

VYTAUTO DIDŽIOJO UNIVERSITETAS

Evelina BENDORAITIENĖ

**ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS POVEIKIO
FINANSINEI RIZIKAI, ATSIŽVELGIANT
Į SUINTERESUOTŲJŲ GRUPIŲ ELGSENĄ, VERTINIMAS**

Daktaro disertacija

Socialiniai mokslai, Ekonomika (04 S)

Kaunas, 2015

UDK 658.3
Be-182

Mokslo daktaro disertacija rengta 2011-2015 metais Vytauto Didžiojo universitete pagal suteiktą Vytauto Didžiojo universitetui, ISM Vadybos ir ekonomikos universitetui, Aleksandro Stulginskio universitetui, Mykolo Romerio universitetui ir Šiaulių universitetui (2011 m. birželio 8 d. LR Švietimo ir mokslo ministro įsakymas Nr. V-1019) doktorantūros teise.

Mokslinis vadovas:

Prof. dr. Valdonė Darškusienė (Vytauto Didžiojo universitetas, Socialiniai mokslai,
Ekonomika – 04S)

Lietuvių kalbos redaktorė:

Gritutė Petkevičiūtė

ISBN 978-609-467-177-7

TURINYS

PAGRINDINĖS DARBO SĄVOKOS IR TRUMPINIAI	8
IVADAS	10
I. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS, SUINTERESUOTŲJŲ GRUPIŲ ELGSENOS, FINANSINĖS RIZIKOS SĄSAJŲ TEORINĖ ANALIZĖ	22
1.1. Teorinių požiūrių į įmonių socialinę atsakomybę analizė	22
1.1.1. Įmonių socialinės atsakomybės sampratos genezė.....	22
1.2. Suinteresuotosios grupės ir jų elgsena įmonių atžvilgiu	32
1.2.1. Suinteresuotųjų grupių koncepcija.....	33
1.2.2. Suinteresuotųjų grupių poreikiai įmonės atžvilgiu.....	37
1.2.3. Suinteresuotųjų grupių elgsena įmonės atžvilgiu.....	39
1.3. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai teorinio modelio formavimo prielaidos	44
1.3.1. Teorinės įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimo prielaidos.....	44
1.3.2. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, empirinių tyrimų analizė.....	48
1.4. Teorinis įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelis	56
II. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS POVEIKIO FINANSINEI RIZIKAI, ATSIŽVELGIANT Į AGRESYVIĄ SUINTERESUOTŲJŲ GRUPIŲ ELGSENĄ, TYRIMO METODIKA	62
2.1. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelio sudarymas	63
2.1.1. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, modelio prielaidų formavimas.....	63
2.1.2. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis.....	65
2.1.3. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, tyrimo nuoseklumo pagrindimas.....	68
2.2. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo metodų pagrindimas	71
2.2.1. Įmonių socialinės atsakomybės vertinimo metodo pagrindimas.....	71
2.2.2. Įmonių finansinės rizikos matavimo metodo pagrindimas.....	75
2.2.3. Suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos vertinimo metodo pagrindimas.....	80
2.2.4. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelio papildomų kintamųjų pasirinkimo pagrindimas.....	83
2.2.5. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, ekonometrinio modelio pagrindimas.....	85

2.3. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo hipotezių formulavimas	88
III. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS POVEIKIO FINANSINEI RIZIKAI, ATSIŽVELGIANT Į SUINTERESUOTŲJŲ GRUPIŲ AGRESYVIĄ ELGSENĄ, VERTINIMAS ...	110
3.1. Empirinio tyrimo imtis	110
3.2. Empirinio tyrimo ribotumai	114
3.3. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, tyrimo rezultatai ir jų vertinimas	115
3.3.1. Įmonių socialinės atsakomybės ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų lyginamoji analizė	115
3.3.2. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, empirinio tyrimo rezultatai	119
3.3.3. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, empirinio tyrimo rezultatai	122
3.3.4. Įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimo poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimas	124
3.3.5. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo moderuojančių veiksnių empirinio tyrimo rezultatai	126
3.4. Tyrimo rezultatų apibendrinimas	134
IŠVADOS IR TOLESNĖS TYRIMŲ KRYPTYS	138
LITERATŪRA	144
PRIEDAI	156

Paveikslų sąrašas

<i>1.1 pav.</i> Disertacinio darbo loginė seka	21
<i>1.2 pav.</i> Suinteresuotųjų grupių elgsenos konceptualizavimas	43
<i>1.3 pav.</i> Teorinis ĮSA poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis	61
<i>2.1 pav.</i> Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis	66
<i>2.2 pav.</i> Tyrimo loginė seka	69
<i>2.3 pav.</i> Finansinės rizikos klasifikacija	75
<i>2.4 pav.</i> Akcijų gražos pasiskirstymo skirstinys	77
<i>3.1 pav.</i> Agreguoto ESG rodiklio bei atskirų jo komponentų ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų vidurkių pasiskirstymas tarp regionų	118
<i>3.2 pav.</i> Agreguoto ĮSA rodiklio ir suinteresuotųjų grupių aktyvios agresyvios elgsenos atvejų vidurkių pasiskirstymas tarp ekonominės veiklos sektorių	119

Lentelių sąrašas

<i>1.1 lentelė.</i> Įmonių socialinės atsakomybės koncepcijos genezė	26
<i>1.2 lentelė.</i> Suinteresuotųjų grupių koncepcijų apibendrinimas.....	34
<i>1.3 lentelė.</i> Suinteresuotųjų grupių poreikių identifikavimo požymiai.....	38
<i>1.4 lentelė.</i> Požiūriai į įmonių socialinės atsakomybės ir finansinės rizikos ryšį ekonomikos mokslo teorijose.....	47
<i>1.5 lentelė.</i> Įmonių socialinės atsakomybės ir įmonės rizikos sąsajų empirinių tyrimų analizė...50	
<i>1.6 lentelė.</i> Įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio finansinei rizikai empirinių tyrimų rezultatų palyginimas	54
<i>2.1 lentelė.</i> Finansinės rizikos vertinimo modeliai.....	76
<i>2.2 lentelė.</i> H2 hipotezės tikrinimo ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas	92
<i>2.3 lentelė.</i> H3 hipotezės ekonometrinio modelio tikrinimo kintamųjų kodavimas	94
<i>2.4 lentelė.</i> Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, priklausomybės nuo įmonės dydžio ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas	97
<i>2.5 lentelė.</i> Įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, priklausomybės nuo įmonės inovatyvumo lygio ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas	99
<i>2.6 lentelė.</i> Įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, priklausomybės nuo įmonės matomumo lygio ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas	102
<i>2.7 lentelė.</i> Įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo ekonominės veiklos sektoriaus ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas	105
<i>2.8 lentelė.</i> Įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo šalies socialinio aktyvumo ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas	108
<i>3.1 lentelė.</i> Tyrimo imties geografinis pasiskirstymas.....	112
<i>3.2 lentelė.</i> Įmonių sektorinis pasiskirstymas	113
<i>3.3 lentelė.</i> Įmonių socialinės atsakomybės rodiklio reikšmės pasiskirstymas tarp šalių	117
<i>3.4 lentelė.</i> H1 hipotezės tikrinimo rezultatų supaprastinta lentelė	120
<i>3.5 lentelė.</i> H2 hipotezės tikrinimo rezultatų supaprastinta lentelė	122
<i>3.6 lentelė.</i> ĮSA lygio pokyčio poveikio finansinei rizikai koeficientų statistinio reikšmingumo tikrinimo rezultatai	125

3.7 lentelė. Įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo ekonominės veiklos sektorių, empirinio tyrimo rezultatų supaprastinta forma	132
3.8 lentelė. Įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo šalies visuomenės socialinio aktyvumo tyrimo rezultatai	133

PAGRINDINĖS DARBO SĄVOKOS IR TRUMPINIAI

Antrinės suinteresuotosios grupės – suinteresuotosios grupės, kurios neturi tiesioginės prieigos prie įmonės išteklių, todėl daromas poveikis įmonės veiklos rezultatams yra netiesioginis (Helmig ir kt., 2013).

Finansinė rizika – rizika, pasireiškianti per finansinius nuostolius įmonei. Finansinė rizika kyla dėl nestabilumo ir nuostolių finansų rinkoje (rinkos rizika) bei įmonės netinkamai įgyvendinamos finansinės veiklos (neigiami įmonių veikos rezultatai) (Horcher, 2005).

Įmonių socialinė atsakomybė – įmonių socialinė atsakomybė yra savanoriška įmonių veikla įgyvendinant ekonominę, teisinę, etinę ir filantropinę atsakomybę, kuri pasireiškia ekonominių, aplinkosauginių bei socialinių iniciatyvų forma ir yra priklausoma nuo vidinių bei išorinių įmonės veiksmų.

Įmonių socialinės atsakomybės lygis – parodo, koku lygiu įmonė prisiima socialinę atsakomybę. Įmonių socialinės atsakomybės lygį lemia organizacijos narių etinės nuostatos ir organizacijos kultūra, visuomenės vertybės, pozicija ir nuostatos (Pruskus, 2003).

Kolektyvinis elgesys – koordinuotas veiksmas tarp dviejų ar daugiau asmenų, kurie bent menkiausiu būdu patenkina individualius poreikius ir gauna bendrai patiriamą naudą (King, 2008, p. 22).

Kredito rizika – finansų rinkų sistemoje apibrėžiama kaip tikimybė, kai viena sandorio šalis nesugebės atsiskaityti sutartyje nustatyta tvarka, atėjus terminui, dėl skolininkų įsipareigojimų nevykdymo, kita sandorio šalis patirs reikšmingų nuostolių (Horcher, 2005).

Mediatorius – tarpinis kintamasis, per kurį nepriklausomas kintamasis netiesiogiai veikia priklausomą kintamąjį (Gadeikienė, 2014).

Moderatorius – veiksnys, kuris lemia priklausomo ir nepriklausomo kintamųjų sąveikos stiprumą (Gadeikienė, 2014; Muller ir kt. 2005).

Neigiama rizika – rizika, jog įmonės laukiami rezultatai gali nukrypti į neigiamą pusę. Šiuo atveju darbe yra nagrinėjama neigiama finansinė rizika, parodanti galimą akcijų grąžos nukrypimą į neigiamą pusę.

Neigiamo nuokrypio beta – matuoja įmonės grąžos dydį lyginant su rinkos grąža tik tais laikotarpiais, kai rinkos grąža yra mažesnė nei vidutinė, mažesnė nei nerizikingos grąžos dydis arba investuotojo pasirinkta investicijų grąža minimali (daugeliu atveju lygi 0) (Estrada, 2007).

Nesisteminė rizika – rizika, įvairias turto rūšis veikianti nevienodai ir turinti mažai arba visai neturinti ryšio su rinkos rizika, todėl gali būti sumažinta arba pašalinta iš portfelio diversifikuojant (Horcher, 2005).

Pirminės suinteresuotosios grupės – suinteresuotosios grupės, turinčios tiesioginį poveikį įmonių veiklos rezultatams (Freeman, 1984).

Rinkos rizika – tikimybė investuotojui patirti nuostolius dėl veiksnių, veikiančių visą finansų sistemą (Horcher, 2005).

Sisteminė rizika – pasireiškia tam tikros šalies, ekonominės veiklos sektorių arba viso pasaulio mastu ir yra nepriklausoma nuo įmonės specifinių veiksnių, todėl sisteminės rizikos neįmanoma sumažinti (Horcher, 2005).

Socialinis kapitalas – kapitalo forma (fizinio, finansinio, intelektualinio), kurį tikisi gauti ekonominėje veikloje veikiantys individai kaip grąžą iš investicijos nematerialia forma (Varheim, 2009).

Suinteresuotosios grupės – apima asmenis, kurie gali nulemti įmonės veiksmus arba būti veikiami įmonės tikslų (Freeman, 1984).

Suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena – suinteresuotųjų grupių veiksmai, pasireiškiantys streikų, protestų, boikotų, teisminių procesų (ieškinių) formomis (Eesley, Lenox, 2005).

Suinteresuotųjų grupių elgsena – pasireiškia per suinteresuotųjų grupių veiksmus įmonės atžvilgiu. (Eesley, Lenox, 2005).

Suinteresuotųjų grupių pasyvi elgsena – suinteresuotųjų grupių veiksmai, pasireiškiantys laiškų rašymo, balsavimo teisių ir bendradarbiavimo formomis (Eesley, Lenox, 2005).

Šalių visuomenės socialinis aktyvumas – šalių visuomenės, įvairių suinteresuotųjų grupių, aktyvistų, nevyriausybinių organizacijų aktyvumas, polinkis aktyviai reikšti nepasitenkinimą esama situacija (Campbell, 2007).

IVADAS

Temos aktualumas. Spartėjant globalizacijos procesams dauguma kompanijų susiduria su didėjančiais bendruomenės, valdžios, profesinių sąjungų, darbuotojų, tiekėjų ir kitų suinteresuotųjų grupių reikalavimais įmonėms. Vadovaudamasi minėtų grupių reikalavimais kartais įmonės formuoja socialinės atsakomybės politiką ir ją įgyvendina praktikoje. Vykstant stipriai konkurencijai, ekonomikos svyravimams, tolesnis gyvavimas priklauso nuo jų gebėjimo išsiskirti iš konkurentų, sukurti palankią reputaciją tarp suinteresuotųjų grupių, pritraukti didesni vartotojų skaičių ir įgyti socialinį pritarimą. Įmonių ekonominių rezultatų gerėjimas nebegali būti vertinamas atsietai nuo jų aplinkoje veikiančių suinteresuotųjų grupių interesų ir jų raiškos. Vis dažniau akcentuojama, jog įmonės turėtų prisiimti atsakomybę už savo įtaką socialinei aplinkai.

Įmonių socialinės atsakomybės įgyvendinimas suteikia įmonėms daugybę privalomų, tačiau taip pat kelia naujų nestabilumo šaltinių ir rizikų. Didėjanti įmonių ir jų suinteresuotųjų grupių tarpusavio priklausomybė ir paslėpti neapibrėžtumai sąlygoja augantį poreikį įmonėms plėstis, formuojant glaudesnius ryšius su suinteresuotosiomis grupėmis. Įmonių veiklos plėtra nekeliant papildomos rizikos yra aktualus ir svarbus šiandienos klausimas, todėl įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimas tampa svarbus tiek teorine, tiek praktine prasme.

Poreikis vertinti įmonių socialinės atsakomybės reiškinį kyla dėl įmonių socialinės atsakomybės ir įmonių veiklos rezultatų sąveikos nevienareikšmiškumo. Vis dažniau keliamas klausimas dėl naujo požiūrio į įmonių socialinę atsakomybę, jos sąveikos su įmonių veiklos rezultatais ir priklausomybės nuo suinteresuotųjų grupių elgsenos. Tyrėjai ir toliau diskutuoja dėl verslo vaidmens bei atsakomybės prisiimant ir sprendžiant svarbias globalines problemas, tokias kaip klimato kaita, skurdas ir korupcija. Viena vertus, verslas yra matomas kaip pagrindinė sąlyga išspręsti šias problemas. Antra vertus, ekonomikos išsivystymas tampa problemų šaltiniu, kai kalbama apie rinkos nesėkmes (2008–2009 m. finansų krizė). Šiame kontekste reikia pabrėžti, jog istoriškai yra įvykusį akivaizdi pažanga ginant visuomenės interesus nuo neigiamų ekonomikos plėtros padarinių. Sektiniais pavyzdžiais galima būtų paminėti: Monrealio susitarimą 1993 m., kurio pasekmė – sėkminga kova su ozono sluoksnį ardančių medžiagų naudojimu visame pasaulyje; taip pat tai, jog didelės farmacinės kompanijos parduoda vaistus nuo ŽIV besivystančiose šalyse už prieinamą kainą; „Baltic Petroleum“ naftos kompanijos išmoka už 2010 m. Meksikos įlankoje išsiliejusią naftą. Šie pavyzdžiai patvirtina, jog veikiant viešiesiems interesams visuomenė nėra pasyvus stebėtojas, bet vykdo veiksmingą verslo veiklos kontrolę. Praktika patvirtina, jog visuomenės interesai pasireiškia per moralinius

kodeksus, etikos normas, vartotojų pasirinkimą, reguliavimo nuostatas ar teisinius procesus, kurie formuoja galimas verslo pelno ribas.

Įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonėms, jų finansinei rizikai, vertinamai visuomenėje, yra vis reikšmingesnis vadovams ir investuotojams. Vadovams, siekiantiems sumažinti galimą verslo nestabilumą, dėl kurio tiesiogiai priklauso verslo sėkmė, tampa aktualūs mokslinių tyrimų rezultatai. Tai lemia galimybę nustatyti, koku mastu investicijos į įmonių socialinę atsakomybę gali padidinti ar sumažinti būsimų įmonės veiklos rezultatų stabilumą. Galiausiai, atsižvelgiant į finansų rinkų suirutę 2000–2002 m., kurią sukėlė *Dot.com* burbulas, 2008–2009 metų nekilnojamojo turto nuosmukį ir finansų sistemos krizę, kai dauguma akcijų indeksų per kelis mėnesius visame pasaulyje smuko ir prarado nemažą dalį savo rinkos vertės, įmonių finansinės rizikos galimos priežasties vertinimas tampa itin svarbus ir aktualus. Esant tokioms aplinkybėms suprantama, jog vidutiniam investuotojui didėja rizikos baimė, siekiama jos vengti ir daugiau dėmesio yra nukreipta į rizikos minimizavimą nei didelių grąžų iš investicijų ieškojimą. Dėl šios priežasties tampa aktualus neigiamų rizikos pasekmių vertinimas.

Mokslinė problematika ir jos ištyrimo lygis. Nepaisant šiuo metu didėjančio susidomėjimo įmonių socialine atsakomybe ir išaugusia suinteresuotųjų grupių elgsenos problematika, įmonių socialinės atsakomybės teorinis paaiškinimas ir jos poveikio įmonių veiklos rezultatams vertinimas lieka toliau besitęsiančių mokslinių diskusijų objektas. Mokslinėje literatūroje galima rasti skirtingų įvairios apimties ir gylio įmonių socialinės atsakomybės apibrėžimų, jų interpretacijų, taikomų empirinių tyrimų metodų ir jų rezultatų.

Skirtumas tarp įmonių socialinės atsakomybės apibrėžimų lemia keletas priežasčių:

1. įmonių socialinė atsakomybė yra iš esmės ginčijamas reiškinys, kompleksinis turinio prasme, turintis gana plačias supratimo ribas (Crane, Matten, 2004, p. 433–434);
2. įmonių socialinė atsakomybė yra daugiaplanis terminas, sutampantis su kitais verslo ir visuomenės ryšius apibūdinančiais reiškiniais (Matten ir Crane, 2005), tokiais kaip: moralė, korporacinė pilietybė (angl. *corporate citizenship*), aplinkosauginė atsakomybė, „žalioji“ rinkodara (angl. *green marketing*), susijusių asmenų įsipareigojimas, įmonės atsakingumas, verslo etika, socialiai atsakinga investicija, įvairovės vadyba, žmogaus teisės, atsakinga aprūpinimo grandinės vadyba, įmonių labdara ir filantropija ir kt. (Amaeshi ir Adi, 2006);
3. įmonių socialinė atsakomybė yra dinamiškas reiškinys (Carroll, 1999), kurio samprata kinta priklausomai nuo laikotarpio.

Įmonių socialinės atsakomybės reiškinio apibrėžimo skirtumus lemia ir tai, jog mokslininkai studijuoja įmonių socialinę atsakomybę skirtingų mokslo kryptių kontekste arba skiriasi jų konceptualūs suvokimai (Carroll, 1999; Garriga, Mele, 2004; Waddock, 2004).

Dažnai įmonių socialinė atsakomybė yra nagrinėjama rinkodaros (Maignan, Ferrell, 2003), vadybos (Aguinis, Glavas, 2012), operacijų valdymo (Brammer ir kt., 2011), ekonomikos, finansų mokslų atstovų (Oikonomou ir kt., 2012; Salama ir kt., 2009). Apibrėžimų skirtumus lemia ir analizės lygiai (institucinis, organizacinis, individualus). Nors įmonių socialinė atsakomybė įprastai tiriama vienu lygiu, tačiau makrolygmuo (institucinis ar organizacinis) labiau vyrauja nei mikrolygmuo (individualus lygmuo) (Aguinis, Glavas, 2012). Taip pat įmonių socialinės atsakomybės suvokimą lemia tyrėjų požiūris į įmonių atsakomybę ir jos tikslą ekonominėje sistemoje. Mokslinėje literatūroje išskiriama keletas požiūrių (deskriptyvus, instrumentinis normatyvinis, strateginis) į įmonių socialinę atsakomybę, kuriuos lemia metodologinės prielaidos dėl tiriamo reiškinio.

Dauguma mokslininkų, nagrinėdami įmonių socialinę atsakomybę ir jos poveikį įmonių veiklos rezultatams (Benjamin, Orlitzky, 2001; Margolis, Walsch, 2003), vertei ar rizikai (Oikonomou ir kt., 2012; Bouslach ir kt., 2013; Salama ir kt., 2011; Kolbel ir kt., 2013), tyrimus grindžia suinteresuotųjų grupių teorija. Todėl šiame kontekste mokslininkai suvokia įmonių socialinę atsakomybę kaip priemonę derinti įvairių suinteresuotųjų grupių poreikius, kas leidžia daryti prielaidas dėl įmonių socialinės atsakomybės teigiamo poveikio įmonių veiklos rezultatams. Teigiami rezultatai čia suprantami kaip darbuotojų lojalumas (Lou, Bhattacharya, 2009), reputacijos didinimas (Tsoutsoura, 2004; Testa, 2008), vertės augimas, finansinės (Louche ir kt., 2010) ir kredito (Bouslach, ir kt., 2013) rizikos mažinimo užtikrinimas.

Vertinant įmonių socialinę atsakomybę įmonės rizikos (finansinės, kredito, strategijos, reputacijos praradimo) kontekste, mokslinėje literatūroje pastebimos tokios skirtingos tyrimų kryptys: įmonių socialinė atsakomybė suvokiama kaip rizikos valdymo mechanizmas (Louche ir kt., 2010; Godfrey ir kt., 2009; Tsoutsoura, 2004; Testa, 2008; Kytel ir Ruggie, 2005), vertinami įmonių socialinės atsakomybės rizikos šaltiniai (Tsoutsoura, 2004; Heugens ir Dentchev, 2007), įmonių socialinės atsakomybės poveikis veiklos rezultatams ir atliekami tiesioginės įtakos įmonių finansinei rizikai vertinimai (Spicer, 1978; Aupperle, Pham, 1989; Aupperle ir kt., 1985; Lou, Battacharya, 2009; Salama ir kt., 2009; Oikonomou ir kt., 2012; Dufrense, Savaria, 2004), įmonių socialinės atsakomybės ir finansinės rizikos sąsajų tyrimai (Orlitzky, Benjamin, 2001). Pastebėtina, jog moksliniuose tyrimuose įrodinėjama, kad investicijos į įmonių socialinę atsakomybę didina įmonių reputaciją, o tai pritraukia naujų klientų ir išlaiko esamų klientų ratą, kas didina įmonės pardavimų apimtį ir gerina įmonių finansinę būklę (finansinius rodiklius). Mokslininkai akcentuoja, jog to rezultatas – įmonės toliau gali investuoti į įmonių socialinės atsakomybės didinimą ir santykių su suinteresuotosiomis grupėmis gerinimą. Visgi blogėjant finansinei būklei mažinamos investicijos į įmonių socialinę atsakomybę, kas mažina įmonių reputaciją ir galimai neigiamai veikia santykius su įmonės suinteresuotosiomis grupėmis.

Tyrimais įrodyta, jog tarp įmonių socialinės atsakomybės ir įmonių finansinės veiklos rezultatų egzistuoja tarpusavio priklausomybė.

