

VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS

FINANSAI IR BANKININKYSTĖ

Ugnė Frejutė
BAIGIAMASIS MAGISTRO DARBAS

ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS ATSKLEIDIMO POVEIKIS JŲ AKCIJŲ KAINOMS	THE IMPACT OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DISCLOSURE ON SHARE PRICES
---	---

Darbo vadovė Prof. Dr. Rasa Kanapickienė

Vilnius, 2026

TURINYS

IVADAS	5
1. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS ATSKLEIDIMO POVEIKIO ĮMONIŲ AKCIJŲ KAINOMS TEORINĖ ANALIZĖ.....	7
1.1. Įmonių socialinės atsakomybės koncepcija.....	7
1.2. Įmonių socialinės atsakomybės reikšmė įmonei	11
1.3. Įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikis įmonių akcijų kainai.....	16
2. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS ATSKLEIDIMO POVEIKIO ĮMONIŲ AKCIJŲ KAINOMS METODIKA.....	26
2.1. Tiriamosios imties, duomenų charakteristikos ir kintamųjų atranka	27
2.2. Tyrimo metodas ir eiga	31
3. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS ATSKLEIDIMO POVEIKIS VOKIETIJOS ĮMONIŲ AKCIJŲ KAINOMS.....	35
3.1. Aprašomoji duomenų statistika ir stacionarumo tikrinimas.....	35
3.2. Įmonės socialinės atsakomybės atskleidimo poveikis Vokietijos įmonių akcijų kainoms regresinė analizė ir rezultatai.....	37
3.3. Įmonės socialinės atsakomybės atskleidimo poveikis Vokietijos įmonių sektorių akcijų kainoms regresinė analizė ir rezultatai	42
3.3. Įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikis Vokietijos įmonių akcijų kainoms: tyrimo diskusija	50
IŠVADOS	53
LITERATŪROS ŠALTINIAI	55
PRIEDAI.....	66

Lentelių sąrašas

1 lentelė. ĮSA samprata bei svarbiausi elementai, kuriuos, anot autorių, turėtų apimti.....	8
2 lentelė. Aspektai, kuriems, anot autorių, ĮSA turi poveikį.....	12
3 lentelė. Skirtingų autorių tyrimų, kurie nustatė neigiamą arba įvairiapusį ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainai, analizė	19
4 lentelė. Skirtingų autorių tyrimų, kurie nustatė teigiamą ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainai, analizė	21
5 lentelė. Užsienio autorių pasirenkami rodikliai, pasirinkti atskleisti ĮSA poveikį įmonių akcijų kainai.....	28
6 lentelė. Koreliacijos reikšmių interpretavimas	31
7 lentelė. Regresijos modelio tinkamumo kriterijai	32
8 lentelė. Regresijos modelio prielaidos	33
9 lentelė. Rodiklių aprašomosios statistikos rezultatai	35
10 lentelė. Stacionarumo testo rezultatai	36
11 lentelė. Regresinės analizės, remiantis modifikuotu tiesiniu Ohlson (1995) modeliu, rezultatai	38
12 lentelė. Multikolinearumo vertinimo rezultatai	39
13 lentelė. Rezultatai prieš ir po naudojant Newey – West	39
14 lentelė. Finansinio sektoriaus aprašomosios analizės rezultatai	43
15 lentelė. Pramonės sektoriaus aprašomosios analizės rezultatai	44
16 lentelė. Vartojimo sektoriaus aprašomosios analizės rezultatai.....	44
17 lentelė. Finansinio sektoriaus koreliacinė analizė.....	45
18 lentelė. Pramonės sektoriaus koreliacinė analizė.....	46
19 lentelė. Vartojimo sektoriaus koreliacinė analizė	46
20 lentelė. Finansinio sektoriaus regresinės analizės rezultatai	47
21 lentelė. Pramonės sektoriaus regresinės analizės rezultatai.....	48
22 lentelė. Vartojimo sektoriaus regresinės analizės rezultatai	49
23 lentelė. Atliktų mokslinių tyrimų rezultatų palyginimas	50

Paveikslų sąrašas

1 paveikslas. Tyrimo eiga	26
2 paveikslas. Kintamųjų koreliacijos matrica	37
3 paveikslas. Standartizuotųjų prognozuojamų reikšmių – liekamųjų paklaidų grafikas.....	40
4 paveikslas. Standartizuotų liekamųjų paklaidų grafikas	41
5 paveikslas. Įmonių sektorių pasiskirtymas	43

IVADAS

Darbo aktualumas. Gyvename nuolat besikeičiančiame ir tobulėjančiame pasaulyje, kuris kelia daug iššūkių ir rizikų. Įmonės stengiasi nusistatyti ne tik tvarius trumpalaikius, bet ir ilgalaikius įmonės veiklos tikslus, kurios padėtų išlikti konkurencingoje rinkoje. Įmonių socialinė atsakomybė (toliau – ĮSA) yra integruojama, norint pasiekti su tvarumu susijusius tikslus (Ashrafi, Adams, Walker, Magnan, 2018). Siekiant sukurti patikimos organizacijos įvaizdį svarbu palaikyti ne tik aukštus finansinius rodiklius, bet taip pat įmonėms reikėtų atkreipti dėmesį ir į socialinius bei gamtosauginius aspektus. Dėl šių priežasčių daugelis įmonių į savo veiklą įtraukia ĮSA (Barauskaitė ir Streimikienė, 2020). ĮSA koncepcija nagrinėta jau nuo 1960-tųjų, tačiau yra vis tobulinama ir plečiama. Šiuo metu pripažįstama kaip įvairiapusė sąvoka, kuri gali apimti tiek aplinkosaugos, tiek socialinius bei suinteresuotų šalių aspektus. Šiais laikais populiaru tapo aplinkosauginė, socialinė ir valdymo sistema (toliau – ESG), kuri remiasi ĮSA principų pagrindų ir juos papildo. Vėliau tapo ir įrankių vertinant ĮSA.

Įmonėms aktualu vykdyti ĮSA veiklas, nes tai padeda įmonėms išlikti konkurencingomis, tuo pat metu sudarant sąlygas tvaraus socialiniu ir ekonominiu vystymosi kūrimui (Cruz, Alcívar, Mero ir Hidalgo-Fernández, 2020). ĮSA turi poveikį daugeliui aspektų, pavyzdžiui, įmonės reputacijai, prekės ženklui, rizikos valdymui, konkurencingumui, darbuotojų pastangoms ir produktyvumui, pelningumo, klientų pritraukimui (Lu ir kt., 2020, Padilla-Lozano ir Collazzo, 2022). Labai svarbi ir komunikacija apie įmonės ĮSA. Informacijos asimetrija, atsirandanti dėl mažos komunikacijos, gali investuotojams kelti neapibrėžtumą (Bowerman ir Sharma, 2016). Dėl šios priežasties ĮSA atskleidimas gali daryti poveikį įmonės akcijos kainoms. Vieni autoriai tikina, jog ĮSA poveikis įmonės akcijų kainoms yra teigiamas (Bowerman ir Sharma, 2016; Havlinova ir Kukacka, 2023; Reverte, 2016; Jizi ir kt., 2016), kiti, jog neigiamas (Fiori ir kt., 2015) ar net įvairiapusiai (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Wang ir Li, 2015).

Verslai įgalina ĮSA, nes įmonei, kuri rūpinasi ne tik pelno didinimu, bet ir vykdo socialiai atsakingas ir etiškas veiklas, gali atnešti didelę vertę. ĮSA tampa ne tik verslo strategija, bet ir būtinybe (Barauskaitė ir Streimikienė, 2020). Todėl, dėl autorių nevienpusio sutarimo dėl ĮSA atskleidimo poveikio, svarbu išanalizuoti ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainai. Remiantis įmonių atrankos kriterijais ir duomenų gausa bei prieinamumu, šiam tyrimui atlikti buvo pasirinkta nagrinėti 96 Vokietijos įmones, pritaikant modifikuotą tiesinį Ohlson (1995) regresijos modelį, 2019-2023 m. laikotarpiu. Tyrimas išsiskiria nagrinėjimu laikotarpiu – Covid-19 pandemijos metu ir tyrime naudojamu ESG socialinės dedamosios įtraukimu.

Darbo problema. Atsižvelgiant į įmonių socialinės atsakomybės svarbą, ar jos atskleidimas gali lemti, jog įmonė atrodys patrauklesnė investuotojams?

Darbo tikslas. Išanalizuoti įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainoms.

Darbo uždaviniai:

1. Išanalizuoti įmonių socialinės atsakomybės koncepciją bei atskleisti jos svarbą įmonei. Išnagrinėti įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo daromą poveikį įmonės akcijų kainoms teoriniu aspektu.
2. Sudaryti tyrimo metodiką Vokietijos įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikiui akcijų kainoms ištirti.
3. Atlikti įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikį Vokietijos įmonių akcijų kainoms tyrimą.

Darbo metodas – mokslinės literatūros analizė ir sintezė, bei kiekybinis tyrimo metodai: koreliacinė ir daugianarė regresinė analizė – modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis.

Darbo struktūra. Magistro darbas suskirstytas į tris dalis. **Pirmojoje** dalyje pateikiama ĮSA koncepcija, ĮSA reikšmė įmonei bei daromas poveikis socialiniu, ekonominiu ir politiniu aspektais. Taip pat analizuojamas ĮSA atskleidimo poveikis įmonės akcijų kainai. **Antrojoje** dalyje pateikiama metodika, kurioje nurodama tyrimo eiga. Apžvelgiama įmonių ir kintamųjų atranka. Pateikiamas modelis ir tyrimo ribotumas. **Trečiojoje** dalyje pateikiama aprašomoji regresinė analizė, koreliacinė analizė, naudojamas modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis. Vertinamos modelio tinkamumo prielaidos. Tyrime taip pat analizuojami trys makro sektoriai: finansinis, pramonės ir vartojimo. Jiems taip pat pateikiama aprašomoji regresinė analizė, koreliacinė analizė, naudojamas modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis.

1. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS ATSKLEIDIMO POVEIKIO ĮMONIŲ AKCIJŲ KAINOMS TEORINĖ ANALIZĖ

Šiame skyriuje bus nagrinėjama ĮSA koncepcija, atskleidžiamos sąvokos, dimensijos bei aptariamasis ĮSA, atsižvelgiant į suinteresuotąsias šalis. Taip pat bus analizuojama ĮSA reikšmė įmonei ir ĮSA atskleidimo poveikis įmonių akcijų kainoms.

1.1. Įmonių socialinės atsakomybės koncepcija

ĮSA koncepcija dėl savo poveikio įmonei, visuomenei ir aplinkai plačiai analizuojama ekonomikos ir finansų mokslų tyrimuose. Tai lėmė, jog daugelis verslų integruoja ĮSA strategijas, kad jų verslas išliktų ir vystytųsi (Cruz ir kt., 2020; Hung ir Ye, 2021; Le, 2023).

Remiantis Carroll (2015) ĮSA koncepcija atsirado apie 1960 – tuosius. Apsuptyje socialinių judėjimų, kurie buvo skirti pilietinėms, moterų, vartotojų ir aplinkosaugos teisėms užtikrinti, tapo svarbiausiais pradmenimis ĮSA vystytis. Žmonės pradėjo tikėtis daugiau iš verslų, jog šie yra ne tik atsakingi akcininkams, bet ir kitoms suinteresuotoms šalims. Tik apie 1990 – tuosius socialinė atsakomybė buvo tinkamai įforminta ir integruota į verslo praktika (Carroll, 2015). Ashrafi ir kt., (2018) teigia, jog iki 1980-tųjų, dar neatsiradus tvarios įmonės terminui, ĮSA apėmė tik ekonominius ir socialinius įsipareigojimus, kuriuos gali atlikti savanoriškai. Vėliau ĮSA sąvoka apėmė ir aplinkosaugos, tvarumo, suinteresuotų šalių aspektus. Besikeičiant laikams, aplinkosauginė, socialinė ir valdymo sistema (ESG), tapo ĮSA tęsiniu. Tai tapo tarptautiniu standartu, kuris gali būti naudojamas tvarios ir aplinką saugojančios įmonės įvertinimui. Vadinasi, jog ESG vertinimas atitinka ĮSA pagrindinius principus, todėl dažnai tyrimuose yra naudojamas kaip įrankis įvertinti ĮSA (Jiang, Feng, Wang, Chang, 2024, Rani, Vasishta, Singla ir Tanwar, 2025). Autoriai Saivinod ir Sivakumar (2025) pabrėžia, jog nepaisant didelio mokslininkų susidomėjimo ESG ir ĮSA, vis dar trūksta aiškaus supratimo apie jų tarpusavio ryšį. Ši problema tampa vis aktualesnė šių laikų įmonėms, kurios suvokia save kaip platesnės ekonominės sistemos dalimis. Dėl šios priežasties nori skaidriai atskleisti savo ĮSA naudodamos ESG vertinimą.

Barauskaitės ir Streimikienės (2020) teigimu, nėra vieno bendro ĮSA apibūdinimo. ĮSA koncepcija gali būti skaidoma į dar daugiau panašiai suprantamų sąvokų. Tai gali apimti: „verslo etiką, įmonių atsakomybę, įmonių atskaitomybę, atsakingą verslumą, darnų vystymąsi, įmonės susitelkimą į aplinkosaugą, pilietišką verslą.“ Remiantis De Klerk, de Villiers ir van Staden (2015) įmonių socialinę atsakomybę sudaro nefinansinė informacija, kuri yra susijusi su įmonių socialiniu poveikiu ir poveikiu aplinkai. Moir (2001), teigia, jog socialinėje atsakomybės ataskaitoje dažnai pabrėžiama žmogaus teisės, santykiai su darbuotojais, darbo aplinka, įmonės etika, rinka,

santykius su pačia bendruomene ir aplinkosauga. Carroll (2015) teigimu socialinė atsakomybė išskirstoma į apsaugą ir tobulinimą. Saugojimą vertėtų suprasti kaip verslų poreikį stengtis kuo daugiau sumažinti neigiamą poveikį, pavyzdžiui, aplinkos taršai arba diskriminacijai. Tobulinimas įvardijamas kaip gerinimas bendruomeninių ryšių, filantropija. Wirba (2023) teigimu, ĮSA yra įmonės atsakomybės prisiėmimas ne tik už finansinius, bet ir socialinius, aplinkos taršos aspektus. Le (2023) teigia, jog būtent ĮSA parodo įmonės atsakomybę aplinkai, visuomenei bei suinteresuotoms šalims. Tai įmonės atlieka derindamos įmonių interesus su suinteresuotųjų šalių, socialiniais ir aplinkosauginiais interesais. Singh ir Misra (2021) nenuginčijamai pritaria dėl ĮSA svarbos verslui. Jų teigimu, verslo egzistavimas priklauso nuo visuomenės. Dėl šios priežasties verslas turi atsakomybę didinti visuomenės gerovę. Padilla-Lozano ir Collazzo (2022) teigimu, kai organizacijai svarbu veikti socialiai atsakingai, ji bus nuolatos suinteresuota didinti savo teikiamą socialinę ir ekonominę vertę, kuri atitinka suinteresuotų šalių poreikius. Žinoma, įmonės ĮSA taikymo lygis priklauso nuo įvairių veiksnių, pavyzdžiui, jos dydžio, pardavimų, vartotojų pajamų dydžio, darbo rinkos sąlygų bei pramonės sektoriaus ciklo etapo (Dmytriyev, Freeman, Hörisch, 2021).

ĮSA samprata užsienio šalių autorių, organizacijų bei Lietuvos institucijų, atskleidžia kas yra ĮSA ir kiek aspektų ĮSA turėtų apimti (žr. 1 lentelė).

1 lentelė

ĮSA samprata bei svarbiausi elementai, kuriuos, anot autorių, turėtų apimti

ĮSA samprata	Svarbiausi elementai	Autorius
Įmonių savanoriškas socialinių ir aplinkosauginių klausimų įtraukimas į verslo veiklą ir bendradarbiavimą su suinteresuotomis šalimis.	Socialinis, aplinkosauginis, ekonominis	Europos Komisija (2011)
Įmonės atsako už poveikį aplinkai ir visuomenei bei bendradarbiauja su partneriais, ieškodamos modernių sprendimų socialinėms, aplinkosaugos ir ekonomikos problemoms.	Socialinis, aplinkosauginis, ekonominis	LR socialinės apsaugos ir darbo ministerija (2016)
Strategija, kuria siekiama ilgalaikės ekonominės sėkmės, bet kartu prisidedant prie visuomenės ir darbuotojų gerovės.	Ekonominis, socialinis	Pan, Sinha ir Chen (2020)

1 lentelės tęsinys

Esant didelei konkurencijai įmonės turi didinti ne tik vertę akcininkams, bet ir yra atskaitingos visuomenei.	Socialinis, ekonominis	Babajee, Seetana, Nunkoo ir Gopy-Ramdhan (2022)
Organizacijos dalyvavimas veikloje, kuri yra susijusi su aplinkosauga ir bendruomenės gerovės kūrimu.	Socialinis, aplinkosauginis	Anser, Yousaf ir Yasir (2020)
Būdas kurti gerus santykius ir vertę suinteresuotoms šalims: t.y. visuomenei, akcininkams, tiekėjams, klientams, darbuotojams ir aplinkai.	Socialinis, aplinkosauginis, ekonominis	Raza, Furrakh, Iqbal, Farhan ir Wu (2020)
Sukuria vertę ne tik įmonei, bet ir ekonomikai, didina socialinę ir aplinkos gerovę. Skatina pasitikėjimą tarp suinteresuotų šalių ir firmos.	Ekonominis, socialinis, aplinkosauginis,	Huang ir Ye (2021)
Strategijų visuma, kurią taiko įmonė siekdama finansinės naudos, socialinės ir aplinkosauginės plėtros.	Ekonominis, socialinis, aplinkosauginis	Mu, Xu ir Chen (2024)
Įmonės veikimo būdas, kai yra atsižvelgiama į suinteresuotų šalių, bendruomenės ir aplinkosaugos poreikius.	Ekonominis, socialinis, aplinkosauginis	Amorelli ir García-ir Sánchez (2020)

Šaltinis: sudaryta autorės, lentelėje pateiktais šaltiniais

Autoriai Cruz ir kt. (2020) pabrėžia, jog ĮSA dimensijų apibrėžimas yra viena sudėtingiausių, bet svarbiausių užduočių. Taip yra todėl, nes ĮSA gali turėti kelias dimensijas (Cruz ir kt., 2020; Pan ir kt., 2020). Įmonė turėtų atsižvelgti į šias dimensijas, norėdama įrodyti savo atsakomybę (Pan ir kt., 2020). ĮSA galima skirstyti į keturias dimensijas, kurios apima: ekonominius, teisinius, etinius ir filantropinius aspektus (Cruz ir kt., 2020). Ekonominis aspektas apibrėžiamas kaip pelno sukūrimas, arba jo maksimizavimas bei sąnaudų mažinimas (Cruz ir kt. 2020; Babajee ir kt., 2022). Įmonė prisiima teisinę atsakomybę, į kurią įeina įmonės veikla laikantis įstatymų, aplinkosauga, vartotojų teisių apsauga (Babajee ir kt., 2022). Etniniu aspektu laikomas moralinio elgesio taikymas. Į šį aspektą įeina įmonės veikimas skaidriai ir humaniškai (Cruz ir kt. 2020). Filantropinė įmonės atsakomybė yra atlikti savanorišką, labdarinę veiklą (Babajee ir kt., 2022). Tačiau dažniausiai ĮSA stebimas trimatėje dimensijoje: ekonominėje,

socialinėje ir aplinkosauginėje (Rehman, Bresciani, Yahiaoui ir Giacosa, 2022; Lu ir kt., 2020; Huang ir Ye, 2021). Šioji ĮSA trimatė dimensija nurodoma kaip pagrindinis ĮSA modelis ir Pasaulinės atskaitingumo iniciatyvos, kuri pateikia visuotinai pripažintas tvarumo ataskaitų gaires, pagrindas (Raza ir kt., 2020). Remiantis ĮSA pažangos šalies lygmeniu vertinimo metodika, kurią parengė UAB „Ekonominės konsultacijos ir tyrimai“ (2018) Lietuvos darbdavių konferencijos užsakymu, ĮSA taip pat apibrėžiama trimatėje dimensijoje: ekonominiu, socialiniu ir aplinkosauginiu aspektais. Nagrinėtoje literatūroje taip pat galima pastebėti, jog įvairios ĮSA formuluotės dažniau išskiria šiuos tris elementus: socialinį, aplinkosauginį ir ekonominį (žr. 1 lentelė).

Anot autorių Pan ir kt. (2020) socialinis aspektas apima darbo vietą ir bendruomenę. Remiantis Europos Komisijos strategija (2011) tai yra apibrėžiama kaip „<...> žmogaus teisės, darbo ir užimtumo praktika (pavyzdžiui, mokymas, įvairovė, lyčių lygybė, darbuotojų sveikata ir gerovė). Bendruomenės dalyvavimas ir plėtra, neįgaliųjų integracija, vartotojų interesai, įskaitant privatumą“. Taip pat pabrėžiama kartų lygybė ir įmonių savanoriškumas (Lu ir kt., 2020).

