakingas investicijas nėra. Tyrimų rezultatai išskirti galėjo dėl daugelio aspektų: tyrimo metodų, laikotarpio, analizuojamų šalių. Šiame darbe atlikto tyrimo rezultatams daug įtakos galėjo daryti tai, jog pasirinktu analizuojamu laikotarpiu ypatingai didelio populiarumo susilaukė socialiai atsakingos investicijos dėl tokių veiksnių kaip: Covid-19 pandemija, kuri paskatino investuotojus vis labiau atsižvelgti į ESG veiksnius, kurie gali padėti užpildyti pandemijos padarytas spragas. Taip pat klimato kaita, naujos technologijos, sutelktas įmonių dėmesys į ESG integraciją.
7. Tęsiant tyrimą, tikslinga būtų įtraukti įmones, renkantis papildomus socialinės atsakomybės kriterijus, praplėsti imtį, tyrimą atlikti ne tik Baltijos šalių rinkoje.

THE EVALUATION OF SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENTS

Silvija Zagorskytė

Master thesis

Finance and banking master study programme

Vilnius University, Faculty of Economics and Business Administration

Supervisor – Dr. D. Teresienė

Vilnius, 2022

SUMMARY

65 pages, 23 tables, 8 pictures, 73 references.

The main purpose of this master thesis is to evaluate the portfolio of socially responsible companies in the Baltic stock market, compare it with the traditional portfolio and analyze the obtained results.

The master thesis consists of three main parts: the analysis of literature, the research and its results, conclusion and recommendations.

Literature analysis reviews theoretical analysis of socially responsible investment. Analyzed scientific sources present the concept of socially responsible investment, classification, characteristics of socially responsible investment, its possible strategies.

After the literature analysis, the author carried out quantitative research. It was performed using the following methods: Nasdaq OMX Baltic Stock Exchange analysis of annual financial statements of listed companies, analysis of relative indicators, graphic data representation, comparative analysis.

The conclusions and recommendations summarize the literature analysis and the results of the performed research.

ŠALTINIAI

- Ahmad, T. (2019). *Corporate social responsibility: a value-creation strategy to engage millennials*. Strategic Direction. Vol. 35 No. 7, pp. 5-8.
- Alniacik, Umit & Alniacik, Esra & Genc, Nurullah. (2011). *How Corporate Social Responsibility Information Influences Stakeholders' Intentions*. Corporate Social Responsibility and Environmental Management. Vol. 18 No. 4, pp. 234 - 245.
- Auger, P., Devinney, T., Dowling, G. and Eckert, C. (2016). *Inertia and discounting in the selection of socially responsible investments: An experimental investigation*. Annals in Social Responsibility, Vol. 2 No. 1, pp. 29-47.
- Bae, K-H., El Ghouli, S., Gong, Z. J., Guedhami, O. (2021). *Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic*. Journal of Corporate Finance Vol. 67
- Ballester, C.P. (2015). *Investor reactions to socially responsible investment*. Management Decision, Vol. 53 No. 3, pp. 571-604.
- Barman, E. (2018). *Doing Well by Doing Good: A Comparative Analysis of ESG Standards for Responsible Investment. Sustainability, Stakeholder Governance, and Corporate Social Responsibility*. Emerald Publishing Limited, Vol. 38, pp. 289-311
- Bartkauskaitė I., Stankevičienė J., Miečisnienė A. (2016). *Įmonės finansinis likvidumas kaip priemonė įmonės vertei didinti*. Verslas XXI amžiuje 8(2) pp. 192–199.
- Basso, A., Funari, S. (2013). *Measuring the performance of ethical mutual funds: a DEA approach*. Journal of the Operational Research Society. Vol. 54 No. 4, pp. 521-531
- Basso, A., Funari, S. (2018). *Introducing Weights Restrictions in Data Envelopment Analysis Models for Mutual Funds*. Mathematics, Vol. 6, No.9.
- Bauer, Rob et al. (2006). *Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?* Pacific-basin Finance Journal, Vol. 14, pp. 33-48.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., Hasan, I., Kobeissi, N. (2012). *Corporate social responsibility and shareholder's value*. Journal of Business Research, Vol. 65 No. 11, pp. 1628-1635.
- Benlemlih, M., Bitar, M. (2018). *Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency*. J Bus Ethics, Vol. 148, pp. 647–671.
- BinMahfouz, S. and Kabir Hassan, M. (2013). *Sustainable and socially responsible investing: Does Islamic investing make a difference?* Humanomics, Vol. 29 No. 3, pp. 164-186.
- Borgers, A., Pownall, R. (2014). *Attitudes towards socially and environmentally responsible investment*. Journal of Behavioral and Experimental Finance, Vol. 1, pp. 27-44.
- Bradford, M., Earp, J.B. and Williams, P.F. (2017). *Understanding sustainability for socially responsible investing and reporting*, Journal of Capital Markets Studies, Vol. 1 No. 1, pp. 10-35.