Pastebėtina, jog tyrimuose, kuriuose vertinamas įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, gaunami nevienareikšmiai rezultatai: vienais atvejais įmonių socialinė atsakomybė turi tiesioginį poveikį įmonių finansinei rizikai (Hillman, Keim, 2001), kitais atvejais – atvirkštinį poveikį (Brammer ir kt., 2006; Salama ir kt., 2011) arba pažymima, jog nėra jokio ryšio tarp šių dviejų reiškinų (Renneboog ir kt., 2008; Bauer ir kt., 2009; Humphrey ir kt., 2012; Kim, 2010). Skirtumus tarp autorių tyrimų rezultatų galima paaiškinti naudojamais skirtingais rodikliais, kuriais vertinama finansinė rizika (sisteminė ir nesisteminė rinkos rizika; neigiamo nuokrypio beta apskaičiuojama rinkos rizika; bendra rinkos rizika, skaičiuojama standartiniu nuokrypiu), ir įmonių socialinės atsakomybės vertinimo metodikų netolygumu. Pastebima, jog įmonių socialinei atsakomybei vertinti naudojami: „Kinder Lydenberg Domini & Co“ („KLD Domini“) duomenų bazės ir „Sustainable Asset Management“ (SAM) skaičiuojami rodikliai, „Dow Jones Sustainability“ (DJSI) indeksai ir įvairių reitingavimo agentūrų pateikiami socialinės atsakomybės lygio rodikliai. Šia prasme tikslinga būtų tirti, kokiomis sąlygomis įmonių socialinė atsakomybė gali didinti finansinę naudą arba atvirkščiai sukelti finansinius nuostolius. Išvalgas dėl galimo netiesioginio įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių veiklos rezultatams argumentuoja ir kiti mokslininkai (Scherck 2011; Barnett, 2007; Servaes, Tamyo, 2013; Mishra, Suan, 2010), tačiau empiriniai tyrimai vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į skirtingų suinteresuotųjų grupių elgseną, nėra išplėtoti.

Reikia pastebėti, jog daugeliu atvejų įmonių socialinės atsakomybės poveikis yra nagrinėjamas skirtingai vertinamai finansinei rizikai: sistemei (Lou, Bhattacharya, 2009; Salama ir kt., 2011), nesistemei (Dufrense, Savaria, 2004; Lee, Faff, 2009; Mishra, Modi, 2012; Bouslah ir kt., 2013), bendrai rizikai (Jo, Na, 2012; Kim, 2010; Kim ir kt., 2012), neigiamo nuokrypio rizikai (Oikonomou ir kt., 2012) ir kt. Verta paminėti, jog poveikis neigiamo nuokrypio finansinei rizikai yra mažiausiai tirtas.

Finansinė rizika literatūroje yra vertinama dvejopai: kaip rinkos (sisteminė, nesisteminė) rizika ir įmonės finansinės veiklos rizika. Finansinės veiklos rizika yra matuojama finansinių rodiklių nuokrypiais, o rinkos rizika yra skirstoma į sisteminę bei nesisteminę ir matuojama akcijų grąžos svyravimais. Finansinė rizika mažai vertinta kaip neigiama rizika (akcijų grąžos nuokrypiai į neigiamą pusę), todėl kyla poreikis vertinti įmonių socialinės atsakomybės poveikį neigiamai finansinei rizikai. Neigiama finansinė rizika nustatoma rinkos rizikos vertinimo metodais (neigiamais akcijų grąžos nuokrypiais, kurie gali būti išmatuojami įvairiais rodikliais, pavyzdžiui, neigiamo nuokrypio beta ir kt.).

Finansinės rizikos mato pasirinkimą lemia keli argumentai. Pirma, tradiciniai finansinės rizikos matavimo modeliai remiasi beta skaičiavimais, darant prielaidą, jog akcijų grąžos pasiskirstymas yra simetrinis (pavyzdžiui, esant normaliojo skirstinio atveju). Vis dėlto dažniausiai grąžos pasiskirstymas yra asimetrinis (DeFusco ir kt., 1996), tuomet arba neigiami kainų svyravimai turės dominuojantį poveikį teigiamai rizikai, arba atvirkščiai. Antra, pasinaudojant diversifikacija portfelio nesisteminė rizika gali būti eliminuota, todėl investuotojams yra kompensuojama tik už jų investicijoms gresiančią rinkos riziką. Trečia, remiantis nuostolių vengimo naudingumo teorija „nuostoliai ir trūkumai turi didesnę įtaką investuotojų pasirinkimui nei nauda ir privalumai“ (Tversky ir Kahneman, 1991, p. 1039). Dėl šios priežasties esant neigiamos rizikos tikimybei investuotojai yra atsargesni ir už investicijas į įmonės akcijas gali reikalauti didesnės grąžos.

Literatūroje akcentuojama suinteresuotųjų grupių reikšmė ir tiriama jų įtaka įmonei (Helmig ir kt., 2013; Eesley ir Lenox, 2005; Huijstee, Glasbergen, 2010; Ten ir kt., 2010; Zietsma, Winn, 2008; Henriques, Sharma, 2005; Hendry, 2005; Frooman, Murrell, 2005; Tsai ir kt., 2005; Frooman, 1999; Helmig ir kt., 2013), išskiriant jų poreikius ir elgseną (Eesley, Lenox, 2005; Vasi, King, 2012, King, Soule, 2008), tačiau daugeliu atveju vertinama tik teigiama suinteresuotųjų grupių reakcija į įmonių socialinę atsakomybę ir galimas teigiamas rezultatas, pasireiškiantis kaštų mažėjimu ir reputacijos didėjimu (Rowley, Moldoveanu, 2003; Vasi, King, 2012). Paminėtų autorių tyrimuose eliminuojamas galimas neigiamas suinteresuotųjų grupių poveikis įmonių veiklos rezultatams: akcijų grąžos neigiami nuokrypiai (King, Soule, 2007; Eesley, Lenox, 2005; Doh, Guay, 2006), obligacijų pajamingumo mažėjimas (Bouslach ir kt., 2013).

Mokslinėje literatūroje suinteresuotųjų grupių elgsena skirstoma į pasyvią ir agresyvią (Eesley, Lenox, 2005), agresyviai suinteresuotųjų grupių elgsenai priskiriant streikus, protestus, boikotus ir teisinius ieškinius, o pasyviai – laiškų rašymą, bendradarbiavimo procesą ir suinteresuotųjų grupių balsavimo teise paremtus veiksmus. Pastebėtina, jog agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena yra žymiai įtakingesnė ir turi didesnę poveikį įmonių rezultatams nei pasyvi suinteresuotųjų grupių elgsena. Tokia suinteresuotųjų grupių elgsenos išraiška turi potencialą tiesiogiai paveikti įmonių operacinius kaštus, didinant išlaidas viešiesiems ryšiams ar teisiniams mokesčiams. Boikotai, streikai ir protestai pritraukia papildomą įmonių veiklą reguliuojančių institucijų dėmesį ir neigiamai veikia įmonių reputaciją, jų galimybę pritraukti ar išlaikyti klientus, darbuotojus ir akcininkus.

Disertacijoje aptariamuose tyrimuose išskiriama suinteresuotųjų grupių svarba vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį veiklos rezultatams ir rizikai (kredito, finansinei). Taip pat vertinamas suinteresuotųjų grupių elgsenos poveikis kredito (Kolbel, Busch, 2013) ar

finansinei rizikai (Doh, Guay, 2006), pasireiškiantis per streikus, protestus ar neigiamą žiniasklaidos dėmesį. Tyrimuose daroma prielaida, jog kylanti rizika yra nepriklausoma nuo įmonių socialinės atsakomybės lygio. Manoma, jog suinteresuotųjų grupių elgsenos sukuriama rizika įmonei yra nepriklausoma nuo įmonių socialinės atsakomybės ir jos lygio pokyčių: ar jis, priklausomai nuo suinteresuotųjų grupių elgsenos, padidėjo, ar sumažėjo. Taigi vertėtų ir toliau vykdyti tyrimus, vertinančius įmonių socialinės atsakomybės galimą poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, darant prielaidą, kad jos reaguoja į įmonės socialiai atsakingą veiklą, įmonės socialinės atsakomybės lygio pasikeitimus, kas, savo ruožtu, gali padidinti įmonių finansinę riziką.

Lietuvoje mokslinėse studijose vyrauja vadybinės problematikos tyrinėjimai. Galima išskirti keletą tyrimų krypčių. Daugeliu atveju nagrinėjama įmonių socialinės atsakomybės svarba Lietuvos įmonėms (Šimanskienė, Paužuolienė, 2010; Kontautienė, Navickas, 2013; Mauricienė, Paužuolienė, 2013), atskleidžiant įmonių socialinės atsakomybės įgyvendinimą (Pučėtaitė, 2009; Gineitienė, Žiogelytė, 2010; Juščius, Jonikas, 2013) ir sąsajas su organizacine kultūra (Šimanskienė, Paužuolienė, 2010), įmonių socialinės atsakomybės tendencijas Lietuvoje (Ruževičius, Serafinas, 2007; Astromskienė, Adamonienė, 2009), ekonominės krizės poveikį įmonių socialinei atsakomybei (Bernatonytė, Vilkė, Keizerienė, 2009; Juščius, 2009) ir verslo požiūrį į įmonių socialinę atsakomybę (Kovaliov, Snieška, Simanavičius, 2009).

Taip pat galima išskirti tyrimų kryptį, kai nagrinėjamas socialinės atsakomybės atskleidimas (Leitonienė, Šapkauskienė, 2012; Dagilienė, Leitonienė, Grencikova, 2014; Dagilienė, Gokienė, 2012) ir jo poveikis įmonių rezultatams (Jusčius, Šneiderienė, Griauslytė, 2013).

Atskirais atvejais tiriama įmonių socialinės atsakomybės įtaka regionų plėtrai (Jusčius, Šneiderienė, 2013), vertinami atskiri įmonių socialinės atsakomybės komponentai, kaip filantropija ir jos poveikis įmonių veiklos rezultatams (Korsakienė, Marcinkevičius, 2013; Navickas, Kontautienė, 2011; Kazlauskaitė, Bučiūnienė, Kazlauskas, 2010), įmonės įvaizdžiui (Virvilaitė, Daubaraitė, 2011; Arlauskienė, Vanagienė, 2011), Lietuvos verslo vientisumui (Kontautienė, Navickas, 2013), žmoniškųjų išteklių valdymo įmonių socialinės atsakomybės kontekste poveikis įmonių veiklos rezultatams (Bučiūnienė, Kazlauskaitė, 2012; Kazlauskaitė, Bučiūnienė, 2010).

Verta akcentuoti, kad ir Lietuvos mokslininkai nagrinėja įmonių socialinės atsakomybės koncepciją (Vaitkevičius, Stukaitė, 2009; Vveinhardt, Andriukaitienė, 2014; Vveinhardt, Andriukaitienė, Cunha, 2014; Jonikas, 2012) ir jos sąsajas su socialiniu kapitalu, bendrąja verte. Tyrimai atskleidė, jog įmonių socialinė atsakomybė galimai generuoja bendrąją vertę, yra glaudžiai susijusi su socialiniu kapitalu ir atsiskleidžia per įmonės sėkmės ir socialinės gerovės

santyki. Suinteresuotųjų grupių koncepcija, jų poreikiai ir svarba įgyvendinant įmonių socialinę atsakomybę, jų santykis su įmonių veiklos rezultatais Lietuvoje yra tyrinėtas tik keletu mokslininkų (Valackienė, Mickevičienė, 2011). Empirinių tyrimų, vertinusių įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių veiklos rezultatams, jos vertei, yra vos keletas (Kovaliov, 2009; Gadeikienė, 2014).

J. Vveinhardt ir R. Andriukaitienės (2014) empirinių ir teorinių studijų Lietuvoje analizė atskleidė, jog Lietuvoje yra neišplėtotos diskusijos dėl integralaus socialinės atsakomybės vystymosi, pabrėžiamas mokslinių tyrimų poreikis vystant diskusiją dėl visuomenės, organizacijų ir individų sąveikos, taip apimant santykių tarp įmonės ir jos suinteresuotųjų grupių vertinimą. Tyrimų, vertinusių įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, įmonės socialinės atsakomybės ir suinteresuotųjų grupių elgsenos priklausomybę ir jų įtaką įmonių finansinei rizikai, Lietuvoje taip pat stokojama. Daugeliu atveju suinteresuotųjų grupių elgsena vertinama atskirai, tyrimuose neįtraukiant įmonių socialinės atsakomybės, darant prielaidą, jog rizika, kylanti iš suinteresuotųjų grupių, yra nepriklausoma nuo įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės.

Apibendrinant disertacijoje analizuotas mokslines studijas galima teigti, jog daugumoje tyrimų dėmesys kreipiamas į tokias svarbias įmonės socialinės atsakomybės problemas: kokia yra įmonių socialinės atsakomybės svarba ir nauda įmonei; kokios apimtys ir detalumo galėtų būti socialinės atsakomybės fenomenas; kokia socialinės atsakomybės paskirtis ir poveikio padariniai; kaip socialinė atsakomybė sąlygoja įmonės valdymo priemones, tampa rizikos reguliavimo instrumentu; kaip pasireiškia suinteresuotųjų grupių teigiama reakcija į įmonių socialinę atsakomybę ir kt. Mokslinės diskusijos apie suinteresuotųjų grupių poreikių tenkinimą, galimą įmonių socialinės atsakomybės dėl agresyvios suinteresuotųjų grupių elgsenos poveikį finansinei rizikai yra aktualios tiek teorine, tiek praktine prasme. Diskusijos, kuriose vertinimo prasme gali būti siejami trys reiškiniai – įmonių socialinė atsakomybė, suinteresuotųjų grupių elgsena ir įmonių finansinė rizika, plėtojamos šiame disertaciniame darbe.

Disertacijoje formuluojama mokslinė problema: kokį poveikį įmonių socialinė atsakomybė daro įmonių finansinei rizikai ir kaip jį įvertinti, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną?

Mokslinio tyrimo objektas – įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai.

Darbo tikslas – ištyrus įmonių socialinės atsakomybės reiškinį, suinteresuotųjų grupių vaidmenį, įvertinti įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną.

Siekiant iškelto tikslo, disertacijoje sprendžiami tokie **uždaviniai**:

1. Išanalizuoti teorinius požiūrius į įmonių socialinę atsakomybę, jos turinį ir dedamąsias.
2. Apibendrinti suinteresuotųjų grupių sampratų įvairovę, poreikius ir elgseną įmonės atžvilgiu.
3. Atskleisti įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai sąveiką skirtingų teorijų ir empirinių tyrimų kontekste.
4. Suformuoti įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelį.
5. Parengti įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, tyrimo metodiką.
6. Įvertinti įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, naudojantis parengta metodika.

Mokslinio tyrimo metodai. Siekiant apibrėžti įmonių socialinės atsakomybės ir suinteresuotųjų grupių turinio koncepciją, apibendrinti jų turinį ir atskleisti įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai per suinteresuotųjų grupių elgseną pasireiškimo prielaidas, buvo naudojama teorinių studijų ir atliktų empirinių tyrimų lyginamoji analizė.

Siekiant palyginti įmonių socialinės atsakomybės lygį tarp šalių ir tarp skirtingų ekonominės veiklos sektorių, išskirti jo skirtumus ir palyginti įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimo ir suinteresuotųjų grupių elgsenos intensyvumą, buvo pasitelktas statistinių duomenų lyginamosios analizės metodas.

Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimas buvo atliekamas pasitelkiant ekonometrinį metodą (panelinių duomenų atsitiktinių efektų regresinę analizę („Gretl“ programinis paketas).

Moksliniame darbe naudoti šaltiniai. Atliekant teorinių įžvalgų apie įmonių socialinę atsakomybę, suinteresuotųjų grupių elgseną ir finansinės rizikos sąsajų analizę, nustatant vertinimo modelio metodines prielaidas, parenkant tyrimui reikalingus rodiklius ir metodus, disertacijoje remtasi užsienio ir Lietuvos mokslininkų darbais.

Empirinio įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo pagrindą sudaro „Bloomberg“ duomenų bazėje pateiktų 2010–2013 metų įmonių socialinės atsakomybės lygio, akcijų grąžos ir įmonių finansiniai rodikliai bei suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos paskelbimo atvejai –

identifikuota suinteresuotųjų grupių elgsena kiekvieniems tyrimo periodo metams, kiekvienai tyrimo imties įmonei.

Darbo mokslinį naujumą nusako šie gauti rezultatai:

1. Atskleidus skirtingus požiūrius į įmonių socialinę atsakomybę (norminis, deskriptyvus, strateginis, instrumentinis), suinteresuotąsias grupes, jų elgseną skirtinguose tyrimų kontekstuose (oportunizmo, suinteresuotųjų grupių, ribotų išteklių ir socialinio judėjimo), argumentavus suinteresuotųjų grupių elgsenos vertinimo teorinį reikšmingumą, disertacijoje pagrįsta praktinė nauda kompleksiskai nagrinėti suinteresuotųjų grupių elgseną, sujungiant suinteresuotųjų grupių poreikius, aktyvumą ir spaudimą.
2. Remiantis įmonių socialiai atsakingos veiklos netiesioginio poveikio įmonių veiklos rezultatams, įmonės vertei ir rizikai (finansinei, kredito ir t. t.) vertinimo nuostata, pagrįstas būtinumas tirti nagrinėjamus reiškinius kompleksiskai, tai yra, sujungiant įmonių socialinę atsakomybę, suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną ir įmonių finansinę riziką.
3. Sudarytas įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis, įtraukiant moderuojančius (įmonės dydis, įmonės matomumo ir inovatyvumo lygis, šalies socialinis aktyvumas, ekonominės veiklos sektorius) ir medijuojančius (suinteresuotųjų grupių elgsena) veiksnius. Sudarytas modelis įgalina pagrįsti netiesioginį poveikį finansinei rizikai, kuri priklauso nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos pobūdžio; leidžia įvertinti nagrinėjamus reiškinius kompleksiskai, vertinant jų tarpusavio ryšį statiniu ir dinaminiais aspektais, veikiant vidiniams ir išoriniams aplinkos veiksniams, keičiantis įmonių socialinės atsakomybės lygiui.
4. Parengta įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo metodika, kuri remiasi šių metodų taikymu: „Bloomberg“ ESG rodikliu (įmonių socialinei atsakomybei vertinti), neigiamo nuokrypio beta rodikliu (finansinei rizikai vertinti) ir kiekybine turinio analize (suinteresuotųjų grupių agresyviai elgsenai vertinti).

Darbo praktinį pritaikomumą nusako šie gauti rezultatai:

1. Išanalizavus mokslinius tyrimus, disertacijoje identifikuoti įmonių socialinės atsakomybės ir finansinės rizikos priklausomybei įtakos turintys moderuojantys (įmonės

dydis, įmonės matomumo ir inovatyvumo lygis, šalies socialinis aktyvumas, ekonominės veiklos sektorius) ir medijuojantys (suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena) veiksniai.

2. Atlikus tyrimą įrodyta, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra skirtingas tarp ekonominės veiklos sektorių ir tarp šalių. Nustatyta, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra mažesnis posocialistinėse šalyse (Rytų Europoje) nei kitose Europos šalyse. Tyrimo rezultatais pagrįsta, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra mažesnis pramonės, sveikatos apsaugos ir ne pirmo būtinumo vartojimo prekių sektoriuose nei kituose sektoriuose.
3. Gauti tyrimo rezultatai pagrindžia praktinę „Bloomberg“ ESG rodiklio naudojimo galimybę tyrimuose, vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei ir galimai kitokiai rizikai (kredito, reputacijos praradimo ir kt.).
4. Vertinimo modelis gali būti pritaikytas vertinti įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių veiklos rezultatams, vertei, rizikai (finansinei, kredito ir t. t.), atsižvelgiant į kitas suinteresuotųjų grupių elgsenos formas (pasyvią elgseną: bendravimą, laiškų rašymą, balsavimo teisę) ir suinteresuotųjų grupių vaidmenį, ir vertinti, kokią įtaką socialinės atsakomybės kontekste suinteresuotųjų grupių poreikių tenkinimas turi įmonių veiklos rezultatams ir vertei.
5. Europos šalių įmonių atveju atliktas empirinis tyrimas vertingas įmonių atstovams, atsakingiems už įmonių vykdomos socialinės politikos įgyvendinimo sprendimus. Tyrimas rodo, jog įmonėms būtina turėti mokslškai pagrįstus metodinius instrumentus, kaip apriboti streikų, protestų, boikotų ir teisminių procesų daromą neigiamą įtaką įmonių akcijų grąžai (finansinei rizikai). Tai pagelbėtų įmonių atstovams siekti abipusiai priimtinių santykių su suinteresuotosiomis grupėmis (visuomene, darbuotojais, klientais, nevyriausybinėmis organizacijomis).

Tyrimo apribojimai.

- Tyrime suinteresuotųjų grupių elgsena vertinama įtraukiant tik agresyvius suinteresuotųjų grupių veiksmus (boikotus, streikus, protestus, teisinius ieškinius).
- Tyrime įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai vertinamas nenaudojant laginių duomenų, atmetant ankstesnių mokslininkų išvalgas, jog egzistuoja tarpusavio priklausomybė tarp įmonių socialinės atsakomybės ir įmonių veiklos rezultatų.
- Disertacijoje įmonių finansinė rizika matuojama rinkos rizikos metodais, pasitelkiant neigiamo nuokrypio beta metodą.

- Disertaciniame darbe įmonių socialinė atsakomybė yra vertinama pasitelkiant „Bloomberg“ duomenų bazės skaičiuojamą ESG rodiklį, kuris atspindi įmonių socialinės atsakomybės lygį.

- Tyrimui atlikti pasitelktas Europos šalių duomenų masyvas, kurių didžiąją dalį (71 proc.) sudarė Vakarų Europos valstybės (Rytų Europos – 6 proc., Skandinavijos – 15 proc., kitos – 4 proc.), todėl geografiniu požiūriu tyrimo imtis nėra visiškai pasiskirsčiusi.