Aplinkosauginis aspektas apibendrinamas kaip veiksmų planas, kurio imasi įmonė, kad sumažintų jos poveikį aplinkai. Įmonė siekia užtikrinti, jog įmonės veikla būtų tvaresnė (Pan ir kt., 2020). Remiantis Europos Komisijos strategija (2011) tai yra apibrėžiama kaip „biologinė įvairovė, klimato kaita, tausėsių išteklių naudojimas, gyvavimo ciklo analizė ir taršos prevencija“. Šis aspektas turi būti orientuotas į gamtos išteklių tausojimą ir saugojimą bei gamybos metu išskiriamų teršalų mažinimą (Lu ir kt., 2020). Įmonė gali rinktis taikyti žaliąją aplinkosaugos strategiją, kad sumažintų taršą arba kurti naują produkciją ar paslaugas, su nauja technologija, kuri kenkia aplinkai mažiau. Taip būtų kuriama vertė ne tik įmonei, bet ir įgyvendinama socialinė atsakomybė (Zhou, Zhu, Qi, Yang ir An., 2021).

Paskutinis – ekonominis, susijęs su suinteresuotų šalių perspektyva. Tai yra sąveika su tiekėjais, klientais ir kitomis suinteresuotomis šalimis, kurios gali turėti įtakos tvarumui ir ilgalaikiam klestėjimui (Pan ir kt., 2020). Ekonominis tvarumas turi būti orientuotas į efektyvų vertės kūrimą (Lu ir kt., 2020). Babajee ir kt. (2022) teigimu, visos dimensijos nurodo ir aiškiai apibrėžia įmonės siekį atitikti suinteresuotų šalių interesus.

Anot autorių, suinteresuotos šalys yra labai svarbios ĮSA praktikoje. Įmonės privalo patenkinti suinteresuotų šalių interesus (Camilleri, 2021; Raza ir kt., 2020; Babajee ir kt., 2022; Cruz ir kt., 2020). Remiantis Lu ir kt. (2020) galima išskirti aštuonias suinteresuotų šalių grupes: „klientai, darbuotojai, investuotojai, tiekėjai, konkurentai, vyriausybės (nacionalinės, regioninės ir vietinės), visuomenė (nevyriausybinių organizacijos, žiniasklaida, akademinė bendruomenė) ir bendruomenė“. Galima teigti, jog suinteresuotosios šalys yra tiek įmonės viduje, tiek išorėje. Remiantis suinteresuotų šalių teorija, įmonė turėtų ne tik siekti užtikrinti tinkamą investicijų grąžą

akcininkams, bet ir rūpintis klientų, tiekėjų, darbuotojų, bendruomenės gerove (Babajee ir kt., 2022). Įmonės susitelkimas į suinteresuotų šalių interesus didina jų norus remti įmonės veiklą ir taip pat yra naudingas akcininkams (Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020).

Apibendrinant, galima teigti, jog ĮSA koncepcija reiškia atsakingą įmonių elgesį, didina socialinę ir aplinkos gerovę, prioretizuojant suinteresuotas šalis. Nors ši sąvoka neturi vieno bendro apibrėžimo, ją galima apibūdinti trimis aspektais: socialiniu, aplinkosauginiu ir ekonominiu. Ekonominis aspektas užtikrina įmonės atsakomybę siekti pelno, užtikrinant ilgalaikį verslo tvarumą. Socialinė atsakomybė apima žmogaus teisių užtikrinimą, įmonės įsitraukimą į savanoriavimą ir darbuotojų gerovės užtikrinimą. Aplinkosauginis aspektas, žinoma, apibrėžia gamtos išteklių tausojimą ir taršos mažinimą. Šios trys dimensijos padeda įmonei įrodyti savo atsakomybę, suderinti veiklą su socialiniais ir aplinkosaugos poreikiais. ĮSA įgyvendinimui yra labai svarbios suinteresuotosios šalys. Įmonės pastangos įgyvendinti suinteresuotų šalių interesus lemia jų didesnę įsitraukimą į firmos veiklą.

1.2. Įmonių socialinės atsakomybės reikšmė įmonei

Autoriai Okafor, Adeleye ir Adusei (2021) tikina, jog įmonės naudojamos technologijos, vienu metu lemia tiek gerovės kūrimą, tiek aplinkos būklės pablogėjimą. Dėl šios priežasties didėja įmonių socialinės atsakomybės svarba ir vykdymas. Galima teigti, jog ĮSA atskleidimas yra labai svarbus tiek pačiai įmonei, tiek visuomenei. Lu ir kt. (2020) pritaria bei teigia, jog įmonei, kuri siekia kurti vertę akcininkams ir visuomenei, ĮSA gali lemti ilgalaikę sėkmę ir sukurti reikšmingą indėlį į tvarų vystymąsi. Anot Barauskaitės ir Streimikienės (2020), įmonės, kurios neįgyvendina ĮSA, gali susidurti su skandalais, sukčiavimu, vadovybės nenuoseklumu ir darbuotojų nepasitenkinimu (Barauskaitė ir Streimikienė, 2020).

ĮSA poveikį galima išskirstyti į ekonominius, socialinius ir politinius aspektus. Ekonominis apima: įmonės reputaciją, prekės ženklą, pagerintą rizikos valdymą, konkurencinį pranašumą, darbuotojų pastangų ir produktyvumo gerinimą, akcijų pastovumą, pelningumo didinimą, klientų pritraukimą, socialinis: bendruomenės gerovės gerinimą, o politinis: įmonės ir valdžios santykių gerinimą (Lu ir kt., 2020, Padilla-Lozano ir Collazzo, 2022). Nagrinėjant mokslinę literatūrą galima pastebėti, jog ĮSA reikšmę įmonei autoriai atskleidžia būtent iš šių aspektų perspektyvos. Išskiriami svarbiausi aspektai, kuriems yra reikšmingas ĮSA (žr. lentelė 2).

2 lentelė

Aspektai, kuriems, anot autorių, ĮSA turi poveikį

Aspektai	Autoriai
Reputacija	Singh ir Misra (2021); Miller, Eden ir Li (2020); Kim (2019); Padilla-Lozano ir Collazzo (2022).
Rizikos valdymas	Nguyen, Kecskés, Mansi (2020); Shiu ir Yang (2015); Jia, Gao, Julian (2019), Kim, Lee, Kang (2020).
Konkurencija	Kim, Kim, Qian (2018), Zhu, Li, Tang, Huang (2023).
Prekės ženklas	Muniz, Guzmán, Paswan, Crawford (2019); Ramesh, Saha, Goswami, Sekar, Dahiya (2018).
Akcijos	Rehman ir kt. (2022); Nguyen ir kt. (2020); Dumitrescu ir Zakriya (2021); Mittelbach-Hörmanseder ir kt. (2020); Jia ir kt. (2019).
Darbuotojų įsitraukimas	Cheema, Afsar ir Javed (2019); Raza ir kt. (2020).
Įmonės valdymas	Flammer, Hong, Minor (2016), García-Sánchez, Aibar-Guzmán, Aibar-Guzmán ir Azevedo (2020).
Klientų lojalumas	Latif, Pérez, Sahibzada (2020).
Finansiniai rodikliai	Parast (2021); Awaysheh, Heron, Perry, Wilson (2020), Deng, Wu ir Qin (2023).
Lyčių įvairovė ir lygybė	Orazalin ir Baydauletov (2019); Amorelli ir García-Sánchez (2020).
Bendruomenė	Price ir Sun (2017); Singh ir Misra (2021), Deigh, Farquhar, Palazzo ir Siano (2016).
Įmonės santykiai su valdžia	Wang, Dou, Jia (2016).

Šaltinis: poveikslas sudarytas autorės remiantis lentelėje pateiktais autoriais

ISA poveikis reputacijai. Reputacija gali būti apibrėžiama kaip tam tikra aspektų visuma, kuri yra siejama su įmone dėl jos praeities veiksmų ir įmonės gebėjimu ateityje tobulinti šiuos aspektus (Singh ir Misra, 2021; Kim, 2019; Cui, Jo ir Na, 2018). Mokslininkai Miller ir kt., (2020) teigia, jog suinteresuotos šalys stebi ir vertina įmonės ISA įgyvendinimą. Pagal tai, kaip įmonės įvykdo ISA, taip suinteresuotos šalys vertina įmonės reputaciją. Įmonės, kurios vykdo ISA, yra labiau patrauklios suinteresuotoms šalims, nes suinteresuotoms šalims yra naudinga jų gera reputacija (Singh ir Misra, 2021). Suinteresuotos šalys gali vertinti įmonę pozityviai, vadinasi, jog ji pranoksta lūkesčius, neutraliai, įmonė įvykdo lūkesčius ir neigiamai vertinama įmonė, kuri nesilaiko nuostatų (Miller ir kt., 2020). Vadinasi, įmonėms yra aktualu išlaikyti gerą jų reputaciją, nes tai pritraukia suinteresuotas šalis. Nepaisant to, Cui, Jo ir Na (2018) teigia, jog klientai teikia pirmenybę tos įmonės prekėms ar paslaugoms, kuri turi aukštą ISA reputaciją, nepaisant, jog kitos įmonės gali siūlyti panašią kainą ar kokybę už prekę ar paslaugą. Taip pat autoriai Lu ir kt., (2020) teigia, jog įmonės ISA atskleidimas padeda išvengti skandalų, tai lyg apsidraudimas nuo galimų neigiamų įvykių. Cui, Jo ir Na (2018) tyrime buvo atskleista, jog maža komunikacija apie ISA suinteresuotoms šalims yra viena iš pirminių kliūčių, kuri sumažina reputacijos pagerinimo naudą (Kim, 2019).

ISA poveikis rizikos valdymui. ISA potencialiai gali sumažinti riziką ir kurti vertę akcininkams net ir neigiamų įvykių metu, taip pat apsaugo nuo reputacinės rizikos (Shiu ir Yang, 2015). Taip pat ISA įgyvendinimas padeda sumažinti idiosinkratinę riziką (Price ir Sun, 2017). Taip pat įmonės, kurios gerai įgyvendina ISA, patiria silpnesnį akcijų ar obligacijų kainų kritimą dėl patirtų neigiamų reguliacinių ar teisinių įvykių, produktų pašalinimo (Jia ir kt. 2019). Tačiau autoriai Lu ir kt. (2020) pabrėžia, jog įmonėms, kurios vykdo brangiai kainuojančias ISA veiklas, gali tekti susidurti su ekonomine rizika, pavyzdžiui, didinti prekių ar paslaugų kainas, mažinti sąnaudas ar atlyginimus, mokėti mažesnius dividendus. Autoriai Kim ir kt. (2020) pateikia labai įdomią išvalgą apie ISA ir riziką. Jų teigimu ISA vykdymas nereiškia višisko apsidraudimo nuo rizikų. Įmonės, kurios investuoja į ISA gali turėti dažnų smulkių incidentų, kurie nebus tokie kritiniai. Nevykdančios ISA įmonės atvirkščiai, gali patirti kritinių įvykių, kurie įvyksta daug rečiau, tačiau šios investuoja į prevenciją, o vykdančios pasikliauja tik ISA ir draudimo bendrovėmis.

ISA poveikis konkurencingumui ir prekės ženklui: Mokslinėje literatūroje teigiama, jog kuo įmonė pasižymi geresniais ISA rodikliais, tuo labiau įmonė ISA naudoja kaip konkurencinį pranašumą prieš kitas įmones (Kim ir kt., 2018; Ramesh ir kt., 2018). Taip pat atvirkščiai, įmonės nelinkusios atskleisti savo ISA, jei rodikliai prasti, jog nepakenktų savo konkurencinei pozicijai (García-Sánchez ir kt., 2020). Vadinasi, galima teigti, jog geri ISA rezultatai svarbūs įmonei, norint išlaikyti gerą konkurencinę poziciją. Jos atskleidimas laikomas

kaip tinkamo įmonės valdymo pagrindimu. ĮSA, kuria siekiama įgyvendinti etinę atsakomybę, padeda įgyvendinti ir ekonominę naudą, t.y. gauti pelną, nes tai išskiria įmonę iš kitų (Kim ir kt., 2018). Taip pat, anot autorių Zhu ir kt. (2023), įmonės nugebėjimas įvykdyti ĮSA, konkurencingoje rinkoje yra naudingas jos konkurentams. Įdomu, kad mokslininkai Singh, Khare, Pandey ir Sharma (2021), teigia, kad įmonės Indijoje ne tik vykdo ĮSA siekdamos stiprinti konkurencingumą, bet ir jų ĮSA sprendimams gali daryti įtaką kitų įmonių ĮSA.

Įsigydami prekes ar paslaugas klientai atkreipia dėmesį ne tik į prekės ar paslaugos kokybę ar kainą, tačiau taip pat ir į prekės ženklo įvaizdį, asociacijas su prekės ženklu. Klientų informavimas apie įmonės ĮSA veiklas didina prekės ženklo žinomumą bei gerina klientų požiūrį į įmonę, o tai daro įtaką ketinimui pirkti. Jei įmonė socialiai atsakinga, klientai palaiko jos tikslus remdami produktus, o taip saugo ir įmonės reputaciją (Ramesh ir kt., 2018). Tačiau, perteklinis informavimas apie įmonės ĮSA veiklas gali lemti neigiamą efektą, dėl pasikartojimo efekto. Per didelis kartojimas gali sukelti nuobodulį ar susierzinimą (Muniz ir kt., 2019).

ĮSA poveikis darbuotojams ir įmonės valdymui. Galima teigti, jog ĮSA turi poveikį žmogiškiesiems ištekliams ir santykiais su darbuotojais (Parast, 2021). Įmonės, kuri vykdo ĮSA, darbuotojai jaučia didesnę emocinę prisirišimą ir pasitenkinimą. Tai gali lemti darbuotojų atsakingumą bei jų geresnius darbo rezultatus (Sánchez-Torné, Morán-Alvarez, Pérez-López, 2020). Taip pat ĮSA gali padėti pritraukti aukštesnės kvalifikacijos darbuotojus (Sánchez-Torné, Morán-Alvarez, Pérez-López, 2020; Lu ir kt., 2020). Mokslininkai Tian ir Robertson (2019) teigia, jog darbuotojai yra linkę prisidėti ir įsitraukti prie vykdomų ĮSA veiklų įmonėje, jei šie mato įmonę kaip socialiai ir gamtos atžvilgiu atsakinga. Darbuotojai laiko įmonę labai patrauklia ir taip pat nori labiau asocijuotis su ja, kai ši suteikia darbuotojui galimybę tobulėti, atitinka asmenines vertybes ir pan. Pabrėžiama, jog įmonės, kurios vykdo atsakingą veiklą socialiniu ir gamtos atžvilgiu, laikomos labiau patraukliomis darbuotojams ir tuo pačiu yra kaip motyvacinis veiksnys darbuotojams (Cheema ir kt., 2020). Galima teigti, jog ĮSA turi reikšmingą poveikį susijusį su darbuotojų elgesio formavimu. Tokios įmonės dažniausiai pasižymi humanistine praktika darbo vietoje, gera reputacija ir veikia laikydamasi žmogiškųjų išteklių išipareigojimų (Raza ir kt., 2020).

Įmonės vadovybė stengiasi rinktis tinkamus ĮSA projektus, kurie didintų akcininkų turtą ir taip pat teiktų naudą visuomenei (García-Sánchez ir kt., 2020). Įmonės valdymas ne tik svarbus ĮSA įgyvendinimui, bet ir darbuotojų skatinimu palaikyti įmonės etinę veiklą (Tian ir Robertson, 2019). Taip pat ĮSA įtraukimas padeda vadovybei teikti pirmenybę suinteresuotosioms šalims (Rao ir Tilt, 2016; Flammer ir kt., 2016).

ĮSA poveikis klientų lojalumui. Anot Latif ir kt. (2020) teigimu, klientų lojalumas galimas apibrėžti kaip kliento siekis išlaikyti stabilius ir ilgalaikius santykius su įmone. Autoriai

Kim ir kt. (2017) teigia, jog ĮSA turi poveikį ne tik klientų psichologiniams veiksniams, pavyzdžiui, požiūriui į įmonę, bet ir elgsenai, pavyzdžiui, prekės ar paslaugos įsigijimui. Pažymima, jog ĮSA turi poveikį klientų ketinimui pakartotinai pasinaudoti paslauga ar apsipirkti. Sánchez-Torné ir kt. (2020) ir Latif ir kt. (2020) tikina, jog kai įmonės pasižymi geru ĮSA vykdymu, klientų lojalumas ir pasitenkinimas įmone didėja. Taip pat yra sumažinimas nepasitikėjimas įmonėmis, kurios yra besivystančiose rinkose ir didina prekių ar paslaugų paklausą. Latif ir kt. (2020) pritaria bei teigia, jog klientų lojalumas yra vienas iš įmonės tikslų, kuris gali lemti ne tik verslo augimą, bet ir sukurti lojalių klientų bazę, o tai gali padėti turėti didelį konkurencinį pranašumą rinkoje, Ali, Danish ir Asrar-ul-Haq (2020) taip pat pažymi, jog gali prisidėti ne tik prie verslo augimo, bet ir finansinės veiklos pagerinimo.

ĮSA poveikis bendruomenei. ĮSA gali būti vienas iš būdų sukurti ryšį su bendruomene, atskleidžiant etinius ketinimus ilgalaikėje perspektyvoje (Price ir Sun, 2017). Taip pat, ne tik yra gerinama įmonės reputacija, bet lokalsios veiklos, kuriomis užsiima įmonė, gerina veiklos rezultatus. Tokios iniciatyvos padeda pelnyti bendruomenės pritarimą, kuris įmonei leidžia sklandžiau vykdyti savo veiklą (Singh ir Misra, 2021). Tai reiškia, jog atsakingos įmonės turi mažesnę galimybę susidurti su bendruomenės protestais ar prastos reklamos sklaida (Price ir Sun, 2017). Taigi, įmonės vykdydamos ĮSA patenkina bendruomenės poreikius, taip įgyja palankų įvaizdį, kurį panaudoja verslo plėtrai ir tai tampa viena iš strategijų gauti naudos abiemis, tiek įmonėms, tiek bendruomenei (Deigh ir kt., 2016).

Valdžios institucijoms naudinga, jog įmonės vykdytų ĮSA, nes taip yra palaikomos investicijos, produkcija, darbo vietos. Kadangi valdžia gali leisti įstatymus susijusius su įmonės atsakomybės prisiėmimu, ji gali suteikti lengvatas ar palankesnes sąlygas naudotis infrastruktūra įmonėms, kurios atlieka ĮSA. Dėl šios priežasties įmonė gali sumažinti sąnaudas ir padidinti pajamas (Wang ir kt., 2016).

ĮSA poveikis finansiniams rezultatams. ĮSA poveikis finansiniams rezultatams yra populiari tema moksliniuose tyrimuose (Ramzan ir kt., 2021). ĮSA ir įmonės finansiniai rezultatai vis dar kelia mokslininkams klausimų dėl jų sąveikos rezultatų (Awaysheh ir kt., 2020; Barauskaite ir Streimikiene, 2020; Han ir kt., 2016; Le, 2023). Pagal mokslininkų tyrimus jų sąveika gali būti neigiama (Sameer, 2021), teigiama (Su ir kt., 2016; Awaysheh ir kt., 2020; Le, 2023) ir neaiški (Han ir kt., 2016). Han ir kt. (2016) svarsto, jog rezultatų priešingumą gali lemti daugialypė ĮSA koncepcija. Taip pat nepaneigia, jog tam gali turėti įtakos praleisti svarbūs aiškinamieji kintamieji ir tyrime naudotas metodas. Mokslininkai Deng ir kt. (2023) teigia, jog ĮSA gali gerinti finansinius rezultatus tik tada, kai įmonė vykdo ĮSA veiklas orientuotas į klientus, darbuotojus, investuotojus.

ISA poveikis lyčių įvairovei ir lygybei. Užsienio autoriai pabrėžia, jog valdybos efektyvus valdymas yra susijęs su jos sudėtimi. Išskiriami šie aspektai: generalinio direktoriaus ir valdybos pirmininko darbo vietos, valdybos narių nepriklausomumas bei lyčių įvairovė (Amorelli ir García-Sánchez, 2020). Remiantis viršutinio ešelono teorija, autoriai Orazalin ir Baydauletov (2019) teigia, jog įmonės, kurios savo valdyboje turi daugiau vadovių moterų, pasižymi geresniais aplinkosauginiais rodikliais. Moterys vadovės didina valdybos įvairovę žmogiškuoju kapitalu, taip įtraukia daugiau ISA veiklų į įmonės veiklą, o tai gali lemti geresnius įmonės veiklos rezultatus. Galima teigti, jog moterys, esančios vadovaujančiose pozicijose labiau integruoja aplinkosauginį, socialinį ir labiau etiška verslo vykdymą (Amorelli ir García-Sánchez, 2020).