- Brooks, L.J. (1989). *Corporate ethical performance: trends, forecasts and outlooks*. Journal of Business Ethics, Vol. 8 No. 1, pp. 31-38.
- Carre R., Wendt, K. (2018). *Investing with Impact: An Integrated Analysis Between Academics and Practitioners*. Social Impact Investing Beyond the SIB, pp.5-45.
- Carroll, Archie. (2016). *Carroll's pyramid of CSR: taking another look*. International Journal of Corporate Social Responsibility, Vol.1 No.1, pp. 1-8.
- Chen, E.T. and Nainggolan, Y.A. (2018), *Distance bias of socially responsible investment*. Social Responsibility Journal, Vol. 14 No. 1, pp. 96-110.
- Cooper LA, Weber J. (2021). *Does Benefit Corporation Status Matter to Investors? An Exploratory Study of Investor Perceptions and Decisions*. Business & Society, Vol. 60 No.4, pp. 979-1008.
- Crifo P, Durand R, Gond J-P. (2019). *Encouraging Investors to Enable Corporate Sustainability Transitions: The Case of Responsible Investment in France*. Organization & Environment, Vol. 32 No.2, pp.125-144.
- Daugaard, Dan. (2019). *Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review*. Accounting & Finance, Vol.60 No.2, pp. 1501-1530.
- Dilla, W., Janvrin, D., Perkins, J. and Raschke, R. (2016). *Investor views, investment screen use, and socially responsible investment behavior*. Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, Vol. 7 No. 2, pp. 246-267.
- Donath, L. (2018). *Evaluating the Performance of Socially Responsible Investment Funds*. Scientific Annals of Economics and Business, Vol. 65 No.2, pp.139-158.
- Einolf, K. (2007). *Building a Social Responsible Equity Portfolio Using Data Envelopment Analysis*. Philosophica, pp. 71-103.
- European commission (2019). *Corporate Social Responsibility, Responsible Business Conduct, and Business & Human Rights: Overview of Progress*. Žiūrēta 2021-09-15. Prieiga internetu: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/34482>
- Farcane, N., Bureana, E. (2015). *History of corporate social responsibility concept*. Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, Vol. 17 No.2, pp. 31-48.
- Rajagopal. A.M.L.F. (2016) *Analysis of stakeholder value derivation through corporate social responsibility for business growth and society's collateral benefits*. International Journal of Business Performance Management, Vol. 17 No.4, pp. 413-427.
- Geczy, C., David, R. (2005). *Investing in Socially Responsible Mutual Funds*. Working paper. The Wharton School, University of Pennsylvania. 10.2139/ssrn.416380.