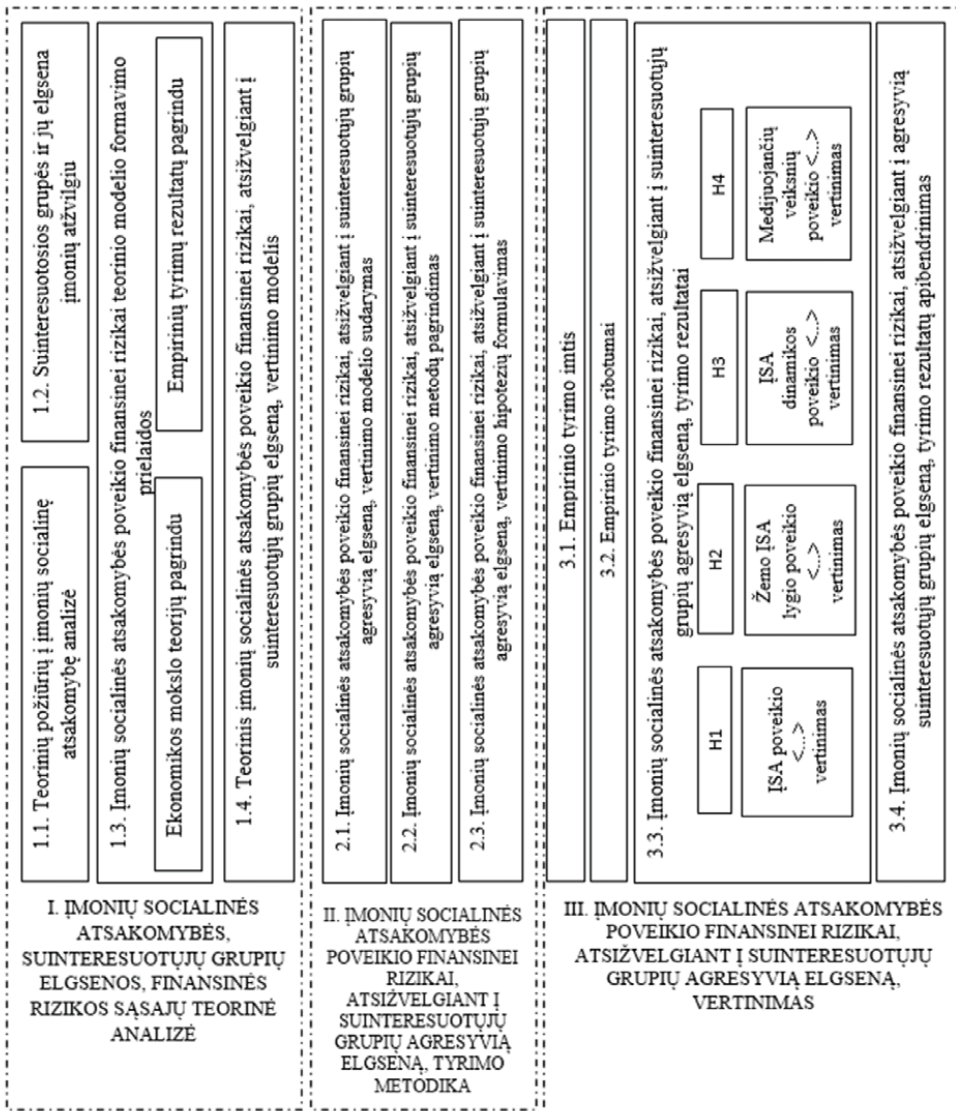
- Tyrimas apima ketverius paskutiniuosius metus, į tyrimą neįtraukiant ankstesnių metų duomenų, todėl nėra vertinama ekonominių ciklo fazių (ekonominės krizės) poveikis nagrinėjamam reiškiniui.

Disertacijos loginę struktūrą lėmė suformuluotas baigiamojo darbo tikslas ir jam įgyvendinti išskirti uždaviniai, kurių loginė seka atspindi trijose disertacijos dalyse (1.1 pav.).

Pirmoje disertacijos dalyje analizuojamos įmonių socialinio atsakingumo ir suinteresuotųjų grupių teorinės koncepcijos, skirtingi metodologiniai požiūriai į įmonių socialinį atsakingumą. Atskleidus poreikį įmonių socialinę atsakomybę interpretuoti kaip įmonių socialinio atsakingumo reiškinį, vertinama, kaip pasikeitusi įmonių socialinės atsakomybės samprata keičia įmonių socialinės atsakomybės sąsają su įmonės veiklos rezultatais tyrimų aprėptis. Argumentuojama, kokia įmonių socialinės atsakomybės samprata yra vadovaujama šioje disertacijoje pagal suformuluotą mokslinę problemą, apibrėžtą objektą, išsikeltą tikslą ir sprendžiamus uždavinius. Išskiriamos teorinės prielaidos dėl įmonių socialinės atsakomybės netiesioginio poveikio finansinei rizikai ir pagrindžiamas poreikis šį poveikį vertinti, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną įmonės atžvilgiu.

Antroje disertacijos dalyje, remiantis pirmoje darbo dalyje išskirtomis įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo teorinėmis prielaidomis, pasiūlytas vertinimo modelis, apimantis įmonių socialinės atsakomybės turinį, suinteresuotųjų grupių vaidmenį kaip medijuojantį veiksnių, vertinant poveikį įmonių veiklos rezultatams ir įtraukiant moderuojančius veiksnius. Sukurto modelio pagrindu buvo numatytas įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo nuoseklumas, kiekvienam apibrėžtam tyrimo etapui parinkti konkretūs metodai.

Trečioje disertacijos dalyje sudarytas įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, vertinamo per suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis tikrinamas empiriškai. Tyrimo rezultatai pasitelkiami antroje disertacijos dalyje iškeltoms tyrimo hipotezėms tikrinti. Disertacijos pabaigoje numatomos galimos tolesnių tyrimų kryptys ir atskleidžiamas praktinis tyrimo rezultatų pritaikomumas.



DISERTACINIO DARBO LOGINĖ SEKA

1.1 pav. Disertacinio darbo loginė seka

I. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS, SUINTERESUOTŲJŲ GRUPIŲ ELGSENOS, FINANSINĖS RIZIKOS SĄSAJŲ TEORINĖ ANALIZĖ

Didėjant globalizaciniams procesams, formuojantis ir keičiantis įmonių santykiams su visuomene, darbuotojais, valdžios ir profesinių sąjungų atstovais vis didesnę reikšmę įgauna įmonių suinteresuotųjų grupių vaidmuo ir jų poreikių valdymas. Suinteresuotųjų grupių poreikiams valdyti daugeliu atveju yra remiamasi įmonių socialinės atsakomybės principais. Pasikeitusi ekonominė situacija, padidėjęs visuomenės socialinis aktyvumas ir išaugusi konkurencija lemia įmonių valdymo pasikeitimus. Nebėra priimtina, jog įmonės patirtų ekonominę gerovę atskirai nuo jų aplinkoje veikiančių suinteresuotųjų šalių, todėl įmonės turėtų priimti atsakomybę už jų įtaką visuomenei ir aplinkai. Taigi įmonių socialinė atsakomybė yra kompleksinis reiškinys, apimantis įmonės atsakomybę visuomenei, aplinkai, įmonės akcininkams, todėl pirmiausia šioje disertacijoje keliamas uždavinys išanalizuoti teorinius požiūrius į įmonių socialinę atsakomybę.

1.1. Teorinių požiūrių į įmonių socialinę atsakomybę analizė

1.1.1. Įmonių socialinės atsakomybės sampratos genezė

Įmonių socialinės atsakomybės reiškinys nėra naujas ekonominiuose mokslo tyrimuose. Mokslinėje literatūroje išryškėja skirtingos įmonių socialinės atsakomybės koncepcijos, todėl svarbu atskleisti, kokia koncepcija ir priegomis gali būti remiamasi įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimui pagrįsti.

Pagrindinė įmonių socialinės atsakomybės idėja yra ta, jog verslas yra įpareigotas dirbti visuomenės labui ir šis įsipareigojimas yra nuolatinė įmonės veiklos rūšis, tačiau mokslas ir organizacijos nėra aiškiai apibrėžę įmonių socialinės atsakomybės (Smith ir Nystad, 2006). Istoriskai ĮSA samprata kito, formavosi jos turinys.

ĮSA koncepcijos užuomazgos randamos dar prieš Antrąjį pasaulinį karą, tačiau daugelio autorių (Carroll, 2008; Carroll, Shabana, 2010) pripažįstama, jog ĮSA koncepcijos formavimosi era siejama su H. R. Bowen (1953) knyga „Verslininko socialinė atsakomybė“ (angl. „Social responsibilities of the businessman“), kur „ĮSA yra įsipareigojimas vykdyti tokius veiksmus ir laikytis tokios politikos, kuri būtų priimtina ir vertinama visuomenės“ (iš Carroll, 1999). Taigi pirmiausia įmonių socialinė atsakomybė buvo siejama su filantropija, daugiausia dėmesį telkiant į įmonių atsakomybę visuomenei (Carroll, Shabana, 2010). W. C. Frederick (1960) ĮSA

vystymąsi 1950-aisiais apibendrino išskirdamas tris sudedamąsias: 1) įmonių vadovai kaip viešojo sektoriaus patikėtiniai akcijų valdymo sistemoje; 2) suinteresuotųjų grupių subalansuoti poreikiai įmonės išteklių atžvilgiu; 3) verslo filantropijos taikymas.

6–7-ajame dešimtmetyje ĮSA vis dar buvo tapatinama su savanoriškumu ir filantropija, įmonėms stengiantis sumažinti socialines bėdas. Nagrinėjant ĮSA koncepcijos raidą reikia pastebėti, jog 6–7-ajame dešimtmetyje buvo bendrai sutariama, jog įmonių atsakomybė yra daugiau nei tik teisinių ir ekonominių įsipareigojimų vykdymas, o įmonių socialinė atsakomybė ir toliau buvo siejama daugiausia su socialiniu aspektu (Carroll, 1979; Waddock, 2004; Matten ir Crane, 2005), tačiau bendro suvokimo dėl įmonių atsakomybės ribų, pasigendama. Taigi įmonių socialinė atsakomybė buvo visų pirma skatinama išorės, atsirado socialiai sąmoninga motyvacija, ĮSA tiesiogiai nesiejant su finansine grąža. Galima manyti, jog šiuo laikotarpiu išsiskyrė du prieštaringi požiūriai: 1) įmonė akivaizdžiai tapo atsakinga platesniam suinteresuotųjų grupių ratui (visuomenei, darbuotojams, tiekėjams, vietinei bendruomenei ir tautai (Carroll, 2008); 2) M. Friedman (1970) ir jo šalininkų pozicija, jog pagrindinė įmonių atsakomybė yra padidinti įmonės akcininkų vertę. Kiti autoriai (Carroll, Shabana, 2010) teigė, jog šiuo laikotarpiu literatūrinės diskusijos ĮSA tema ir ĮSA koncepcijos vystymasis susikoncentravo prie klausimo, ką iš tiesų ĮSA reiškia ir kokia jos svarba verslui bei visuomenei. Šiuo laikotarpiu svarbų indėlį ĮSA koncepcijos vystymuisi turėjo JAV ekonomikos vystymosi komitetas, kuris 1971 m. ĮSA apibrėžė kaip verslo funkciją, konstruktyviai tarnaujančią visuomenės labui (Carroll, 2008). Pabrėžtina buvo tai, jog verslas turėjo prisiimti didesnes atsakomybes visuomenei, reflektuojant besikeičiantį bendrą socialinį kontraktą tarp visuomenės ir verslo. 1.1 lentelėje yra pateikiama ĮSA koncepcijos genezė.

Formalūs ĮSA apibrėžimai greitėjimo trajektoriją įgavo 8-ajame dešimtmetyje, šiuo laikotarpiu didesnis dėmesys buvo skiriamas įmonių socialiai atsakingai veiklai (Carroll, 1999). 1970-ieji buvo dešimtmetis, kuriame įmonių socialinė atsakomybė, atsakingumas bei socialiai atsakinga veikla tapo diskusijų centre. H. D. Ackerman (1973) ir E. A. Murray (1976) teigė, jog versle svarbu tapo tai, kaip įmonės reaguoja į socialinę aplinką. Šiuo laikotarpiu susiformavo dvi koncepcijos: įmonių socialinė atsakomybė ir įmonių socialinis atsakingumas. Įmonių socialinės atsakomybės koncepcija pabrėžė įmonių socialiai atsakingą laikyseną – pritarimą visuomenėje, o įmonių socialiai atsakinga veikla suprasta kaip įmonių reakcija ir veiksmai siekiant gauti visuomenės pritarimą įmonės atžvilgiu. 1970-ųjų viduryje pastebėtinais ryškūs susitelkimas socialiai atsakingos veiklos srityje. Išaugusios diskusijos apie ĮSA ir įmonių socialiai atsakingą veiklą davė impulsą ne tik atsižvelgti į įmonių paskatas elgtis socialiai atsakingai, tačiau ir nagrinėti įmonių socialinės atsakomybės rezultatus (Carroll, Shabana, 2010). Tyrimai,

analizuojantys įmonių socialinės atsakomybės rezultatus, leido įvertinti ir įmonių socialinės atsakomybės politikos ir praktikos efektyvumą.

A. B. Carroll (1979) pateikė vieną iš pirmųjų ir daugiausiai lig šiol taikomų ĮSA modelių. Pateiktas trimatis koncepcinis ĮSA modelis, apimantis įmonių atsakomybės tipus, socialines verslo problemas ir įmonių veiksmus. Įmonių atsakomybė išskirta į keturis tipus: ekonominę, teisinę, etinę ir filantropinę (kategorijų eilės tvarka atspindi jų svarbą įmonės atsakomybių hierarchijoje). Įmonių sprendžiami socialiniai klausimai (darbo standartai, žmonių teisės, aplinkosauginiai klausimai, kova su korupcija) atspindi keturis skirtingus įmonių atsakomybės tipus, kai įmonių veiksmai daugiau siejami su apibendrintais veiksmy modeliais (reaktyvus, gynybinis, pritaikomas, iniciatyvus). Remiantis keturių tipų įmonių atsakomybės modeliu, kiekviena įmonė ĮSA klausimus pasirenka individualiai, o jų veiksmai yra priklausomi nuo pasirinkimo. Pastebėtina, jog atsakomybės tampa priklausomos nuo kiekvienos įmonės, o įmonių veiksmai – priklausomi nuo atsakomybės pasirinkimo. Tampa akivaizdu, jog įmonių atsakomybės sumodeliuoja tam tikrus įmonių veiksmus, priklausomus nuo individualios socialinės problemos, kuri iš dalies priklauso nuo problemos svarbos visuomenei ir įmonei. Pabrėžtina tai, jog socialinės problemos, jų svarba visuomenei ir verslui bei laiko perspektyvoje yra kintančios. A. B. Carroll modelis pripažįstamas ir kaip turintis platų praktinį pritaikomumą, padedantis vadovams aiškiau susipažinti su socialinėmis problemomis, leidžiantis planuoti ir pagerinti įmonių socialinę elgseną (Abe, Ruanglikhitkul, 2011).

1980-aisiais ir 1990-aisiais A. B. Carroll ĮSA modelis buvo patikslintas. S. L. Wartick ir P. L. Cohran (1985) pateikė naują trijų dimensijų ĮSA modelį, apimantį principus, politiką ir procesus. Kaip teigia F. S. Madrakhimova (2013), šis modelis praplėtė A. B. Carroll (1979) trijų dimensijų modelį (atsakomybės, problemos, veiksmai), taip pat praplėsta T. M. Jones (1995) ĮSA koncepcija, jog ĮSA yra ne statinis rezultatas, o dinaminis procesas (analizė, debatai, modifikacijos) ir priklausomas nuo formaliai struktūrizuotų principų ir politikos. Šiame modelyje ĮSA principai atitinka A. B. Carroll (1979) modelyje identifikuotas atsakomybes, o įmonių vykdoma politika atspindi socialinių problemų valdymą ir įmonių veiksmus. Apibendrinant, modelis į evoliucionuojančią dinaminę sistemą integravo įmonių atsakomybės principus, socialinių problemų sprendimo politiką ir veiksmų procesus.

Pastebėtina, jog 1980-aisiais, remiantis susiformavusiomis nuostatomis, daugiau dėmesio skirta empiriniams tyrimams, kurie davė pradžią alternatyvioms sąvokoms. Atsiranda tokios koncepcijos kaip viešoji politika, verslo etika, suinteresuotųjų grupių ir valdymo teorijos, toliau vystomi tyrimai įmonių socialiai atsakingos veiklos kryptimi. W. C. Frederick 1980-uosius įvardijo kaip „įmonių ir verslo etikos“ pradžią, kas skatino verslo kultūros vystymąsi (Frederick, 2008). Šiuo laikotarpiu toliau vystoma tyrimų kryptis – ieškoma priklausomybės tarp įmonių

socialinės atsakomybės ir įmonių veiklos rezultatų (Lee, 2008). Taigi šiuo laikotarpiu ĮSA daugiausiai siejama su nauda verslui, siekiu surasti ryšį tarp ĮSA ir įmonių veiklos rezultatų.

D. J. Wood (1991) detaliau formalizavo ankstesnių autorių trijų dimensijų modelius, siedamas juos su ĮSA iniciatyvų rezultatais. A. B. Carroll (1979) keturių atsakomybių modelis buvo sujungtas su trimis instituciniais lygmenimis (teisiniu, organizaciniu, individualiu) (Doh, Guay, 2006; Lammers, 2003). Modelis iš tiesų leido aiškiau suprasti ĮSA, kadangi visuomenės poreikiai įmonių elgesio atžvilgiu ir rezultatai buvo išskaidyti ir detalizuoti. Taip pat D. J. Wood (1991) pateikė įmonių elgesio ir rezultatų principus: teisingumas, visuomeninė atsakomybė ir vadovų diskretiškumas. Teisingumas atspindi visuomenės pritarimo būtinumą verslui. Visuomeninė atsakomybė nurodo, jog verslas turi būti atsakingas už savo veiksmų pasekmes vykdant pirmines ir antrines funkcijas visuomenėje. Vadovų diskretiškumas įvardijamas, kaip vadovų moralinis įsipareigojimas veikti socialiai atsakingai. Reikia išskirti, jog modelyje socialinės problemos reorganizuotos į ĮSA iniciatyvų rezultatus arba veiksmus. Taigi pastebėtina, jog modelis daugiau susietas su įmonių socialinės atsakomybės veiksmų ir iniciatyvų rezultatų vertinimu, kuriuo remiantis įmonės turi analizuoti išorinę aplinką, tinkamai atsižvelgti į suinteresuotųjų grupių poreikius, vertinti ĮSA iniciatyvų kokybiškumą ir galimybes efektyvumui didinti. Tokia tyrimų kryptis – ĮSA ir įmonių veiklos rezultatų ryšio vertinimas, tęsėsi ir 1990-aisiais, kas lėmė globalų ĮSA principų taikymą praktikoje ir moksliniuose tyrinėjimuose. 1990-ieji ir 2000-ieji laikomi globalios korporatyvinės visuomenės (angl. *corporate citizenship*) eros pradžia (Frederick, 2008).

Pastebėtina, jog prasidedant XXI amžiui didesnis dėmesys ĮSA moksliniuose tyrimuose buvo skiriamas ĮSA iniciatyvoms taikyti ir buvo plačiau vystoma ĮSA įtakos ar poveikio tyrimų kryptis. Šiuo laikotarpiu galima išskirti kelias ĮSA koncepcijas. M. S. Schwartz ir A. B. Carroll (2003) pakeitė A. B. Carroll keturių kategorijų verslo atsakomybių modelį (ekonominės, teisinės, etinės, filantropinės) į trijų dimensijų modelį, išskirtos trys įmonių atsakomybės: ekonomika, teisė ir etika. Europos Komisija pateikė kitą formalų ĮSA apibrėžimą (2011), kur ĮSA apibūdina situaciją, kurioje „įmonės į savo kasdienes operacijas integruoja socialinius, aplinkosauginius klausimus ir santykius su suinteresuotosiomis šalimis, remdamosi savanoriškumo principu“. Pasaulinė darnaus vystymosi taryba (2012) taip pat pabrėžė balansą tarp dviejų tipų grąžos: finansinės grąžos ir socialinio kapitalo.

Galima pastebėti, jog pastaruoju metu daugelio autorių ĮSA yra siejama su trimis skirtingomis įmonės atsakomybės dimensijomis ir skirtinga grąža. H. Aguinis ir A. Glavas (2012), remdamiesi tarpdisciplinine prieiga, teigia, kad įmonių socialinė atsakomybė – tai „priklausomi nuo konteksto organizaciniai veiksmai ir politika, kurie atsižvelgia į suinteresuotųjų šalių lūkesčius ir apima trejopo pobūdžio tikslus (angl. *triple bottom line*):

ekonominius, socialinius ir aplinkosauginius“ (p. 855). Apibendrinta ĮSA koncepcijos genezė yra pateikiama 1.1 lentelėje.

1.1.lentelė

Įmonių socialinės atsakomybės koncepcijos genezė

Etapas	Laikotarpis	Koncepcijų formuluotės	Pagrindinis konceptas	Tyrimų kryptys
I etapas	XX a. 5–7-asis dešimtmetis	ĮSA formuojasi kaip įsipareigojimas vykdyti tokius veiksmus ir laikytis tokios politikos, kuri būtų priimtina ir vertinama visuomenės	Įmonių socialinė atsakomybė	Verslo atsakomybė visuomenei
II etapas	XX a. 6–7-asis dešimtmetis	ĮSA siejama su verslo sprendimais ir veiksmais, kurių verslas imasi siekdamas bent iš dalies viršyti įgyvendinamus ekonominius, teisinius ir techninius įmonės tikslus	Įmonių socialinis atsakingumas	Įmonių socialiai atsakingos veiklos vertinimas
		Įmonių atsakomybė yra ne tik teisinių ir ekonominių įsipareigojimų vykdymas, tačiau kur kas daugiau, apimant ir socialinius įsipareigojimus		
		ĮSA suprantama kaip verslo indėlis į visuomenės ekonominius ir žmogiškuosius išteklius ir iš dalies kaip įmonių noras pamatyti, kad tie ištekliai buvo panaudoti socialinėms visuomenės reikmėms		
		ĮSA suprantama kaip platesni įmonių įsipareigojimai visuomenei, atsižvelgiant į besikeičiantį bendrą socialinį kontraktą tarp visuomenės ir verslo		
		Įmonės atsakomybės ribos apima ne tik akcininkus, tačiau ir darbuotojus, tiekėjus, vietines bendruomenes ir visuomenę		
		Koncepcija, apimanti keturias verslo atsakomybes (ekonominę, teisinę, etinę, filantropinę), socialines verslo problemas (darbo standartai, žmogaus teisės, aplinkosauga, kova su korupcija) ir įmonių veiksmus (reakcija, gynyba, pritaikomumas, aktyvumas)		
III etapas	XX a. 8–9-asis dešimtmetis	Įmonių atsakomybės principų, socialinių problemų valdymo politikos, veiksmų procesų integravimas į besivystančią sistemą	Įmonių socialiai atsakinga veikla	ĮSA ir įmonių veiklos rezultatų ryšio vertinimas, ĮSA praktikos vertinimas
		Keturi atsakomybės tipai (ekonominė, teisinė, etinė, filantropinė) sujungti su trimis instituciniais lygiais (teisiniu, organizaciniu, individualiu), įmonių veiksmai išplėsti, įtraukiant vertinimo, akcininkų valdymą ir ĮSA diegimo valdymą		
IV etapas	Nuo 2000-ųjų	Trys įmonių atsakomybės dimensijos: ekonominė, teisinė ir etinė	Korporatyvinė visuomenė, darnus vystymasis	ĮSA iniciatyvų taikymas, ĮSA ir įmonių veiklos rezultatų sąsajų vertinimas
		Įmonių socialinė atsakomybė apibūdina situaciją, kurioje „įmonės į savo kasdienes operacijas integruoja socialinius, aplinkosauginius klausimus ir santykius su suinteresuotosiomis šalimis, remiantis savanoriškumo principu“		
		Įmonių socialinė atsakomybė suvokiama kaip „priklausomi nuo konteksto organizaciniai veiksmai ir politika, kurie atsižvelgia į suinteresuotųjų šalių lūkesčius ir apima trejopo tikslo siekimą (angl. <i>triple bottom line</i>): ekonominio, socialinio ir aplinkosauginio“		

Pastaba: sudaryta autoriaus, remiantis moksline literatūra

Įmonių socialinės atsakomybės apibrėžimu, kuris nusako įmonių socialinę atsakomybę kaip balansą tarp ekonominių, socialinių bei politinių tikslų įmonėje ir pažymi jos priklausomumą nuo konteksto, remiamasi ir kitų mokslininkų darbuose (Rupp, 2011; Rupp ir kt., 2011; Aguinis, Glavas, 2012). Nors apibrėžimas apima organizacijų vykdomą politiką ir veiksmus, tačiau tokiai politikai ir veiksams įtakos turi ir prie jų įgyvendinimo prisideda jos dalyviai mokslinių tyrimų lygmenyse (instituciniame, organizaciniame, individualiame). Įmonių socialinė atsakomybė yra dinaminis reiškinys, kintantis priklausomai nuo laikotarpio. *Disertacijoje laikomasi požiūrio, jog įmonių socialinė atsakomybė yra įmonių socialinių, ekonominių, aplinkosauginių tikslų įgyvendinimas atsižvelgiant į visų suinteresuotųjų grupių poreikius.*

1.1.2. Įmonių socialinės atsakomybės turinys ir jo dedamosios

Moksliniuose darbuose galima pastebėti, jog įmonių siekį tapti socialiai atsakingomis lemia etinės ir ekonominės paskatos. Ekonominės paskatos yra argumentuojamos remiantis agentų teorija, kuri teigia, jog įmonių vadovai yra įmonių akcininkų agentai, todėl pirmiausiai turi siekti jų gerovės maksimizavimo. Kai kurie mokslininkai (Friedman, 1970; Henderson, 2001, 2004) pabrėžė, jog ĮSA, kai siekiama gerovės maksimizavimo akcininkams, yra pavojinga koncepcija. Ji griaua visus rinkos ekonomikos principus. Kita dalis mokslininkų, priešingai, argumentavo, jog ĮSA gali tapti naudingu mechanizmu siekiant užtikrinti akcininkų ir kitų suinteresuotųjų grupių gerovės maksimizavimą (Lantos, 2001), tačiau tam, kad ĮSA duotų naudos įmonės akcininkams ir kitoms suinteresuotosioms grupėms, ji turi būti aiškiai apibrėžta ir tinkamai integruota į įmonės veiklą.