Įmonės (įvardijamos kaip tabako, alkoholio, lošimo paslaugų, naftos gamyba, prekyvimas ginklais), kurios daro akivaizdų neigiamą poveikį aplinkai ir visuomenei, vis labiau atkreipia mokslininkų dėmesį. Šios įgyvendina suinteresuotų šalių lūkesčius bei atitinka teisinius ir moralinius standartus, tačiau jos negali reikšmingai prisidėti prie visuomenės ir aplinkos gerovės. Taip pat suinteresuotosios šalys šių įmonių ISA vertina skirtingai nei nekontraversiškų įmonių (Aqueveque, Rodrigo, Duran, 2018). Kadangi ISA yra siejamas su gera praktika bei išskirtinumu rinkoje, tačiau nėra lengvai vartotojų patikrinamas. Įmonė pateikia klaidingą informaciją reklamos tikslais, siekdama pritraukti klientus, parduoti prekę brangiau (angl. „*Greenwashing*“, žaliasis smegenų plovimas) (Lee, Cruz, Shankar, 2018).

Apibendrinant, galima teigti, jog įmonių socialinė atsakomybė turi poveikį ekonominiams, socialiniams ir politiniams aspektams. Įgyvendindama ISA, įmonė gali pagerinti savo reputaciją, turėti konkurencinį pranašumą. Taip pat ISA gali daryti poveikį įmonės rizikos valdymui, klientų pritraukimui, lemti geresnius darbuotojų darbo rezultatus ir pasitenkinimą įmone bei vadovų suinteresuotų šalių prioretizavimą. Įmonės, kurios atskleidžia savo ISA yra labiau patrauklios suinteresuotoms šalims ir taip pat gali gauti naudos iš ilgalaikio tvarumo. ISA poveikis finansiniams rezultatams, remiantis mokslinė literatūra, gali būti skirtingas, teigiamas, neigiamas ir duoti neaiškių rezultatų. Tačiau per didelis informavimas apie ISA gali sukelti klientų nuobodulį dėl per didelio reklamavimo. Taip pat, reikėtų pabrėžti, jog yra įmonių, kurios ISA naudoja tik kaip reklamą, tai yra laikoma žaliuoju smegenų plovimu.

1.3. Įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikis įmonių akcijų kainai

ISA informacijos atskleidimas gali būti apie aplinkos ir socialinius aspektus. Įmonė atskleidžia informaciją apie aplinkosaugą ir įmonės veiklą, kuri yra susijusi su bendruomene ir įmonės darbuotojais. Šie veiksniai yra svarbūs įvertinant įmonę (Halkos, Nomikos, 2021). Kadangi ISA atskleidimas yra susijęs su ISA veikla, kapitalo rinkos dalyviai turėtų išsamiai

domėtis ĮSA atskleidimu (Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020). Informacijos sklaidą suinteresuotoms šalims gali palengvinti žiniasklaida, tačiau informacija neapsiriboja tik teigiamomis naujienomis apie įmonės ĮSA, suinteresuotos šalys gali gauti informaciją ir apie neigiamą įmonių veiklą, pavyzdžiui, nehumaniškas darbo sąlygas darbuotojams (Su, Peng, Tan, Cheung, 2016). Nekomunikuojant apie ĮSA ir neatskleidžiant jos, gali turėti poveikį įmonės legitimumui ir informacijos asimetrijai (Halkos, Nomikos, 2021). Informacijos asimetrija investuotojams gali sukelti nepasitikėjimą apie būsimą pelną ar pinigų srautus. Būtent informacijos asimetrija turi įtakos tam, kiek investuotojai yra pasirengę mokėti už įmonės akcijas (Bowerman ir Sharma, 2016).

Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2024/1760 (2024)¹ teigiama, jog „įmonėms, kurių vidutinis darbuotojų skaičius viršija 1000 ir pasaulinė grynoji apyvarta viršija 450 mln. Eur. per paskutinius finansinius metus“; taip pat įmonėms, kurios ES sudarė franšizės ar licencines sutartis su trečiųjų šalių įmonėmis, kurių autoriniai atlyginimai per finansinius metus viršijo 22,5 mln. Eur., o pasaulinė apyvarta – 80 mln. Eur., taip pat patronuojančios įmonės, kurios atitinka minėtas sąlygas, turi atskleisti ĮSA.

Įvykdyta nemažai tyrimų, kurie bandė atskleisti ĮSA poveikį įmonės akcijų kainai. Šie tyrimai bandyti atskleisti skirtingose šalyse, pavyzdžiui, Ispanijoje (Reverte, 2016), Kinijoje (Wang ir Li, 2015), Jungtinės Amerikos Valstijos (toliau – JAV) (Havlinova ir Kukacka, 2023; Jizi, Nehme, Salama, 2016), Japonija ir Jungtinė Karalystė (toliau – JK) (Bowerman ir Sharma, 2016), Italija (Fiori, Donato, Izzo, 2015).

Taip pat, kai kurie autoriai nagrinėja naudodamiesi didesne imtimi, kuriuos gali apimti keletas šalių, pavyzdžiui, Australija, Austrija, Belgija, Kanada, Prancūzija, Vokietija, Honkongas, Airija, Italija, Norvegija, Portugalija, Ispanija, Švedija, Šveicarija, Olandija, JK ir JAV (Miralles-Quirós, Miralles-Quirós, Redondo-Hernández, 2019). Aureli, Gigli, Medei, Supino (2019) nagrinėjo 55 įmones iš įvairių pasaulio šalių. Autoriai Ye, Song, Liang (2022) ir Mittelbach-Hörmanseder ir kt. (2020) nagrinėjo Europos šalis.

Taip pat, mokslinėje literatūroje galima pastebėti, jog tiriama ir tam tikrose pramonės šakose, pavyzdžiui, finansiniame sektoriuje (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Jizi ir kt., 2016) ar įmonės, esančios aplinką teršiančiose pramonės šakose (Bowerman ir Sharma, 2016; Reverte, 2016) dažniausiai visgi autoriai neišskiria įmonių, ir nagrinėja, tas, kurios yra listinguojamos tam tikrose akcijų biržose.

¹ Europos Parlamento ir Tarybos direktyva (ES) 2024/1760 2024 m. birželio 13 d. dėl įmonių tvarumo išsamaus patikrinimo, kuria iš dalies keičiama Direktyva (ES) 2019/1937 ir Reglamentas (ES) 2023/2859

Taip pat galima išskirti pasirinktą laiko imtį, analizuojant mokslinę literatūrą pastebėta, jog autoriai išskiria datas susijusias su finansine krize (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Bowerman ir Sharma, 2016; Jizi ir kt., 2016), anot autorių, būtent tuo metu įmonės buvo skatinamos priimti didesnę atsakomybę, susijusią su socialiniais ir aplinkosauginiais aspektais, bei prioretizuoti akcininkus (Miralles-Quirós ir kt., 2019). Autoriai Wang ir Li (2015) taip pat pasirinko šį laikotarpį, tačiau pagrindžia tuo, jog 2007 m. ĮSA ataskaitos buvo pradėtos leisti internetinėje svetainėje, kuri publikuoja svarbias ataskaitas susijusias su įmonėmis. Tačiau autoriai Aureli ir kt., (2019) atvirkščiai nuo kitų tyrėjų pasirinko stebėti imtį po finansinės krizės. Anot autorių, tai sumažina galima krizės poveikį.

Taip visi užsienio šalių autoriai savo tyrimuose naudoja tiesinį regresijos modelį (Fiori ir kt., 2015; Wang ir Li, 2015; Jizi ir kt., 2016; Aureli ir kt., 2019; Ye ir kt., 2022) arba modifikuota tiesinį Ohlson (1995) regresijos modelį (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Bowerman ir Sharma, 2016; Reverte, 2016; Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020; Havlinova ir Kukacka, 2023).

Tačiau gauti rezultatai yra nevienareikšmiški. Autorių tyrimo rezultatus galima išskirstyti į neigiamus (Fiori ir kt., 2015), įvairiapusius (Bowerman ir Sharma, 2016; Miralles-Quirós ir kt., 2019; Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020), teigiamus (Havlinova ir Kukacka, 2023; Reverte, 2016; Jizi ir kt., 2016; Wang ir Li, 2015; Aureli ir kt., 2019).

Autoriai Bowerman ir Sharma (2016) tyrė ar didesnis ĮSA atskleidimo lygis yra susijęs su didesne įmonės akcijų verte. Taip pat buvo stebima ar įmonių, veikiančių aplinką teršiančiose pramonės šakose, ĮSA atskleidimas turi poveikį didesnei įmonės akcijų kainai. Jungtinėje Karalystėje ĮSA atskleidimo lygis turi teigiamą reikšmingą sąsają su akcijų kainomis, taip pat ir įmonių, kurios veikia aplinką teršiančiose pramonės šakose, ĮSA atskleidimas turi teigiamą ir reikšmingą poveikį akcijų kainai. Tačiau Japonijos atveju, ĮSA atskleidimas neturi jokios reikšmingos sąsajos su akcijų kainomis. Autorių Bowerman ir Sharma (2016) teigimu, Japonijoje investuotojai daugiau atsižvelgia į finansinę nei į ĮSA informaciją vertinant įmonę. Jungtinės Karalystės įmonės ĮSA atskleidimą laiko kaip padedantį sumažinti informacijos asimetriją, taip investuotojai gali deramai įvertinti įmonę. Keli autoriai atskleidė, jog investuotojai ĮSA vertina kaip nereikalingus kaštus. Autoriai Fiori ir kt. (2015) tyrime buvo atskleista, jog Italijos investuotojai dėmesį skiria į trumpalaikę perspektyvą. Taip yra todėl, nes ĮSA laiko išlaidomis, kurios mažina įmonės pelną. Vadinasi, jog vienu šalių investuotojams tai – išlaidos, kitų – informacijos asimetriją mažinantis aspektas, į kurį investuojant svarbu atsižvelgti. Mittelbach-Hörmanseder ir kt. (2020) iki privalomo atskleidimo, investuotojai teigiamai vertino atskleidimą, o kai šis tapo privalomas – neigiamai.

Apibendrinti ĮSA atskleidimo neigiamo poveikio akcijų kainoms tyrimai pateikiami 3 lentelėje.

3 lentelė

Skirtingų autorių tyrimų, kurie nustatė neigiamą arba įvairiapusį ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainai, analizė

Rezultatai	Metodai	Kintamieji	Imtis	Rekomendacijos, apribojimai	Autoriai
Po 2014/95/ES išleistos direktyvos, ĮSA atskleidimas buvo vertinamas neigiamai.	Modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis ir teksto analizė.	BVE, EPS, iš metinių ataskaitų rasta informacija apie aplinkosauga, socialinius klausimus, darbuotojus, žmogaus teises, korupcija, kyšininkavimą, finansinis svertas, įmonės dydis, pelningumas.	2008-2016 m., 600 ES įmonių.	Triti ĮSA atskleidimą per kitus informacijos šaltinius poveikį.	Mittelbach-Hörmanseder ir kt. (2020)
Jungtinėje Karalystėje ĮSA atskleidimas laikomas vertingu, Japonijoje – mažiau reikšmingas.	Modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis.	BVPS, EPS, GRI atskaitomybės sistemos naudojimas, ĮSA atskleidimo rodiklis.	2007-2008 m., 91 JK įmonė ir 85 Japonijos įmonės.	ĮSA atskleidimo rodiklis nevisiškai atspindi informaciją, kurią įmonės atskleidžia ĮSA.	Bowerman ir Sharma (2016)

3 lentelės tęsinys

ĮSA vykdymas neigiamai veikia akcijų kainą.	Tiesinis regresijos modelis.	ĮSA, skolos ir nuosavo kapitalo santykis, įmonės dydis, ROE.	2004- 2008 m., 35 bankai.	Nenurodoma.	Fiori ir kt. (2015)
---	------------------------------------	---	------------------------------------	-------------	------------------------

ROE – nuosavo kapitalo grąža; BVPS – balansinė akcijos vertė; EPS – pelnas, tenkantis vienai akcijai; BVE – buhalterinė nuosavo kapitalo vertė.

Šaltinis: sudaryta autorės naudojantis autoriais pateiktais lentelėje

Wang ir Li (2015) gauti rezultatai rodo, jog įmonėms pateikus ĮSA ataskaitą tą pačią dieną su finansine ataskaita, akcijų kaina mažėja, bet mažiau nei tų, kurios ĮSA nepateikia. Pateikus ĮSA ataskaitą kitą dieną po finansinės ataskaitos paskelbimo, akcijų kaina didėja. Patikimos ataskaitos susilaukia teigiamo rinkos įvertinimo, o prastai parengtos – neigiamo. Taip pat vyriausybės kontroliuojamos įmonės susilaukia žemesnio rinkos įvertinimo nei privačios. Taip pat ir autorių Jizi ir kt. (2016) gauti rezultatai rodo teigiamą sąsają tarp kokybiškai pateikto ĮSA ir akcijos kainų.

Autoriai Reverte (2016) gauti rezultatai taip pat suponuoja, jog yra teigiamas ryšys tarp ĮSA atskleidimo ir akcijų kainos. Taip pat įmonės, kurios yra aplinką teršiančiuose pramonės sektoriuose, atskleisdamos ĮSA turi didesnę poveikį savo akcijų kainoms, autoriai teigia, jog tai yra dėl to, jog dingsta informacijos asimetrija ir investuotojai gali geriau suprasti riziką (Reverte, 2016).

Miralles-Quirós ir kt. (2019) tyrime gauti rezultatai parodė aplinkosauginis ir valdysenos aspektai buvo teigiamai susiję su bankų akcijomis, o socialinės atsakomybės kintamasis - neigiamai. Tyrime taip pat buvo patvirtinta, jog po Pasaulinės finansų krizės ESG rodikliai tapo dar vertingesni, t.y. suinteresuotos šalys teigiamai vertina šios informacijos pateikimą (Miralles-Quirós ir kt., 2019). Autorių Aureli ir kt. (2019) gauti rezultatai taip pat teigia, jog nuo 2013 m., ESG ataskaitų atskleidimas vertinamos labiau nei prieš tai. Havlinova ir Kukacka (2023) tyrė Pasaulinės krizės metu bei Covid-19 pandemijos metu. Tyrimas parodė, jog ĮSA atskleidimas turi reikšmingą teigiamą sąsają su akcijų kainomis. Šiame tyrime autoriai išskiria strateginius ir antrinius ĮSA aspektus pagal įmonės pramonės šaką. Remiantis tyrimu, autoriai padarė išvadą, jog ĮSA strateginės veiklos generuoja didesnę ekonominę vertę

Autorių Ye ir kt. (2022) tyrime gauti rezultatai parodė, jog ESG atskleidimas gerina įmonių poveikį aplinkai, tačiau šalies ekonomikos augimas turi neigiamą poveikį aplinkosauginiams

sprendimams. ESG atskleidimas turi teigiamą poveikį įmonės pelno augimui ir šiuo atveju šalies ekonomikos augimas taip pat turi teigiamą poveikį šiam kintamajam. ESG atskleidimas skatina įmonei daugiau prisidėti prie socialinės atsakomybės ir taip pat stiprina pasitikėjimą, dėl šios priežasties akcijų graža yra stabilesnė.

Apibendrinti ĮSA atskleidimo teigiamo poveikio akcijų kainoms tyrimai pateikiami 4 lentelėje.

4 lentelė

Skirtingų autorių tyrimų, kurie nustatė teigiamą ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainai, analizė

Rezultatai	Metodai	Kintamieji	Imtis	Rekomendacijos, apribojimai	Autoriai
Investuotojai vertina pirmą kartą atsklistas ĮSA ataskaitas teigiamai.	Rinkos regresijos modelis.	ĮSA atskleidimas, teismo rizika, ROA, BVPS, likvidumas, finansinis svertas, finansavimas, dividendų pajamingumas, pardavimų augimas, sukčiavimas.	2007-2012 m., 585 Kinijos įmonės.	Vertinti šalis tik su tokia pat teisine sistema.	Wang ir Li (2015)
ĮSA atskleidimas teigiamai susijęs su akcijų kainomis.	Modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis.	BVPS, EPS, ĮSA atskleidimas.	2007-2011 m., 35 Ispanijos įmonės.	ĮSA atskleidimo vertinimo paklaida.	Reverte (2016)

4 lentelės tęsinys

Įmonės atskleidusios ĮSA padidino akcijų kainas.	Tiesinis regresijos modelis.	ROA, finansinis svertas, BVPS, įmonės dydis, ĮSA atskleidimas.	2009-2010 m., 194 JAV komerciniai bankai.	Ateities tyrimams naudoti ilgesnį laikotarpį. Bei nagrinėjama tik JAV esantys bankai, kas nėra reprezentatyvu.	Jizi ir kt. (2016)
ESG informacija statistiškai reikšmingai veikia daugelio analizuotų įmonių rinkos vertę.	Rinkos regresijos modelis.	Rinkos portfelio grąža.	2009-2016 m., 55 įmonės iš įvairių pasaulio šalių.	Autoriai ateities tyrimams siūlo tirti skirtingų šalių, akcijų rinkų, pramonės šalių šakos gali daryti įtaką kaip ESG atskleidimas veikia įmonės vertę.	Aureli ir kt. (2019)
ESG yra teigiamai vertinama investuotojų.	Modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis.	BVPS, EPS, ESG, kiekvienas ESG komponentas išskirtas atskirai.	2008-2016 m., 52 ES šalių bankai.	Ateities tyrimams įtraukti didesnę bankų imtį, imčiai rinktis trumpesnį laikotarpį.	Miralles-Quirós ir kt. (2019)

4 lentelės tęsinys

Teigiamas ESG poveikis akcijų grąžai.	Regresijos modelis.	ESG, įmonės pardavimai, BVP.	EES, dydis, 2010-2018 m., 473 Europos Sąjungos įmonės.	Ateities tyrimams įtraukti aplinkos apsaugos reguliavimą ir žaliųjų praktikų taikymą, jog būtų galima plačiau pasigilinti.	Ye ir kt. (2022)
ĮSA daro reikšmingai teigiamą poveikį įmonės akcijų rezultatams.	Modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis.	ESG, pelno tenkantis vienai akcijai, ilgalaikio išsiskolinimo ir turto santykis, įmonės dydis, tyrimų ir plėtros išlaidos, tenkančios vienai akcijai.	grynoji dalis, 2007-2020 m., JAV 486 įmonės.	Ateities tyrimams apimti kitas geografinės vietos.	Havlinova ir Kukacka (2023)
ROA – turto grąža; ROE – nuosavo kapitalo grąža ; BVPS – balansinė akcijos vertė ; EPS – pelnas, tenkantis vienai akcijai; BVP – bendrasis šalies produktas; EES – ekonominio, aplinkosauginio ir socialinio aspektų vykdymas.					
Šaltinis: sudaryta autorės naudojantis autoriais pateiktais lentelėje					

Išnagrinėjus mokslinę literatūrą, galima pastebėti, jog dauguma autorių išskiria šiuos veiksnius: **turtas** (Fiori ir kt., 2015; Mittelbach-Hörmanseder ir kt. 2020; Jizi ir kt., 2016; Ye ir kt., 2022), **BVPS** (Bowerman ir Sharma, 2016; Wang ir Li, 2015; Reverte, 2016; Jizi ir kt., 2016; Miralles-Quirós ir kt., 2019; Havlinova ir Kukacka, 2023), **EPS** (Bowerman ir Sharma, 2016; Mittelbach-Hörmanseder ir kt. 2020; Reverte, 2016; Miralles-Quirós ir kt., 2019), **ĮSA**

atskleidimo rodiklis (Bowerman ir Sharma, 2016; Wang ir Li, 2015; Reverte, 2016; Jizi ir kt., 2016), **finansinis svertas** (Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020; Wang ir Li, 2015; Jizi ir kt., 2016), **ROA** (Wang ir Li, 2015; Jizi ir kt., 2016), **ESG rodiklis** (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Ye ir kt., 2022; Havlinova ir Kukacka, 2023).

Fiori ir kt. (2015) atliktame tyrime finansinis svertas neigiamai ir reikšmingai susijusi su akcijų kaina, o turtas teigiamai susijęs. Galima teigti, jog didelės įmonės žvelgiamos kaip pelningos, tokiu atveju jų akcijos kaina taip pat didelė. Miralles-Quirós ir kt., (2019) tyrime balansinė akcijos vertė, aplinkosauginis ir valdybos kintamieji buvo teigiamai susiję su akcijų kaina. Socialinis kintamasis nebuvo reikšmingas, autoriai svarsto, jog tai gali būti susiję, jog šis suinteresuotoms šalims nėra aktualus socialinis aspektas. Taip pat bendras ESG nebuvo reikšmingai susijęs su akcijų kainomis. Autorių Bowerman ir Sharma (2016) Jungtinės Karalystės įmonių rezultatai taip pat rodo teigiamą sąsają tarp ĮSA atskleidimo, balansinė akcijos vertės ir įmonių akcijos kainos. Taip pat šiame tyrime turėjo įtakos ir kintamasis susijęs su įmonės vykdymų pramonės šakoje, kuri teršia aplinką. Buvo taip pat pastebėtas teigiamas ryšys tarp ĮSA atskleidimo ir akcijos kainų. Havlinova ir Kukacka, (2023) tyrime turtas buvo reikšmingas kintamasis. Wang ir Li (2015) tyrimo atveju pelnas vienai akcijai, turtas turėjo reikšmingą poveikį įmonės akcijų kainai. Šiame tyrime buvo atskleista, jog įmonės nusižengimai taip pat turi reikšmingą poveikį. Taip pat nėra ryšio tarp privalomo ir neprivalomo ĮSA atskleidimo, teisinės rizikos, valdžia (privačios ar valstybės kontroliuojamos įmonės) turi teigiamą ryšį su ĮSA atsikleidimo poveikiu įmonės akcijų kainai. Balansinė akcijos vertė ir pelnas vienai akcijai buvo reikšmingi ir autoriaus Reverte (2016) tyrime. Jizi ir kt. (2016) tyrime ROA, balansinė akcijos vertė ir finansinis svertas buvo reikšmingi. Mittelbach-Hörmanseder ir kt. (2020) tyrime paaiškėjo, jog turtas ir pelningumas turėjo neigiamą poveikį, o finansinis svertas rodė teigiamą ryšį. Ye ir kt. (2022) tyrime pastebėta, jog turtas yra teigiamai susijęs su akcijų kaina. Aureli ir kt. (2019) tyrime išsiskyrė regionai, anot autorių, jokio reikšmingo poveikio Švedijos ir Airijos įmonėse nenustatyta.