- Glac, K. (2009). *Understanding Socially Responsible Investing: The Effect of Decision Frames and Trade-off Options*. J Bus Ethics, Vol.87, pp. 41–55.
- Grant Thornton (2014). *Grant Thornton International Business Report*. Žiūrėta 2021-10-16. Prieiga internetu: <https://www.grantthornton.global/globalassets/1.-member-firms/global/global-assets/pdf/corporate-social-responsibility.pdf>
- Groot, M., Nijhof, A. (2015). *Socially Responsible Investment Funds: a review of research priorities and strategic options*. Journal of Sustainable Finance and Investment, Vol. 5 No. 3, pp. 174-204.
- Guenster, N. (2012). *Socially Responsible Finance and Investing: Financial Institutions, Corporations, Investors, and Activities*. Performance Implications of SR Investing: Past versus Future, pp. 443-454.
- UNEP (2014). *The United Nations Environment Programme Annual Report*. Žiūrėta: 2021-04-30. Prieiga internetu: <https://www.unep.org/resources/annual-report/unep-2014-annual-report>
- UNCTAD (2008). *UNCTAD Annual Report*. Žiūrėta: 2021-02-01. Prieiga internetu: https://unctad.org/system/files/official-document/dom20091_en.pdf
- ISO 26000 (2010). *ISO 26000:2010*. Žiūrėta: 2021-02-01. Prieiga internetu: <https://www.iso.org/iso-26000-social-responsibility.html>
- Juozaitienė L. (2007). Įmonės finansai: analizė ir valdymas. Šiauliai: VšĮ Šiaulių universiteto leidykla.
- Kocmanova, A., et al. (2020). *Sustainable Investing Model for Decision Makers (Based On Research of Manufacturing Industry in the Czech Republic)*. Sustainability, Vol. 12, pp. 1-27.
- Kot, Sebastian. (2014). *Knowledge and Understanding of Corporate Social Responsibility*. Journal of Advanced Research in Law and Economics, Vol. 2, pp. 109-119.
- Lietuvos Respublikos socialinės apsaugos ir darbo ministerija (2021). *Trumpa informacija apie Pasaulinį susitarimą*. Žiūrėta: 2021-04-15. Prieiga internetu: <https://socmin.lrv.lt/lt/veiklos-sritys/darbo-rinka-uzimtumas/imoniu-socialine-atsakomybe-isa/trumpa-informacija-apie-pasaulini-susitarima>
- Lietuvos Respublikos socialinės apsaugos ir darbo ministerija (2016). *Lietuvos Respublikos socialinės apsaugos ir darbo ministro įsakymas „Dėl įmonių socialinės atsakomybės 2016–2020 metų veiksmų plano patvirtinimo“*, Nr. A1-82. Žiūrėta: 2021-06-27. Prieiga internetu: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAD/792fadb081df11eb9fc9c3970976dfa1?jfwid=32wf90sn>
- Karl, L., Ane, T. (2016). *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis*. The Journal of Finance. Vol. 72.
- Louche, C., Liedekerke, L. (2015). *Responsible investment in Belgium*. London, Routledge.

- Mackevičius J. (2007). *Įmonių veiklos analizė. Informacijos rinkimas, sisteminimas ir vertinimas*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
- Mackevičius J., Poškaitė D., Villis L. (2011). *Finansinė analizė*. Vilnius: MRU.
- Magnier, B., Schaff, E. (2008). *RSI fund performance analysis of responsible and sustainable equity funds*. Altedia Investment Consulting, Vol.23 No. 3, pp. 393-400.
- Arleta, M., Tessa, H. (2017). *Sources of Stakeholder Salience in the Responsible Investment Movement: Why Do Investors Sign the Principles for Responsible Investment?* Journal of Business Ethics, Vol. 140, pp. 723-741.
- Matallin-Saez, J.C., Soler-Dominguez, A., de Mingo-Lopez, D.V. and Tortosa-Ausina, E. (2019), *Does socially responsible mutual fund performance vary over the business cycle? New insights on the effect of idiosyncratic SR features*. Business Ethics: A European Review, Vol. 28 No. 1, pp. 71-98.
- Matthew W. Sherwood & Julia L. Pollard (2017). *The risk-adjusted return potential of integrating ESG strategies into emerging market equities*. Journal of Sustainable Finance & Investment. Nasdaq Baltic. (2021). Žiūrėta: 2021-12-15. Prieiga internetu: <https://nasdaqbaltic.com/lt/>
- Nielsen company. (2013). *Nielsen global survey of corporatesocial responsibility*. Žiūrėta: 2021-03-15. Prieiga internetu: <https://cfda.com/resources/sustainability-resources/detail/the-nielsen-global-survey-of-corporate-social-responsibility-and-sustainability-2015>
- Ogola, F. and T. Dreer. *Market share as an indicator for corporate social responsibility (CSR) spending: The study of Coca Cola's market*. African Journal of Business Management, Vol. 6 No.6, pp.
- Pasaribu,R. (2010). *Value at Risk and Stock Portfolio Liquidity*. Journal of Accounting and Management, Vol. 21 No.2, pp. 105-127.
- Rivoli, P. (2003). *Making a Difference or Making a Statement? Finance Research and Socially Responsible Investment*. Business Ethics Quarterly, Vol. 13 No. 3, pp.
- Revelli, C. (2017). *Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin?* Research in International Business and Finance, Vol.39, pp. 711-717.
- Gil-Bazo, J. (2008). *When Cheaper is Better: Fee Determination in the Market for Equity Mutual Funds*. SSRN Electronic Journal, Vol.67 No.3-4, pp.871-885
- Global Sustainable Investment Alliance (2018). *Global Sustainable Investment Review*. Žiūrėta: 2021-05-05. Prieiga internetu: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf
- Global Sustainable Investment Alliance (2020). *Global Sustainable Investment Review*. Žiūrėta: 2021-12-01. Prieiga internetu: <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>