Nagrinėjant ĮSA sąvokos turinį, galima pastebėti, jog autoriai skirtingai apibrėžia ĮSA. Visų pirma, D. Matten ir J. Moon (2008) ĮSA išskiria į ekspllicitinę (angl. *explicit*) ir implicitinę (angl. *implicit*):

- *Ekspllicitinė* ĮSA nurodo verslo politiką, kuri apima atsakomybę ir jos įgyvendinimą siekiant tam tikrų socialinių interesų. Tai įtraukia savanoriškas programas ir įmonių strategijas, kurios sujungia socialinius ir verslo vertės klausimus sprendžiant įmonės socialinės atsakomybės klausimus. ĮSA iniciatyvos yra priklausomos nuo įvairių suinteresuotųjų grupių poreikių. Eksplcitinei ĮSA priskiriamas reagavimas į suinteresuotųjų grupių spaudimą, ryšiai su valdžios institucijomis ir nevyriausybinėmis organizacijomis, taip pat gali apimti aljansus su kitomis įmonėmis (pvz., Pasaulinė verslo koalicija dėl ŽIV). Autoriai pabrėžia, jog ekspllicitinė ĮSA ne atspindi

vyriausybinių institucijų ar kitų formalių ar neformalių institucijų reikalavimus, o remiasi įmonių diskrecija.

- *Implicitinei* ĮSA daugiau priskiriami įmonių ryšiai su įvairiomis formaliomis organizacijomis ir jų atstovais, įgyvendinant visuomeninius interesus ir sprendžiant visuomenines problemas, jie susideda iš įmonių vertybių, normų ir taisyklių. Implicitinė ĮSA pasireiškia per bendrus visuomeninius sutarimus dėl teisių, lūkesčių ir indėlių visų visuomenės grupių atžvilgiu.

G. P. Lantos (2001, 2002) ĮSA išskyrė į *etinę, altruistinę ir strateginę*:

- *Etinė* ĮSA nurodo minimalų atsakomybės lygį, kuris būtinas žalos (fizinės, protinės, ekonominės, psichologinės, ar emocinės) ar nelaimių prevencijai vykdyti. Etinė atsakomybė yra moraliai privaloma siekiant vadovautis įmonės teisine ir ekonomine atsakomybe, nesiekiant iš to naudos gauti verslui.
- *Altruistinė* ĮSA siejama su filantropinių ir altruistinių atsakomybių laikymusi. Altruistinė atsakomybė apima veiksmus, kuriuos vykdyti moralinis įsipareigojimas visuomenei neįpareigoja, tačiau kurie padeda sumažinti viešosios gerovės trūkumus ir padidinti visuomeninių suinteresuotųjų grupių gerovę. Ši atsakomybė yra tapati A. B. Carroll (2001) filantropinei atsakomybei, siekiui būti geru piliečiu darant gerą kitam, didinant socialinę gerovę ir neatsižvelgiant į ekonominę naudą. Altruistinė atsakomybė pasireiškia sprendžiant tokias problemas kaip narkotikų ar alkoholio, neraštingumo, nusikaltimų, skurdo, nepakankamo finansavimo į mokslo ir švietimo institucijas ar meną.
- *Strateginė* ĮSA – tai strateginių įmonės tikslų įgyvendinimas siekiant abipusės naudos: ir verslui, ir visuomenei. Įmonės siekia įgyvendinti filantropinę atsakomybę ne tik todėl, jog nori pademonstruoti gerą valią ar yra vedamos moralinių įsipareigojimų, bet ir siekdamas finansinių tikslų.

G. P. Lantos (2001) ĮSA dimensijos išvystytos remiantis A. B. Carroll (1979) keturiomis socialinės atsakomybės dimensijomis, kurias A. B. Carroll vaizduoja piramidės forma. Savo modelyje A. B. Carroll teigia, jog tam, kad būtų įgyvendinta ĮSA, verslas turi iki galo realizuoti visas verslo įmonės atsakomybės sritis: ekonominę, teisinę, etinę ir filantropinę. Autoriaus verslo atsakomybių piramidėje didžiausia reikšmė suteikiama ekonominei atsakomybei. Žemiau pateikiami detalūs kiekvienos iš atsakomybių aprašymai.

Ekonominė atsakomybė. Istoriskai susiklostė, jog verslo įmonės buvo sukurtos kaip ūkio subjektai, kurių tikslas yra tiekti prekes ir paslaugas visuomenės nariams. Pelno siekimas yra pirminė ir pagrindinė verslo įmonės funkcija, todėl bet kurios verslo įmonės pagrindinis tikslas turėtų būti pelno siekimas, kas yra priskiriama ekonominei atsakomybei. Visos kitos įmonių

atsakomybės negali būti įgyvendinamos, nerealizavus ekonominės atsakomybės, todėl A. B. Carroll modelyje ekonominei atsakomybei yra teikiama didžiausia reikšmė. Ekonominė atsakomybė atspindi konkurencingumo, efektyvumo, pelno didinimą gaminant ir parduodant saugias ir kokybiškas prekes teisingomis kainomis (Amine ir kt., 2013; Carroll, 1991; Madrakhimova, 2013).

Teisinė atsakomybė. Visuomenė įpareigojo verslą veikti ne tik siekiant pelno, tačiau kartu laikantis įstatymų ir taisyklių, sukurtų įvairių lygių valdžios įstaigų. Teisinė atsakomybė pasireiškia per verslo įmonių sąžiningą veiklą vykdant savo veiklą ir laikantis nustatytų įstatymų. Tai yra socialiai atsakingos įmonės veiklos pagrindas (Amine ir kt., 2013; Madrakhimova, 2013).

Etinė atsakomybė. Etinė atsakomybė atspindi įmonės realizuojamus visuomenės lūkesčius. Etinė atsakomybė nurodo tokias praktikas ir veiklas, kurios nėra nurodytos teisiniuose reikalavimuose ar įstatymuose. Etinė atsakomybė apima standartus ir normas ar lūkesčius, aktualius įmonių suinteresuotosioms grupėms (tiekėjams, klientams, akcininkams, bendruomenei), ir tuos standartus ar lūkesčius, kurie gina suinteresuotųjų grupių moralines teises. Pastebėtina, jog etinė atsakomybė yra priklausoma nuo kultūrinės aplinkos ypatumų (Madrakhimova, 2013) ir nuo nuolat besikeičiančios visuomenės nuostatų (Carroll, 1991), todėl etinė atsakomybė yra laikoma ypač dinamiška, sunkiai apibrėžtina, valdoma ir įgyvendinama versle.

Filantropinė atsakomybė apibūdina tuos verslo įmonių veiksmus, kurie yra orientuoti į visuomenės lūkesčių įgyvendinimą. Tai apima aktyvų įsitraukimą į visuomenės gerovės kūrimo programas ar jų skatinimą. Filantropinė veikla pasireiškia per finansinių ar darbuotojų laiko išteklių skyrimą menui, švietimui ir bendruomenei (Carroll, 1991). Pagrindinis skirtumas tarp filantropinės ir etinės atsakomybės yra tai, jog filantropinė atsakomybė neatsižvelgia į etines ir moralines normas (Carroll, 1991). Visuomenė siekia, jog verslas skirtų savo laiką, turtą ir darbuotojų laiką humanitarinėms programoms ar tikslams, tačiau nelaiko jų neetiškais, jei ne iki galo patenkinamas keliamas tikslas (Jan, 2006). Dėl šios priežasties galima teigti, jog filantropinė atsakomybė daugiau remiasi savanoriškumo principu. Remiantis A. B. Carroll (1991) atsakomybių piramide, įmonės negali įgyvendinti filantropinės atsakomybės, jei kitos įmonių atsakomybės nėra įgyvendintos, todėl filantropinei atsakomybei A. B. Carroll (1991) piramidėje yra suteikiamas žemiausias reikšmingumas.

Atlikus literatūros analizę, galima pastebėti, jog A. B. Carroll (1979, 1991, 1999) ĮSA skirstymas į keturias dimensijas: ekonominę, teisinę, etinę ir filantropinę atsakomybę, yra taikomas ir kituose moksliniuose tyrimuose (Carroll, Shabana, 2010; Crane, Matten, 2004), remiantis šiais argumentais:

- *Aiškumas*. Modelis yra nesudėtingas ir lengvai suprantamas ir turi aiškiai suprantamą logiką.
- *Nuolatinis tobulinimas*. Modelis yra nuolatos tobulinamas ir atnaujinamas įvairiuose moksliniuose ĮSA tematikos leidiniuose kitų mokslininkų ir A. B. Carroll (Visser, 2003).
- *Apima giminįngas koncepcijas*: įmonių pilietiškumas (angl. *Corporate citizenship*), suinteresuotosios grupės (Visser, 2005).
- *Empiriškai patikrintas* ir dauguma atvejų patvirtintas (Visser, 2003; Gadeikienė, 2014).

Pripažindami problemas, susijusias su vaizdine piramidės formos ĮSA išraiška, dėl nevisiškai teisingos hierarchinės struktūros, M. S. Schwarz ir A. B. Carroll (2003) pakeitė piramidę į Venų diagramą ir atsisakė filantropinės atsakomybės dimensijos kaip neatitinkančios „socialinės atsakomybės“ diskretiškumo savybės. Pripažįstama, jog naujasis ĮSA modelis yra daugiau atitinkantis šiuolaikinę ĮSA sampratą, jog ĮSA yra daugiau integrali (nei primetama) verslo sistema ir tiksliau iliustruoja ĮSA koncepciją kaip trejopo pobūdžio tikslo (angl. *triple bottom line*) idėją (Carroll, Shabana, 2010).

S. Rahman (2011) atlikęs ĮSA sampratos analizę išskyrė šias ĮSA dimensijas: įsipareigojimą visuomenei, suinteresuotųjų grupių įsitraukimą, gyvenimo kokybės gerinimą, ekonominę išsivystymą, etišką verslo praktiką, pagarbą įstatymams, savanorystę, žmogaus teises, aplinkosaugą, skaidrumą ir atskaitomybę. A. Dahlsrud (2006) atlikta ĮSA koncepcijos analizė atkleidė penkias dažniausiai kitų autorių minimas ĮSA dimensijas: suinteresuotųjų grupių dimensija, socialinė dimensija, ekonominė dimensija, savanoriškumo dimensija ir aplinkosaugos dimensija.

Išvardytos ĮSA dimensijos pasireiškia įvairiomis ĮSA iniciatyvomis, kurios apima aplinkosaugą, žmogaus teises, darbo jėgos standartus, kovą su korupcija ir atsinaujinančios energijos šaltinius (Abe, Ruanglikhitkul, 2011). Atlikus mokslinės literatūros analizę galima pastebėti, jog ĮSA dimensijoms priskirtos ĮSA iniciatyvos yra priklausomos nuo vidinių ir išorinių veiksnių. Tai lemia įmonių dydis (Campbell, 2007; Chih ir kt., 2008; Yao ir kt., 2011; Godfrey ir kt., 2009), įmonės nuosavybės struktūra (Yao ir kt., 2011; Neubaum, Zahra, 2006), įmonės amžius (Yao ir kt., 2011), ekonominės veiklos sektorius (Yao ir kt., 2011), visuomenės socialinis aktyvumas (Hassan ir kt., 2010) ir teisinė aplinka (Campbell, 2007; Chih ir kt., 2008). J. L. Campbell (2007) ir A. Shleifer (2004) teigia, jog ĮSA priklauso nuo įmonės finansinių sąlygų, šalies ekonominės aplinkos ir konkurencijos lygio. Taip pat svarbūs yra tokie instituciniai faktoriai: viešasis ir privatusis reguliavimas, nevyriausybių ir kitų nepriklausomų organizacijų egzistavimas, santykiai tarp įmonių bei įmonių ir suinteresuotųjų grupių.

Atlikta mokslinės literatūros analizė leidžia konstatuoti, jog moksliniuose tyrimuose remiamasi normatyviniu, deskriptyviniu, instrumentiniu ir strateginiu požiūriais į ĮSA ir

suinteresuotųjų grupių sąsajas (Donaldson, Preston, 1995; Porter, Kramer, 2006; Boesso ir kt., 2013):

Deskriptyvinis požiūris (angl. *descriptive*) apibrėžia konkrečias verslo charakteristikas ir elgesį, apibūdina vadovų veiksmus įgyvendinant įmonės suinteresuotųjų grupių interesus. Deskriptyvinis požiūris į ĮSA atspindi ir paaiškina, praeities, dabarties ir ateities įmonės bei suinteresuotųjų grupių būsenas. Įmonės, įgyvendindamos deskriptyvinį požiūrį į ĮSA, dėmesį sutelkia į skaidrią atskaitomybę, atskleidžiant pagrindinius indikatorius, nusakančius trejopo pobūdžio tikslo įgyvendinimą (angl. *triple bottom line*): socialinį, ekonominį, aplinkosauginį. Įmonės, įgyvendindamos deskriptyvinę ĮSA, stengiasi įgyvendinti keletą ir skirtingų suinteresuotųjų grupių poreikius ir vykdyti socialines iniciatyvas, kurios gali turėti arba neturėti tiesioginio poveikio įmonių finansinės veiklos rezultatams.

Instrumentinis požiūris (angl. *instrumental*) nustato pagrindą nagrinėti ryšį tarp suinteresuotųjų grupių valdymo praktikos ir įvairių įmonės veiklos tikslų įgyvendinimo. Įmonės, kurios taiko instrumentinį požiūrį į ĮSA, atsižvelgia į tų suinteresuotųjų grupių poreikius, kurios turi įtakos įmonių veiklos rezultatams.

Normatyvinis požiūris (angl. *normative*) apima teiginius, jog kiekvieno suinteresuotojo asmens ar grupės poreikiai įmonei yra vienodai svarbūs ir jų svarba nepriklauso nuo to, ar jie gali turėti įtakos akcininkams (Donaldson, Preston, 1995). Remiantis normatyviniu požiūriu, įmonės veikloje remiamasi sąžiningumo principu, gerbiant visuomenės etikos vertybes, žmones, bendruomenę ir aplinką, neatsižvelgiant į jų elgesio poveikį veiklos rezultatams.

Strateginis požiūris (angl. *strategic*) į ĮSA nurodo būdus, kaip įmonės gali identifikuoti socialines problemas, aktualias suinteresuotosioms grupėms, ir kartu didinti įmonės konkurencingumą lygi. Įmonėms, įgyvendinančioms strateginį požiūrį į ĮSA, tampa aktualios tos socialinės problemos, kurios yra tiesiogiai susijusios su įmonės veikla, ir įgyvendina tas socialines iniciatyvas, kurių socialinė ir ekonominė nauda yra didžiausia ir išskirtina.

Įmonės gali pasirinkti įgyvendinti vieną ar kelis požiūrius į ĮSA, priklausomai nuo įmonės keliamų tikslų ĮSA ir suinteresuotųjų grupių valdymo atžvilgiu. T. Donaldson ir L. E. Preston (1995) pabrėžė, jog normatyvinis, deskriptyvinis ir instrumentinis požiūriai į ĮSA yra tarpusavyje susiję. Deskriptyvinis požiūris į ĮSA, kuris nagrinėja santykius su suinteresuotosiomis grupėmis, yra įgyvendinamas kartu pasitelkiant instrumentinį požiūrį, nurodant, jog ĮSA taikymas praktikoje turi atsispindėti įmonių veiklos rezultatuose. Disertacijoje remiamasi deskriptyviniu požiūriu į ĮSA, jog įmonės ĮSA įgyvendina siekdamas realizuoti socialinius, ekonominius ir aplinkosauginius tikslus, atsižvelgiant į įvairių suinteresuotųjų grupių poreikius.

*Apibendrinant literatūroje vyraujančius požiūrius į įmonių socialinės atsakomybės turinį, pastebėtina, jog pasigendama bendro ĮSA turinio traktavimo. Išskirtina, jog daugeliu atvejų moksliniuose darbuose yra naudojama ĮSA keturių dimensijų koncepcija, skirstant ĮSA į ekonominę, teisinę, etinę ir filantropinę atsakomybę, kurios pasireiškia įvairių iniciatyvų įmonėse forma. Taip pat atlikta literatūros analizė, leidžia teigti, jog ĮSA koncepcija yra dinamiškas reiškiny, jos formavimąsi lemia vidiniai ir išoriniai įmonės veiksniai. **Atsižvelgiant į tai, disertacijos autorė teigia, jog įmonių socialinė atsakomybė yra savanoriška įmonių veikla įgyvendinant ekonominę, teisinę, etinę ir filantropines atsakomybes, kurios pasireiškia ekonominių, aplinkosauginių ir socialinių iniciatyvų forma, ir yra priklausoma nuo vidinių bei išorinių įmonės veiksnių. Disertacijoje laikomasi deskriptyvinio požiūrio į ĮSA, jog įmonės įgyvendina ĮSA siekdamas socialinių, ekonominių ir aplinkosauginių tikslų ir atsižvelgdamos į įvairių suinteresuotųjų grupių poreikius.***

1.2. Suinteresuotosios grupės ir jų elgsena įmonių atžvilgiu

Įmonių socialinės atsakomybės įgyvendinimas nebūtinai teigiamai veikia įmonių veiklos rezultatus ir yra priklausomas nuo įvairių vidinių bei išorinių veiksnių ir suinteresuotųjų grupių elgsenos įmonių atžvilgiu. Suinteresuotųjų grupių vaidmuo yra viena svarbiausių prielaidų ĮSA įgyvendinimui (Gadeikienė, 2014). Suinteresuotųjų grupių vaidmuo, jų identifikavimas (Crane, Ruebottom, 2012; Donaldson, Preston, 1995; Freeman, 1984; Clarkson, 1994; Jones, 1995; Friedman, Miles, 2001), valdymas ir įtaka įmonių veiklos rezultatams (Eesley, Lenox, 2005; Chen ir kt., 2012; Ten, 2012; Ayerbe ir kt., 2012) yra plačiai nagrinėjami skirtingų mokslo kryptių tyrėjų. Naujausi suinteresuotųjų grupių empiriniai tyrimai vykdomi šiomis kryptimis: nagrinėjamas suinteresuotųjų grupių strateginis valdymas (Bridoux, Stoelhorst, 2013; Crilly, Sloan, 2012; Fassin, 2012), vertinamas suinteresuotųjų grupių spaudimas, įtaka ir poveikis įmonių veiklos rezultatams (Chen ir kt., 2012; Ten, 2012; Ayerbe ir kt., 2012), analizuojamas suinteresuotųjų grupių požiūris į verslo valdymą (Ayuso ir kt., 2012) ir įmonių socialinės atsakomybės įgyvendinimą (Mahon, Wartick, 2012). Platus tyrimų laukas suinteresuotųjų grupių kontekste leidžia konstatuoti suinteresuotųjų grupių analizės aktualumą ir svarbą verslui ir tyrėjams. Suinteresuotųjų grupių ir jų poreikių identifikavimas, jų elgsenos analizė yra svarbios prielaidos ĮSA įgyvendinti ir įmonių veiklos rezultatams, todėl suinteresuotųjų grupių identifikavimas, jų poreikių ir elgsenos įmonės atžvilgiu atskleidimas reikalauja detalesnės analizės.

1.2.1. Suinteresuotųjų grupių koncepcija

Suinteresuotųjų grupių samprata daugelio mokslininkų yra siejama su suinteresuotųjų grupių teorija, kurios ištakos yra R. E. Freeman (1984). Tyrėjas siekė paaiškinti santykius tarp įmonių ir jų išorinės aplinkos. Suinteresuotųjų grupių teorija remiasi korporatyvinio valdymo ir verslo etikos principais, didžiausią dėmesį sutelkiant į įmonių moralę ir vertybes. Suinteresuotųjų grupių teorija nurodo, jog be akcininkų yra ir kitos su įmone susijusios grupės, tačiau jų statusas, atsižvelgiant į santykius su įmone, skiriasi. R. A. Phillips ir kt. (1997) teigia, jog suinteresuotųjų grupių teorija nagrinėja subjektus, turinčius vykdomąją galią, ir subjektus, turinčius naudos iš sprendimų priėmimo. Šios teorijos pagrindą sudaro keturi skirtingi konceptualūs požiūriai: sociologija, ekonomika, politika ir etika. Pastaruoju metu ši teorija aktyviai taikoma konkrečiose verslo srityse: korporatyvinio valdymo, finansų ir kituose, susijusiose su žmonėmis ir santykiais tarp jų.

Kaip pastebi A. Crane ir T. Ruebottom (2012), literatūroje yra gausybė suinteresuotųjų grupių apibrėžimų, tačiau nesutarimai tarp įvairių teorinių požiūrių ir egzistuojantys koncepcijos trūkiai vis dar yra aktualūs. Plati literatūros analizė leidžia konstatuoti, jog dauguma tyrėjų identifikuodami suinteresuotąsias grupes remiasi R. E. Freeman (1984) koncepcija, kur suinteresuotosios grupės yra bet kurios grupės arba asmenys, kurie „gali turėti įtakos įmonės tikslų įgyvendinimui arba kuriuos šių tikslų įgyvendinimas gali paveikti.“ Taigi suinteresuotosios grupės apima asmenis, kurie gali nulemti įmonių veiksmus arba būti veikiami įmonės tikslų. Tarp tyrėjų toks suinteresuotųjų grupių apibrėžimas priskiriamas plačiai suinteresuotųjų grupių koncepcijai ir pliuralistiniam požiūriui, konstatuojant, jog pagrindinis įmonių tikslas yra patenkinti ir koordinuoti suinteresuotųjų grupių poreikius (Crane, Ruebottom, 2012), kurie daugeliu atveju yra mažiau aktualūs ir neadekvatūs (Donaldson, Preston, 1995).

Ši koncepcija yra plačiai naudojama moksliniuose tyrimuose, tačiau jos taikymas suinteresuotosioms grupėms identifikuoti ir valdyti įmonės veikloje yra sudėtingas uždavinys. Sudėtinga įvardyti aktualias suinteresuotąsias grupes ir įvertinti jų svarbą įmonės veiklai, kai laikomasi nuostatos, jog visi asmenys ar grupės gali paveikti įmonės veiksmus ir būti veikiami įmonės tikslų. Akivaizdu, jog tokios koncepcijos taikymas tampa itin sudėtingas.

Siekiant identifikuoti suinteresuotąsias grupes, moksliniuose tyrimuose suinteresuotosios grupės skirstomos į *pirmines ir antrines* (Freeman, 1984), *aktualias ir potencialias* (Clarkson, 1994), *vidines ir išorines* (Jones, 1995), *įgaliotas ir neįgaliotas* (Goodpaster, 1991), *būtinias ir atsitiktines* (Friedman, Miles, 2001), *normatyviai teisėtas* (tas, kurioms įmonė turi moralinę pareigą) ir *priverstinai teisėtas* (angl. *derivatively legitimate*) suinteresuotąsias grupes (tas,

kurios gali paveikti įmonę) (Phillips, 1997) ir pagal jų turimus *galios, teisėtumo ir svarbos principus* (Mitchell ir kt., 1997).