Apibendrinant galima, teigti, jog mokslininkai vertindami ĮSA atskleidimo poveikį įmonės akcijų kainai tyrimus vykdo atskirose šalyse, kiek rečiau šalių grupėse. Yra mokslininkų, kurie nagrinėjo tam tikros pramonės šakos, pavyzdžiui, finansų sektoriuje ar įmones, kurios yra aplinką teršiančiuose pramonės sektoriuose, o laikotarpiui renkasi stebėti ekonominių krizių metus. Nagrinėtos šalys ir regionai buvo skirtingi, tačiau daugumos tyrėjų išsiskyrė imtis nuo būtent 2007 m., Finansinės krizės arba nagrinėjant Covid-19 laikotarpiu. Vieni autoriai savo tyrimui pasirinko tiesinius regresinius modelius, tačiau kai kurie rinkosi tam tikrą jų modifikaciją. Gauti tyrimų rezultatai taip pat skyrėsi, vieni autoriai teigia, jog ĮSA atskleidimas turi teigiamą poveikį įmonės

akcijų kainai, kiti – neigiamą. Daugumos autorių tyrimai, visgi atskleidė teigiamą ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainai.

Apibendrinant pirmąjį skyrių, galima teigti, jog daugialypė ĮSA koncepcija gali apimti įmonės elgesį, orientuotą į socialinę ir aplinkos gerovę, tačiau atsižvelgiant į suinteresuotų šalių interesus. Taip pat ĮSA apibrėžiama trimis aspektais: ekonominiu – pelno siekimas ir tvarumas, socialiniu – darbuotojų gerovė ir žmogaus teisių užtikrinimas ir aplinkosauginiu – taršos mažinimu. Dimensijos padeda įmonei suderinti įmonės ilgalaikę perspektyvą su visuomenės ir aplinkosaugos poreikiais. ĮSA įgyvendinimas gali pagerinti įmonės reputaciją ir padėti turėti konkurencinį pranašumą prieš kitas įmones. Taip pat gali turėti įtakos klientų pritraukimui, rizikos valdymui, darbuotojų pasitenkinimu įmone. ĮSA atskleidimas gali turėti poveikį įmonės akcijų kainoms. Šis poveikis, anot užsienio šalių autorių, yra nevienareikšmiškas. Išnagrinėjus mokslinę literatūrą, tyrimuose poveikis buvo tiek neigiamas, tiek teigiamas. Dažniausiai tyrimuose atsiskleidžia, jog investuotojai ĮSA laiko kaip nereikalingus kaštus, daugiau dėmesio visgi skiria finansinėms ataskaitoms. Kiti autoriai tikina, jog ĮSA atskleidimas investuotojams sumažina informacijos asimetriją.

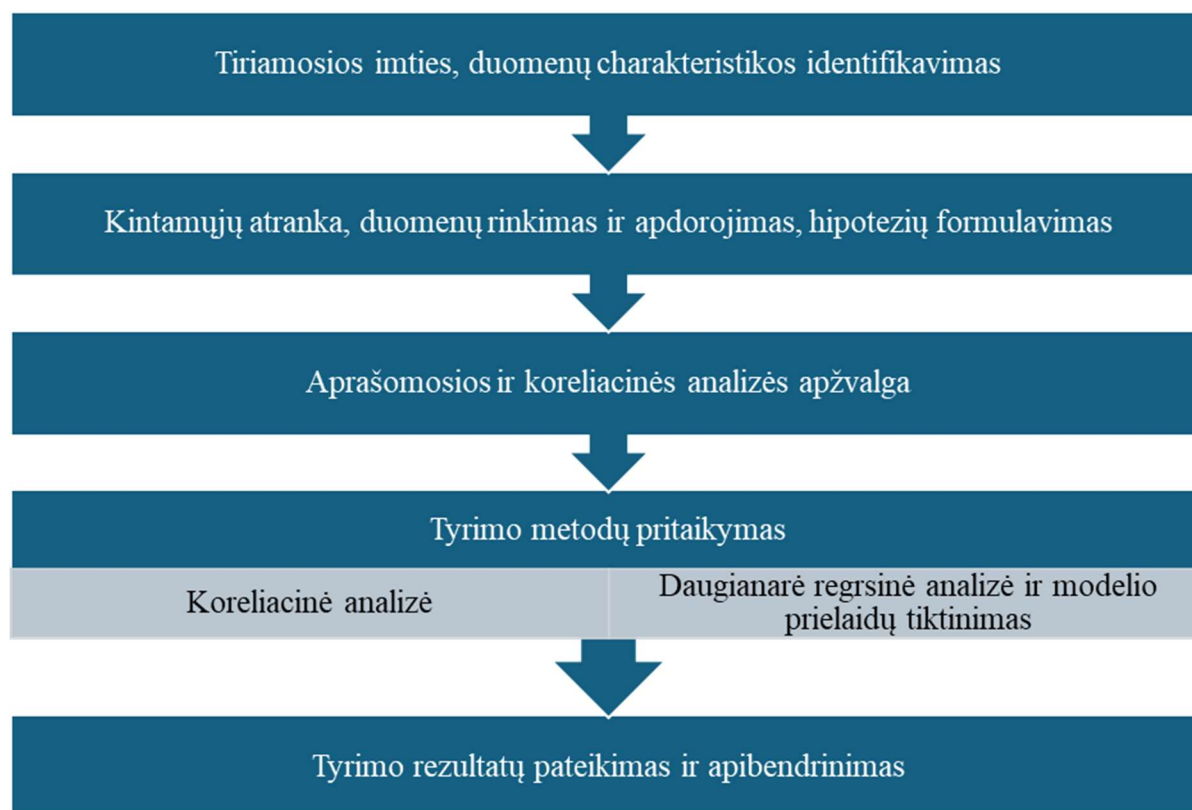
2. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS ATSKLEIDIMO POVEIKIO ĮMONIŲ AKCIJŲ KAINOMS METODIKA

Šioje darbo dalyje pristatoma tyrimo metodika. Tyrimu siekiama ištirti ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainoms. Pateikiami tyrimo metodiniai principai ir teorinės prielaidos, kurios formuoja empirinio tyrimo pagrindą. Taip pat parodomas tyrimo organizavimas bei tiriamos imties charakteristikos. Aptariamas tyrimo ribotumas.

Teorinėje dalyje buvo pagrindžiama ne tik ĮSA svarba įmonei, bet taip pat ĮSA atskleidimas. Kaip buvo minėta pagal Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2024/1760 (2024)² direktyva privalomas ĮSA atskleidimas tam tikroms įmonėms. Taip pat tam ES yra įvedus tam tikras gaires, kuriomis įmonės gali remti atskleistą ĮSA (Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2024/1760, 2024). Direktyvoje pateikiamos ir rekomendacijos, pagal kurias įmonės gali įgyventi savo ĮSA ir skaidriai ją pateikti. Šiuo metu Lietuvoje nėra duomenų bazės, kurioje būtų ĮSA atskleidimo indeksas (Jafimova, Kalniūtė, Bachtijeva, 2023).

1 paveikslas

Tyrimo eiga



Šaltinis: sudarytas autorės

² Europos Parlamento ir Tarybos direktyva (ES) 2024/1760 2024 m. birželio 13 d. dėl įmonių tvarumo išsamaus patikrinimo, kuria iš dalies keičiama Direktyva (ES) 2019/1937 ir Reglamentas (ES) 2023/2859

Šiame darbo poskyryje aptariama tyrimo tikslas, modelis ir keliamos hipotezės. Remiantis literatūros analize, kurios metu buvo nustatyta ĮSA ir ĮSA atskleidimo svarba įmonės veiklai, suformuojama metodika tyrimui, kuris atskleistų investuotojų reakciją į įmonės ĮSA atskleidimą, t.y. ĮSA atskleidimo poveikį įmonės akcijų kainai. Metodikos sudarymui remiamasi 1 skyriuje nagrinėtais moksliniais tyrimais, kuriuose buvo analizuojama ĮSA atskleidimo poveikis įmonių akcijų kainai, taip pat atsižvelgiama į nurodytus tyrimų rekomendacijas.

Tyrimo tikslas – pagal nustatytus duomenų atrankos kriterijus, atrinktiems tyrimo duomenims, atlikti regresinę analizę, siekiant nustatyti ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainai. Remiantis tyrimo eigos schema (žr. 1 paveikslas) atliekamas tyrimas ir pateikiami rezultatai.

2.1. Tiriamosios imties, duomenų charakteristikos ir kintamųjų atranka

Nagrinėtuose moksliniuose tyrimuose, kurie analizavo ĮSA atskleidimo poveikį, įmonių akcijų kainoms, atsiskleidžia, jog vieni autoriai rinkosi nagrinėti trumpą 1-5 metų laikotarpį (Fiori ir kt., 2015; Bowerman ir Sharma, 2016; Wang ir Li, 2015; Reverte, 2016; Jizi ir kt., 2016), o kiti užsienio autoriai nagrinėjo ilgą 7-13 m. laikotarpį (Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020, Aureli ir kt., 2019; Miralles-Quirós ir kt., 2019; Ye ir kt., 2022; Havlinova ir Kukacka, 2023), tačiau naujesnių tyrimų autoriai Miralles-Quirós ir kt. (2019), jog ateities tyrimams verta rinktis trumpesnę ir naujesnę tyrimų imtį. Anot autorių Miralles-Quirós ir kt. (2019) rekomendacijos, trumpesnis laikotarpis leidžia pastebėti naujausias tendencijas, susijusias su ESG ir akcijų kainų ryšio, duomenys nėra iškraipomi kitų, nuo šio ryšio nepriklausančių veiksnių. Kadangi dauguma autorių nagrinėjo Pasaulinės ekonominės krizės metus (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Bowerman ir Sharma, 2016; Jizi ir kt., 2016; Wang ir Li, 2015) nes, anot autorių, tokiu metu įmonės prioritetizuoja socialinės ir aplinkosauginės atsakomybės aspektus. Dėl šių priežasčių būtų aktualu nagrinėti laikotarpį, vykusį visai neseniai – Covid-19 pandemijos laikotarpį. Covid-19 pandemija vyko laikotarpiu apie 2019 m. (Meng, Deng, Dai ir Meng, 2020) iki 2023 m. (Europos Vadovų Taryba, 2025). Covid-19 pandemija ne tik sukėlė didelę netektį, bet ir smarkiai paveikė ekonomiką (Brodeur, Gray, Islam ir Bhuiyan, 2021). Remiantis pateikta informacija bei duomenų prieinamumu tyrimui atlikti pasirenkamas 2019-2023 m. laikotarpis, t.y. duomenys renkami 2019-01-01-2023-12-31 laikotarpiu. Siekiant nustatyti, kurias įmones galima naudoti tyrimui, šios turi atitikti šiuos kriterijus:

- 1) Kadangi 1 skyriuje buvo apžvelgiamos ES direktyvos, įmonės renkamos tik iš 27 ES šalių. Įmonės privalo būti listinguojamos akcijų biržoje 2019-2023 m. laikotarpiu, nes yra nagrinėjamas poveikis jų akcijų kainoms.
- 2) Kadangi yra atskleista, jog ĮSA atskleidimo koeficientas yra ne visai tikslus (Reverte, 2016), naudojamas ESG įvertinimo reitingas. Daugelis naujausių tyrimų naudoja ESG reitingą (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Ye ir kt., 2022; Havlinova ir Kukacka, 2023). Užsienio autoriai Havlinova ir Kukacka (2023) savo atliktame tyrime naudojo ESGC vertinimą vietoje ĮSA. Dėl išvardintų priežasčių įmonės privalo būti reitinguojamos ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimo.

Taip pat šalies pasirinkimas buvo grindžiamas duomenų gausa, analizei buvo renkamos šalys, kuriai priklausančios įmonės turėjo daugiausiai duomenų. Remiantis šiais reikalavimais tyrimas bus atliekamas naudojantis 2019-2023 m. laikotarpio Vokietijos 492 įmonių duomenimis.

Atlikus įmonių pasirinkimą vykdomas duomenų rinkimas. Svarbu nustatyti reikšmingus priklausomus ir nepriklausomus kintamuosius, sudaryti tyrimo hipotezes. Užsienio autoriai analizuodami ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainai priklausomąjį kintamąjį neretai renkasi akcijų kainą (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020; Havlinova ir Kukacka, 2023), bet nepriklausomi ir kontroliniai kintamieji skiriasi. Remiantis naujausia nagrinėta mokslinė literatūra, galima išskirti esminius nepriklausomus kintamuosius (žr. 5 lentelę).

5 lentelė

Užsienio autorių pasirenkami rodikliai, pasirinkti atskleisti ĮSA poveikį įmonių akcijų kainai

	Miralles-Quirós ir kt. (2019)	Mittelbach-Hörmanseder ir kt. (2020)	Ye ir kt. (2022)	Havlinova ir Kukacka (2023)
Nepriklausomi kintamieji				
SOC	x	x		
GOV	x			
ENV	x	x		
ESG	x		x	x
EES			x	
TEMPL		x		
THR		x		
TCORR		x		
TBRIB		x		

5 lentelės tęsinys

<i>Kontroliniai kintamieji</i>				
BVPS	x			x
EPS	x	x		
LEV		x		
BVE		x		
NIPS				x
LTDTA				x
SIZE		x	x	x
TASSETS			x	
PROF		x		
SALES			x	
BVP			x	
RDPS				x

SOC – socialinės atsakomybės rodiklis; GOV – valdymo rodiklis; ENV – aplinkosaugos rodiklis; ESG – aplinkosaugos, socialinės atsakomybės ir valdysenos indeksas; EES – ekonominio, aplinkosauginio ir socialinio aspektų vykdymas; TEMPL – informacija apie darbuotojus; THR – žmogaus teisės; TCORR - korupcija; TBRIB – kyšininkavimas; BVPS – balansinė akcijos vertė; EPS – pelnas, tenkantis vienai akcijai; LEV – finansinis svertas; BVE – buhalterinė nuosavo kapitalo vertė; NIPS – grynoji pelno dalis, tenkantis vienai akcijai; LTDTA - ilgalaikio įsiskolinimo ir turto santykis; SIZE – įmonės dydis; PROF – pelningumas; SALES - pardavimai; BVP – bendrasis vidaus produktas; RDPS - tyrimų ir plėtros išlaidos, tenkančios vienai akcijai.

Šaltinis: sudarytas autorės, remiantis pateiktais šaltiniais

Remiantis 5 lentele, aktualiausias **nepriklausomas kintamasis** remiantis užsienio šalių autoriais – *ESG indeksas* (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Ye ir kt., 2022; Havlinova ir Kukacka, 2023). Aktualiausi **kontroliniai kintamieji**, remiantis užsienio šalių autoriais: *balansinė akcijos vertė* (BVPS) (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Havlinova ir Kukacka, 2023), *pelnas, tenkantis vienai akcijai* (EPS) (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020), *įmonės dydis* (SIZE) (Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020; Ye ir kt., 2022; Havlinova ir Kukacka, 2023).

Tyrimo kintamieji.

ISA atskleidimo poveikiui ištirti **priklausomuoju kintamuoju** pasirenkami akcijų kaina (toliau – PX_LAST). Šis rodiklis dažniausiai naudojamas naujausiuose tyrimuose kaip priklausomas kintamasis. Šiam tyrimui naudojama įmonių akcijos kaina prekybos dienos pabaigoje (toliau – akcijos kaina).

Nepriklausomas kintamasis. Dėl aktualumo naujausiuose tyrimuose pasirenkami šis nepriklausomas kintamasis:

1. *ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas* (toliau – SOCIAL_DI) – dažniausiai tyrimuose naudojantis šiuo ESG indeksu yra atskleidžiamas ĮSA vykdymas ir atskleidimas (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Ye ir kt., 2022; Havlinova ir Kukacka, 2023). Taip pat Bloomberg turi ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimą, kuris vertina atskleidimo lygį, lyginant su Bloomberg atskleidimo standartais. Įvertinimas vyruoja nuo 0 iki 1, kai 0 laikomas prasčiausiu įvertinimu, o 1 – geriausiu.

Kadangi ankstesniuose moksliniuose darbuose dauguma autorių ištyrė, jog ĮSA atskleidimas turi statistiškai reikšmingą ir teigiamą poveikį įmonių akcijų kainoms, išsikeliamą tokia hipotezė:

H1: ĮSA atskleidimas turi statistiškai reikšmingą ir teigiamą poveikį visoje Vokietijos įmonių imtyje.

Kontroliniai kintamieji:

1. *Balansinė akcijos vertė* (toliau – BVPS) – kintamasis parodo, kiek įmonės grynosios vertės (t.y. turtas minus įsipareigojimai) tenka vienai akcijai. Rodiklį svarbu įtraukti, nes šis padeda atskirti akcijų kainos kaitą dėl turto ir dėl ĮSA. Balansinės akcijų vertė įtraukimas gali padėti tiksliau įvertinti įmonės finansinius rezultatus (Havlinova ir Kukacka, 2023). Abuzayed, Molyneux ir Al-Fayoumi (2009) teigia, jog būtent balansinė akcijos vertė parodo kiek įmonė šiuo metu verta, remiantis Ohlson modeliu (1995).
2. *Pelnas, tenkantis vienai akcijai* (toliau – EPS) – taip pat fundamentalus kintamasis Ohlson (1995) modelyje. Taip yra dėl to, nes parodo kiek įmonė uždirba pelno vienai akcijai, t.y. kokį pelną gali generuoti ateityje, o tai svarbu investuotojams. Dėl šios priežasties, rodiklis yra susijęs su įmonės rinkos verte (Abuzayed ir kt., 2009).
3. *Įmonės dydis* (toliau – ASSETS) – aktualus kontrolinis kintamasis, kuris tyrime reiškia įmonės dydį. Įtraukiamas, nes anot autorių Havlinova ir Kukacka (2023) didesnės įmonės paprastai dažniau įgyvendina ĮSA strategijas dėl spaudimo palaikyti gerą reputaciją. Dažniausiai įmonės dydžiui parodyti naudojamas turtas (Ye ir kt., 2022; Havlinova ir Kukacka, 2023).

Visi pateikti duomenys renkami iš duomenų bazės Bloomberg laikotarpiu 2019-01-01 – 2023-12-31. Duomenys susistemunami ir apdorojami tyrimui atlikti.

2.2. Tyrimo metodas ir eiga

Tyrimas yra pradedamas nuo aprašomosios analizės. Jai atskleisti pasirenkami keturi pagrindiniai rodikliai: mažiausios ir didžiausios reikšmės, mediana ir vidurkis. Kadangi renkami duomenys yra metiniai, įsitikinti jų stacionarumui bus naudojamas Dickey-Fuller testas. Kintamieji bus laikomi nestacionarūs, jei gauta p vertė $> 0,05$, tokiu atveju, šie bus diferencijuojami bei logaritmuojami (Čekanavičius ir Murauskas, 2014).

Taip pat prieš atliekant regresinę analizę tikrinama ar nėra pernelyg didelio tiesioginio tarpusavio ryšio tarp priklausomų ir nepriklausomų kintamųjų. Koreliacinei analizei atlikti naudojamas Pirsono koreliacijos koeficientas (žr. 6 lentelė).

6 lentelė

Koreliacijos reikšmių interpretavimas

Koeficiento vertė	Interpretavimas
$0,9 \leq r \leq 1$	Koreliacija yra labai stipri
$0,7 \leq r < 0,9$	Koreliacija yra stipri
$0,5 \leq r < 0,7$	Koreliacija yra vidutinė
$0,3 \leq r < 0,5$	Koreliacija yra silpna
$0 < r < 0,3$	Koreliacija yra labai silpna
$r = 0$	Koreliacija neegzistuoja

Šaltinis: sudarytas autorės, remiantis Čekanavičius ir Murauskas, 2014

Toliau yra taikomas modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020; Havlinova ir Kukacka, 2023). Šis modelis leidžia analizuoti finansinės ir nefinansinės informacijos, šiuo atveju ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimą ir akcijų kainos ryšį (Miralles-Quirós ir kt., 2019). Modelio skaičiavimui yra naudojama „R studio“ programa. Modelio matematinė išraiška:

$$y_{i,t} = \beta_0 + \beta_{1,t} + \beta_{2,t} + \beta_{3,t} + \beta_{4,t} + \varepsilon_t, \quad (1)$$

kur $y_{i,t}$ – priklausomas kintamasis akcijos kaina (PX_LAST)

β_1 – ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas (SOCIAL_DI)

β_2 – balansinė akcijos vertė (BVPS)

β_3 – pelnas, tenkantis vienai akcijai (EPS)

β_4 – įmonės dydis, išreikštas įmonių turtu (tūkst., eur.) (ASSETS)

Modelio tinkamumas bus tikrinamas pagal tam tikrus kriterijus, kurie yra pateikiami 7 lentelėje.