- Trinks P.J., Scholtens B. (2017). *The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing*. Journal of Business Ethics, Springer, Vol. 140 No.2, p. 193-208.
- Puaschunder, J.M. (2017). *Socio-Psychological Motives of Socially Responsible Investors*. Emerald Publishing Limited, Vol. 19, pp. 209-247.
- Rakštelytė, J., Lobanova, L. (2018). *Spreading of social responsibility principles in the companies of construction sector in Lithuania*. Mokslas – Lietuvos Ateitis / Science – Future of Lithuania, Vol. 10, pp.1-9
- Refinitiv (2020). *The top 3 global trends in corporate governance*. Žiūrėta: 2021-02-15. Prieiga internetu: <https://www.refinitiv.com/perspectives/future-of-investing-trading/the-top-3-global-trends-in-corporate-governance-2020/>
- Robiyanto, R. (2017). *Performance Evaluation of Stock Price Indexes in the Indonesia Stock Exchange*. International Research Journal of Business Studies, Vol.10 No.3, pp. 173-182.
- SA 8000 (2014). *SA 8000:2014*. Žiūrėta: 2021-02-15. Prieiga internetu: <https://www.sgs.co.uk/en-gb/sustainability/social-sustainability/audit-certification-and-verification/sa-8000-certification-social-accountability>
- Šakienė, H.; Puleikienė, K. *Finansinių santykinių rodiklių taikymas LR Akcinių bendrovių finansinės – ūkinės veiklos analizėje*. Journal of Management, 2009, Vol. 14, No. 2, pp. 33-40.
- Tamošaitienė, A.; Juškevičienė, D. Kriščiukaitienė, I.; Galnaitytė, A. *Ūkininkų ūkių verslo stabilumo vertinimas naudojant finansinės analizės santykinius rodiklius*. Management theory and studies for rural business and infrastructure development. 2010. Vol.5 No.24, pp. 173–185.
- Majoch, A; Hoepner, G.F. (2017) *Sources of Stakeholder Salience in the Responsible Investment Movement: Why Do Investors Sign the Principles for Responsible Investment?* Journal of Business Ethics, Vol.140, No.4, pp. 723-741.
- Nasdaq Baltic (2010). *Vertybinių popierių biržos metodika*. Žiūrėta: 2021-03-15. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqbaltic.com/files/vilnius/leidiniai/Rodikliu_skaiciavimo_metodika-final.pdf
- Toffalis, C. (2008). *Investment Volatility: A Critique of Standard Beta Estimation and a Simple Way Forward*. European Journal of Operational Research, Vol. 187 No.3, pp. 1358-1367.
- Trinks, P., Scholtens, B. (2017). *The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing*. Journal of Business Ethics, Vol.140 No.2, pp. 193-208.
- Weber, O. (2010). *Social Banking: Products and Services*. Social Banks and the Future of Sustainable Finance, pp. 96-122

Zonienė A. and Valiulė V. (2019). *Justification of Sustainable Investment by the Management Theories of Sustainable Goal Setting and Stakeholder*. *Socialiniai tyrimai*, Vol.42 No.2, pp. 52-58.

Viviers, S., Eccles, N.S.. (2012). *35 years of socially responsible investing (SRI) research - General trends over time*. *South African Journal of Business Management*, Vol.43, pp. 1-16.

PRIEDAI

1 priedas. Socialiai atsakingų ir tradicinių įmonių finansiniai rodikliai

1 lentelė

Įmonių finansiniai rodikliai 2016 - 2020 m., Eur.