Literatūroje išskiriami trys požiūriai, kuriais remiasi suinteresuotųjų grupių koncepcija: *deskriptyvus, instrumentinis, normatyvinis* (Donaldson, Preston, 1995; Crane, Ruebottom, 2012). Toliau detaliau pateikiami požiūriai į suinteresuotąsias grupes.

Instrumentinis požiūris (angl. *instrumental*) remiasi ekonominiu suinteresuotųjų grupių identifikavimo modeliu, išskiriant tik pirmines suinteresuotąsias grupes (akcininkai, tiekėjai, vadovai, darbuotojai, klientai), kurios turi tiesioginį ekonominį ryšį su įmone. Remiantis šiuo požiūriu konstatuojama, jog suinteresuotosios grupės yra įmonės dalis, kuri turi teisę į įmonės resursus: dėl egzistuojančių mainų tarp įmonės ir suinteresuotųjų grupių, teikiant įmonei svarbius išteklius, mainais suinteresuotosios grupės gali tikėtis patenkinti savo poreikius (Hill, Jones, 1992). Mainais paremti santykiai argumentuojami nauda, kurią įmonės gauna dėl suinteresuotųjų grupių pasitikėjimo ar bendradarbiavimo (Bhattacharya ir kt., 2009), rizikos mažinimo (Jo, Na, 2012), reputacijos gerinimo (Fischer, Reuber, 2003) ar kitos materialinės naudos. Kai kurie tyrėjai ryšius tarp suinteresuotųjų grupių ir įmonės susiaurina ir identifikuoja tik pagal jų svarbą ir teisėtumą (Jensen, 2002; Jones, 1995), tačiau toks suinteresuotųjų grupių identifikavimas trukdo jų ir jų poreikių ar poveikio įmonių veiklos rezultatams analizei. Instrumentinis požiūris leidžia identifikuoti ryšius arba ryšių trūkumą tarp įmonės suinteresuotųjų grupių valdymo ir įmonės tikslų įgyvendinimo. Dėl šios priežasties tyrėjai, vertindami priklausomybę tarp suinteresuotųjų grupių valdymo ir įmonės veiklos rezultatų, daugeliu atveju laikosi instrumentinio požiūrio (Zanden, Sendverg, 2010).

Normatyvinis požiūris (angl. *normative*), identifikuojant suinteresuotąsias grupes, remiasi moralės ir etikos principais, neišskiriant jų pagal svarbą pelno maksimizavimo procese. Normatyvinis požiūris remiasi socialinio bendradarbiavimo ir bendruomeniškumo principais, sujungiant visas suinteresuotąsias grupes, siekiančias bendrų įmonės tikslų. Nors, kaip teigia kai kurie autoriai, normatyvinis požiūris remiasi plačia suinteresuotųjų grupių samprata (Cappelen, 2004), pagrindinės suinteresuotosios grupės yra identifikuojamos remiantis jų ekonominiais ryšiais su įmonėmis, o antrinėms suinteresuotosioms grupėms priskiriamos daugiau bendrinės grupės: bendruomenė ar aktyvistai (Crane, Ruebottom, 2012).

Deskriptyvus požiūris (angl. *descriptive*) siekia išskirti ir pabrėžti įmonių bei suinteresuotųjų grupių tikslus ir motyvus (Brickson, 2007). Įmonė yra suprantama kaip socialinis konstruktas ir veikianti atitinkamai pagal priimtus įsipareigojimus. Remiantis deskriptyviu požiūriu, laikomasi nuostatos, jog visų suinteresuotųjų grupių poreikiai yra gyvybiškai svarbūs ir aktualūs įmonėms (Donaldson, Preston, 1995; Zandem, Sendberg, 2010).

Atlikta mokslinės literatūros analizė atskleidžia (Fassin, 2008; Kaler, 2002; Zandem, Sendberg, 2010), jog suinteresuotosios grupės, apibrėžiamos siaurąja prasme, remiasi sutartinėmis suinteresuotųjų grupių teisėmis įmonės atžvilgiu. Teisinis suinteresuotųjų grupių koncepcijos aiškinimas grindžiamas sutartiniais įmonių ir suinteresuotųjų grupių santykiais (Fassin, 2008). Dvi sąvokos lemia tokį konceptualizavimą: „ieškovai“ – „tie, be kurių verslas negalėtų išgyventi“ ir „veikiantieji“ – tie, kurie gali turėti įtakos įmonei arba yra su ja susiję“ (Kaler, 2002; Fassin, 2008).

Atlikta literatūros analizė leidžia konstatuoti, jog plačiąja prasme suinteresuotųjų grupių samprata remiasi vadybiniu požiūriu, o siaurąja – teisiniu požiūriu, kur suinteresuotųjų grupių koncepcija apima teises ir sutartis: suinteresuotosios šalys turi reikalavimų įmonėms, o įmonės turi pareigų ir išpareigojimų suinteresuotosioms grupėms. Vadybinis požiūris, kilęs iš organizacijos teorijos ir sociologijos mokslo, priešingai, pabrėžia santykiais grįstus suinteresuotųjų grupių ir įmonių aspektus (Fassin, 2008) ir yra platesnis, kadangi atsižvelgia į visus asmenis arba grupes, kurios gali „paveikti arba būti veikiamos.“

Pastebėtina, jog suinteresuotųjų grupių koncepcijų skirstymas į plačią ir siaurą yra grindžiamas suinteresuotųjų grupių ekonomine verte įmonei, siekiant surinkti informaciją apie esamas ir potencialias suinteresuotąsias grupes įmonių aplinkoje (Mitchell ir kt.,1997). Siaurojo požiūriu bandoma „apibrėžti atitinkamas grupes pagal jų tiesioginį ryšį su įmonių veiklos rezultatais“ (Mitchell ir kt.,1997) ir yra grindžiamas įmonės ribotais ištekliais, ribotu laiku ar dėmesiu ir ribota vadovų kantrybe sprendžiant išorinius klausimus.

Suinteresuotųjų grupių sampratos skirstymas į plačią ir siaurą remiasi santykių klasifikavimu į *faktinius ar potencialius*. Tyrėjai teigia, jog tos suinteresuotosios grupės arba asmenys, kuriuos su įmone sieja ne faktiniai, o potencialūs santykiai, negali būti priskirti prie įmonės suinteresuotųjų grupių (Ring, 1994), kiti tyrėjai mano, jog potencialūs santykiai gali būti tokie pat svarbūs kaip ir faktiniai (Mitchell ir kt.,1997). Mokslinėje literatūroje faktiniai santykiai priskiriami prie siaurojo požiūrio ir siejami su suinteresuotųjų grupių poreikiais paremtais susitarimais. Potencialūs santykiai remiasi plačiąja koncepcija, kad suinteresuotąsias grupes sudaro visi asmenys ar grupės, kurie gali daryti įtaką įmonei arba būti veikiami jos tikslų, nepriklausomai nuo suinteresuotųjų grupių galios ir teisėtumo. Todėl potencialūs santykiai apima visus potencialiai galimus santykius su įmone suinteresuotosiomis grupėmis. Skirtingi teoriniai požiūriai į suinteresuotąsias grupes yra apibendrinti 1.2 lentelėje.

Apibendrinat išskirtus vyraujančius mokslinius požiūrius į suinteresuotąsias grupes teigtina, kad siaura suinteresuotųjų grupių samprata remiasi suinteresuotųjų grupių poreikių teisėtumu, mainų ir juridiniu pagrindu, juridine teise ar moralinėmis vertybėmis, vertinant įmonių daromą žalą ar generuojant naudą. Priešingai, mokslininkai, teikiantys pirmenybę plačiai

suinteresuotųjų grupių sampratai, pabrėžia suinteresuotųjų grupių galią daryti įtaką įmonės elgesiui, nepriklausomai nuo to, ar tam yra teisinis pagrindas.

1.2 lentelė

Suinteresuotųjų grupių koncepcijų apibendrinimas

	Platus požiūris	Siauras požiūris
Apibrėžimas	Suinteresuotosios grupės yra tos grupės arba asmenys, kurie gali paveikti įmonės veiksmus ir būti įmonės tikslų veikiami	Suinteresuotosios grupės yra grupės ar asmenys, kurie turi teisinį pagrindą į įmonę
Interpretacija	Vadybinė	Teisinė
Apibrėžimų pagrindas	Santykiai	Teisė
Apibrėžimai	Veikiantysis	Reikalaujantysis
Charakteristikos	Dėmesys Rūpestis Įtaka Pagarba	Reikalavimas Sutartys Pareigos Įsipareigojimai
Skaičius (kiekis)	Daug suinteresuotųjų grupių (neapibrėžtas skaičius)	Tikslus skaičius
Santykiai	Potencialūs	Aktualūs, faktiniai
Teorinis pagrindas	Normatyvus	Instrumentinis
Aktualumas	Apima įmonės pagrindinius tikslus	Apima įmonės aplinkos tikslus

Pastaba: sudaryta autorės, remiantis R. A. Phillips, 1997; P. S. Ring, 1994; R. K. Mitchel ir kt., 1997; Y. Fassin, 2008; J. Kaler, 2002; R. E. Freeman, 1984; S. Beach, 2009.

Y. Fassin (2008) argumentuoja, jog šie du požiūriai nėra skirtingi, bet yra dvi tos pačios realybės dimensijos su skirtingais tikslais, skirtingu taikymu ir teoriniu pagrindu. Empiriniuose tyrimuose mokslininkai remiasi skirtingos apimties suinteresuotųjų grupių sampratomis, priklausomai nuo tyrimo objekto, tikslo ir teorinių prielaidų. Platus požiūris yra taikomas tais atvejais, kai suinteresuotosios grupės yra suprantamos kaip socialinės realybės konstrukto dalis, o nauda įmonei ir visai aplinkai yra pasiekiami per abiejų dimensijų bendradarbiavimą. Tais atvejais suinteresuotosios grupės yra analizuojamos įmonių socialinės atsakomybės (Huang, Kung, 2010), aplinkosauginių tikslų įgyvendinimo (Sarkis ir kt., 2010; Ayerbe ir kt., 2012; Darnall ir kt., 2010; Ten ir kt., 2010; Benito, Benito, 2010) ir suinteresuotųjų grupių ir įmonės santykių vertinimo kontekste (Eesley, Lenox, 2006, 2011; Onkila, 2011; Huang, Kung, 2010). Siaura koncepcija naudojama tais atvejais, kai tyrimo objektas tiksliai identifikuoja vieną nagrinėjamą suinteresuotąją grupę ar kai tiriamos kelios suinteresuotosios grupės, turinčios tiesioginį poveikį įmonių veiklos rezultatams (Musa ir kt., 2013; Soule ir kt., 2013).

Apibendrinant išskirtus požiūrius į suinteresuotųjų grupių koncepciją teigtina, kad suinteresuotųjų grupių ir jų poreikių identifikavimas įmonių veikloje yra priklausomas nuo deskriptyvinio, norminio ir instrumentinio požiūrio į suinteresuotąsias grupes, apibrėžiant suinteresuotąsias grupes plačiąja ir siaurąja prasme. Disertacijoje suinteresuotosios grupės yra identifikuojamos remiantis deskriptyviu požiūriu, laikantis nuostatos, jog visų suinteresuotųjų grupių poreikiai įmonėms yra gyvybiškai svarbūs ir aktualūs, ir pabrėžiant suinteresuotųjų grupių keliamų lūkesčių ir jų elgsenos poveikį įmonių veiklos rezultatams.

1.2.2. Suinteresuotųjų grupių poreikiai įmonės atžvilgiu

Atliktos mokslinės literatūros studijos (Freeman, 1984; Phillips, 1997; Fassin, 2008; Kaler, 2002) atskleidžia, jog suinteresuotosios grupės yra bet kurie asmenys ar grupės, kurie gali turėti įtakos įmonės tikslų įgyvendinimui arba būti įmonės tikslų įgyvendinimo proceso veikiami. Šios skirtingos suinteresuotosios grupės turi skirtingus motyvus ir poreikius įmonės atžvilgiu (Maignan, Ralston, 2002; Aguilera ir kt., 2007; Jamali, 2008; Maignan, Farrell, 2003; Huijstee, Glasbergen, 2010). Pavyzdžiui, akcininkai dažniausiai siekia didelės investicijų grąžos – didelių dividendų, todėl reikalauja didelio pelno, augimo, aukštų akcijų kainų. Neįgyvendinus šių reikalavimų, akcininkai gali daryti spaudimą įmonių vadovams (per akcininkų komitetus arba parduodami akcijas). Kitos suinteresuotosios grupės, pavyzdžiui, darbuotojai, turi kitų motyvų ir poreikių įmonės išteklių atžvilgiu. Dažniausiai darbuotojai reikalauja mokymų ir jų gebėjimų vystymo, saugos darbe ir panašiai (Jamali, 2008; Maignan, Farrell, 2003). Visi šie poreikiai įmonėje atsispindi kaštuose, kurių augimas savaime mažina pelną ir akcininkų gerovę. Reikia pastebėti, jog tai, kas generuoja naudą vienai suinteresuotajai grupei, nebūtinai yra vertinga kitai, arba kitais atvejais tai gali tapti konfliktų priežastimi. Pavyzdžiui, gamyklos uždarymas gali atnešti nemažai naudos investuotojams, nors tai bus itin skausminga ten dirbusiems darbuotojams ar netgi jų šeimoms. Suinteresuotųjų grupių poreikių identifikavimas ir jų tenkinimas yra viena šiuolaikinių vadovų darbo aktualijų.

Akivaizdu, jog didėjant globalizaciniams procesams ir aktyvėjant konkurencinėms sąlygoms, įmonėms išlikti patraukliomis ir išlaikyti esamą ar pritraukti naujų klientų ratą tampa aktualūs jų santykiai ir ryšiai su esamomis bei naujomis suinteresuotosiomis grupėmis. Ir jei pirmieji svarstymai apie įmonę ir jos suinteresuotąsias grupes apėmė darbuotojus, klientus, akcininkus ir tiekėjus (Freeman, 1984), tai šiais laikais suinteresuotųjų grupių ratas gerokai prasiplėtė ir apima visuomenę, nevyriausybinės organizacijas, aktyvistus ir žiniasklaidą (Fassin, 2008; Phillips, 1997). Taigi šiuo požiūriu įmonė yra laikoma visų ryšių su suinteresuotosiomis

grupėmis kvintesencija, šių ryšių visuma leidžia siekti bendros gerovės (Bhattacharya ir kt., 2008).

Mokslinėje literatūroje (Lango ir kt., 2005; Andriof ir Waddock, 2002; Post ir kt., 2002; Maignan, Ralston, 2002; Aguilera ir kt., 2007; Jamali, 2008; Maignan, Farrell, 2003; Huijstee, Glasbergen, 2010) galima išskirti kelis bendrus suinteresuotųjų grupių poreikių identifikacijos požymius. Susisteminti suinteresuotųjų grupių poreikių identifikavimo požymiai yra pateikiami 1.3 lentelėje.

1.3 lentelė

Suinteresuotųjų grupių poreikių identifikavimo požymiai

Suinteresuotųjų grupių poreikių identifikacijos požymiai	Autorius, metai
Suinteresuotųjų grupių poreikiai identifikuojami pagal jų kuriamą vertę	Lango ir kt., 2005; Jamali, 2008
Suinteresuotųjų grupių poreikiai identifikuojami ir grupuojami pagal jų funkciją siekiant trigubo pobūdžio (angl. <i>triple bottom line</i>) (ekonominio, socialinės gerovės, aplinkosaugos) tikslo	Andriof, Waddock, 2002; Maignan, Ralston, 2002; Aguilera ir kt., 2007; Maignan, Farrell, 2003
Suinteresuotųjų grupių poreikiai identifikuojami pagal jų ryšį su įmonės ištekliais	Post ir kt., 2002; Huijstee, Glasbergen, 2010

Pastaba: sudaryta autorės, remiantis nurodyta literatūra.

M. Lango ir kt. (2005) identifikuoja pagrindinių suinteresuotųjų grupių poreikius pagal jų kuriamą vertę įmonei. Tyrėjas išskiria keturias suinteresuotąsias grupes, kurios turi tiesioginį poveikį įmonių kuriamai vertei: darbuotojai, klientai, tiekėjai ir bendruomenė. Ši suinteresuotųjų grupių poreikių identifikacija yra ribota, apimanti siauresnį ratą suinteresuotųjų grupių, todėl tik dalinai gali būti taikoma tiriant suinteresuotųjų grupių poreikius.

J. Andriof ir S. Waddock (2002) suinteresuotųjų grupių poreikius identifikuoja ir grupuoja remdamiesi trigubo tikslo įgyvendinimo tikslais: aplinkosauginiu, socialiniu ir ekonominiu. Aplinkosaugos srityje suinteresuotosios grupės siekia vientisumo, skaidrumo, pagarbos ir aplinkosauginių standartų bei apskaitos įgyvendinimo. Socialinės atsakomybės kontekste suinteresuotosios grupės reikalauja teigiamos išteklių politikos, įmonių įsitraukimo ir dalyvavimo sprendžiant svarbius socialinius klausimus: mažinant socialinę atskirtį, sprendžiant bendruomenės regeneracijos, išsilavinimo ir kultūrinius klausimus, skatinant darbuotojų savanorystę. Ekonominės atsakomybės atžvilgiu suinteresuotosios grupės siekia didinti vertę, pajamas, gerovės augimą, darbą, etinės prekybos ar reklamos standartų įgyvendinimą.

Panašiai J. E. Post ir kt. (2002) identifikuoja ir skirsto suinteresuotųjų grupių poreikius į tris grupes priklausomai nuo ryšių tarp suinteresuotųjų grupių ir įmonės išteklių. Įmonės išteklių prasme svarbiausios suinteresuotosios grupės yra darbuotojai, investuotojai ir klientai, todėl šių suinteresuotųjų grupių poreikiai yra pastebimai svarbiausi įmonės atžvilgiu.

Pastebėtina, jog kituose mokslinėse studijose (Maignan, Ralston, 2002; Aguilera ir kt., 2007; Jamali, 2008; Maignan, Farrell, 2003; Huijstee, Glasbergen, 2010) suinteresuotųjų grupių poreikiai nėra analizuojami bendrai, tačiau identifikuojami konkretūs vienos suinteresuotosios grupės poreikiai.

I. Maignan ir D. A. Ralston (2002) atskleidė, jog daugiausiai empiriškai nagrinėti yra darbuotojų ir bendruomenės poreikiai. Pastebėtina, jog naujaisi empiriniai tyrimai daugiausiai vertina aplinkosauginius suinteresuotųjų grupių poreikius (Sarkis ir kt., 2010; Ayerbe ir kt., 2012; Darnall ir kt., 2010; Ten ir kt., 2010; Benito, Benito, 2010) ir tik keletą mokslinių studijų vertinami socialiniai suinteresuotųjų grupių poreikiai (Aguilera ir kt., 2007; Soule ir kt., 2013). Tyrimų, vertinančių suinteresuotųjų grupių poreikius įmonės atžvilgiu kompleksiskai, neišskiriant vienos konkrečios suinteresuotosios grupės ir vertinant jų visumą, yra pasigendama.

Apibendrinant išskirtus įmonių suinteresuotųjų grupių poreikių identifikavimo požymius teigtina, kad įmonių suinteresuotųjų grupių poreikių identifikacija ir grupavimas priklauso nuo suinteresuotųjų grupių santykių su įmone: vertės kūrimo, trigubo pobūdžio tikslo įgyvendinimo procesuose ir priegose prie įmonės išteklių.

Identifikavus ir teoriškai pagrindus įmonių suinteresuotųjų grupių poreikių identifikacijos požiūrius konstatuotina, jog pastaruoju metu vyksta aktyvios mokslinės diskusijos įmonių suinteresuotųjų grupių valdymo tematika, siekiama išanalizuoti ir įvertinti suinteresuotųjų grupių elgseną ir jos poveikį įmonių veiklos rezultatams.

1.2.3. Suinteresuotųjų grupių elgsena įmonės atžvilgiu

Įmonių veikloje nuolatos patiriamas spaudimas iš įvairių suinteresuotųjų grupių: darbuotojų, akcininkų, tiekėjų, klientų, bendruomenės, žiniasklaidos ir kt. Suinteresuotųjų grupių elgsena įmonės atžvilgiu daugeliu atveju yra paremta tam tikra taktika ir pasireiškia spaudimo ir siekio pakeisti organizacijos veiksmus pozicija. Skirtingų mokslininkų atliktų studijų analizė atskleidžia, jog suinteresuotųjų grupių elgsena apima laiškų rašymo kampanijas (Smith, Martin, 1997), akcininkų rezoliucijas (Frooman, 1999) boikotus (King, Soule, 2007) streikus, teisinius ieškinius ir laiškų rašymo kampanijas (Eesley, Lenox, 2005). Pastebėtina, jog mokslinėje literatūroje suinteresuotųjų grupių elgsena dažnai sietina su suinteresuotųjų grupių spaudimu (angl. *pressure*) (King, Soule, 2007; Eesley, Lenox, 2005; Helmig ir kt., 2013). Tai argumentuojama tuo, jog daugeliu atveju suinteresuotųjų grupių elgsena įmonės atžvilgiu

yra paremta tam tikra veiksmų taktika, siekiant pakeisti įmonės pozicijas. B. Helmig ir kt. (2013) nuomone, suinteresuotųjų grupių spaudimas yra suinteresuotųjų grupių galimybė ir gebėjimas paveikti įmonę sprendimų priėmimo procese.

Atlikta mokslinės literatūros analizė leidžia konstatuoti, jog suinteresuotųjų grupių elgsena gali būti nagrinėjama ir interpretuojama nevienareikšmiai ir yra priklausoma nuo tyrėjų metodologinių požiūrių. Pastebėtina, jog mokslinėse studijose, kuriose analizuojama suinteresuotųjų grupių elgsena, tyrėjai remiasi ribotų išteklių (Huijstee, Glasbergen, 2010; Ten ir kt., 2010; Zietsma, Winn, 2008; Henriques, Sharma, 2005; Hendry, 2005; Frooman, Murrell, 2005; Tsai ir kt., 2005; Frooman, 1999; Helmig ir kt., 2013), institucionalizmo (Helmig ir kt., 2013; Doh, Guay, 2006; Campbell, 2007), suinteresuotųjų grupių (Mutti ir kt., 2011; Brower, Mahajan, 2012) ir socialinio judėjimo teorijomis (Vasi, King, 2012; King, 2008; King, Soule, 2007). Studijos, kurių objektas apima antrinių suinteresuotųjų grupių elgsenos analizę, remiasi institucionalizmo ir socialinio judėjimo teorijomis. Kiti tyrimai, nagrinėjantys santykius tarp įmonės ir suinteresuotųjų grupių ir suinteresuotųjų grupių elgsenos motyvus, remiasi ribotų išteklių ir (arba) suinteresuotųjų grupių teorijomis.

Suinteresuotųjų grupių elgsenos įtaka įmonių priimamiems sprendimams ar veiklos rezultatams daugeliu atveju yra nagrinėjama *suinteresuotųjų grupių teorijos* pagrindu (Mutti ir kt., 2011). Įmonė čia yra pripažįstama kaip kompleksinė suinteresuotųjų grupių sistema, apimanti jų teises, tikslus, poreikius ir pareigas. Suinteresuotųjų grupių visuma įmonės atžvilgiu dalinama į *vidines ir išorines* suinteresuotąsias grupes ir atitinkamai dalijami suinteresuotųjų grupių reikalavimai (Mutti ir kt., 2011). Žemiau pateikiami detalesni vidinių ir išorinių įmonės suinteresuotųjų grupių reikalavimų apibūdinimai.