7 lentelė

Regresijos modelio tinkamumo kriterijai

Kriterijus	Paaiškinimas	Interpretacija	Trūkumai
Koreguotas determinacijos koeficientas	Rodo, kiek nepriklausomi kintamieji yra reikšmingi paaiškinant priklausomo kintamojo pokyčius.	Įgyja reikšmes [0, 1]. Kuo didesnis koreguotas determinacijos koeficientas, tuo tikslesnis modelis, vadinasi, jog $R^2 > 0,2$.	Didelė šio koeficiento reikšmė neužtikrina, jog modelis ir nepriklausomi kintamieji yra reikšmingi.
ANOVA p reikšmė	Leidžia nustatyti, ar tarp priklausomų kintamųjų ir regresorių egzistuoja statistiškai reikšmingas ryšys.	Reikšmė $p > 0,05$, vadinasi, modelis nepriimtinas, jei $p < 0,05$, gali būti tinkamas.	Atsakymas apie regresijos modelio tinkamumą yra tik dalinis, reikia atlikti daugiau tyrimų.
T (Stjudento) kriterijus	Padedą įžvelgti nepriklausomųjų kintamųjų statistinį reikšmingumą.	Kriterijaus $p < 0,05$ kintamieji statistiškai reikšmingi, jei $p \geq 0,05$, vadinasi, jog kintamieji statistiškai nėra reikšmingi.	Reikia pirmiausia nustatyti ar nėra multikolinearumo.

Šaltinis: sudarytas autorės, remiantis Čekanavičius ir Murauskas, 2014

Taip bus tikrinama ar yra tenkinamos regresijos modelio prielaidos, remiantis 8 lentelėje pateikiamais šešiais kriterijais. Tikrinimas atliekamas ta pačia seka, kuria yra pateikiama lentelėje: pirmiausia yra vertinimas multikolinearumas, paklaidų autokoreliacija, homoskedastiškumas ir paklaidų pasiskirstymas. Nuoseklus pateikimas yra skirtas siekiant užtikrinti kuo nuoseklesnę analizę ir aiškų rezultatų interpretavimą.

8 lentelė

Regresijos modelio prielaidos

Testas	Paaškinimas	Interpretacija
Dispersijos mažėjimo daugiklis (VIF)	Rodo ar egzistuoja multikolinearumas.	Jeigu $VIF > 4$, vadinasi multikolinearumas egzistuoja.
Durbino – Watsono testas	Rodo ar paklaidos neautokoreliuoja.	Gautas rezultatas turi būti didesnis nei 1,5 ir mažesnis nei 2,5.
Breusch – Pagan testas		$p > 0,05$
Standartizuotųjų prognozuojamų reikšmių – liekamųjų paklaidų grafikas	Tikrinamas homoskedastiškumas.	Taškai grafike eina tolygia linija, tuomet galima laikyti, jog homoskedastiškumo nėra.
Standartizuotosios liekamosios prielaidos	Tikrinama ar paklaidos yra normaliai pasiskirstę.	Taškai turi būti arčiau nubrėžtos tiesės, tuomet jei laikomi normaliais.
Šapiro – Vilko testas		$p > 0,05$

Šaltinis: sudarytas autorės, remiantis Čekanavičius ir Murauskas, 2014

Išnagrinėjus mokslinę literatūrą pastebima, jog autoriai nagrinėja tam tikrus sektorius, pavyzdžiui, finansinį sektorių (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Jizi ir kt. 2016) ar aplinką teršiančias pramonės šakas (Bowerman ir Sharma, 2016; Reverte, 2016). Moksliniuose darbuose šie autoriai (Miralles-Quirós ir kt., 2019; Jizi ir kt. 2016) ištyrė, jog ĮSA atskleidimas turi statistiškai reikšmingą ir teigiamą poveikį finansinio sektoriaus įmonių akcijų kainoms, todėl išsikeliamą tokia hipotezė:

H2: ĮSA atskleidimas turi statistiškai reikšmingą ir teigiamą poveikį finansinio sektoriaus įmonių akcijų kainoms.

Tačiau daugelis visgi neiškiria tam tikrų sektorių, o nagrinėja ĮSA atskleidimo poveikį visoms įmonėms bendrai. Atlikus visos imties tyrimą, tyrimas tęsiamas įmonės išskirsčius į sektorius. Šiam tyrimui atlikti visos Vokietijos įmonės buvo suskirstytos į tris makro sektorius:

finansinį (angl. – financials), pramonės (angl. – industrials) ir vartojimo (angl. – consumer).

Vykdomas toks paskirstymas:

1. Finansinis sektorius:

- Bankai;
- Draudimo įmonės;
- Kitos finansinės paslaugos.

2. Pramonės sektorius:

- Automobilių pramonė;
- Mašinų ir įrangos pramonė;
- Aviacijos ir gynybos pramonė;
- Statybų ir transporto sektorius;

3. Vartojimo sektorius:

- Mažmeninė prekyba;
- Ciklinio vartojimo prekės (pavyzdžiui, drabužių prekyba, vartojimo paslaugos)
- Neciklinio vartojimo prekės (pavyzdžiui, maisto, gėrimų produktai, higienos prekės ir t.t.)

Kadangi tyrime yra 96-šios įmonės, toks makro sektorių išskirstymas leidžia užtikrinti, jog kiekvienam sektoriuje būtų pakankamai įmonių daryti išvadas. Skaidymas į mažesnius sektorius būtų nepatikimas ir rodytų netinkamas ir iškreiptas išvadas. Kiekvienam sektoriui atliekama aprašomoji analizė, sudaroma koreliacinė matrica ir taikomas modifikuotas Ohlson (1995) regresijos modelis. Atsižvelgiant, jog sektorių imtys yra santykinai nedidelės, o regresijos modelio prielaidos įvertinamos bendrai visai tiriamųjų imčiai, papildomas regresijos prielaidų tikrinimas sektorių lygmeniu nėra būtinas.

Kadangi tyrime yra naudojamas ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas, ne visos įmonės yra įvertinamos. Dėl šios priežasties tiriamų įmonių imtis yra mažesnė nei jų yra listinguojamų. Taip pat, kaip jau buvo minėta, duomenims išgauti yra naudojama Bloomberg duomenų bazė, šioje nors ir yra pateikiamos 492 įmonės turinčios ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimą, tačiau dėl kitų kintamųjų stokos tyrimui naudoti galimos 401 Vokietijos įmonė.

Taip pat, tam tikrų įmonių duomenų nėra pateiktu laikotarpiu 2019-2023 m., dėl šios priežasties šios įmonės buvo atmestos, naudojamos tik tos, kurios turi kiekvienų išvardintų metų duomenis. Tyrime iš viso buvo naudota 96-ios Vokietijos įmonės.

3. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS ATSKLEIDIMO POVEIKIS VOKIETIJOS ĮMONIŲ AKCIJŲ KAINOMS

Šiame skyriuje remiantis parengta tyrimo metodika, apžvelgiama duomenų aprašomoji statistika, taip pat atliekami duomenų stacionarumą užtikrinantys testai, regresinė analizė ir pateikiami tyrimą apibendrinantys tyrimo rezultatai.

Anot autoriaus Raith (2023) nuo pat pradžių Vokietija buvo labai priešiška griežtesniems ĮSA reikalavimams. Nors istoriškai Vokietijoje ĮSA atskleidimas nebuvo privalomas, tačiau dauguma įmonių savnoriškai pateikdavo išsamią informaciją apie aplinkosaugą ir darbuotojų gerovę. Po 2008 m. ekonominės krizės atsirado teisiniai reikalavimai, kurie reikalavimo iš įmonių būti skaidriems (Schröder, 2021).

Prieš atliekant tyrimą svarbu apžvelgti kokia ekonominė situacija buvo Vokietijoje 2019-2023 m., t.y. Covid-19 pandemijos laikotarpiu. Covid-19 pandemija užfiksuota 2020 m., šalis kaip ir daugelis kitų buvo priversta uždaryti mokyklas, kultūros įstaigas, nemaisto parduotuves ar verslus, šalis buvo recesijoje. Autorių moksliniame tyrime pabrėžiama, jog Covid-19 pandemijos metu ĮSA vykdymas kėlė klausimų. Įmonėms teko rinktis tarp pelno ir socialinės atsakomybės. (Boehmer ir Harrison, 2022).

3.1. Aprašomoji duomenų statistika ir stacionarumo tikrinimas

Prieš tyrimą, svarbu aptarti aprašomąją duomenų statistiką rodikliams: PX_LAST, SOCIAL_DI, BVPS, EPS ir ASSETS. Aprašomajai statistikai atskleisti pasirenkami keturi kriterijai – rodiklių mažiausia, didžiausia reikšmės, mediana ir vidurkis (žr. 9 lentelė).

9 lentelė

Rodiklių aprašomosios statistikos rezultatai

Rodiklis	Min	Max	Mediana	Vidurkis
PX_LAST	2,255	900,400	42,025	76,952
SOCIAL_DI	0	1	0,2800	0,3238
BVPS	0,4593	571,2434	24,0036	40,0210
EPS	-661,75	96,89	1,99	2,744
ASSETS	496,4	1336788	8656,2	68158,5

Šaltinis: sudaryta autorės

Remiantis gautais rezultatai, PX_LAST reikšmės yra pasiskirsčiusios nuo 2,255 ir 900,400, galima daryti prielaidą dėl reikšmingų kainų skirtumų tarp įmonių. Medianos 42,025 ir vidurkio 76,952 skirtumas yra asimetriškas, vidurkis gerokai didesnis nei mediana. Akivaizdžiai yra bent keli dideli kainų stebėjimai, kurie pakelia vidurkį aukščiau nei mediana. SOCIAL_DI kintamasis, kaip jau buvo minėta yra vertinamas 0 - laikomas prasčiausiu įvertinimu, o 1 – geriausiu, todėl mažiausia ir didžiausia reikšmės yra atitinkamos nuo įvertinimo, vadinasi yra bent viena įmonė su prasčiausiu arba geriausiu įvertinimu. Vidurkis 0,324 yra šiek tiek didesnis nei mediana 0,2800, vadinasi yra daugiau įmonių, kurios įvertintos aukštu balu. BVPS rodiklis svyruoja nuo 0,4593 ir 571,2434, vidurkis 40,0210 yra žymiai didesnis nei mediana 24,0036, vadinasi egzistuoja keli labai aukšti įverčiai, kurie pakelia vidurkį. EPS rodiklio mažiausia reikšmė rodo itin didelį kaž kurios įmonės nuostolį vienai akcijai -661,75, aukščiausia reikšmė 96,890. Taigi, nors egzistuoja didelės neigiamos reikšmės, bet mediana 1,99 ir vidurkis 2,744 yra teigiami. Vidurkis yra kiek aukštesnis nei mediana, vadinasi yra daugiau įmonių, kurios generuoja teigiamą pelną. Kintamojo ASSETS mažiausia reikšmė 496,4, o didžiausia 1336788, vadinasi yra gana nemaža atskirtis nuo mažiausios iki didžiausios turto reikšmės. Dėl šios priežasties vidurkis viršija mediana, duomenys nėra pasiskirstę simetriškai.

Taip pat svarbu įsitikinti duomenų stacionarumu. Stacionarumui tikrinti naudojamas išplėstinį Dickey-Fuller testas, p vertė mažesnė už 0.05 patvirtina, jog kintamasis stacionarus. Rastas nestacionarus kintamasis yra diferencionuojamas, logaritmuojamas, norint tyrimą padaryti patikimu.

10 lentelė

Stacionarumo testo rezultatai

Rodiklis	Rezultatas (p vertė)
PX_LAST	0.01
SOCIAL_DI	0.01
BVPS	0.01
EPS	0.01
ASSETS	0.01

Šaltinis: sudarytas autorės

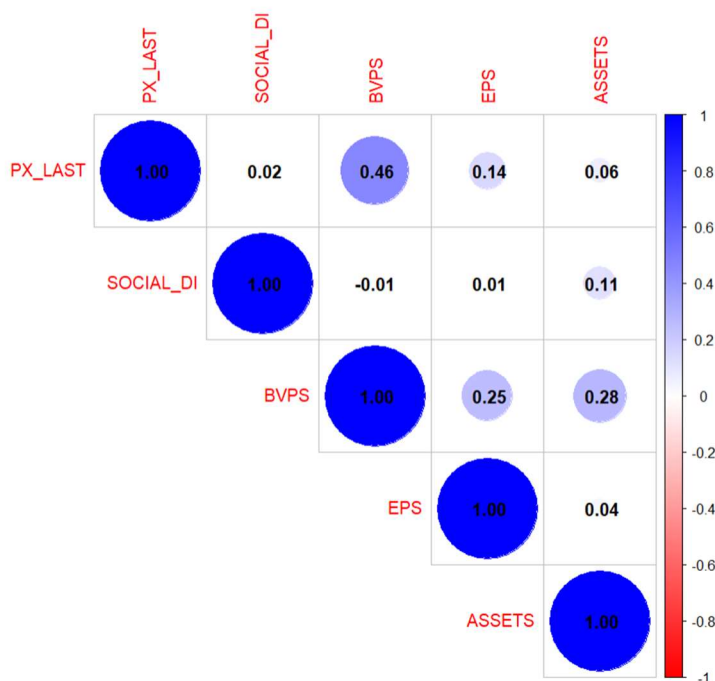
Remiantis 10 lentele, visi kintamųjų p vertės yra mažesnės nei 0.05, vadinasi visi kintamieji yra stacionarūs. Šių kintamųjų nereikia diferencijuoti ir logaritmuoti.

3.2. Įmonės socialinės atsakomybės atskleidimo poveikis Vokietijos įmonių akcijų kainoms regresinė analizė ir rezultatai

Siekiant nustatyti ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainai, reikia įvertinti ar nėra pernelyg didelio tiesinio tarpusavio ryšio tarp priklausomo ir nepriklausomų kintamųjų, atliekama koreliacinė matrica. Remiantis 2 paveikslu nėra stipraus multikolinearumo, vyrauja silpni arba vidutinio stiprumo ryšiai. Vadinasi, galima teigti, jog keičiantis vienam nepriklausomam kintamajam į kitą, dauguma ryšių yra gana silpni. Tarp kintamųjų PX_LAST ir BVPS yra vidutinė teigiama koreliacija 0.46, tačiau visai normalu, jog balansinė akcijos vertė gali būti susieta su akcijų kainų lygiu. SOCIAL_DI nėra susijęs nei su vienu kintamuoju, t.y., jog reikšmės svyruoja nuo -0.01 ir 0.11, vadinasi šis kintamasis nepriklauso nuo pateiktų finansinių rodiklių. Papildomai atliekama koreliacinė analizė, kurioje yra stebima p vertė. Ji turi būti didesnė nei 0.05, tokiu atveju, galima teigti, jog neegzistuoja statistiškai reikšmingas ryšys (žr. priedas 1). Taip pat galima įžvelgti, jog kintamieji PX_LAST ir BVPS turi vidutiniškai stiprų ryšį, tačiau kitų nepriklausomų kintamųjų tarpusavio koreliacijos yra mažos. Remiantis atliktais testais (žr. 2 paveikslas ir 1 priedas), tarp kintamųjų nėra priklausomybės.

2 paveikslas

Kintamųjų koreliacijos matrica



Šaltinis: sudarytas autorės

Įvertinus multikolinearumo problemą sudaroma lygtis ĮSA atskleidimo poveikio Vokietijos įmonių akcijų kainai nustatyti:

$$PX_LAST_i = \beta_0 + \beta_1 SOCIAL_DI_i + \beta_2 BVPS_i + \beta_3 EPS_i + \beta_4 ASSETS_i + \varepsilon \quad (2)$$

Atlikus regresinę analizę, rezultatai parodė, jog modelis yra statistiškai reikšmingas ($F(4, 475)$, $p \leq 0,001$) (žr. 11 lentelė). Koreguotas determinacijos koeficientas parodo, kad nepriklausomi kintamieji, kaip: ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas, balansinė akcijos vertė, pelnas, tenkantis vienai akcijai ir įmonės dydis paaiškina apie 21,29 proc. Vokietijos įmonių akcijų kintamumo nagrinėjamu laikotarpiu. Pagal ANOVA testo rezultatus yra tik du kintamieji, kurie turi reikšmingos įtakos akcijų kainai. Balansinė akcijos vertė yra statistiškai reikšmingai susijusi ir teigiamai veikia akcijų kainą ($\beta = 9.006e-01$; $p \leq 0,001$), balansinei akcijos vertei padidėjus 1 euru, įmonės akcijos kaina vidutiniškai padidėja maždaug 0,90 euro. Taip pat silpnai reikšmingą neigiamą poveikį turi įmonės dydis ($\beta = -4.586e-05$; $p \leq 0,1$). Tačiau įdomiausia, jog ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas, kuris naudojamas atskleisti įmonių ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainai yra nereikšmingas ($\beta = 1.330e+01$; $p > 0,1$).

11 lentelė

Regresinės analizės, remiantis modifikuotu tiesiniu Ohlson (1995) modeliu, rezultatai

Kintamasis	Koeficientas	Standartinė paklaida	t statistika	p vertė
Konstanta	3.951e+018	8.059e+00	4.902	1.3e-06***
SOCIAL_DI	1.330e+01	1.821e+01	0.730	0.4655
BVPS	9.006e-01	8.237e-02	10.933	< 2e-16 ***
EPS	8.147e-02	1.480e-01	0.551	0.5822
ASSETS	-4.586e-05	2.566e-05	-1.787	0.0746 .
Koreguoto determinacijos koeficiento vertė: 0,2129				
$F(4, 475) = 33,39$; $p = 2.2e-16$ ***				
Reikšmingumo lygmuo: *** – $p < 0,001$, ** – $p < 0,01$, . – $p < 0,1$				

Šaltinis: sudarytas autorės

Norint įvertinti ar regresijos modelis yra tinkamas ir parodo ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainoms ir gauti rezultatai yra patikimi, tikrinama modelio prielaidos. Dispersijos

mažėjimo daugiklis (VIF) yra naudojamas įvertinti ar egzistuoja multikolinerumo problema tarp nepriklausomų kintamųjų.

12 lentelė

Multikolinerumo vertinimo rezultatai

	SOCIAL_DI	BVPS	EPS	ASSETS
VIF	1,014040	1,159348	1,069287	1,100543

Šaltinis: sudarytas autorės

Kaip ir buvo minėta metodologijoje dispersijos mažėjimo daugiklis (VIF) interpretuojamas: kai $VIF > 4$, vadinasi multikolinerumas egzistuoja. Atsižvelgus į gautus rezultatus visi gauti VIF rezultatai yra mažesni negu 4 (žr. 12 lentelė). Taigi, galima teigti, jog multikolinerumo nėra. Atkreipiant dėmesį į antrą paveikslą, tokio rezultato ir buvo tikimasi, nes kintamieji nekoreliavo matricoje.

Remiantis metodologija (žr. 8 lentelė) atliekamas Durbino – Watsono testas, kuris rodo ar paklaidos neautokoreliuoja. Atlikus testą gauti rezultatai parodė, jog modelyje visgi egzistuoja teigiama autokoreliacija ($DW = 0.60714 < 1,5$, $p < 0,01$). Vadinasi, galima teigti, jog modelyje paklaidos tarpusavyje koreliuoja ir nėra nepriklausomos. Tai gali rodyti, jog reikia papildomų modelio korekcijų. Tokiu atveju bus naudojamas Newey – West modifikuotas ilgalaikės paklaidų dispersijos įvertis (1987), kuris yra skirtas koeficientų patikimumui užtikrinti esant autokoreliacijai. Regresinės analizės metu gauti koeficientai nesikeičia, pataisomos tik standartinės paklaidos ir p – reikšmės, jog šios neautokoreliuotų ir būtų teisingos, t.y. jog būtų tenkinama modelio prielaida, kad paklaidos yra nepriklausomos. Atlikus pakeitimus (žr. 2 priedas ir 13 lentelė) balansinė akcijos vertė išliko statistiškai reikšmingai susijusi ir teigiamai veikia akcijų kainą ($\beta = 9.0057e-01$; $p \leq 0,001$), įmonės dydis vis tiek turi silpnai reikšmingą neigiamą poveikį ($\beta = -4.5861e-05$; $p \leq 0,1$). ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas išlieka nereikšmingas.