Telia Lietuva						SAF Tehnika					
	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Grynasis pelningumas, %	62,74	59,96	59,71	60,03	60,3	Grynasis pelningumas, %	32,74	42,61	33,97	32,41	39,98
Turto pelningumas, %	9,46	8,95	9,68	9,29	9,14	Turto pelningumas, %	6,95	12,31	-1,65	-3,35	-3,05
Kapitalo pelningumas, %	16,43	18,02	17,52	16,89	16,94	Kapitalo pelningumas, %	8,13	14,9	-2	-4,28	4,54
Bendrasis likvidumas	0,87	1,53	1,36	1,16	1,11	Bendrasis likvidumas	6,25	4,79	6,67	4,5	3,15
Kritinis likvidumas	0,81	1,38	1,26	1,04	0,99	Kritinis likvidumas	3,97	2,87	3,15	1,88	1,48
Finansinis svertas	2,19	1,86	1,76	1,87	1,84	Finansinis svertas	1,17	1,24	1,16	1,4	1,57
P/E	7,1	11,2	11,8	13,6	19	P/E	9,94	8,36	-6,8	52,6	24,8
Latvijas Gāze						Tallinna Vesi					
	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Grynasis pelningumas, %	10,83	6,9	5,84	5,42	5,35	Grynasis pelningumas, %	56,39	56,99	54,45	53,53	42,98
Turto pelningumas, %	4,86	4,36	6,2	4,61	2,43	Turto pelningumas, %	8,7	3,27	10,1	10,83	6,45
Kapitalo pelningumas, %	6,2	5,74	8,15	5,82	2,95	Kapitalo pelningumas, %	20,62	8,24	25,61	25,43	14,69
Bendrasis likvidumas	3,76	4,1	3,22	4,16	3,76	Bendrasis likvidumas	3,91	5,51	5,36	5,48	3,85
Kritinis likvidumas	1,33	1,71	1,08	2,28	2,32	Kritinis likvidumas	3,84	5,43	5,3	5,41	3,78
Finansinis svertas	1,32	1,3	1,33	1,21	1,21	Finansinis svertas	2,39	2,66	2,43	2,28	2,28
P/E	10,83	15,32	16,03	19,41	37,5	P/E	15	28,33	7,93	8,42	15,77
Amber Grid						Merko Ehitus					
	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Grynasis pelningumas, %	65,33	65,01	57,28	59,96	65,39	Grynasis pelningumas, %	7,54	9,71	7,91	10,66	13,85
Turto pelningumas, %	4,96	-2,94	-8,38	4,82	6,35	Turto pelningumas, %	2,73	5,71	7,08	5,9	8,54
Kapitalo pelningumas, %	10,53	-5,26	-14,22	8,79	12,42	Kapitalo pelningumas, %	4,93	11,62	14,77	12,42	16,22
Bendrasis likvidumas	1,19	0,78	0,59	0,73	1,12	Bendrasis likvidumas	2,43	2,25	2,22	2,44	2,68
Kritinis likvidumas	1,15	0,73	0,49	0,69	1,05	Kritinis likvidumas	0,86	1,01	1,02	0,72	1,01
Finansinis svertas	1,93	1,63	1,79	1,86	2,04	Finansinis svertas	1,94	2,13	2,05	2,16	1,68
P/E	10,57	-25,33	-9,41	14,77	14,41	P/E	26,17	10,61	8	11,9	7,5
Rokiškio sūris						Siguldas					
	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Grynasis pelningumas, %	14,56	10,87	8,68	9,61	10,14	Grynasis pelningumas, %	59,43	56,48	52,77	53,12	54,58
Turto pelningumas, %	7,04	5,35	1,15	2,42	2,22	Turto pelningumas, %	5,38	4,09	-0,68	3,18	6,27
Kapitalo pelningumas, %	8,79	6,37	1,45	3,14	2,94	Kapitalo pelningumas, %	5,66	4,3	-0,72	3,37	6,69
Bendrasis likvidumas	5	3,55	2,92	3,18	2,7	Bendrasis likvidumas	15,51	16,08	14,61	14,51	11,83
Kritinis likvidumas	2,7	1,92	0,97	1,2	0,9	Kritinis likvidumas	7,01	6,72	5,99	5,77	5,12
Finansinis svertas	1,17	1,21	1,31	1,29	1,36	Finansinis svertas	1,05	1,05	1,06	1,06	1,08
P/E	5,53	11	50,2	21	24,33	P/E	38,3	27,5	43,3	46,7	18,5
Olainfarm						Latvijas Jūras medicīnas centrs					
	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Grynasis pelningumas, %	63,09	61,31	60,24	61,8	59,27	Grynasis pelningumas, %	5,96	8,12	4,89	6,26	8,37
Turto pelningumas, %	8,82	7,41	7,29	14,93	5,57	Turto pelningumas, %	-1,12	2,78	0,48	2,31	3,79
Kapitalo pelningumas, %	12,52	11,1	10,58	20,32	7,35	Kapitalo pelningumas, %	-1,58	3,72	0,61	2,98	4,97
Bendrasis likvidumas	2,72	2,02	1,65	3,09	3,2	Bendrasis likvidumas	3,87	3	3,25	2,83	1,92
Kritinis likvidumas	1,62	1,13	0,9	1,9	1,91	Kritinis likvidumas	3,71	2,81	3,01	2,64	1,77
Finansinis svertas	1,5	1,5	1,41	1,32	1,32	Finansinis svertas	1,4	1,27	1,29	1,29	1,33
P/E	10,4	10,5	8,8	4,6	10,8	P/E	15,5	12,65	31,3	21,1	14,5