Įmonės vidinės suinteresuotąsias grupes sudaro pirminės suinteresuotosios grupės: darbuotojai, akcininkai, tiekėjai, klientai, tai yra tos suinteresuotosios grupės, kurios turi tiesioginį ryšį su įmone, gali tiesiogiai prieiti prie įmonės išteklių ir tiesiogiai dalyvauja išteklių aprūpinimo ar persikirstymo procese. Todėl pirminės suinteresuotosios grupės turi tiesioginį poveikį įmonei ir tikisi tam tikros naudos, bendradarbiavimo galimybių arba galimybių naudotis įmonės ar visuomenės ištekliais. Netenkinant pirminių suinteresuotųjų grupių poreikių, suinteresuotosios grupės tampa netikros dėl įmonės siekių tenkinti jų poreikius ar reikalavimus (Mutti ir kt., 2011; Brower, Mahajan, 2012) ir gali imtis priemonių, kurios turi neigiamą poveikį įmonių veiklos rezultatams.

Įmonės išorines suinteresuotąsias grupes sudaro antrinės suinteresuotosios grupės, tai yra tos grupės arba asmenys, kurie neturi tiesioginio ryšio su įmone, teisių ir reikalavimų įmonės atžvilgiu, kurių įgyvendinimas yra gyvybiškai svarbus įmonei išgyventi. Tai sietina su tuo, jog antrinės suinteresuotosios grupės (bendruomenė, žiniasklaida, nevyriausybinės organizacijos,

aktyvistai) nedalyvauja tiesioginiame išteklių tiekimo ar paskirstymo procese, todėl tokių suinteresuotųjų grupių elgsena pasireiškia bendradarbiavimo, streikų, boikotų ar teisminių procesų atvejais.

Panašiai suinteresuotųjų grupių elgsena įmonės atžvilgiu yra argumentuojama *ribotų išteklių teorijos* rėmuose. Ribotų išteklių teorija nurodo, jog įmonių tolesniam funkcionavimui ir vystymuisi yra aktualios tos suinteresuotosios grupės ir jų poreikiai, kurios tiesiogiai dalyvauja įmonės išteklių tiekimo ir paskirstymo procesuose (Helmig ir kt., 2013). Tai apima pirmines suinteresuotąsias grupes, kurios turi didesnę ir tiesioginę įtaką įmonėms priimant sprendimus ir juos įgyvendinant. Antrinių suinteresuotųjų grupių prieiga prie įmonei svarbių išteklių nėra tiesioginė, todėl daromas poveikis ir spaudimas taip pat yra netiesioginis.

Kiti mokslininkai, suinteresuotųjų grupių elgseną ir jų daromą poveikį įmonių veiklos rezultatams argumentuoja remdamiesi *socialinio judėjimo teorija* (Vasi, King, 2012; King, Soule, 2007). Socialinio judėjimo teorija yra grindžiama kolektyvine elgsena, kuri apibrėžiama kaip vieno arba kelių žmonių, nors minimaliu būdu tenkinančių savo individualius poreikius ir siekiančių bendrai įgyvendinamų tikslų, koordinuotas elgesys (King, 2008). Socialinio judėjimo teorija nusako sąlygas, kurioms egzistuojant išoriniai veikėjai tampa dominuojančiomis socialinėmis grupėmis, ir vertina, kokį poveikį jos daro socialinei ir politinei kaitai (King, 2008). G. B. King (2008) argumentuoja, jog be kolektyvinio veiksmo suinteresuotųjų grupių poveikis įmonei neįgautų materijos, nes be bendro sutarimo suinteresuotosios grupės ar asmenys būtų tik atskiri individai, stingantys nuoseklaus susidomėjimo įmonės elgesiu (King, 2008).

Taigi, siekiant įgyvendinti socialinius pokyčius ar paveikti įmones sprendimų priėmimo ar įgyvendinimo procese, suinteresuotosios grupės jungiasi ir sudaro kolektyvinius sambūrius, kurie siekia įgyvendinti bendrus tikslus ir poreikius. Mokslinėje literatūroje kolektyvinė elgsena apima protestus, boikotus ar kitas viešosios demonstracijos formas (Vasi, King, 2012; King, Soule, 2007). I. B. Vasi, B. G. King (2012) ir B. G. King, S. A. Soule (2007) atliktų tyrimų rezultatai atskleidžia, jog kolektyvine elgsena išskirtinai remiasi arba ją inicijuoja antrinės suinteresuotosios grupės. Tai yra suinteresuotosios grupės, kurios stokoja tiesioginio ryšio su įmone, todėl neturi tiesioginės įtakos ir poveikio įmonių priimamiems sprendimams ir įmonių veiklos rezultatams (Vasi, King, 2012). Taip pat antrinės suinteresuotosios grupės, kad jų poreikiai būtų įgyvendinami, neturi tam reikalingos galios ir teisėtumo. Šiuo atveju kolektyvinė elgsena antrinėms suinteresuotosioms grupėms suteikia didesnę galią ir galimai didesnį poveikį įmonių veiklos rezultatams.

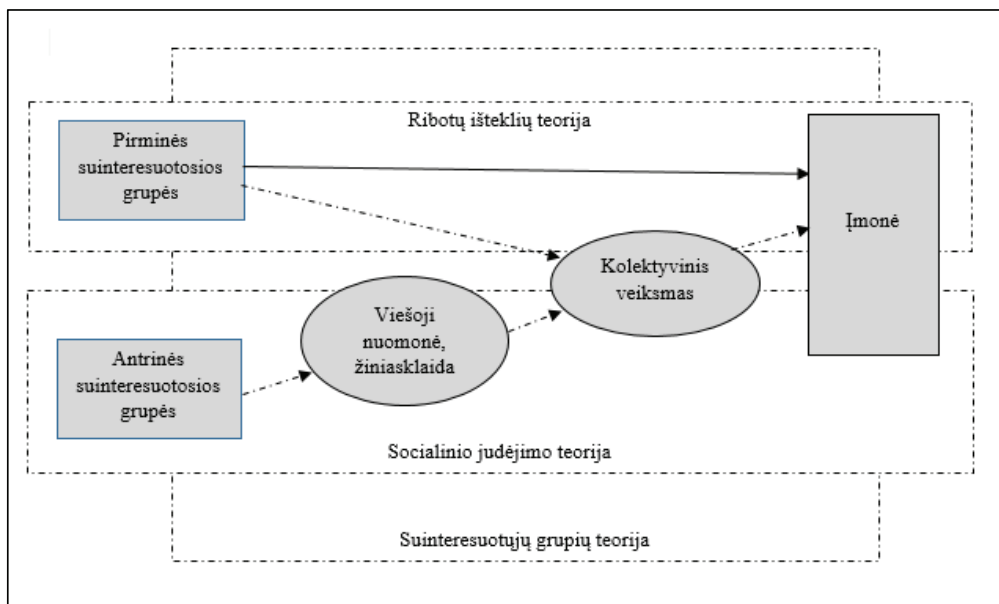
M. J. Eesley ir C. Lenox (2005) suinteresuotųjų grupių elgseną skiria į *agresyvią ir pasyvią*:

Agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena apima streikus, protestus, boikotus ir teisinius ieškinius. Tyrimų rezultatai (Eesley, Lenox, 2005) atskleidė, jog agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena pasireiškia organizuotų aktyvistų, susirūpinusių poveikiu aplinkai, veiksmuose, individulių aktyvistų ar kitų įvairių suinteresuotųjų grupių organizuojamuose protestuose, boikotuose ir teisinių procesų metu.

Pasyvi suinteresuotųjų grupių elgsena apima laišku rašymo, bendradarbiavimo procesus ir suinteresuotųjų grupių balsavimo teise paremtus veiksmus. Atlikta mokslinių tyrimų analizė atskleidžia, jog pasyvi suinteresuotųjų grupių elgsena dominuoja religinių grupių ar akcininkų veiksmuose (Eesley, Lenox, 2005).

M. J. Eesley ir C. Lenox (2005), atlikę suinteresuotųjų grupių elgsenos pasireiškimo masto ir skirtingos elgsenos poveikio įmonių veiklos rezultatams tyrimą, konstatuoja, jog agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena yra keliasdešimt kartų įtakingesnė ir turi didesnę poveikį įmonių rezultatams nei pasyvi suinteresuotųjų grupių elgsena. Tokia suinteresuotųjų grupių elgsenos išraiška turi potencialą tiesiogiai didinti įmonių operacinius kaštus, didinant išlaidas viešiesiems ryšiams ar teisiniams mokesčiams. Boikotai, streikai ir protestai pritraukia papildomą dėmesį iš įmonių veiklą reguliuojančių institucijų ir neigiamai veikia įmonių reputaciją, jų galimybę pritraukti ar išlaikyti klientus, darbuotojus ir akcininkus.

I. B. Vasi ir B. G. King (2012) atlikto tyrimo rezultatai atskleidžia, jog protestai, demonstracijos ir boikotai turi didesnę poveikį įmonių veiklos rezultatams tais atvejais kai šiuos veiksmus atlieka pirminės suinteresuotosios grupės (akcininkai, darbuotojai, tiekėjai ar klientai). Tyrėjai tai argumentuoja tuo, jog pirminės suinteresuotosios grupės turi galios paveikti asmenis, kurie yra susieti su įmone ekonominiais santykiais, ir turi tiesioginį poveikį įmonių veiklos rezultatams. Priešingai, antrinės suinteresuotosios grupės yra linkusios dalyvauti ir organizuoti viešuosius debatus ir taip paveikti įmonės reputaciją (Vasi, King, 2012). Taip pat pažymėtina, jog antrinės suinteresuotosios grupės turi netiesioginį poveikį įmonei priimant sprendimus ir tai pasireiškia veiksmais, į kuriuos įtraukiamas žiniasklaidos priemonių dėmesys ir poveikis viešajai nuomonei (Helmig ir kt., 2013). Apibendrintas suinteresuotųjų grupių elgsenos konceptualizavimas pateikiamas 1.2 paveiksle.



1.2 pav. Suinteresuotųjų grupių elgsenos konceptualizavimas

Apibendrinant galima teigti, kad suinteresuotųjų grupių elgsena įmonės atžvilgiu yra priklausoma nuo suinteresuotųjų grupių tiesioginio ir netiesioginio ryšio su įmonėmis, jų galios ir teisėtumo daryti poveikį įmonių sprendimams. Literatūroje suinteresuotųjų grupių elgsena yra konceptualizuojama skirtingų teorijų priegose: suinteresuotųjų grupių, ribotų išteklių ir socialinio judėjimo. Suinteresuotųjų grupių elgsena skirstoma į agresyvią ir pasyvią, pabrėžiant agresyvios elgsenos didesnę poveikį įmonių veiklos rezultatams. Taip pat išskiriant, jog agresyvi elgsena pasireiškia tiek pirminių, tiek antrinių suinteresuotųjų grupių veiksmuose. Antrinių suinteresuotųjų grupių veiksmai, turintys mažesnę galią ir mažesnę poveikį įmonių sprendimų priėmimui, turi galią netiesiogiai paveikti pirmines suinteresuotąsias grupes, pasitelkus žiniasklaidos priemones ir keičiant viešąją nuomonę įmonės atžvilgiu.

Atskleidus, kad agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena turi didesnę poveikį įmonių sprendimų priėmimui, įmonių veiklos rezultatams ir finansinei rizikai, toliau disertacijoje bus vertinama agresyvi tiek pirminių, tiek antrinių suinteresuotųjų grupių elgsena. Taip pat pagrindus žiniasklaidos vaidmens aktualumą vertinant suinteresuotųjų grupių elgsenos poveikį finansinei rizikai ir vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai atsižvelgiama į žiniasklaidos, kaip priemonės veikti viešąją nuomonę ir pakeisti pirminių suinteresuotųjų grupių požiūrį į įmonių priimamus sprendimus, vaidmenį. Pirminių suinteresuotųjų grupių, tokių kaip investuotojai, elgsenos įtaka įmonių finansinei rizikai tampa tiesiogine, turinčia tiesioginį ekonominį poveikį.

1.3. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai teorinio modelio formavimo prielaidos

1.3.1. Teorinės įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimo prielaidos

Mokslinė literatūra įmonių socialinės atsakomybės srityje siūlo nemažai teorinių prieigų, kuriomis siekiama pagrįsti ryšį tarp ĮSA ir finansinės rizikos. Galima išskirti keturias pagrindines ryšio tarp ĮSA ir finansinės rizikos pagrindimo teorines prieigas, kurios orientuotos į ĮSA ir suinteresuotųjų grupių elgsenos įmonės atžvilgiu analizę: suinteresuotųjų grupių, ribotų išteklių, socialinio judėjimo ir oportunistinio elgesio teorijos.

Remiantis suinteresuotųjų grupių teorija, įmonė yra vertinama kaip kompleksinė suinteresuotųjų grupių visuma, nagrinėjanti skirtingas suinteresuotųjų grupių teises, poreikius, įsitikinimus, lūkesčius ir įsipareigojimus įmonės atžvilgiu. Kaip teigia suinteresuotųjų grupių apibrėžimas, suinteresuotieji asmenys yra bet kokia žmonių grupė ar asmenys, kurie gali paveikti ar būti veikiami įmonės sprendimų priėmimo procesuose (Freeman, 1984), ir šie asmenys ar grupė turi skirtingus motyvus ir lūkesčius įmonės atžvilgiu.

Manoma, jog visos suinteresuotosios grupės, jų teisės ir poreikiai įmonei yra svarbūs ir gali būti pasiekti įgyvendinant įmonių socialinę atsakomybę. Įmonių socialinė atsakomybė padeda įgyvendinti ir suderinti konfliktuojančius suinteresuotųjų grupių poreikius. Dėl šios priežasties daugelis autorių, atsižvelgdami į suinteresuotųjų grupių teoriją, teigia, jog įmonių orientacija į socialinę atsakomybę gali mažinti neigiamas pasekmes, eliminuoti neigiamus įmonės veiklos rezultatus ar gali mažinti finansinę riziką, išskylančią dėl suinteresuotųjų grupių veiksmų, nukreiptų prieš įmonę (Bouslah ir kt., 2013). R. E. Freeman (1984) remdamasis suinteresuotųjų grupių teorija argumentuoja, jog vadovai, siekdami sėkmingo organizacijos išlikimo, turėtų subalansuoti įvairių suinteresuotųjų grupių poreikius: akcininkų, darbuotojų, klientų ir bendruomenės. Sėkmingai suderinus suinteresuotųjų grupių poreikius yra užtikrinama įmonės reputacija, kuri yra lemiamas veiksnys įmonės vertei ir kuriantis potencialią naudą (*World Finance Conference*, 2013). Iš kitos pusės, sėkmingas suinteresuotųjų grupių valdymas mažina darbuotojų kaitą, kas lemia sumažėjusius darbuotojų samdymo ir apmokymų kaštus, lojalūs tiekėjai mažina kokybės sertifikatų kaštus, palanki bendruomenė mažina teisinių procesų arba neigiamų viešųjų ryšių atsiradimo galimybę, o stabilūs akcininkai mažina akcijų rinkos svyravimus (Mishra, Suan, 2010).

Todėl *remiantis suinteresuotųjų grupių teorija daroma prielaida, jog įmonės įgyvendindamos socialinę atsakomybę gerina santykius su visomis suinteresuotomis grupėmis ir tokiu būdu mažina įmonių finansinę riziką*. Aukštesnis įmonių socialinės atsakomybės lygis dėl

sumažėjusios finansinės ir operacinės rizikos ir (arba) rizikos, susijusios su socialinėmis problemomis (El Ghoul ir kt., 2011; Bouslah ir kt., 2013), lemia mažesnę finansinės rizikos lygį. Taip pat investuotojai įmones, pasižyminčias aukštesniu (žemesniu) socialinės atsakomybės lygiu, vertina kaip mažiau (daugiau) rizikingas investicijas, siejant įmonių vykdomą socialinę politiką su aukštesne kokybės vadyba (Bouslah ir kt., 2013). Pavyzdžiui, aukštas įmonių socialinės atsakomybės lygis gali sumažinti tikimybę, jog įmonės susiduria su socialine krize. Socialinės krizės suprantamos kaip pasekmės, atsiradusios nesuderinus įmonės ir suinteresuotųjų grupių poreikių. Tokios pasekmės pasireiškia per neigiamą poveikį aplinkai (aplinkos tarša), netenkinant darbuotojų darbo sąlygų ir kt., kas lemia streikų, protestų ar kitokių demonstracijų pasireiškimą. Šios socialinės krizės yra dengiamos baudomis, kompensacijomis ar kitomis krizių valdymo išlaidomis, o tai didina įmonių kaštus. Taigi įmonės, pasižyminčios žemu įmonių socialinės atsakomybės lygiu, susiduria su keletu rizikų. Visų pirma, netinkamai įgyvendinama įmonių socialinė atsakomybė lemia neigiamą įmonių įvaizdį visuomenėje ir neigiamą reputaciją, tai lemia vartotojų ir darbuotojų nepasitikėjimą įmonės vykdoma veikla, kas tiesiogiai turi poveikį įmonių pardavimų apimtims ir pelnui. Taip pat investuotojai dėl žemo įmonių socialinės atsakomybės lygio ir galimų socialinių krizių neigiamai vertina įmonių vykdomą politiką, gebėjimą tinkamai valdyti įmonę, todėl tokių įmonių akcijos investuotojams tampa mažiau patrauklios. Taigi *remiantis suinteresuotųjų grupių teorija daroma antra prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai yra priklausomas nuo įmonių socialinės atsakomybės lygio.*

Priešingai, suinteresuotųjų grupių elgsena įmonės atžvilgiu yra interpretuojama ribotų išteklių teorijos pagrindais, kuri teigia, jog įmonė privalo atsižvelgti į tas suinteresuotąsias grupes, kurios teikia įmonei svarbių išteklių (darbuotojai, tiekėjai, klientai, akcininkai) ir yra svarbios jos išgyvenimui (Helmig ir kt., 2013). Taigi remiantis ribotų išteklių teorija, pirminių suinteresuotųjų grupių (darbuotojų, tiekėjų, klientų, akcininkų) elgsena turi didesnę įtaką įmonei ir gali daryti tiesioginį poveikį įmonių veiklos rezultatams (Helmig ir kt., 2013). Remiantis šia teorija, antrinės suinteresuotosios grupės nėra tokios svarbios įmonei išlikti (kadangi jos neteikia svarbių įmonei išlikti išteklių), todėl jų poveikis įmonių finansinei rizikai yra galimai netiesioginis. Tai galima pagrįsti bendruomenės, žiniasklaidos ar nevyriausybinų organizacijų pavyzdžiu, kurios neteikia įmonei darbo jėgos, gamybai reikiamų žaliavų, nedalyvauja įmonės valdyme, nėra įmonės prekių ar paslaugų vartotojai. Šios suinteresuotosios grupės neturi tiesioginės prieigos prie įmonės išteklių, todėl jų elgsena įmonės atžvilgiu neturi tiesioginio poveikio įmonių finansinei rizikai. Visgi šių suinteresuotųjų grupių, pavyzdžiui, bendruomenės nepasitenkinimas įmonės vykdoma veikla gali paskatinti kitas suinteresuotąsias grupes veikti prieš įmonę. Tokį poveikį antrinės suinteresuotosios grupės įgyvendina žiniasklaida ar

formuodamos viešąją nuomonę (Huijstee, Glasbergen, 2010; Ten ir kt., 2010; Zietsma, Winn, 2008; Henriques, Sharma, 2005; Hendry, 2005; Frooman, Murrell, 2005; Tsai ir kt., 2005; Frooman, 1999; Helmig ir kt., 2013).

Dėl aptartų priežasčių manytina, jog bandant suderinti konfliktuojančius suinteresuotųjų grupių poreikius išskiriant tik tas suinteresuotąsias grupes, kurios turi didesnę prieigą prie išteklių, kyla konfliktinės situacijos. Atsiranda mažiau svarbių suinteresuotųjų grupių nepasitenkinimas (antrinių suinteresuotųjų grupių), kuris galimai virsta į boikotus, streikus ar kitas viešas demonstracijas. Tai lemia atsiradusias papildomas išlaidas konfliktinėms situacijoms likviduoti ir reputacijai atstatyti, pardavimų apimčių sumažėjimą ir krintančias akcijų kainas, kas turi tiesioginį poveikį įmonių finansinei rizikai. Taigi, *remiantis ribotų išteklių teorija, daroma trečia prielaida, jog netinkamai įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė suinteresuotųjų grupių atžvilgiu daro poveikį įmonių finansinei rizikai.*

Toliau nagrinėjant, kaip atskiros suinteresuotosios grupės, ypač antrinės, gali įmonei sukelti potencialią grėsmę arba kaip jos gali paveikti įmonės sprendimus ar svarbius išteklius, naujais tyrimais remiasi socialinio judėjimo teorija (Helmig ir kt., 2013; Vasi, King, 2012; King, 2008; King, Soule, 2007). Socialinio judėjimo teorija yra paremta kolektyvinio elgesio koncepcija. Kolektyvinis elgesys yra suprantamas kaip „koordinuotas veiksmas tarp dviejų ar daugiau asmenų, kurie bent menkiausiu būdu, patenkina individualius poreikius ir gauna bendrai patiriamą naudą“ (King, 2008, p. 22). G. B. King (2008) teigia, jog socialinio judėjimo šalininkai suinteresuotųjų grupių elgseną įvardija kaip suinteresuotųjų asmenų grupės kolektyviai (bendrai) atliekamus veiksmus, siekiant įgyvendinti bendrus tikslus ir poreikius.

Kolektyvinio elgesio apraiškos formos yra minios, maištai, viešoji nuomonė, mada ar socialinis judėjimas – elgsena, kuri ką nors keičia (Kuznecovienė, 2002). Kaip teikia J. Kuznecovienė (2002), visi kolektyvinio elgesio pavyzdžiai daugeliu atveju yra nukrypę nuo įprastų ar vyraujančių normų ir vertybių, pripažįstamų visuomenės ar daugumos, todėl kolektyvinis elgesys suvokiamas kaip neįprasta ar grėsmingai nukrypusi socialinio gyvenimo dalis. Mokslininkai, nagrinėjantys suinteresuotųjų grupių elgseną socialinio judėjimo teorijų pagrindu, pripažįsta, jog antrinių suinteresuotųjų grupių (visuomenės, NVO, aktyvistų) elgsenos raiškos forma yra artima kolektyvinei elgsenai. Daugeliu atveju nevyriausybinės organizacijos, aktyvistai, siekdami savo tikslų įgyvendinimo įmonės atžvilgiu, rengia streikus, protestus ar boikotus. L. King (2008) argumentuoja, jog ne tik antrinės, bet ir pirminės suinteresuotosios grupės, be kolektyvinio elgesio, poveikio įmonei ar jos vykdomai politikai neturėtų, nes be kolektyvinės elgsenos suinteresuotosios grupės yra atskiri individai, stokojantys bendrų interesų įmonės veikloje (King, 2008; King, Soule, 2007; Vasi, King, 2012). Dėl šios priežasties siekdamas socialinio pokyčio ar paveikti įmonės sprendimus suinteresuotosios grupės privalo

remtis kolektyviniu elgesiu. Taigi *remiantis socialinio judėjimo teorija formuojama prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai yra priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių kolektyvinės elgsenos įmonės atžvilgiu.*

Remiantis oportunistinio elgesio teorija, per didelės investicijos įmonių socialinei atsakomybei įgyvendinti, investicijos, kurios teikia moralinį pasitenkinimą vadovams, tačiau nėra pamatuotos ir yra grindžiamos oportunistiniu elgesiu (savanaudišku), leidžia manyti apie teigiamą ryšį tarp įmonių socialinės atsakomybės lygio ir finansinės rizikos. Tai yra, didėjant investicijoms į įmonių socialinę atsakomybę, didėja finansinė rizika (Bouslah ir kt., 2013; Barnea, Rubin, 2010). Šiuo atveju ĮSA gali būti sutapatinta su asmeniniais vadovų interesais, kurių jie pasiekia didindami akcininkų išlaidas. Pavyzdžiui, vadovai gali pasirinkti didinti ĮSA lygį nepagrįstai daug investuodami į įgyvendinamas socialines iniciatyvas, taip gerindami savo kaip dorų piliečių reputaciją (Barnea, Rubin, 2010). Jie taip pat gali didinti išlaidas įmonių socialinės atsakomybės srityse, siekdami didesnio visuomenės, NVO, aktyvistų ir kitų organizacijų palaikymo, taip užsitikrindami savo ilgalaikes pozicijas įmonėje (Cespa, Cestone, 2007). Taigi *oportunizmo teorijos pagrindu formuojama ketvirta prielaida, jog įmonių socialinė atsakomybė dėl vadovų oportunistinio elgesio apraiškų galimai didina poveikį finansinei rizikai.*

1.4 lentelė

Požiūriai į įmonių socialinės atsakomybės ir finansinės rizikos ryšį ekonomikos mokslo teorijose

Teorija	Įmonių socialinės atsakomybės ir finansinės rizikos sąsajų interpretacija
Suinteresuotųjų grupių	<i>Įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra priklausomas nuo įmonių socialinės atsakomybės lygio</i>
Ribotų išteklių	<i>Įmonių netinkamai įgyvendinama socialinė atsakomybė suinteresuotųjų grupių atžvilgiu daro poveikį įmonių finansinei rizikai</i>
Socialinio judėjimo	<i>Įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai yra priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių kolektyvinės elgsenos įmonės atžvilgiu</i>
Oportunistinio elgesio	<i>Įmonių socialinė atsakomybė dėl vadovų oportunistinio elgesio apraiškų galimai didina poveikį finansinei rizikai</i>

Pastaba: sudaryta autorės.