13 lentelė

Rezultatai prieš ir po naudojant Newey – West

Kintamasis	p vertė prieš Newey – West	p vertė po Newey – West
Konstanta	1.3e-06***	0.003437 **
SOCIAL_DI	0.4655	0.471891

13 lentelės tęsinys

BVPS	< 2e-16 ***	< 2.2e-16 ***
EPS	0.5822	0.510238
ASSETS	0.0746 .	0.089721 .
Reikšmingumo lygmuo: *** – $p < 0,001$, ** – $p < 0,01$, . – $p < 0,1$		

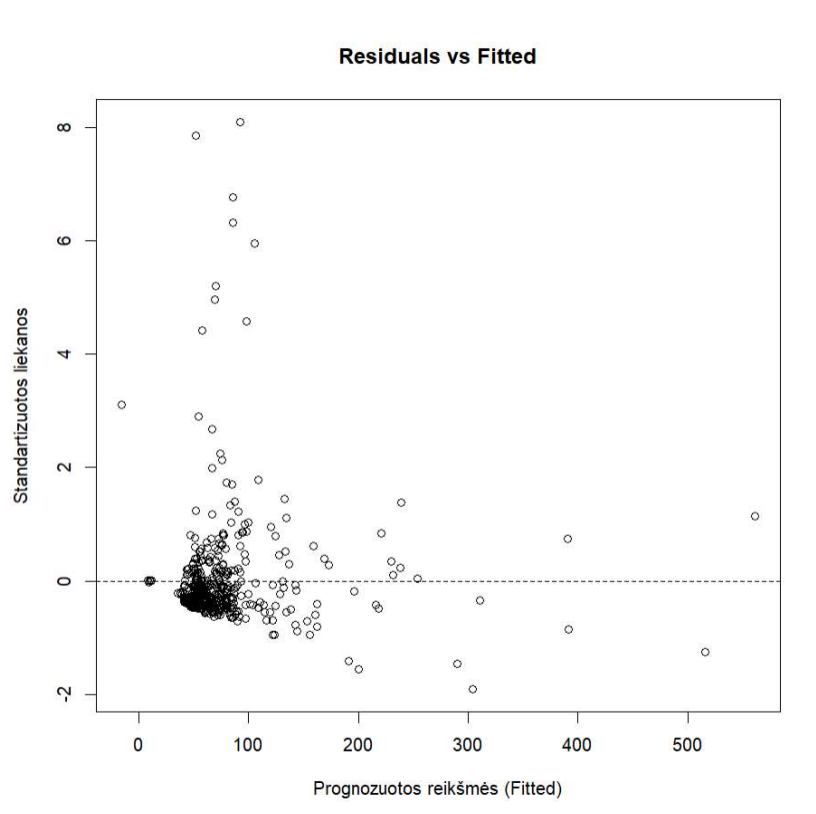
Šaltinis: sudarytas autorės

Atliekamas Breusch – Pagan testas, kurio gauti rezultatai parodė, jog paklaidų dispersija yra pastovi, t.y. modelyje neegzistuoja heteroskedastiškumas, prielaida yra tenkinama (BP = 1,0205, $p > 0,05$).

Toliau nagrinėjamas standartizuotųjų prognozuojamų reikšmių – liekamųjų paklaidų grafikas (žr. 3 paveikslas).

3 paveikslas

Standartizuotųjų prognozuojamų reikšmių – liekamųjų paklaidų grafikas



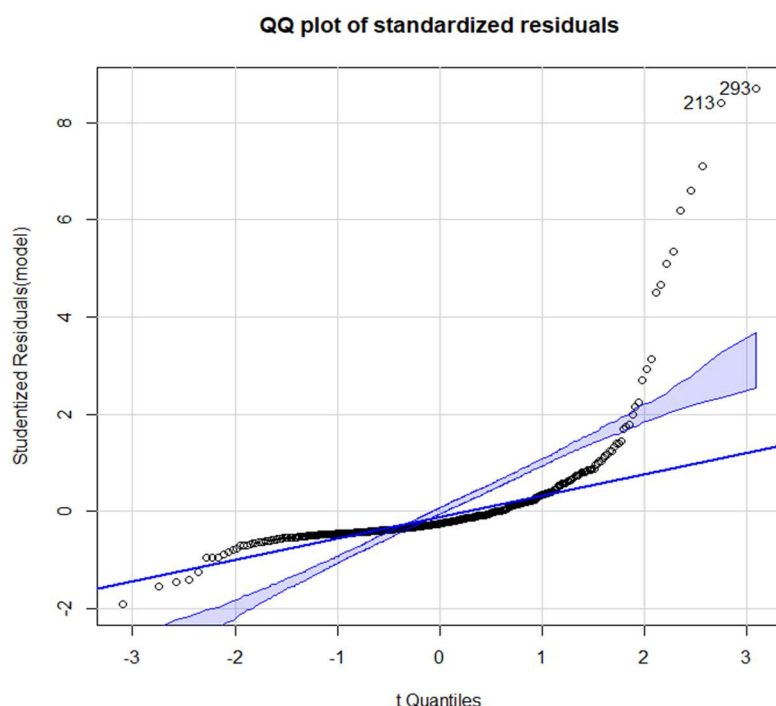
Šaltinis: sudarytas autorės

Grafikas tikrina homoskedastiškumą. Grafike galima įžvelgti, jog taškai yra pasiskirstę atsitiktinai aplink nulio liniją. Vadinasi, galima teigti, jog nėra aiškos matomos sisteminės tendencijos ar didėjančios sklaidos. Taigi, homoskedastiškumo prielaida yra tenkinama, liekanų dispersija modelyje išlieka pastovi.

Paskutiniai testai: standartizuotų liekamųjų paklaidų grafikas ir Šapiro – Vilko testas, skirti patikrinti ar paklaidos yra normaliai pasiskirsčiusios.

4 paveikslas

Standartizuotų liekamųjų paklaidų grafikas



Šaltinis: sudarytas autorės

Standartizuotų liekanų QQ grafike (žr. 4 paveikslas) matyti, jog didžioji dalis liekanų yra pasiskirsčiusios netoli tiesės, tačiau ties tiesės galais, o ypač dešinėje grafiko pusėje stebimi ryškūs nuokrypiai. Dėl šios priežasties galima teigti, jog liekanos nėra normaliai pasiskirsčiusios. Tačiau įvertinti papildomai paklaidų normalų naudojamas Šapiro – Vilko testas.

Gauti rezultatai ($W = 0,52923$; $p < 0,01$) patvirtina, jog paklaidos nėra normaliai pasiskirsčiusios, prielaida nėra tenkinama. Išvada sutampa su atliktu standartizuotų liekamųjų paklaidų grafike matomais rezultatais, kuriame taip pat matomas nuokrypis nuo normaliojo pasiskirstymo.

Atlikus regresinę analizę ir regresijos modelio prielaidų patikrą nustatyta, jog modelyje multikolinearumo problemos nėra. Atliktame VIF teste visų kintamųjų reikšmės yra mažesnės nei 4. Dėl šio priežasties galima teigti, jog nepriklausomi kintamieji tarpusavyje nekoleriuoja. Breusch–Pagan testo rezultatai parodė, jog heteroskedastiškuo taip pat nėra ($BP = 1,0205$, $p > 0,05$). Šio testo rezultatus patvirtino liekamųjų paklaidų ir prognozuojamų reikšmių grafikas, kuriame nebuvo sisteminio sklaidos didėjimo. Tačiau atlikus Durbinio–Watsono testą rezultatai parodė ($DW = 0.60714 < 1,5$, $p < 0,01$) teigiamą autokoreliaciją, galima teigti, jog paklaidos nėra tarpusavyje nepriklausomos. Taip pat atlikus Shapiro – Vilko testą rezultatai ($W = 0,52923$; $p < 0,01$) patvirtina, jog paklaidos nėra normaliai pasiskirsčiusios, o standartizuotų liekamųjų paklaidų grafike matomas akivaizdus nuokrypis nuo tiesės abiejuose uodeguose. Siekiant pašalinti problemas ir užtikrinti koeficientų bei p – reikšmių patikimumą, modeliui buvo taikomas Newey – West koregavimas. Po korekcijos regresijos koeficientų reikšmės išliko tokios pačios, tačiau standartinės paklaidos ir p – reikšmės pakito taip, jog nebūtų jautrios autokoreliacijai ir liekanų nukrypui nuo normaliojo skirstinio. Hipotezė yra atmetama, visoje 96-ių Vokietijos įmonių imtyje ĮSA atskleidimas neturi statistiškai reikšmingo ir teigiamo poveikio akcijų kainoms.

3.3. Įmonės socialinės atsakomybės atskleidimo poveikis Vokietijos įmonių sektorių akcijų kainoms regresinė analizė ir rezultatai

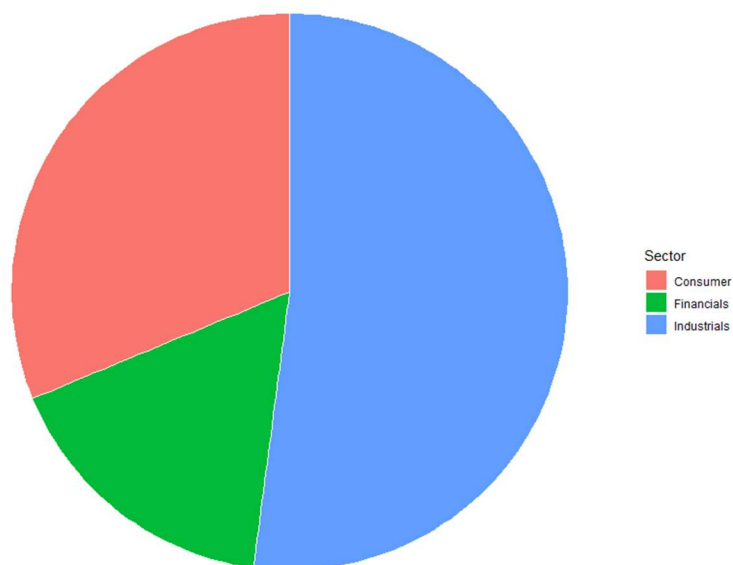
Atlikus bendrą visų 96-ių Vokietijos įmonių regresinę analizę ir patikrinus modelio prielaidas, nustatyta, jog ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas neturi statistiškai reikšmingo poveikio akcijų kainai visoje įmonių imtyje, t.y. Vokietijos 96-se įmonėse. Išskirtymas įmones į sektorius ir tyrimas yra vedamas prielaidos, jog skirtingi sektoriai gali pasižymėti skirtingu reguliavimo lygiu, rizikingumu, investuotojų lūkesčiais. Taip pat, jog tam tikri sektoriai, pavyzdžiui pramonės sektorius, gali išskirti žymiai daugiau taršos nei finansinis sektorius. Dėl šios priežasties įmonių sektorių išskirtymas renkamasis tam, kad būtų galima vertinti ar tam tikrose sektoriuose ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas turi didesnę reikšmingumą nei kituose sektoriuose.

Išskirčius 96-šias Vokietijos įmones į makro sektorius gautas toks įmonių pasiskirstymas (žr. 5 paveikslas). Daugiausia įmonių yra pramonės sektoriuje (50 įmonių), toliau vartojimo (30 įmonių) ir mažiausiai finansiniame sektoriuje (16 įmonių).

5 paveikslas

Įmonių sektorių pasiskirtymas

Įmonių pasiskirstymas pagal sektorius



Šaltinis: sudarytas autorės

Tyrimas toliau tęsiamas atliekant išplėstinę analizę sektoriu lygmeniu. Remiantis pateikta metodologija, kiekvienam sektoriui atliekama aprašomoji analizė, sudaroma koreliacinė matrica, taikomas modifikuotas Ohlson (1995) regresijos modelis. Kadangi sektoriuose yra mažos imtys ir regresijos prielaidos įvertintos bendrai visai imčiai, regresijos prielaidų stebėjimas nėra atliekamas. Sektorių analizė atliekama siekiant nustatyti, ar ESG socialinės dedamosios atskleidimo poveikis akcijų kainai skiriasi tarp sektorių ir kuriuose sektoriuose ESG socialinės dedamosios atskleidimo poveikis turi didžiausią reikšmingumą.

14 lentelė

Finansinio sektoriaus aprašomosios analizės rezultatai

Rodiklis	Min	Max	Mediana	Vidurkis
PX_LAST	3,66	375,1	34,09	75,67
SOCIAL_DI	0	1	0,58	0,59
BVPS	9,06	220,05	34,80	65,42
EPS	-21,17	38,12	3,22	5,76
ASSETS	4168,42	1336788	60935,00	239228,22

Šaltinis: sudarytas autorės

Remiantis gautais rezultatais finansiniame sektoriuje (žr. 14 lentelė), PX_LAST reikšmės yra pasiskirsčiusios nuo 3,66 iki 375,1. Vidurkis 75,67 ženkliai didesnis nei mediana 34,09, tai rodo, jog yra kelios įmonės, kurių akcijų kainą iškreipia pasiskirstymą. Didžiausia SOCIAL_DI reikšmė siekia 1, tai yra aukščiausias ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas tarp visų sektorių. BVPS rodiklis svyruoja nuo 9,06 ir 220,05, vidurkis 65,42 yra žymiai didesnis nei mediana 34,80, vadinasi egzistuoja keli labai aukšti įverčiai, kurie pakelia vidurkį. EPS yra didesnis nei kituose sektoriuose, kas rodo didesnę pelningumą finansiniame sektoriuje. ASSETS reikšmės svyruoja nuo 4168,42 iki 133678, o vidurkis siekia 239228,22. Dėl šios priežasties, galima teigti, jog įmonės pasižymi dideliu turtu.

15 lentelė

Pramonės sektoriaus aprašomosios analizės rezultatai

Rodiklis	Min	Max	Mediana	Vidurkis
PX_LAST	3,60	900,4	42,95	90,19
SOCIAL_DI	0	0,70	0,20	0,24
BVPS	0,50	571,24	27,61	44,92
EPS	-661,75	96,89	2,12	2,37
ASSETS	562,96	600649	8276,00	37691,62

Šaltinis: sudarytas autorės

Remiantis gautais rezultatai pramonės sektoriuje (žr. 15 lentelė), PX_LAST reikšmės yra pasiskirsčiusios nuo 3,60 iki 900,4. Tai yra didžiausias skirtumas tarp visų sektorių. Vidurkis 90,19 dvigubai didesnis nei mediana 42,95, tai rodo, jog yra kelios įmonės, kurių akcijų kainą iškreipia vidurkį. Pramonės sektoriaus SOCIAL_DI didžiausia reikšmė 0,70, yra mažiausia iš visų sektorių. BVPS reikšmės vidurkis 44,92 didesnis nei vartojimo sektoriuje, bet mažesnis nei finansiniame. EPS reikšmės rodiklis išsisiria iš visų sektorių, mažiausia reikšmė yra -661,75. Pramonės sektoriaus akcijų kaina pasižymi didelia rizika. Remiantis ASSETS reikšmėmis galima teigti, jog šiame sektoriuje vyrauja tiek mažų, tiek labai didelių įmonių.

16 lentelė

Vartojimo sektoriaus aprašomosios analizės rezultatai

Rodiklis	Min	Max	Mediana	Vidurkis
PX_LAST	2,26	297,9	42,5	55,57

16 lentelės tęsinys

SOCIAL_DI	0	0,83	0,29	0,32
BVPS	0,46	80,28	13,99	18,32
EPS	-15,40	55,08	1,52	1,75
ASSETS	496,44	298590	6233,47	68158,5

Šaltinis: sudarytas autorės

Remiantis gautais rezultatai vartojimo sektoriuje (žr. 16 lentelė), PX_LAST reikšmės yra pasiskirsčiusios nuo 2,26 iki 297,9. Iš visų sektorių vartojimo sektoriuje akcijų kainų mediana 42,5 ir vidurkis 55,57 yra mažiausiai nutolusios viena nuo kitos. BVPS reikšmės palyginus su kitais sektoriais taip pat be didelių reikšmių šuolių, vyrauja nuo 0,46 iki 80,28. EPS mažiausia reikšmė yra minusinė -15,40, tačiau vidutinė reikšmė, nors ir mažiausias iš visų sektorių, bet išlieka teigiamas. ASSETS reikšmė kaip ir visuose sektoriuose rodo netolygų turto pasiskirstymą, vadinasi vyrauja tiek mažų, tiek didelių įmonių.

Taigi, remiantis tik aprašomosios analizės rezultatais, galima teigti, jog finansiniame sektoriuje įmonės pasižymi didžiausiu turtu, aukščiausiais BVPS ir EPS vidurkiais. Taip pat šiame sektoriuje yra aukščiausias ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas. Dėl šios priežasties, būtent šiame sektoriuje galima tikėtis stipresnio ryšio ryšys tarp akcijų kainų ir ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimo. Vartojimo sektoriuje visų kintamųjų sklaida yra mažesnė, rezultatai stabilesni. Pramonės sektoriuje pastebima didžiausia rezultatų sklaida. Taip pat šiame sektoriuje pastebimas žemiausias ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas, todėl ESG socialinės dedamosios atskleidimo ryšys su akcijų kaina gali būti silpnas.

Kiekviename sektoriuje stebima koreliacija tarp kintamųjų, sudaroma koreliacinė matrica.

17 lentelė

Finansinio sektoriaus koreliacinė analizė

	PX_LAST	SOCIAL_DI	BVPS	EPS	ASSETS
PX_LAST	1	0,16350314	0,81140672	0,78781060	0,1761060
SOCIAL_DI		1	-0,04240435	0,04015123	-0,1625262
BVPS			1	0,77253461	0,1999849
EPS				1	0,1419841
ASSETS					1

Šaltinis: sudarytas autorės

Finansinio sektoriaus koreliacinėje matricoje (žr. 17 lentelė) stiprus teigiamas ryšys pastebimas tarp PX_LAST ir BVPS $\sim 0,81$ ir PX_LAST ir EPS $\sim 0,79$. Finansų sektoriuje akcijų kaina glaudžiai siejasi su balansine akcijos verte ir pelu vienai akcijai. BVPS ir EPS $\sim 0,77$ taip pat stipri tarpusavio koreliacija. Tai yra didžiausia šių kintamųjų priklausomybė iš visų sektorių. SOCIAL_DI turi labai silpną koreliaciją su akcijų kaina.

18 lentelė

Pramonės sektoriaus koreliacinė analizė

	PX_LAST	SOCIAL_DI	BVPS	EPS	ASSETS
PX_LAST	1	0,01521612	0,4048526	0,11868264	0,05510756
SOCIAL_DI		1	-0,1421740	-0,02253134	-0,05824967
BVPS			1	0,23417201	0,42494921
EPS				1	0,01977326
ASSETS					1

Šaltinis: sudarytas autorės

Pramonės sektoriuje ryšiai (žr. 18 lentelė) tarp finansinių rodiklių ir akcijų kainos yra silpni arba labai silpni. Tarp kintamojo SOCIAL_DI ir akcijų kainos koreliacijos nėra $\sim 0,015$. Tai rodo, jog šio sektoriaus akcijų kainas lemia kiti veiksniai, nepatenkantys į modelį.

19 lentelė

Vartojimo sektoriaus koreliacinė analizė

	PX_LAST	SOCIAL_DI	BVPS	EPS	ASSETS
PX_LAST	1	0,02468567	0,51493167	0,21820754	-0,05539409
SOCIAL_DI		1	-0,00556925	-0,07931632	0,09752743
BVPS			1	0,52901381	0,10564095
EPS				1	-0,00380569
ASSETS					1

Šaltinis: sudarytas autorės

Vartojimo sektoriuje (žr. 19 lentelė) PX_LAST turi vidutinę koreliaciją su BVPS ~ 0,51. Visi kiti ryšiai yra labai silni arba neegzistuoja. Šiame sektoriuje akcijų kainą daugiausia lemia finansiniai rodikliai, o ne ESG socialinės dedamosios atskleidimo kintamasis.

Taigi, remiantis gautais rezultatais, galima teigti, jog visuose sektoriuose ESG socialinės dedamosios atskleidimo kintamasis turi labai silpną arba neegzistuojantį ryšį su akcijų kaina. Tačiau finansiniai rodikliai, pavyzdžiui, BVPS ir EPS yra reikšmingai susiję su akcijų kaina finansiniame ir vartojimo sektoriuose.