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Baltic OMX

2 priedas. Nasdaq vertybinių popierių biržoje kotiruojamų įmonių klasifikacija pagal ĮSA
rengimą

Name	ESG praktika	Kita ĮSA praktika	Nėra ĮSA
Latvijas Gāze	✓		
Olainfarm	✓		
Valmieras stikla šķiedra	✓		
Amber Grid	✓		
Pieno žvaigždės	✓		
Rokiškio sūris	✓		
Telia Lietuva	✓		
Vilniaus baldai	✓		
Žemaitijos pienas	✓		
Latvijas balzams		✓	
Ditton pievadkēžu rūpnīca			✓
HansaMatrix			✓
Likvidējamā AS "Kurzemes atslēga 1"			✓
Latvijas Jūras medicīnas centrs			✓
Rīgas autoelektroaparātu rūpnīca			✓
Rīgas kuģu būvētava			✓
SAF Tehnika			✓
Siguldas ciltslietu un mākslīgās a. st.			✓
PATA Saldus			✓
VEF			✓
Arco Vara			✓
Baltika		✓	
Coop Pank		✓	
Ekspress Grupp			✓
EfTEN Real Estate Fund III			✓
Harju Elekter			✓
LHV Group			✓
Merko Ehitus			✓
Nordecon			✓
Pro Kapital Grupp			✓
PRFoods		✓	
Silvano Fashion Group		✓	
Nordic Fibreboard			✓
Tallink Grupp		✓	
Tallinna Kaubamāja Grupp		✓	
Trigon Property Development			✓
Tallinna Sadam		✓	
Tallinna Vesi			✓
Apranga		✓	
AUGA group		✓	
Grigeo		✓	
Ignitis grupē		✓	
INVL Technology			✓
INVL Baltic Farmland			✓
INVL Baltic Real Estate			✓
Invalda INVL			✓
Klaipēdos nafta		✓	
Kauno energija		✓	
LITGRID		✓	
Linas Agro Group		✓	
Linas		✓	

Novaturas			✓
Panevėžio statybos trestas			✓
Šiaulių bankas			✓
Snaigė			✓
Utenos trikotažas			✓
Vilkyškių pieninė		✓	

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis Nasdaq OMX Baltic akcijų biržos duomenimis.

3 priedas. Investicinių portfelių pelningumų skaičiavimui naudoti duomenys

1 lentelė

Socialiai atsakingų įmonių akcijų rinkos kainos 2016 - 2021 m., Eur.

	Telia Lietuva	Latvijas Gāze	Amber Grid	Rokiškio sūris	Olainfarm
2016.09.01	0.92	6.57	1.18	1.40	8.26
2016.12.01	0.91	8.77	1.23	1.82	8.29
2017.01.02	0.94	8.73	1.25	1.72	8.55
2017.12.01	0.96	9.76	1.43	2.78	9.77
2018.01.02	0.96	10.00	1.44	2.75	8.05
2018.12.03	1.11	10.45	1.22	2.56	7.1
2019.01.02	1.10	10.24	1.18	2.51	6.7
2019.12.02	1.27	9.95	1.00	2.58	7.38
2020.01.02	1.29	9.90	0.99	2.54	7.3
2020.12.01	1.74	10.30	0.95	2.65	7.26
2021.01.04	1.86	10.57	0.98	3.12	7.24
2021.09.30	2.04	10.72	1.26	2.84	9.26

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Baltic OMX

2 lentelė

Socialiai atsakingų įmonių dividendai vienai akcijai, 2016 – 2021 m., Eur.