Išanalizavus ĮSA poveikį finansinei rizikai skirtingų teorijų priegose konstatuotina, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, gali būti argumentuojamas nevienareikšmiai (1.4 lentelė). Suinteresuotųjų grupių teorija leidžia manyti, jog ĮSA įgyvendinimas padeda įmonėms mažinti konfliktines situacijas su suinteresuotosiomis grupėmis ir užtikrinti reikiamų išteklių kiekį, todėl įmonės, įgyvendinančios socialinę atsakomybę, galimai susiduria su mažesne finansine rizika. Visgi pabrėžiama, jog įmonių socialinės

atsakomybės finansinei rizikai daromas poveikis yra priklausomas nuo įmonių socialinės atsakomybės lygio. Esant žemam socialinės atsakomybės lygiui įmonėje suinteresuotosios grupės reaguoja neigiamai ir tai turi neigiamą poveikį įmonių finansinei rizikai. Ribotų išteklių, socialinio judėjimo teorijų prieigose argumentuojama, jog įmonės, atsižvelgdamos tik į tas suinteresuotąsias grupes, kurios įmonei teikia svarbiausius išteklius, ir išskirdamos mažiau svarbias suinteresuotąsias grupes, galimai sukelia konfliktinių situacijų atsiradimo pavojų. Konfliktinių situacijų pasekmės daugeliu atveju yra siejamos su išaugusiais kaštais ir kitais finansiniais nuostoliais, kurie galimai didina finansinę riziką. Kaip galima pastebėti, suinteresuotųjų grupių vaidmuo šiame kontekste yra skirtingas. Ribotų išteklių teorija teigia, jog svarbiausios ir didžiausią įtaką įmonių veiklai dėl prieigos prie svarbiausių išteklių turi pirminės suinteresuotosios grupės. Suinteresuotųjų grupių teorija teigia, jog visos suinteresuotosios grupės yra svarbios ir gali daryti poveikį įmonei. Socialinio judėjimo teorija pabrėžia, jog esant kolektyviniai elgsenai visos suinteresuotosios grupės tampa svarbios ir aktualios įmonės atžvilgiu. Oportunizmo teorijos pagrindu, kaip didžiausią poveikį finansinei rizikai įgyvendinant socialinę atsakomybę įmonėje turinčios suinteresuotosios grupės, išskiriami akcininkai. Apibendrinant teorinius požiūrius galima teigti, jog įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra priklausomas nuo įmonių suinteresuotųjų grupių elgsenos įmonės atžvilgiu.

1.3.2. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, empirinių tyrimų analizė

Mokslinių tyrimų, bandančių atsakyti į klausimą dėl įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės ir jos sąryšio su finansine rizika, yra nemažai, visgi kaip teigia D. P. Baron (2001), esame toli nuo bendro atsakymo, kokį poveikį įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė turi finansinei rizikai. Šios temos tyrimai vis dar yra reti ir problemiški (Starks, 2009; Lee ir Faff, 2009; Oikonomou ir kt., 2012). Pirmiausia, nėra vienareikšmio atsakymo, kaip matuoti finansinę riziką: sistemine ar nesisteminę, neigiamą ar bankroto? Taip pat nėra bendro įmonių socialinės atsakomybės lygio vertinimo metodo, skirtingos duomenų bazės, reitingavimo agentūros taiko ne vienodą socialinės atsakomybės lygio vertinimo metodiką. Taigi tyrimų dėl įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai rezultatų palyginimas tampa komplikuoatas ir nevienareikšmis.

Galima pastebėti, jog tyrėjų požiūris į įmonių vykdomą socialinę politiką ir jos santykis su rizika yra nevienareikšmis. 1.5 lentelėje pateikiami apibendrinti tyrėjų požiūriai į įmonių socialinės atsakomybės ir finansinės rizikos priklausomybę.

Vertinant įmonių socialinę atsakomybę įmonės rizikos (finansinės, kredito, strategijos, reputacijos praradimo) kontekste, aiškiai išskiriamos keturios skirtingos tyrimų kryptys: įmonių socialinė atsakomybė suvokiama kaip rizikos valdymo mechanizmas (Louche ir kt., 2010; Godfrey ir kt., 2009; Tsoutsoura, 2004; Testa, 2008; Kytte ir Ruggie, 2005), vertinami įmonių socialinės atsakomybės rizikos šaltiniai ir kategorijos (Tsoutsoura, 2004; Heugens ir Dentchev, 2007), atliekamas įmonių socialinės atsakomybės tiesioginės įtakos įmonių finansinei rizikai vertinimas (Spicer, 1978; Aupperle, Pham, 1989; Aupperle ir kt., 1985; Lou, Battacharya, 2009; Salama ir kt., 2009; Oikonomou ir kt., 2012; Dufrense, Savaria, 2004) ir įmonių socialinės atsakomybės pasiekimų ir finansinės rizikos sąsajos tyrimai (Orlitzky, Benjamin 2001).

Pastebėtina, jog moksliniuose tyrimuose, kuriuose vertinamas įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, gaunami nevienareikšmiai rezultatai. Pažymima, jog:

- *įmonių socialinė atsakomybė turi tiesioginį teigiamą poveikį įmonių finansinei rizikai* (Hillman, Keim, 2001);
- *neigiamą (atvirkštinę priklausomybę) poveikį* (Brammer ir kt., 2006; Salama ir kt., 2011);
- *nėra jokio ryšio tarp šių dviejų reiškinių* (Renneboog ir kt., 2008; Bauer ir kt., 2009; Humphrey ir kt., 2012; Kim, 2010).

Skirtumus tarp ankstesnių autorių tyrimų rezultatų galima pagrįsti skirtingais rodikliais vertinama finansine rizika (sisteminė ir nesisteminė rinkos rizika; neigiamo nuokrypio beta apskaičiuojama rinkos rizika; bendra rinkos rizika, skaičiuojama standartiniu nuokrypiu). Skirtumus tarp tyrimų rezultatų taip pat lemia ir įmonių socialinės atsakomybės lygio vertinimo metodikų netolygumai. Pastebima, jog įmonių socialinės atsakomybės lygiui nustatyti naudojami: „KLD Domini“ duomenų bazės ir SAM skaičiuojami rodikliai, DJSI indeksai ir įvairių reitingavimo agentūrų pateikiami socialinės atsakomybės lygio rodikliai (1.7 lentelė).

Įmonių socialinės atsakomybės ir įmonės rizikos sąsajų empirinių tyrimų analizė

ĮSA ir rizikos tarpusavio sąsajos	Tyrimo metodai	Tyrimo rezultatai	Autorius, metai
ĮSA kaip rizikos valdymo mechanizmas	Konceptuali analizė	ĮSA teikiama nauda valdant visas suinteresuotąsias grupes, atskleidžiant naujas ir aktualias socialines problemas, padedant palaikyti įmonės rizikos valdymo mechanizmą ir, galiausiai, tarnaujant kaip atsakomoji priemonė socialinei rizikai	Louche ir kt., 2010; Godfrey ir kt., 2009; Tsoutsoura, 2004; Testa, 2008; Kytlyte, Ruggie, 2005
ĮSA rizikos šaltinių ir kategorijų vertinimas	Ekspertinis vertinimas, atvejo analizė, konceptualizavimas	ĮSA rizikos kategorijos: korporatyvinių valdymo, aplinkosaugos ir socialinė. ĮSA rizikos elementai: nepakankamas vadovų dėmesys, neproduktyvios išlaidos, blogas strategijos įgyvendinimas, teisėtumo sunaikinimas, nuosavybės struktūros klausimas ir prasta komunikacija rizikos tema	Heugens ir Dentichev, 2007
ĮSA tiesioginės įtakos rizikai vertinimas	Kokybinis vertinimas, ekonometrinė analizė	Rezultatai nevienareikšmiai. ĮSA vienais atvejais turi tiesioginę, kitais – atvirkštinę priklausomybę nuo įmonės rizikos. Kitais atvejais tarpusavio priklausomybė nerasta. Vertinama rizika: sisteminė ir nesisteminė	Spicer, 1978; Auperle, Pham, 1989; Auperle ir kt., 1985; Lou ir Bhattacharya, 2009; Salama ir kt., 2009; Oikonomou ir kt., 2012; Dufrense ir Savaria, 2004
ĮSA ir verslo rizikos tarpusavio ryšys	Metaanalizė	Tarp ĮSA pasiekimų ir finansinės rizikos yra tarpusavio priklausomybė. Vertinama rinkos ir įmonės veiklos finansinė rizika	Orlitzky ir Benjamin, 2001

Pastaba: sudaryta autorės.

J. W. Kim (2010), naudodamas „Business ethics“ reitingavimo agentūros skaičiuojamą ĮSA lygio rodiklį ir vertindamas įmonių finansinę riziką standartiniu nuokrypiu, beta ir Fama 4 faktorių modeliu, atskleidė, jog ilguoju laikotarpiu įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikis įmonių finansinei rizikai yra nepastebėtas, tačiau įmonių įgyvendinama mažumos rėmimo politika, kaip atskira įmonių socialinės atsakomybės sritis, turi neigiamą poveikį įmonių finansinei rizikai, o santykiai su darbuotojais ir įmonių investicijos aplinkosaugos srityje teigiamai veikia įmonių finansinius rezultatus.

H. Jo ir H. Na (2012) ĮSA lygiui vertinti naudojo KLD duomenų bazės skaičiuojamą įmonių socialinės atsakomybės lygio rodiklį. Reikia pastebėti, jog „KLD Domini“ duomenų bazė

vertina tik JAV veikiančių didžiausių biržinių įmonių socialiai atsakingą veiklą. Tyrimas apėmė 1991–2001 m. laikotarpį. Siekiant tyrimu įvertinti įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai skirtinguose ekonominės veiklos sektoriuose, tyrimui atlikti buvo pasitelktas panelinių duomenų atsitiktinių efektų metodas. Tyrime buvo vertinami kontraversiški ekonominės veiklos sektoriai (tabako, alkoholio, naftos gamyba). Tyrimo rezultatai pagrindė keliamą hipotezę, jog įmonės finansinė rizika yra priklausoma nuo įmonės įgyvendinamos socialinės atsakomybės lygio. Tai yra, įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė mažina rinkos nesisteminę ir sisteminę rizikas, kadangi mažina akcijų jautrumą dėl rinkos svyravimų, ypač įmonių, veikiančių JAV naftos, tabako ir naftos gamybos sektoriuose.

D. Lee ir R. Faff (2009), pasitelkę portfelinės analizės metodą, JAV atliko socialiai atsakingų įmonių akcijų gražos svyravimų tyrimą. Tam tikslui autoriai vertino įmonių, priklausančių „Dow Jones“ stabilumo indeksui, akcijas. Atliktas tyrimas parodė, jog investiciniai portfeliai, apimantys socialiai atsakingų įmonių akcijas, yra mažiau rizikingi nei įmonių, kurios savo veikloje neįgyvendina socialinės atsakomybės. Autoriai pateikia išvadą, jog socialiai atsakingos įmonės yra mažiau rizikingos nei socialiai neatsakingos. Skirtumai tarp nesisteminės rizikos lygio abiejų tipų įmonių atveju yra 22–34 proc.

Naudodami „Fortune“ žurnalo MAC skaičiuojamą įmonių socialinės atsakomybės lygio rodiklį 2002–2003 laikotarpiu X. Lou ir C. B. Bhattacharya (2009) atliko tyrimą, kuriuo patvirtino ankstesnių tyrimų rezultatus, jog įmonių socialinės atsakomybės lygis mažina įmonių nesisteminę riziką. Įmonės įgyvendinamos socialinę atsakomybę susiduria su mažesniais būsimųjų grynujų pinigų srautų svyravimais, nes, kaip pastebėta, socialiai atsakingos įmonės yra stabilesnės, daugiau dėmesio skiria suinteresuotųjų grupių poreikiams įgyvendinti, kas lemia geresnę reputaciją ir finansinę veiklą.

S. Mishra, S. B. Modi (2012), K. Bouslah ir kt. (2013) atliktais ekonometriniais tyrimais JAV, naudojant KLD duomenų bazės skaičiuojamą įmonių socialinės atsakomybės lygio rodiklį, dėl įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai (nesisteminėi) gautos panašios išvados. S. Mishra ir S. B. Modi (2012) pastebi, jog vertinant 2000–2009 metų laikotarpį ĮSA turi didelės įtakos nesisteminėi įmonių rizikai. Autoriai teigia, jog ĮSA stiprybės (angl. *strengths*) mažina riziką, o silpnybės – didina. Šias išvadas leidžia daryti KLD duomenų bazės duomenys, nes KLD duomenų bazėje ĮSA yra skirstoma į teigiamas (ĮSA stiprybės) ir neigiamas (silpnybės) dimensijas. K. Bouslah ir kt. (2013), tirdami ĮSA lygio įtaką finansinei rizikai, priklausomybę taip pat vertino tarp atskirų ĮSA lygio komponentų (aplinkosaugos, socialinės, korporatyvinio valdymo). Tyrimo išvadose teigiama, jog finansinė rizika (nesisteminė rizika) yra neigiamai susijusi su dviem ĮSA lygio komponentais: santykiais su darbuotojais ir žmonių teisėmis. Kiti ĮSA lygio komponentai neturi įtakos įmonių finansinei rizikai. Šis tyrimas pritaria

išvadai, jog ne visose srityse įgyvendinama įmonių socialinė atsakomybė turi poveikį įmonių finansinei rizikai.

Kiti autoriai gauna prieštarigus rezultatus. J. E. Humphrey ir kt. (2012) tyrimas atskleidžia, jog ĮSA įtaka nesisteminei rizikai yra mažai reikšminga. Reikia pastebėti, jog tyrimas buvo vykdomas Didžiosios Britanijos įmonių kontekste, apimant 2002–2010 metų laikotarpį. Įmonių socialinės atsakomybės lygiui vertinti buvo pasitelktas SAM (*Sustainability Asset Management Group GmbH*) duomenų bazės skaičiuojamas ESG (angl. *environmental, social, governance*) rodiklis. Atlikta portfelinė analizė atkleidė, jog įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė neturi jokio poveikio rinkos nesisteminei rizikai. Buvo pastebėta, jog nėra akcijų gražos skirtumų tarp investicinių portfelių, sudarytų iš socialiai atsakingų įmonių akcijų, ir įmonių, kurios neįgyvendina socialinės atsakomybės savo veikloje.

A. Salama ir kt. (2011) klausimą dėl ĮSA poveikio finansinei rizikai sprendė naudodamiesi Jungtinėje Karalystėje veikiančių įmonių pavyzdžiu, tirdami įmonių rezultatus nuo 1994 iki 2006 m. ir daugiausia dėmesio skirdami įmonių aplinkosauginę atsakomybę. Gauti rezultatai nesmarkiai nukrypo nuo kitų autorių darbų, vertinančių ĮSA JAV kontekste. Rezultatai patvirtino, jog JK veikiančių įmonių gaminio aplinkosauginės charakteristikos yra atvirkščiai susijusios su įmonių sisteminė rizika. Aplinkosauginės atsakomybės rodikliui padidėjus 1,0 balu (10-balėje skalėje), įmonės rizika sumažėja 0,02 balo. Išvadose pateikiami du pagrindiniai argumentai tokiai priklausomybei. Pirma, aplinkosauginė atsakomybė gali sumažinti kitas svarbias išlaidas, pirmiausia, susijusias su didesniu energijos suvartojimu ir atliekų perdirbimo bei aplinkos krizių valdymu. Antra, įmonės aplinkos apsaugos vadybos sistema, kaip manoma, padidina pajamas, pritraukiant socialiai ir ekologiškai sąmoningus vartotojus.

I. Oikonomou ir kt. (2012), naudodami panelinių duomenų fiksuotų efektų regresijos metodą, vertino įmonių socialinės atsakomybės lygio ir sisteminės rizikos santykį nuo 1992 iki 2009 metų, naudodami įmonių duomenis iš „S & P 500“ indekso. Autoriai teigė, jog tik kai kurie ĮSA komponentai yra neigiamai ir minimaliai susiję su įmonių sisteminė rizika. Be to, jų tyrimo rezultatai atskleidė, jog kiti veiksniai, tokie kaip santykiai su bendruomene, darbuotojais ir aplinkos apsaugos klausimai, yra teigiamai ir reikšmingai susiję su sisteminė rizika. Tai yra, didėjant socialinės atsakomybės lygiui šiose srityse finansinė rizika, vertinama sisteminė rizika, didėja. Norėdami patvirtinti savo rezultatus, I. Oikonomou ir kt. (2012) naudojo du neigiamos rizikos (angl. *downside risk*) matavimus: Bawa ir Lindenberg beta bei Harlow ir Rao beta. Nors rezultatai Bawa ir Lindenberg beta nerodė reikšmingos ĮSA įtakos finansinei rizikai, rezultatai vertinant neigiamą riziką Harlow ir Rao beta parodė tiesioginį ryšį tarp finansinės rizikos ir kai kurių atskirų neigiamų socialinės atsakomybės komponentų (bendruomenės susirūpinimas, darbuotojų rūpesčių ir aplinkosauginio veiksmingumo problemos). Taigi vertinant ĮSA lygio

poveikį finansinei rizikai, matuojamai neigiamo nuokrypio beta, tarp atskirų socialinės atsakomybės komponentų yra pastebimas tiesioginis ryšys. Tai yra, didėjant kai kurių įmonių socialinės atsakomybės sričių lygiams, didėja įmonių neigiama rizika (įmonių akcijų grąža krypsta į neigiamą pusę).

Finansinės rizikos matavimas per neigiamą riziką turi kelis argumentus. Pirma, tradiciniai finansinės rizikos matavimo modeliai remiasi beta skaičiavimais, darant prielaidą, jog akcijų grąžos pasiskirstymas yra simetrinis (pavyzdžiui, esant normaliojo skirstinio atvejui). Esant tokiai situacijai, standartiniais rizikos matavimo rodikliais ir neigiamos rizikos matavimo rodikliais bus gaunami tie patys rezultatai, tačiau kai grąžos pasiskirstymas yra asimetris (dažniausiai taip ir yra; DeFusco ir kt., 1996), tuomet arba neigiami akcijų kainų svyravimai turės dominuojantį poveikį teigiamai rizikai (angl. *upside*), arba atvirkščiai. Tiksliau sakant, jei grąžos pasiskirstymas nukrypsta į neigiamą pusę arba krypsta į kairę pusę, tai pagal tradicinę portfelio teoriją (Markowitz, 1991) bendra rizika, su kuria susiduria akcijos, gali būti suskirstyta į sisteminę riziką, atsirandančią dėl bendrų aplinkos veiksnių, turinčių įtakos visai vertybinių popierių visatai, ir nesisteminę (specifinę) riziką, kuri kyla iš pramonės ar konkrečios įmonės veiksnių. Diversifikacija nesisteminę riziką gali būti panaikinta iš portfelio, todėl investuotojams yra kompensuojama tik už jų investicijoms gresiančią rinkos riziką. Būtent dėl šios priežasties vertinant finansinę riziką svarbu matuoti sisteminę riziką arba tiksliau – neigiamą riziką, renkantis neigiamo nuokrypio beta rodiklį, o ne standartinio nuokrypio rodiklį (Oikonomou, 2012). Apibendrinti ĮSA poveikio finansinei rizikai empirinių tyrimų rezultatai pateikiami 1.6 lentelėje.

Vertindami įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių nesisteminę rizikai F. B. Dufrense ir P. Savaria (2004) tyrimui pasirinko 1995–1999 metų laikotarpį ir naudojo Kanados socialiai atsakingo investavimo duomenų bazės skaičiuojamą ESG rodiklį. Atlikta panelinių duomenų fiksuotų efektų regresinė analizė parodė, jog įmonių socialinė atsakomybė neigiamai veikia įmonių nesisteminę rinkos riziką, tai yra, kuo aukštesnis ĮSA lygis, tuo nesisteminė rinkos rizika yra mažesnė.

1.6 lentelė

Įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio finansinei rizikai empirinių tyrimų rezultatų palyginimas

Autorius, metai	ĮSA lygio vertinimas	Tyrimo imtis	Tyrimo metodas	Finansinė rizika	Rizikos vertinimo rodiklis	Tyrimo išvados
Humphrey ir kt., 2012	ESG (SAM duomenų bazė)	2002–2010, Jungtinė Karalystė	Portfelinė analizė	Nesisteminė rizika	Šarpo rodiklis, standartinis nuokrypis	ĮSA lygis neturi jokio poveikio įmonių nesistemei rizikai
Lee, Faff, 2009	DJSI indeksas	1998–2002 m. Įmonės, įeinančios į DJSI ir DJGI indeksą	Portfelinė analizė	Nesisteminė rizika	Šarpo rodiklis, standartinis nuokrypis	ĮSA lygis mažina nesisteminę riziką
Kim, 2010	„Business ethics“ reitingas	1995–2000 m. JAV įmonės, reitinguojamos „Business ethics“ organizacijos	Daugialypė regresija	Sisteminė, nesisteminė ir bendra rizika	Standartinis nuokrypis, Fama 4 faktorių modelis, beta	Skirtingos ĮSA sritys turi nevienodą poveikį įmonių finansinei rizikai
Jo, Na, 2012	„KLD Domini“ duomenų bazė	1991–2001 m. JAV didžiausios biržinės įmonės	Panelinių duomenų atsitiktinių efektų metodas	Sisteminė ir nesisteminė rizika	Standartinis nuokrypis, beta	ĮSA lygis mažina sisteminę ir nesisteminę riziką, poveikis yra priklausomas nuo ekonominės veiklos sektoriaus
Lou, Bhattacharya, 2009	„Fortune Mac“ duomenų bazė	2002–2003 m. JAV	Daugialypė regresija	Nesisteminė rizika	CAPM beta	Didėjant ĮSA lygiui įmonių nesisteminė rizika mažėja
Salama ir kt., 2011	SAM duomenų bazė	1994–2006 m. JK	Panelinių duomenų fiksuotų efektų metodas	Sisteminė rizika	CAPM beta	Didėjant ĮSA lygiui įmonių finansinė rizika mažėja
Oikonomou ir kt., 2012	„S & P 500“ indeksas	1992–2009 m. JAV	Panelinių duomenų fiksuotų efektų metodas	Neigiama rizika	Neigiamo nuokrypio beta	Didėjant kai kurių įmonių socialinės atsakomybės sričių lygiams didėja įmonių neigiama rizika
Duffrence ir Savaria, 2004	CSRI	1995–1999 m. Kanada	Panelinių duomenų fiksuotų efektų metodas	Nesisteminė rizika	CAPM beta	Kuo aukštesnis ĮSA lygis tuo nesisteminė rinkos rizika yra mažesnė
Mishra, Modi, 2012; Bouslah ir kt., 2013	KLD Domini	2001–2003 m. JAV	Panelinių duomenų fiksuotų efektų metodas	Nesisteminė rizika	CAPM beta	ĮSA poveikis finansinei rizikai yra priklausomas nuo ĮSA lygio ir skiriasi tarp atskirų ĮSA sričių

Pastaba: sudaryta autorės.