Kiekvienam iš sektorių atliekama regresinė analizė, taikant ĮSA atskleidimo poveikio Vokietijos įmonių sektorių akcijų kainai formulę:

$$PX_LAST_i = \beta_0 + \beta_1 SOCIAL_DI_i + \beta_2 BVPS_i + \beta_3 EPS_i + \beta_4 ASSETS_i + \varepsilon \quad (3)$$

Atlikus regresinę analizę, rezultatai parodė, jog finansinio sektoriaus modelis yra statistiškai reikšmingas ($F(4, 75) = 57,38$; $p < 2.2e-16$) (žr. 20 lentelė), o koreguotas determinacijos koeficientas rodo, jog nepriklausomi kintamieji, kaip: ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas, balansinė akcijos vertė, pelnas, tenkantis vienai akcijai ir įmonės dydis paaiškina apie 74 proc. Vokietijos finansinio sektoriaus įmonių akcijų kintamumo nagrinėjamu laikotarpiu. Remiantis ANOVA testo rezultatais yra net trys kintamieji, kurie turi reikšmingos įtakos akcijų kainai. ESG socialinės dedamosios atskleidimo kintamasis yra statistiškai reikšmingas ir teigiamas ($\beta = 4.409e+01$; $p < 0,001$). Vadinas, jog padidėjus ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimui 0,1, finansų sektoriaus įmonių akcijų kaina padidėja apie 44 eurus. Finansiniai rodikliai BVPS ($\beta = 7.444e-01$; $p \leq 0,001$) ir EPS ($\beta = 3.498e+00$; $p < 0,001$) taip pat yra statistiškai reikšmingi. Balansinei akcijos vertei padidėjus 1 euru, įmonių finansiniame sektoriuje akcijos kaina vidutiniškai padidėja maždaug 0,74 euro, o pelnui, tenkančiam vienai akcijai padidėjus 1 euru, įmonių finansiniame sektoriuje akcijos kaina padidėja 0,34 euro.

20 lentelė

Finansinio sektoriaus regresinės analizės rezultatai

Kintamasis	Koeficientas	Standartinė paklaida	t statistika	p vertė
Konstanta	-2.169e+01	1.198e+01	-1.811	0.074213 .
SOCIAL_DI	4.409e+01	1.442e+01	3.058	0.003089 **
BVPS	7.444e-01	1.299e-01	5.730	1.98e-07 ***
EPS	3.498e+00	8.626e-01	4.055	0.000121 ***

20 lentelės tęsinys

ASSETS	1.080e-05	1.336e-05	0.809	0.421210
Koreguoto determinacijos koeficiento vertė: 0.7406				
F(4, 75) = 57,38; p < 2.2e-16 ***				
Reikšmingumo lygmuo: *** – p < 0,001, ** – p < 0,01, . – p < 0,1				
Šaltinis: sudarytas autorės				

Atlikus regresinę analizę, rezultatai parodė, jog pramonės sektoriaus modelis yra statistiškai reikšmingas ($F(4, 245) = 14,01$; $p \leq 0,001$) (žr. 21 lentelė), o koreguotas determinacijos koeficientas rodo, jog nepriklausomi kintamieji paaiškina apie 17,3 proc. pramonės sektoriaus įmonių akcijų kainų pokyčių. ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas šiame sektoriuje nėra statistiškai reikšmingas. Tačiau balansinė akcijos vertė turi statistiškai reikšmingą ir teigiamą poveikį akcijų kainai ($\beta = 0.9390256$; $p \leq 0,001$). Tai reiškia, jog balasinei akcijos kainai padidėjus 1 euru, pramonės sektoriaus įmonių akcijų kaina vidutiniškai padidėja apie 0,94 euro. Turto vertė turi statistiškai reikšmingą ir neigiamą poveikį akcijų kainai ($\beta = -0.0002251$; $p < 0,05$). Tai leidžia daryti prielaidą, kad didesnio turto įmonių akcijų kaina gali būti šiek tiek mažesnė.

21 lentelė

Pramonės sektoriaus regresinės analizės rezultatai

Kintamasis	Koeficientas	Standartinė paklaida	t statistika	p vertė
Konstanta	41.5980349	15.7065922	2.648	0.00861 **
SOCIAL_DI	60.7456332	47.5086266	1.279	0.20224
BVPS	0.9390256	0.1316946	7.130	1.12e-11 ***
EPS	0.0402594	0.1923246	0.209	0.83436
ASSETS	-0.0002251	0.0001016	-2.216	0.02759 *
Koreguoto determinacijos koeficiento vertė: 0.1729				
F(4; 245) = 14,01; p = 2.605e-10				
Reikšmingumo lygmuo: *** – p < 0,001, ** – p < 0,01, * – p < 0,05				

Šaltinis: sudarytas autorės

Atlikus regresinę analizę, rezultatai parodė, jog vartojimo sektoriaus modelis yra statistiškai reikšmingas ($F(4, 145) = 14,35$; $p \leq 0,001$) (žr. 22 lentelė), o koreguotas determinacijos

koeficientas rodo, jog nepriklausomi kintamieji paaiškina apie 26,4 proc. vartojimo sektoriaus įmonių akcijų kainų pokyčių. ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas šiame sektoriuje taip pat nėra statistiškai reikšmingas. Tačiau balansinė akcijos vertė turi statistiškai reikšmingą ir teigiamą poveikį akcijų kainai ($\beta = 2.110e+00$; $p \leq 0,001$). Tai reiškia, jog balansinei akcijos kainai padidėjus 1 euro, pramonės sektoriaus įmonių akcijų kaina vidutiniškai padidėja apie 2,11 euro. Turto vertė turi statistiškai reikšmingą ir neigiamą poveikį akcijų kainai ($\beta = -1.165e-04$; $p < 0,05$). Šiame sektoriuje, kaip ir pramonės sektoriuje, galima daryti prielaidą, jog didesnio turto įmonių akcijų kaina gali būti šiek tiek mažesnė.

22 lentelė

Vartojimo sektoriaus regresinės analizės rezultatai

Kintamasis	Koeficientas	Standartinė paklaida	t statistika	p vertė
Konstanta	1.880e+01	8.446e+00	2.226	0.0276 *
SOCIAL_DI	8.488e+00	1.822e+01	0.466	0.6421
BVPS	2.110e+00	3.088e-01	6.833	2.13e-10 ***
EPS	-7.646e-01	7.804e-01	-0.980	0.3288
ASSETS	-1.165e-04	6.952e-05	-1.675	0.0960 .
Koreguoto determinacijos koeficiento vertė: 0.2638				
F(4; 145) = 14.35; p = 6.812e-10				
Reikšmingumo lygmuo: *** – $p < 0,001$, * – $p < 0,05$, . – $p < 0,1$				

Šaltinis: sudarytas autorės

Taigi, atlikus ĮSA atskleidimo poveikį Vokietijos įmonių sektorių akcijų kainoms, galima teigti, jog ĮSA atskleidimo poveikis akcijų kainai išsiskiria tik viename sektoriuje – finansiniame. Hipotezė pasitvirtina, atlikus regresinę analizę, gauti rezultatai parodė, jog finansiniame sektoriuje ESG socialinės dedamosios įvertinimas yra statistiškai reikšmingas ir teigiamai susijęs su akcijų kaina ($\beta = 4.409e+01$; $p < 0,001$). Galima teigti, jog finansiniame sektoriuje įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas siejamas su aukštesniu investuotojų vertinimu. Taip pat šiame sektoriuje svarbūs: balansinės akcijos vertė ir pelnas, tenkantis vienai akcijai. Jie yra statistiškai reikšmingai ir teigiamai susiję su akcijų kaina. Galima teigti, jog šiam sektoriuje svarbūs tiek finansiniai, tiek nefinansiniai veiksniai. Pramonės ir vartojimo sektoriuose ESG socialinės dedamosios įvertinimas yra statistiškai nereikšmingas. Tačiau balansinė akcijos vertė ir turtas

šiuose sektoriuose buvo reikšmingi. Balansinė akcijos vertė statistiškai reikšminga ir teigiamai susijusi su akcijų kaina, o turtas statistiškai reikšmingas, bet neigiamai susijęs su akcijų kaina.

3.3. Įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikis Vokietijos įmonių akcijų kainoms: tyrimo diskusija

Remiantis literatūros gausa, galima teigti, jog susidomėjimas ĮSA ir ESG yra didelis ir nuosekliai besitęsiantis nuo pat ĮSA koncepcijos atsiradimo. Šis susidomėjimas ilgainiui išsivystė į platų mokslinių tyrimų spektrą, kuriame ne tik siekiama įvertinti ĮSA poveikį, bet ir nustatyti, ar socialiai atsakingos veiklos kuria pridėtinę vertę įmonėms. Šis konceptas ypač aktualus šiuolaikinėje verslo aplinkoje, kurioje įmonės susiduria su poreikiu suderinti pelno siekimą ir atsakomybę visuomenei bei gamtai. Dėl šios priežasties ĮSA gali tapti ne tik savanoriška iniciatyva, bet ir įmonės strateginiu sprendimu, kurios gali turėti įtakos įmonės reputacijai, konkurencingumui, investuotojų pasitikėjimui, darbuotojų gerovei, klientų pritraukimui. Taip pat tai tampa ne tik žmogišku faktoriumi, bet gali turėti įtakos finansiniams įmonės veiksniams.

Šio tyrimo tikslas – įvertinti ĮSA atskleidimo poveikį 96-ių Vokietijos įmonių akcijų kainai, taikant modifikuotą Ohlson (1995) regresijos modelį 2019-2023 m. laikotarpiu. Gauti rezultatai parodė, jog ĮSA atskleidimas neturi statistiškai reikšmingo poveikio akcijų kainai visoje imtyje. Nors mokslinėje literatūroje gausu tyrimų, nagrinėjančių ĮSA poveikį įmonių vertei, tačiau tyrėjai naudoja įvairius kintamuosius ar metodikas apibrėžti ĮSA kaip kintmąjį. Šiame tyrime naudotas ESG socialinės dedamosios atskleidimo įvertinimas.

Lentelėje pateikti susisteminti mokslinių tyrimų rezultatai, susiję su ĮSA atskleidimo poveikiu įmonių akcijų kainoms (žr. 23 lentelė).

23 lentelė

Atliktų mokslinių tyrimų rezultatų palyginimas

Autorius	Teigiamas poveikis	Neigiamas poveikis	Įvairiapusis
Fiori ir kt. (2015)		x	
Wang ir Li (2015)	x		
Bowerman ir Sharma (2016)			x
Jizi ir kt. (2016)	x		
Reverte (2016)	x		
Miralles-Quirós ir kt. (2019)	x		

23 lentelės tęsinys

Aureli ir kt. (2019)	x
Mittelbach-Hörmanseder ir kt. (2020)	x
Ye ir kt. (2022)	x
Havlinova ir Kukacka (2023)	x

Šaltinis: sudaryta autorės naudojantis autoriais pateiktais lentelėje

ĮSA atskleidimo poveikis įmonių akcijų kainoms, remiantis moksliniais tyrimais pateiktais lentelėse, yra nevienodas. Pavyzdžiui, (Fiori ir kt., 2015; Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020) tyrimuose nustatė neigiamą poveikį akcijų kainoms. Daugelis tyrėjų (Wang ir Li, 2015; Jizi ir kt., 2016; Reverte, 2016; Miralles-Quirós ir kt., 2019; Aureli ir kt., 2019; Ye ir kt., 2022; Havlinova ir Kukacka, 2023) nustatė teigiamą ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainoms. Tarp jų autoriai (Jizi ir kt., 2016; Miralles-Quirós ir kt., 2019) nustatė teigiamą ĮSA atskleidimo akcijų kainoms poveikį. Tik vieni mokslininkai (Bowerman ir Sharma, 2016) nustatė įvairiapusi, t.y. vienoje šalyje poveikis teigiamas, kitoje – neigiamas. Taip pat verta paminėti, jog ĮSA atskleidimo poveikis skirtingose šalyse gali būti ne vienodas. Ši studija gali prisidėti prie tyrėjų (Fiori ir kt., 2015; Mittelbach-Hörmanseder ir kt., 2020). Šio tyrimo rezultatai rodo, jog bendrai Vokietijos įmonių akcijoms ĮSA atskleidimas poveikio neturi. Tačiau finansiniame sektoriuje ĮSA atskleidimas turi statistiškai reikšmingą ir teigiamą poveikį įmonių akcijų kainoms. Tai galima paaiškinti, jog bankai imasi socialinių iniciatyvų, jog padidintų suinteresuotų šalių pasitikėjimą. Todėl tyrimas taip pat gali prisidėti prie (Jizi ir kt., 2016; Miralles-Quirós ir kt., 2019) vedamų išvadų. Pramonės ir vartojimo sektoriuose ĮSA atskleidimas nebuvo reikšmingas, nes socialiai vykdomos iniciatyvos ir jų komercinė veikla nėra glaudžiai susijusios, o investuotojų sprendimus daugiau lemia finansiniai rodikliai.

Kadangi atlikus tyrimą gauti rezultatai parodė, jog ĮSA atskleidimo poveikis akcijų kainai nėra vienodas sektoriuose, o bendroje imtyje ĮSA atskleidimas neturi statistiškai reikšmingo poveikio akcijų kainai, investuotojams tyrimas turėtų suteikti įžvalgų, jog ĮSA neturėtų būti pagrindinis veiksnys, kuriuo vertinama įmonė. Tačiau, kadangi finansiniame sektoriuje ĮSA atskleidimas visgi buvo statistiškai teigiamai reikšmingas, investuotojai, kurie orientuojasi į šį sektorių, ĮSA atskleidimas gali būti kaip papildomas veiksnys rodantis reputacinę riziką ir patikimumą. Įmonių vadovams tyrimas gali būti svarbus, nes padeda plačiau suprasti ĮSA atskleidimo ekonominę grąžą priklausomai nuo sektoriaus. Finansų sektoriuje dirbantiems vadovams, ĮSA atskleidimas gali turėti teigiamą poveikį įmonės vertinimui kapitalo rinkoje. Tačiau kituose sektoriuose ĮSA atskleidimo poveikis akcijų kainoms gali būti ribotas. Taigi,

bendrai ekonominiu požiūriu, tyrimas svarbus, jog parodo, jog ne visuose sektoriuose ĮSA atskleidimas vertinamas vienodai. Tai gali priklausyti tiek nuo reguliavimo lygio, investuotojų požiūrio. Tai leidžia daryti prielaidą, jog ĮSA atskleidimo integravimas į ekonominius sprendimus gali būti diferencijuojamas

IŠVADOS

1. ĮSA – daugialypė ir plati sąvoka, kurią daugelį metų bandoma apibrėžti. Iki šiol nėra nei vienos ĮSA sampratos, kuria būtų galima apibrėžti sąvoka. Ji gali apimti socialinį, aplinkosauginį aspektus, pabrėžiant suinteresuotų šalių interesus. Šios dimensijos rodo įmonių atsakomybę suderinti verslo tikslus su visuomenės ir aplinkos poreikiais. ĮSA gali daryti poveikį ekonominiams, socialiniams ir politiniams aspektams. ĮSA vykdymas gerina įmonės reputaciją, skatina klientų lojalumą ir gerina įmonės konkurencinį pranašumą. Taip pat mažina riziką, padeda įmonėms įvykus neigiamiems įvykiams. ĮSA veikia ir kaip motyvacinis veiksnys darbuotojams, kuris didina pasitenkinimą darbu ir produktyvumą. Įmonės, kurios pasižymi lyčių įvairove pasižymi geresniais ĮSA rezultatais. ĮSA skaidrumas ir tinkamas komunikavimas yra būtinas išlaikyti įmonės ir suinteresuotų šalių ryšį. ĮSA atskleidimas yra svarbi praktika, nes sumažėja informacijos asimetrija ir investuotojui leidžia geriau įvertinti įmonę. Autoriai nevienareikšmiškai vertina ĮSA atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainoms. Vieni argumentuoja, jog jis teigiamas, kiti, jog neigiamas.
2. Išsiaiškinti ĮSA atskleidimo poveikį akcijų kainai, suformuota metodika. Pasirinktas 2019-2023 m. laikotarpis ir pagal kriterijus atrinktos įmonės. Pasirinkta tirti Vokietijos įmones. Taip pat buvo pasirinktas priklausomas kintamasis – akcijų kaina ir nepriklausomi kintamieji: ESG socialinės dedamosios atskleidimo indeksas, balansinė akcijos vertė, pelnas, tenkantis vienai akcijai ir įmonės dydis. Atskleisti ĮSA atskleidimo poveikį Vokietijos įmonių akcijų kainoms pasirinktas modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis.
3. Atlikus regresinę analizę bendrai 96 Vokietijos įmonių imčiai, gauti rezultatai parodė, kad ĮSA atskleidimo poveikis akcijų kainai nėra statistiškai reikšmingas. Šiame modelyje tik balansinė akcijos vertė statistiškai reikšmingai susijusi ir teigiamai veikia akcijų kainą. Tačiau išskirsčius įmones į sektorius, finansiniame sektoriuje ĮSA atskleidimas visgi turėjo statistiškai reikšmingą ir teigiamą poveikį įmonių akcijų kainoms. Kituose sektoriuose: pramonės ir vartojimo, šis reikšmingumas nepasireiškė, bet buvo statistiškai reikšmingi: balansinė akcijos vertė ir turtas.

Pasiūlymai:

1. Rekomenduojama tolesnius tyrimus atlikti naudojant didesnę įmonių imtį, kuriuose ĮSA atskleidimo teisiniai reikalavimai yra vienodi. Tokiu būdu imtis susidarys iš daugiau įmonių ir leis tiksliau įvertinti gautus rezultatus.

2. Kadangi atlikus tyrimas buvo atliktas Covid-19 pandemijos metu, kuri galėjo turėti įtakos finansų rinkų elgsenai ir investuotojų sprendimams. Vertėtų tyrimą atlikti pasirenkant stabilesnį ekonominį laikotarpį. Tai leistų sumažinti išorinių veiksnių įtaką rezultatams.
3. Kadangi tyrimo rezultatai skiriasi tarp sektorių, rekomenduojama ateities tyrimuose sektorių analizę atlikti atskirai. Taip pat jei imtis yra didesnė išskirstyti į mažesnius sektorius. Tokiu būdu gauti dar tikslesnius rezultatus.

LITERATŪROS ŠALTINIAI

- Abuzayed, B., Molyneux, P., Al-Fayoumi, N. (2009). Market value, book value and earnings: is bank efficiency a missing link? *Managerial Finance*, 35, 2, p. 156-179.
<https://doi.org/10.1108/03074350910923491>
- Ali, H. Y., Danish, R. Q., Asrar-ul-Haq, M. (2020). How corporate social responsibility boosts firm financial performance: The mediating role of corporate image and customer satisfaction. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27, 1, p. 166-177. <https://doi.org/10.1002/csr.1781>
- Amorelli M. – F., García-Sánchez I. – M. (2020). Trends in the dynamic evolution of board gender diversity and corporate social responsibility. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28, 2, p. 537-554. <https://doi.org/10.1002/csr.2079>
- Anser M. K., Yousaf Z., Majid A., Yasir M. (2020). Does corporate social responsibility commitment and participation predict environmental and social performance? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 27, 6 p. 2578-2587.
<https://doi.org/10.1002/csr.1977>
- Aqueveque C., Rodrigo P., Duran I., J. (2018). Be bad but (still) look good: Can controversial industries enhance corporate reputation through CSR initiatives? *Business Ethics, the Environment and Responsibility*, 27, 3, p. 222-237. <https://doi.org/10.1111/beer.12183>
- Ashrafi, M., Adams, M., Walker, T. R., Magnan, G. (2018). How corporate social responsibility can be integrated into corporate sustainability: a theoretical review of their relationships. *International Journal of Sustainable Development and World Ecology*, 25, 8, p. 672–682. <https://doi.org/10.1080/13504509.2018.1471628>
- Aureli S., Gigli S., Medei R., Supino E. (2019). The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World Index listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27, 1, 43-52. <https://doi.org/10.1002/csr.1772>.
- Awaysheh A., Heron R., A., Perry T., Wilson J. I. (2020). On the relation between corporate social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 41, 6, p. 965-987. <https://doi.org/10.1002/smj.3122>
- Babajee R. B., Seetanah B., Nunkoo R., Gopy-Ramdhany N. (2022). Corporate social responsibility and hotel financial performance. *Journal of Hospitality Marketing and Management*, 31, 2, p. 226-246. <https://doi.org/10.1080/19368623.2021.1937433>
- Barauskaitė G., Streimikienė D. (2020). Corporate social responsibility and financial performance of companies: The puzzle of concepts, definitions and assessment methods.

- Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28, 1 p. 278-287.
<https://doi.org/10.1002/csr.2048>
- Boehmer J., Harrison V., S. (2022). No long-term consequences for social irresponsibility? Adidas' rent incident during the COVID-19 pandemic in Germany. *European Sport Management Quarterly*, 22, 1, P. 11-34.
<https://doi.org/10.1080/16184742.2021.1926526>
- Bowerman S., Sharma P., U. (2016). The Effect of Corporate Social Responsibility Disclosures on Share Prices in Japan and the UK. *Corporate Ownership and Control*, 13, 2, p. 202-216. <https://ssrn.com/abstract=2722280>
- Brodeur A., Gray D., Islam A., Bhuiyan S. (2021). A literature review of the economics of COVID-19. *Journal of Economic Surveys*, 35, 4 p. 1007-1044.
<https://doi.org/10.1111/joes.12423>
- Camilleri M., A. (2021). Strategic attributions of corporate social responsibility and environmental management: The business case for doing well by doing good! *Sustainable Development*, 30, 3 p. 409-422. <https://doi.org/10.1002/sd.2256>
- Carroll, A. B. (2015). Corporate social responsibility. *Organizational dynamics*, 44 (2), 87-96.
<https://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2015.02.002>
- Cheema S., Afsar B., Javed F. (2020). Employees' corporate social responsibility perceptions and organizational citizenship behaviors for the environment: The mediating roles of organizational identification and environmental orientation fit. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27, 1, p. 9-21.
<https://doi.org/10.1002/csr.1769>
- Cruz, F. G. S., Alcívar, I. L., Mero, N. M., Hidalgo-Fernández A. (2020). Analysis of the Dimensions of Corporate Social Responsibility: Study Applied to Co-operativism in Ecuador. *Social Indicators Research*, 148, p. 517–534. <https://doi.org/10.1007/s11205-019-02213-w>
- Cui, J., Jo, H., Na, H. (2018). Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148, p. 549–572.
<https://doi.org/10.1007/s10551-015-3003-8>
- Čekanavičius, V. ir Murauskas, G. (2014). Taikomoji regresinė analizė socialiniuose tyrimuose. Vilniaus universiteto leidykla.
- De Klerk, M., de Villiers, C. and van Staden, C. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices: Evidence from the United Kingdom. *Pacific Accounting Review*, 27, 2, p. 208-228. <https://doi.org/10.1108/PAR-05-2013-0047>

- Deigh L., Farquhar J., Palazzo M., Siano A. (2016). Corporate social responsibility: engaging the community. *Qualitative Market Research: An International Journal*, 19 2 p. 225–240. doi: <https://doi.org/10.1108/QMR-02-2016-0010>
- Deng D., Wu Y., Qin L. (2023). CSR preference, market competition, and corporate financial performance. *Managerial and Decision Economics* 44, 3, p. 1373-1819. <https://doi.org/10.1002/mde.3754>
- Dmytriiev S. D., Freeman R. E., Hörisch J. (2021). The Relationship between Stakeholder Theory and Corporate Social Responsibility: Differences, Similarities, and Implications for Social Issues in Management. *Journal of Management Studies*, 58, 6 p. 1441-1470. <https://doi.org/10.1111/joms.12684>
- Dumitrescu A., Zakriya M. (2021). Stakeholders and the stock price crash risk: What matters in corporate social performance? *Journal of Corporate Finance*, 67, 101871. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101871>
- Europos Komisija. (2011). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the regions a renewed EU strategy 2011-14 for corporate social responsibility. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011DC0681>
- Europos Parlamento ir Tarybos direktyva (ES) 2024/1760 2024 m. birželio 13 d. dėl įmonių tvarumo išsamaus patikrinimo, kuria iš dalies keičiama Direktyva (ES) 2019/1937 ir Reglamentas (ES) 2023/2859. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2024/1760/oj>
- Europos Vadovų Taryba. (2025). Chronologija. Tarybos veiksmai dėl COVID-19. Žiūrėta 2025-04-26. Prieiga internetu: <https://www.consilium.europa.eu/lt/policies/coronavirus-pandemic/timeline/>
- Feltham, G. A., Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary accounting research*, 11(2), 689-731. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00462.x>
- Fiori G., Donato di F., Izzo M., F. (2015). Corporate Social responsibility and stock prices: a study on the Italian market. *Corporate Ownership and Control*, 12, 2, p. 600-609.
- Flammer, C., Hong, B., Minor, D. (2016). Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Antecedents and outcomes. https://extranet.sioe.org/uploads/sioe2017/flammer_hong_minor.pdf
- García-Sánchez I.-M., Aibar-Guzmán B., Aibar-Guzmán C., Azevedo T.-C. (2020). CEO ability and sustainability disclosures: The mediating effect of corporate social responsibility performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27, 4, p. 1565-1577. <https://doi.org/10.1002/csr.1905>

- Halkos G., Nomikos S. (2021). Corporate social responsibility: Trends in global reporting initiative standards. *Economic Analysis and Policy*, 69, p. 106-117.
<https://doi.org/10.1016/j.eap.2020.11.008>
- Han, J. – J., Kim, H. J., Yu, J. (2016). Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 1, 61–76. <https://doi.org/10.1186/s41180-016-0002-3>
- Havlinova, A., Kukacka, J. (2023). Corporate Social Responsibility and Stock Prices After the Financial Crisis: The Role of Strategic CSR Activities. *Journal of Business Ethics*, 182, p. 223–242. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04935-9>
- Huang H., Ye Y. (2021). Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to COVID-19. *Accounting and Finance*, 61, 3 p. 4757-4788.
<https://doi.org/10.1111/acfi.12740>
- Ye C., Song X., Liang Y. (2022). Corporate sustainability performance, stock returns, and ESG indicators: fresh insights from EU member states. *Environmental Science and Pollution Research*, 29, 87680–87691. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-20789-8>
- Jefimova E., A., Kalniūtė D., Bachtijeva D. (2023). Įmonių socialinės atsakomybės informacijos atskleidimo lygis Lietuvos įmonėse, prekiaujančiose akcijomis Nasdaq Baltic vertybinių popierių biržoje. Buhalterinės apskaitos teorija ir praktika, 28.
<https://doi.org/10.15388/batp.2023.58>
- Jia Y., Gao X., Julian S. (2019). Do firms use corporate social responsibility to insure against stock price risk? Evidence from a natural experiment. *Strategic Management Journal*, 41, 2, 290-307. <https://doi.org/10.1002/smj.3107>
- Jiang P. – C. ., Feng G. – F., Wang H. – J., Chang C. – P. (2024). CSR from different perspectives: The global ESG indexes updated. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31, 5, 4694-4714. <https://doi.org/10.1002/csr.2814>
- Jizi M., Nehme R., Salama A. (2016). Do social responsibility disclosures show improvements on stock price? *The Journal of Developing Areas*, 50, 2, p. 77-95.
<https://doi.org/10.1353/jda.2016.0075>
- Kim S., Lee G., Kang H. – G. (2020). Risk management and corporate social responsibility. *Strategic Management Journal*, 42, 1, p. 202-230. <https://doi.org/10.1002/smj.3224>
- Kim, K. – H., Kim, M., Qian, C. (2018). Effects of Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance: A Competitive-Action Perspective. *Journal of Management*, 44(3), p. 1097-1118. <https://doi.org/10.1177/0149206315602530>
- Kim, S. (2019). The Process Model of Corporate Social Responsibility (CSR) Communication: CSR Communication and its Relationship with Consumers' CSR Knowledge, Trust, and

- Corporate Reputation Perception. *Journal of Business Ethics*, 154, p. 1143–1159.
<https://doi.org/10.1007/s10551-017-3433-6>
- Latif K., F., Pérez A., Sahibzada U., F. (2020). Corporate social responsibility (CSR) and customer loyalty in the hotel industry: A cross-country study. *International Journal of Hospitality Management*, 89, 102565. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102565>
- Le, T.T. (2023). Corporate social responsibility and SMEs' performance: mediating role of corporate image, corporate reputation and customer loyalty. *International Journal of Emerging Markets*, 18, 10, p. 4565-4590. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2021-1164>
- Lee H., C., B., Cruz J., M., Shankar R. (2018). Corporate Social Responsibility (CSR) Issues in Supply Chain Competition: Should Greenwashing Be Regulated? *The Journal of the Decision Sciences Institute*, 49, 6, p. 1088-1115. <https://doi.org/10.1111/deci.12307>
- Lietuvos Respublikos socialinės apsaugos ir darbo ministerija. (2016). *Įmonių socialinės atsakomybės 2016–2023 metų veiksmų planas*, patvirtintas 2016 m. vasario 12 d., nutarimu Nr. A1-82 (LR socialinės apsaugos ir darbo ministro 2016 m. vasario 12 d. nutarimo TAR, 2016-02-12, Nr. 2801 redakcija). Žiūrėta 2024-12-19. Prieiga internetu. <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAD/a1d55d00d1c711e59019a599c5cbd673/asr>
- Lu J., Liang M., Zhang C., Rong D., Guan H., Mazeikaite K., Streimikis J. (2020). Assessment of corporate social responsibility by addressing sustainable development goals. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 28, 2 p. 686-703.
<https://doi.org/10.1002/csr.2081>
- Meng X., Deng Y., Dai Z., Meng Z. (2020). COVID-19 and anosmia: A review based on up-to-date knowledge. *American Journal of Otolaryngology*, 41, 5, 102581.
<https://doi.org/10.1016/j.amjoto.2020.102581>
- Miller, S.R., Eden, L., Li, D. (2020). CSR Reputation and Firm Performance: A Dynamic Approach. *Journal of Business Ethics* 163, p. 619–636. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-4057-1>
- Miralles-Quirós M., M., Miralles-Quirós J., L., Redondo-Hernández J. (2019). The impact of environmental, social, and governance performance on stock prices: Evidence from the banking industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26, 6, p. 1446–1456. <https://doi.org/10.1002/csr.1759>
- Mittelbach-Hörmanseder, S., Hummel, K., Rammerstorfer, M. (2020). The information content of corporate social responsibility disclosure in Europe: an institutional perspective. *European Accounting Review*, 30(2), p. 309–348.
<https://doi.org/10.1080/09638180.2020.1763818>

- Moir, L. (2001). What do we mean by corporate social responsibility? *Corporate Governance*, 1, 2, p. 16-22. <https://doi.org/10.1108/EUM0000000005486>
- Mu, H.-L., Xu, J., Chen, S. (2024). The impact of corporate social responsibility types on happiness management: a stakeholder theory perspective. *Management Decision*, 62. 2, p. 591-613. <https://doi.org/10.1108/MD-02-2023-0267>
- Muniz, F., Guzmán, F., Paswan, A.K. and Crawford, H.J. (2019). The immediate effect of corporate social responsibility on consumer-based brand equity. *Journal of Product and Brand Management*, 28, 7, p. 864-879. <https://doi.org/10.1108/JPBM-09-2018-2016>
- Nguyen P. – A., Kecskés A., Mansi S. (2020). Does corporate social responsibility create shareholder value? The importance of long-term investors. *Journal of Banking and Finance*, 112, 105217. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.013>
- Okafor, A., Adeleye, B. N., & Adusei, M. (2021). Corporate social responsibility and financial performance: Evidence from US tech firms. *Journal of cleaner production*, 292. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126078>
- Orazalin N., Baydauletov M. (2020). Corporate social responsibility strategy and corporate environmental and social performance: The moderating role of board gender diversity. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27,4, p. 1664-1676. <https://doi.org/10.1002/csr.1915>
- Padilla-Lozano, C.P. and Collazzo, P. (2022). Corporate social responsibility, green innovation and competitiveness – causality in manufacturing. *Competitiveness Review*, 32, 7, p. 21-39. <https://doi.org/10.1108/CR-12-2020-0160>
- Pan X., Sinha P., Chen X. (2020). Corporate social responsibility and eco-innovation: The triple bottom line perspective. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 28, 1, p. 214-228. <https://doi.org/10.1002/csr.2043>.
- Parast, M.M. An assessment of the impact of corporate social responsibility on organizational quality performance: Empirical evidence from the petroleum industry. *Operations Management Research* 14, 138–151 (2021). <https://doi.org/10.1007/s12063-021-00190-3>
- Price J., M., Sun W. (2017). Doing good and doing bad: The impact of corporate social responsibility and irresponsibility on firm performance. *Journal of Business Research*, 80, 82-97. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.07.007>
- Raith D. (2023). The contest for materiality. What counts as CSR? *Journal of Applied Accounting Research*, 24 (1) p. 134–148. <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2022-0093>
- Ramesh K., Saha R., Goswami S., Sekar, Dahiya R.(2018). Consumer's response to CSR activities: Mediating role of brand image and brand attitude. *Corporate Social*

Responsibility and Environmental Management, 26, 2, p. 377-387.

<https://doi.org/10.1002/csr.1689>

- Ramzan M., Amin M., Abbas M. (2021). How does corporate social responsibility affect financial performance, financial stability, and financial inclusion in the banking sector? Evidence from Pakistan. *Research in International Business and Finance*, 55, 101314. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101314>
- Rani R., Vasishta P., Singla A., Tanwar N. (2025). Mapping ESG and CSR literature: a bibliometric study of research trends and emerging themes. *International Journal of Law and Management*, <https://doi.org/10.1108/IJLMA-09-2024-0301>
- Rao, K., Tilt, C. Board Composition and Corporate Social Responsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy and Decision Making. *Journal of Business Ethics* 138, p. 327–347 (2016). <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2613-5>
- Raza A., Furrukh M., Iqbal M., K., Farhan M., Wu Y. (2020). Corporate social responsibility and employees' voluntary pro-environmental behavior: The role of organizational pride and employee engagement. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 28, 3 p. 1104-1116. <https://doi.org/10.1002/csr.2109>
- Rehman S. U., Bresciani S., Yahiaoui D., Giacosa E. (2022). Environmental sustainability orientation and corporate social responsibility influence on environmental performance of small and medium enterprises: The mediating effect of green capability. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 29, 6 p. 1954-1967. <https://doi.org/10.1002/csr.2293>
- Reverte, C. (2016). Corporate social responsibility disclosure and market valuation: evidence from Spanish listed firms. *Review of Managerial Science*, 10, p. 411–435. <https://doi.org/10.1007/s11846-014-0151-7>
- Saivinod M., S., Sivakumar N. (2025), The relationship between ESG and CSR – achieving synergy through the golden triangle framework. *International Journal of Organizational Analysis*. <https://doi.org/10.1108/IJOA-10-2024-4935>
- Sameer, I. (2021). Impact of corporate social responsibility on organization's financial performance: evidence from Maldives public limited companies. *Future Business Journal*, 7, 29. <https://doi.org/10.1186/s43093-021-00075-8>
- Sánchez-Torné I., Morán-Álvarez J., C., Pérez-López J., A. (2020). The importance of corporate social responsibility in achieving high corporate reputation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27, 6, p. 2692-2700

- Schröder P. (2021). Corporate social responsibility (CSR) website disclosures: empirical evidence from the German banking industry. *International Journal of Bank Marketing*, 39, 5 p. 768–788. <https://doi.org/10.1108/IJBM-06-2020-0321>
- Shiu M. – S., Yang S. – L. (2015). Does engagement in corporate social responsibility provide strategic insurance-like effects? *Strategic Management Journal*, 38, 2, 455-470. <https://doi.org/10.1002/smj.2494>
- Singh K., Misra M. (2021). Linking Corporate Social Responsibility (CSR) and Organizational Performance: the moderating effect of corporate reputation. *European Research on Management and Business Economics*, 27, 1. <https://doi.org/10.1016/j.iedeen.2020.100139>
- Singh S., Khare A., Pandey K. S., Sharma P. D. (2021). Industry and community peers as drivers of corporate social responsibility in India: The contingent role of institutional investors. *Journal of Cleaner Production*, 295, 126316. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126316>
- Su, W., Peng, M.W., Tan, W., Cheung Y. – L. (2016). The Signaling Effect of Corporate Social Responsibility in Emerging Economies. *Journal of Business Ethics*, 134, p. 479–491. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2404-4>
- Tian, Q., Robertson, J.L. (2019). How and When Does Perceived CSR Affect Employees' Engagement in Voluntary Pro-environmental Behavior? *Journal of Business Ethics*, 155, 399–412. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3497-3>
- UAB „Ekonominės konsultacijos ir tyrimai“. (2018). Verslo tvarumo ir atsakingumo indeksas. Metodika. [Žiūrėta 2025-01-04]. Prieiga per internetą: <https://socmin.lrv.lt/uploads/socmin/documents/files/VTAI%20metodika.pdf>
- Wang, K.T., Li, D. (2016). Market Reactions to the First-Time Disclosure of Corporate Social Responsibility Reports: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 138, p. 661–682. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2775-1>
- Wang, Q., Dou, J., Jia, S. (2016). A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors. *Business and Society*, 55(8), 1083-1121. <https://doi.org/10.1177/0007650315584317>
- Wirba A., V. (2023). Corporate Social Responsibility (CSR): The Role of Government in promoting CSR. *Journal of the Knowledge Economy*, 15, p. 7428–7454. <https://doi.org/10.1007/s13132-023-01185-0>
- Zhou F., Zhu J., Qi Y., Yang J., An Y. (2021). Multi-dimensional corporate social responsibilities and stock price crash risk: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis* 78, 101928. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101928>

Zhu H., Li T., Tang J., Huang W. (2023). Corporate social responsibility strategies in competition and their implications. *International Journal of Production Economics*. 265, 108955. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2023.108955>

ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS ATSKLEIDIMO POVEIKIS JŲ AKCIJŲ KAINOMS

UGNĖ FREJUTĖ

Magistro baigiamasis darbas

Finansai ir bankininkystė

Vilniaus universiteto Ekonomikos ir verslo administravimo fakultetas

Darbo vadovė – Prof. Dr. Rasa Kanapickienė

Vilnius, 2026

SANTRAUKA

62 puslapiai, 23 lentelės, 5 paveikslai, 85 literatūros šaltiniai.

Pagrindinis šio magistro darbo tikslas – išanalizuoti įmonių socialinės atsakomybės ir jos atskleidimo poveikį įmonių akcijų kainoms.

Mokslinį darbą sudaro trys pagrindinės dalys: literatūros analizė ir sintezė, metodikos sudarymas, koreliacinė ir daugianarė regresinė analizė, išvados ir rekomendacijos.

Literatūros analizėje apžvelgiama įmonių socialinės atsakomybės koncepcija, dimensijos, jos reikšmė įmonėms. Taip pat išanalizuojamas įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikis įmonių akcijų kainoms.

Atlikus mokslinės literatūros analizę, atliktas kiekybinis tyrimas, kurio tikslas įvertinti įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikį 96-šioms Vokietijos įmonėms 2019-2023 m. laikotarpiu. Tyrimui atlikti naudojamos koreliacinė analizė ir modifikuotas tiesinis Ohlson (1995) regresijos modelis. Taip pat atliekamas 96-šių įmonių paskirstymas į tris makro sektorius (finansinį, pramonės ir vartojimo). Atliktas tyrimas parodė, jog visoje 96-šių įmonių imtyje įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas neturi statistiškai reikšmingo ryšio su įmonių akcijų kaina, tačiau finansiniame sektoriuje įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas yra statistiškai reikšmingas ir teigiamai susijęs su akcijų kaina. Kituose sektoriuose: pramonės ir vartojimo, svarbūs balansinė akcijos vertė ir turtas.

Išvadose ir rezultatuose pateikiami apibendrinti mokslinės literatūros, metodikos ir atlikto kiekybinio tyrimo rezultatai. Taip pat pateikiamos rekomendacijos ateities tyrimams.

THE IMPACT OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DISCLOSURE ON SHARE PRICES

UGNĖ FREJUTĖ

Master thesis

Finance and banking

Vilnius University, Faculty of Economics and Business Administration

Thesis supervisor – Prof. Dr. Rasa Kanapickienė

Vilnius, 2026

SUMMARY

62 pages, 23 tables, 5 pictures, 85 references.

The main purpose of this master's thesis is to analyse the impact of corporate social responsibility and its disclosure on companies' share prices.

The thesis consists of three main parts: literature review and synthesis, research methodology, quantitative research and conclusions with recommendations for future research.

The literature analysis examines the concept of corporate social responsibility, its dimensions and its significance for companies. In addition, previous empirical studies analysing the impact of corporate social responsibility disclosure on companies' share prices are reviewed.

Based on the literature analysis, a quantitative study was conducted with the aim of assessing the impact of corporate social responsibility disclosure on 96 German companies over the period 2019-2023. The empirical analysis employs correlation analysis and modified linear Ohlson (1995) regression model. Furthermore, the sample of 96 companies is divided into three macro-sectors: financial, industrial and consumer sectors. The results of the study indicate that, for the full sample of 96 companies, corporate social responsibility disclosure does not have a statistically significant relationship with share prices. However, in the financial sector, corporate social responsibility disclosure is found to be statistically significant and positively associated with share prices. In the industrial and consumer sectors, stock prices are primarily explained by book value per share and total assets.

The conclusion summarizes the key findings of the literature review, applied methodology and the empirical analysis. Recommendations for future research are provided.

PRIEDAI

1 priedas

Koreliacinė analizė

	PX_LAST	SOCIAL_DI	BVPS	EPS	ASSETS
PX_LAST	1.00	0.018	0.461	0.140	0.061
SOCIAL_DI	0.018	1.00	-0.006	0.006	0.110
BVPS	0.461	-0.006	1.00	0.251	0.278
EPS	0.140	0.006	0.251	1.00	0.037
ASSETS	0.061	0.110	0.278	0.037	1.00

Šaltinis: sudarytas autorės

2 priedas

Rezultatai, taikant Newey–West modifikuotos ilgalaikės paklaidų dispersijos įvertį

Kintamasis	Koeficientas	Standartinė paklaida	t statistika	p vertė
Intercept	3.9506e+01	1.3435e+01	2.9404	0.003437 **
SOCIAL_DI	1.3299e+01	1.8472e+01	0.7200	0.471891
BVPS	9.0057e-01	7.4191e-02	12.1385	< 2.2e-16 ***
EPS	8.1468e-02	1.2363e-01	0.6590	0.510238
ASSETS	-4.5861e-05	2.6972e-05	-1.7003	0.089721 .
Koreguoto determinacijos koeficiento vertė: 0,2129				
F(4, 475) = 33,39; p = 2.2e-16 ***				
Reikšmingumo lygmuo: *** – p < 0,001, ** – p < 0,01, . – p < 0,1				

Šaltinis: sudarytas autorės