Metai	Telia Lietuva	Latvijas Gāze	Amber Grid	Rokiškio sūris	Olainfarm
2016	0.01	0.76	0.07	0.07	0.18
2017	0.03	0.88	0.12	0.1	0.2
2018	0.07	0.13	0.11	0.1	0.11
2019	0.08	0.55	0.03	0.1	0.1
2020	0.09	0.44	0.00	0.1	0.32
2021	0.10	0.27	0.00	0.1	0.17

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Baltic OMX

3 lentelė

Tradicinių įmonių akcijų rinkos kainos 2016 - 2021 m., Eur.

	<u>SAF Tehnika</u>	<u>Merko Ehitus</u>	<u>Tallina Vesi</u>	<u>Siguldas</u>	<u>Latvijas Jūras medicīnas centrs</u>
2016.09.01	3.07	8.24	13.90	3.00	2.36
2016.12.01	3.67	8.75	13.80	3.00	2.41
2017.01.02	3.53	9.05	13.80	3.00	2.50
2017.12.01	7.50	9.25	12.20	3.50	9.97
2018.01.02	6.86	8.81	11.90	3.60	8.00
2018.12.03	3.40	9.30	10.00	3.20	3.42
2019.01.02	2.74	9.20	9.82	3.20	3.60
2019.12.02	3.90	9.16	11.20	3.50	4.00
2020.01.02	3.80	9.38	11.40	3.50	4.00
2020.12.01	4.22	9.14	12.70	4.04	7.40
2021.01.04	4.72	9.46	13.10	4.06	7.70
2021.09.30	11.15	14.91	14.70	5.05	12.38

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Baltic OMX

4 lentelė

Tradicinių įmonių dividendai vienai akcijai, 2016 – 2021 m., Eur.

<u>Metai</u>	<u>SAF Tehnika</u>	<u>Merko Ehitus</u>	<u>Tallina Vesi</u>	<u>Siguldas</u>	<u>Latvijas Jūras medicīnas centrs</u>
2016		0.34	0.51	0.90	0.10
2017		0.67	0.41	0.54	0.15
2018		0.00	1.00	0.36	0.08
2019		0.00	1.00	0.75	0.08
2020		0.21	0.00	1.00	0.00
2021		0.67	1.00	0.65	0.11

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Baltic OMX

4 priedas. Investicinių portfelių standartinių nuokrypių skaičiavimui naudoti duomenys

1 lentelė

Socialiai atsakingų įmonių pelningumas ir standartinis nuokrypis 2016 – 2021m., %

<u>Telia Lietuva</u>	<u>Latvijas Gāze</u>	<u>Amber Grid</u>	<u>Rokiškio sūris</u>	<u>Olainfarm</u>	<u>Standartinis nuokrypis</u>
70.92%	43.59%	61.63%	77.63%	8.47%	24.79%
74.16%	19.53%	68.48%	100.21%	22.11%	31.35%
85.31%	11.23%	31.05%	17.38%	-3.48%	30.59%
75.22%	3.71%	40.95%	29.48%	20.15%	23.99%
87.08%	10.82%	62.47%	30.70%	8.63%	30.48%
45.65%	7.76%	97.70%	12.51%	37.21%	32.14%

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Baltic OMX

2 lentelė

Tradicinių įmonių pelningumas ir standartinis nuokrypis 2016 – 2021m., %

<u>Metai</u>	<u>SAF Tehnika</u>	<u>Merko Ehitus</u>	<u>Tallina Vesi</u>	<u>Siguldas</u>	<u>Latvijas Jūras medicīnas centrs</u>	<u>Standartinis nuokrypis</u>
2016	30.62%	10.32%	1.73%	11.33%	16.53%	9.53%
2017	131.44%	9.61%	-6.74%	39.00%	325.60%	122.61%
2018	-40.67%	13.17%	-10.34%	7.50%	-48.88%	25.00%
2019	66.79%	6.85%	20.88%	30.31%	29.72%	19.84%
2020	28.68%	4.58%	17.28%	34.57%	101.75%	33.78%
2021	150.42%	64.67%	17.33%	40.89%	69.48%	44.96%

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Baltic OMX

5 priedas. OMXBBGI indekso pelningumas, naudojamas portfelio rodiklių skaičiavimui
1 lentelė
 OMXBBGI indekso pelningumas

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<u>OMXBBGI indekso pelninguma</u>	6.54%	20.68%	-3.83%	12.73%	5.95%	36.87%

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Baltic OMX