Galiausiai, kai kurie tyrėjai, vertindami ĮSA ir finansinės rizikos priklausomybę, sutelkia dėmesį į ĮSA ir kredito rizikos santykį. A. Goss ir G. R. Roberts (2010) konstatuoja, jog ĮSA lygis yra reikšmingas veiksnys bankroto neatsiradimo tikimybei. Jų teigimu, socialiai atsakingos įmonės yra mažiau rizikingos nei socialiai neatsakingos (tyrimas atliekamas nuo 1991 iki 2003 metų, naudojant KLD duomenis). R. Bauer ir kt. (2009) vertino ĮSA įtaką bankroto rizikai, išskirdami įmonių santykių su darbuotojais įtaką įmonių finansinei rizikai. Autoriai teigia, kad įmonės santykių su darbuotojais kokybė yra stiprus veiksnys investuotojų į obligacijas sprendimams. Aukšti obligacijų reitingai yra reikšmingai susiję su aukštu įmonių santykiu su darbuotojais rodikliu. Panašūs rezultatai buvo gauti ir P. Verwijmeren bei J. Derwall (2010) darbe: įmonės, pasižyminčios gerais santykiais su darbuotojais, turi didesnius kredito reitingus ir žemus skolos ir turto santykio rodiklius. N. Attig ir kt. (2013) atkleidė teigiamą ryšį tarp ĮSA ir įmonės kredito reitingų: kredito reitingų agentūros suteikia aukštus reitingus įmonėms, pasižyminčioms aukštais socialinės atsakomybės rodikliais. Tyrimas buvo atliekamas apimant 1991–2010 metų laikotarpį ir ĮSA vertinimui naudojant KLD duomenis.

Panašiai W. Sun ir K. Cui (2012) pagrindžia, jog įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė mažina įmonių bankroto riziką dėl kelių priežasčių: pirmiausia, ĮSA padeda generuoti didesnius pinigų srautus. Antra, ĮSA padeda pritraukti naujų klientų ir tai padidina pardavimų apimtis. Trečia, ĮSA padeda sumažinti pinigų srautų svyravimus, nes mažina nelaimių ar grėsmių atsiradimą. O kaip teigia finansų teorija, įmonės bankroto rizika yra tiesiogiai susijusi su įmonių pinigų srautais, todėl įmonių pinigų srautų padidėjimas, atsiradęs dėl ĮSA, mažina įmonių bankroto galimybę, todėl galima manyti, jog ĮSA mažina bankroto riziką. T. C. Chang ir kt. (2013) tyrimo rezultatai taip pat patvirtina ankstesnių darbų išvadas, jog įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė mažina bankroto riziką. Savo išvadas jie argumentuoja tuo, jog socialiai atsakingų įmonių vadovai yra konservatyvesni įmonių apskaitos ir operaciniuose sprendimuose, todėl jie priima mažiau rizikingus investavimo sprendimus. Tai lemia mažesnį skolos lygį socialiai atsakingose įmonėse lyginant su nesocialiai atsakingomis. Skolos lygis yra vienas iš lemiamų faktorių įmonių bankroto rizikos atveju (Chang ir kt., 2013).

Išanalizavus ĮSA poveikio finansinei rizikai ankstesnių autorių tyrimų rezultatus, galima konstatuoti, jog tyrimų rezultatai yra dviprasmiški: kai kurie tyrimai patvirtina, jog ĮSA mažina įmonių finansinę riziką, kiti tyrimai neranda reikšmingo ryšio tarp įmonių socialinės atsakomybės ir finansinės rizikos. (1.6 lentelė). Išvalgas dėl galimo netiesioginio įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių veiklos rezultatams argumentuoja ir kiti mokslininkai (Scherck, 2011; Barnett, 2007; Servaes, Tamyo, 2013; Mishra, Suan, 2010). Pasigendama aiškių įrodymų, jog ĮSA mažina arba didina įmonių finansinę riziką. Šia prasme, papildomų kintamųjų įtraukimas į tyrimą gali padėti nustatyti, kokiomis sąlygomis ĮSA gali teikti finansinės naudos

arba, atvirkščiai, sukelti finansinius nuostolius. Dėl šios priežasties tampa aktualu vertinti, kaip įmonių socialinė atsakomybė daro poveikį finansinei rizikai – tiesiogiai ar netiesiogiai, netiesioginį įmonių socialinės atsakomybės poveikį vertinant per suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną įmonės atžvilgiu.

1.4. Teorinis įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelis

Remiantis P. Verschuren ir H. Doorewaard (2010), konceptualus modelis susideda iš priežastinių ryšių tarp pagrindinių tyrimo konstrukto ir leidžia aiškiai apibrėžti tyrimo lauką ir jame nagrinėjamus ryšius. Siekiant nustatyti įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, teorinio modelio formavimo prielaidas, pažymėtina, kad šiai tematikai skirtose ekonomikos mokslo studijose, kaip atskleista ankstesniuose tyrimuose, egzistuoja keletas spragų. Jų indentifikavimas sudaro pagrindą teorinio modelio formavimo prielaidoms pagrįsti.

Pirmoji spraga identifikuojama įmonių socialinės atsakomybės koncepcijos studijose. Kaip pastebėta anksčiau, įmonių socialinės atsakomybės tematika nėra nauja mokslinėse studijose, tačiau nagrinėjant įmonių socialinę atsakomybę neišvengiama nevienareikšmiškumo ir kontraversiškumo tiek dėl pačios koncepcijos apibrėžties, tiek dėl įmonių socialinės atsakomybės taikymo sričių. Mokslinėje literatūroje pastebimas skirtingas įmonių socialinės atsakomybės traktavimas (įmonių socialiai atsakinga veikla, socialinė politika, verslo etika ir kt.). Be to, tyrimų radiniai demonstruoja skirtingus mokslininkų požiūrius (normatyvų, deskriptyvų, strateginį ir instrumentinį) į įmonių socialinę atsakomybę. Disertacijoje, pritariant ankstesnių mokslininkų įžvalgoms, jog įmonių socialinė atsakomybė yra ne tik akcininkų vertės maksimizavimas, tačiau visų suinteresuotųjų grupių poreikių suderinimas įgyvendinant ekonominius, socialinius ir aplinkosauginius tikslus, yra laikomasi deskriptyvaus požiūrio į įmonių socialinę atsakomybę. Įmonių socialinės atsakomybės įgyvendinimas įmonių veikloje pasireiškia socialinių, aplinkosauginių ir kitų iniciatyvų forma. Įmonių socialinės atsakomybės koncepcijos ir požiūriai į tiriamą reiškinį yra detalizuoti ir pagrįsti 1.1 ir 1.2 poskyriuose. Deskriptyvus požiūris į įmonių socialinę atsakomybę, siekiant ekonominių, socialinių, aplinkosauginių tikslų, pasireiškiančių įvairių iniciatyvų forma, atsižvelgiant į visų suinteresuotųjų grupių poreikius, reikalauja empirinio patikrinimo skirtingų ekonominės veiklos sektorių ir šalių pavyzdžiu.

Antroji konceptualaus modelio formavimo prielaida remiasi empirinių tyrimų rezultatų analizės išvadamis dėl ankstesnių tyrimų įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių

finansinei rizikai rezultatų nevienareikšmiškumo ir kontraversiškumo. Mokslinės studijos atskleidžia, jog įmonių socialinė atsakomybė įmonės rizikos (finansinės, kredito, strategijos, reputacijos praradimo) kontekste yra vertinama skirtingai: pirma, įmonių socialinė atsakomybė suvokiama kaip rizikos valdymo mechanizmas (Louche ir kt., 2010; Godfrey ir kt., 2009; Tsoutsoura, 2004; Testa, 2008; Kytte ir Ruggie, 2005); antra, įmonių socialinė atsakomybė suvokiama kaip atskira įmonių rizikos rūšis – vertinami ĮSA rizikos šaltiniai ir kategorijos (Tsoutsoura, 2004; Heugens ir Dentchev, 2007); trečia, teigiama, jog įmonių socialinės atsakomybės lygis turi tiesioginį poveikį įmonių finansinei rizikai (Spicer, 1978; Aupperle, Pham, 1989; Aupperle ir kt., 1985; Lou, Battacharya, 2009; Salama ir kt., 2009; Oikonomou ir kt., 2012; Dufrense, Savaria, 2004 ir kt.), ketvirta, įmonių socialinę atsakomybę ir finansinę riziką sieja tarpusavio ryšys (Orlitzky, Benjamin, 2001). Be to, tyrimų rezultatai atskleidžia, jog ĮSA poveikis finansinei rizikai nevienareikšmis: tai yra, *ĮSA turi teigiamą (mažina riziką) poveikį įmonių finansinei rizikai* (Hillman, Keim, 2001), *neigiamą (didina riziką) poveikį* (Brammer ir kt., 2006; Salama ir kt., 2011), arba pažymima, jog *nėra jokio ryšio tarp šių dviejų reiškinių* (Renneboog ir kt., 2008; Bauer ir kt., 2009; Humphrey ir kt., 2012; Kim, 2010). Šia prasme, suinteresuotųjų grupių elgsenos, kaip moderuojančio veiksnio, įtraukimas į modelį gali padėti nustatyti, kokį poveikį įmonių socialinės atsakomybės lygis turi įmonių finansinei rizikai. Įžvalgas dėl galimo netiesioginio įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai argumentuoja ir kiti mokslininkai (Scherck, 2011; Barnett, 2007; Servaes, Tamyo, 2013; Mishra, Suan, 2010), kurie pažymi, jog dėl įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės didėja darbuotojų lojalumas, klientų ir investuotojų pasitenkinimas ir pasitikėjimas įmone, kas didina įmonių veiklos rezultatus, vertę, gerina įmonės reputaciją, ir galimai mažina įmonių riziką (finansinę, strateginę, kredito).

Trečia, formuojant teorinį modelį yra *remiamasi požiūriu, jog vertinant ĮSA poveikį finansinei rizikai, būtina atsižvelgti į moderuojančius veiksnius*. Moderuojantys veiksniai disertacijoje suprantami kaip veiksniai, nuo kurių priklauso įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai stiprumas. H. Jo ir H. Na (2012) pažymi, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai yra priklausomas nuo ekonominės veiklos sektoriaus (Jo, Na, 2012), šalies ekonominio ir kultūrinio išsivystymo (Campbell, 2007; Shleifer, 2004), įmonės dydžio (Campbell, 2007; Chih ir kt., 2008), amžiaus (Yao ir kt., 2011; Godfrey ir kt., 2009), konkurencijos lygio (Campbell, 2007; Chih ir kt., 2008) ir kitų veiksnių. Vis dėlto reikia pastebėti, jog moksliniai tyrimai daugiau vertina veiksnių įtaką įmonių apsisprendimui tapti socialiai atsakinga, o ne įmonėms, jau vykdančioms socialinę veiklą. Dėl šios priežasties tyrimų, vertinančių, kaip įmonių socialinės atsakomybės lygio skirtumai, priklausomai nuo moderuojančių veiksnių (ekonominės veiklos sektoriaus, šalies socialinio

aktyvumo, įmonės dydžio, įmonės matomumo ir inovatyvumo lygio), veikia įmonių finansinę riziką, yra pasigendama.

Atlikus įmonių socialinės atsakomybės ir suinteresuotųjų grupių elgsenos ir jų poveikio įmonių finansinei rizikai teorijų ir empirinių tyrimų analizę, disertacijoje laikomasi požiūrio, jog nagrinėjamus reiškinius būtina vertinti *kompleksiškai* – sujungiant nagrinėjamus reiškinius į vieną visumą. Tai yra, vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai būtina atsižvelgti į suinteresuotųjų grupių elgseną. Kompleksinio vertinimo būtinumas yra grindžiamas ribotų išteklių (Huijstee, Glasbergen, 2010; Ten ir kt., 2010; Zietsma, Winn, 2008; Henriques, Sharma, 2005; Hendry, 2005; Frooman, Murrell, 2005; Tsai ir kt., 2005; Frooman, 1999; Helmig ir kt., 2013) ir socialinio judėjimo (Vasi, King, 2012; King, 2008; King, Soule, 2007) teorijomis, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai yra priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių elgsenos įmonės atžvilgiu. Formuojamas modelis taip pat remiasi suinteresuotųjų grupių teorija (Mutti ir kt., 2011; Brower, Mahajan, 2012), akcentuojant, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai yra priklausomas nuo įmonių socialinės atsakomybės lygio.

Remiantis įvardytais argumentais siekiama, kad formuojamas konceptualus įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelis tenkintų šias sąlygas:

- Atlieptų deskriptyvų požiūrį į įmonių socialinę atsakomybę ir įmonių socialinės atsakomybės struktūrą, apimančią įmonių socialinių, ekonominių ir aplinkosauginių tikslų įgyvendinimą, atsižvelgiant į visas suinteresuotąsias grupes.
- Apimtų kompleksinį nagrinėjamų reiškinių vertinimą. Tai yra, vertinant įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikį įmonių finansinei rizikai, atsižvelgtų į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną (medijuojantį veiksnį).
- Atspindėtų moderuojančių veiksnių įtaką vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną.
- Įgalintų įvertinti nagrinėjamą reiškinį *dinamiškai*. Tai yra, vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, atsižvelgtų į įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimą ir jo sąlygotą suinteresuotųjų grupių agresyvią elgsenos intensyvumo pokytį.

Apibrėžus teorinio įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, modelio formavimo prielaidas, prieinama prie nagrinėjamų konstruktyvų (įmonių socialinės atsakomybės, suinteresuotųjų grupių agresyvią elgsenos, įmonių finansinės rizikos) identifikavimo ir priežastinių ryšių tarp jų pagrindimo.

Atsižvelgiant į pirmoje disertacinio darbo dalyje atliktos teorinės analizės rezultatus, vienu iš pagrindinių teorinio modelio konstrukčių yra įvardijama *įmonių socialinė atsakomybė*, apimanti įmonių socialinius, ekonominius ir aplinkosauginius tikslus. Taip pat *medijuojantis veiksnys – suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena*, per kurią vertinamas įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai. *Finansinė rizika*, kuri modelyje identifikuojama, kaip įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės rezultatas – poveikis įmonei. Be to, įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra vertinamas įtraukiant *moderuojančius veiksnys: įmonės dydį, įmonės inovatyvumo ir matomumo lygį, ekonominės veiklos sektorių ir šalies visuomenės socialinį aktyvumą*.

Konceptualus įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis, kurio struktūra apima anksčiau įvardytus esminius konstrukčius ir ryšius tarp jų, pateiktas 1.3 paveiksle. Pažymėtina, jog modelyje yra identifikuojamas didesnis, nei bus tikrinama empiriškai, pagrindinių kintamųjų dedamųjų kiekis. Modelyje pilka spalva pažymėti laukai apima kintamuosius, kurie bus vertinami empiriškai. Punktyrinėmis linijomis yra žymimas moderatorių ir medijuojančių veiksnių efektas.

Atsižvelgiant į ankstesnių tyrėjų įžvalgas, jog suinteresuotosios grupės reaguoja į įmonių įgyvendinamą socialinę atsakomybę ir ta reakcija pasireiškia per elgseną, kuri gali būti agresyvi ir pasyvi ir turėti tiek teigiamas, tiek neigiamas pasekmes įmonių veiklos rezultatams ir finansinei rizikai, disertacijoje sudarytame teoriniame įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimo modelyje siūloma įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai vertinti į modelį įtraukiant medijuojantį veiksnių – suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, kuri yra priklausoma nuo įmonių socialinės atsakomybės lygio ir turi poveikį įmonių finansinei rizikai. Suinteresuotųjų grupių keliami protestai, streikai neigiamai veikia akcijų kainas (Brammer ir kt., 2006), kas galimai turi neigiamą poveikį akcijų grąžos svyravimams ir lemia finansinės rizikos atsiradimą.

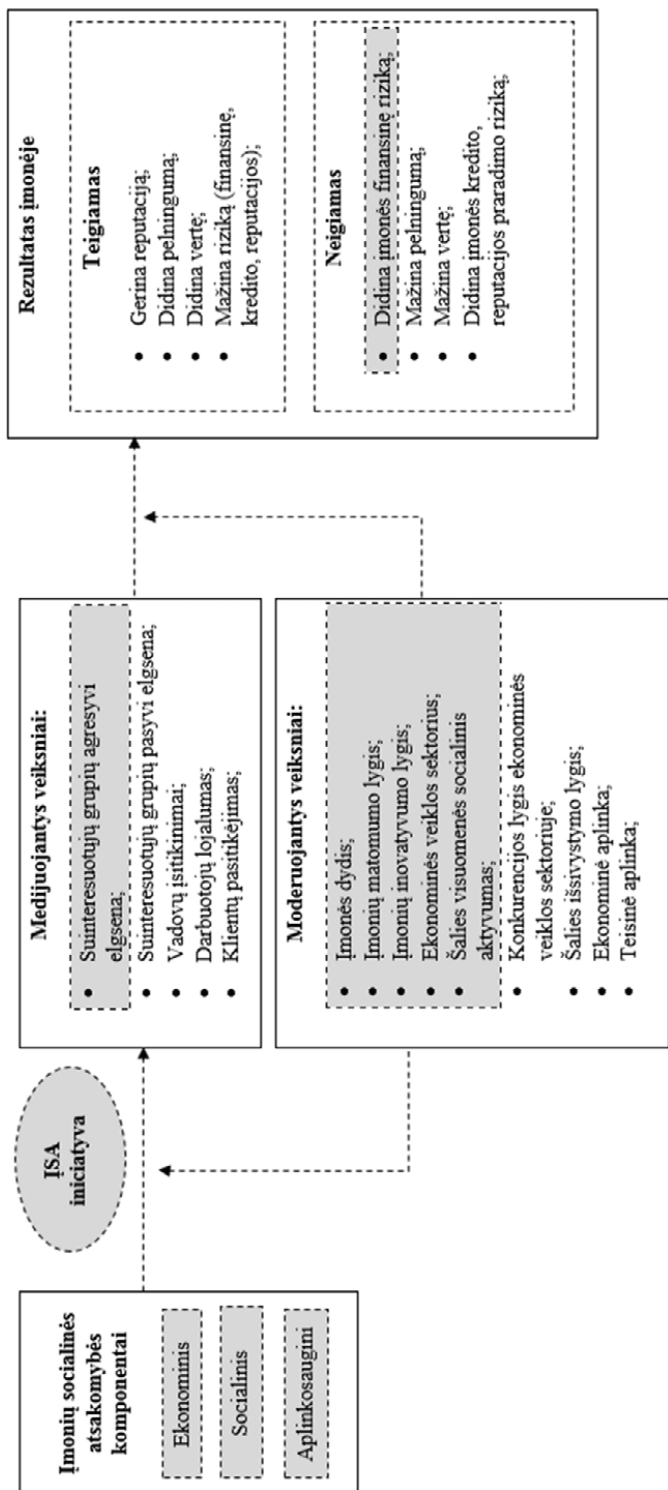
Remiantis ankstesnių tyrimų rezultatais, jog įmonės, kurios yra priskiriamos socialiai neatsakingoms, t. y., jų socialinės atsakomybės rodiklis yra žemesnis už vidutinį socialinės atsakomybės lygį, susiduria su didesne finansine rizika (De Villiers, Marques, 2015; Wang, Sarkis, 2013; Oikonomou ir kt., 2012), mažesnėmis akcijų kainomis (De Villiers ir Marques, 2015) ir aukštesniais kapitalo kaštais (Wang ir Sarkis, 2013). Tai pat atsižvelgiant į tyrėjų išvadas, jog geri santykiai su pagrindinėmis suinteresuotosiomis grupėmis didina įmonių nematerialiąją vertę, kas veikia akcijų grąžą (Hillman, Keim, 2001), mažina kapitalo kaštus ir finansinę riziką (El Ghouli ir kt., 2011), sudarytame teoriniame vertinimo modelyje siekiama

patikrinti prielaidą, jog suinteresuotosios grupės reaguoja į įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimą, t. y., mažėjant įmonių socialinės atsakomybės lygiui suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena intensyvėja – daugėja streikų, protestų, boikotų ir teisminių procesų atvejų, tai lemia neigiamą investuotojų reakciją – akcijų gražos svyravimus į neigiamą pusę, kas didina neigiamą finansinę riziką.

Atlikus mokslinės literatūros analizę pastebėta, jog įmonių socialinės atsakomybės lygis ir jo pasikeitimas turi poveikį įmonių finansinei rizikai, o poveikio stiprumas (moderuojantis efektas) priklauso nuo įmonės dydžio, įmonės inovatyvumo ir matomumo lygio, ekonominės veiklos sektoriaus, šalies visuomenės socialinio aktyvumo, konkurencijos lygio, teisinės aplinkos, šalies išsivystymo lygio ir kt. Taip pat atskleidus, jog suinteresuotųjų grupių elgsenos intensyvumas (streikų, protestų, boikotų, teisminių procesų atvejai) įmonės atžvilgiu yra priklausomas nuo įmonės charakteristikų (įmonės dydžio, matomumo, inovatyvumo lygio ir ekonominės veiklos sektoriaus, šalies visuomenės socialinio aktyvumo), vertinimo modelyje įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, yra vertinamas pasitelkiant moderuojančius veiksnius (įmonės dydis, matomumo, inovatyvumo lygis, ekonominės veiklos sektorius, šalies visuomenės socialinis aktyvumas), lemiančius poveikio stiprumą.

Apibendrinant, sudarytas vertinimo modelis leidžia patikrinti ĮSA netiesioginį poveikį finansinei rizikai ir priklausymą nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos (medijuojantis veiksnys), tai pat įgalina vertinti įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai stiprumą, priklausantį nuo moderuojančių veiksnių (įmonės dydžio, įmonės matomumo, inovatyvumo lygio, ekonominės veiklos sektoriaus, šalies visuomenės socialinio aktyvumo).

Siekiant empirinio parengto konceptualaus įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, modelio patikrinimo, antroje disertacinio darbo dalyje pateikiama empirinio tyrimo metodika.



1.3 pav. Teorinis ISA poveikio finansinei rizikai, atsižvelgianti į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis

II. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS POVEIKIO FINANSINEI RIZIKAI, ATSIŽVELGIANT Į AGRESYVIĄ SUINTERESUOTŲJŲ GRUPIŲ ELGSENĄ, TYRIMO METODIKA

Pirmoje disertacijos dalyje buvo atskleista, jog įmonių socialinė atsakomybė mokslinėje literatūroje yra vertinama kaip reiškinys, kuris yra naudingas tiek įmonei, tiek visuomenei, o įmonių siekį tapti socialiai atsakingomis lemia tiek ekonominės, tiek etinės paskatos. Moksliniuose tyrimuose akcentuojama įmonių socialinės atsakomybės ir suinteresuotųjų grupių poreikių tenkinimo svarba ir nauda daugeliu atveju suvokiama kaip nediskutuotinas gėris. Pastebėta, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra nepakankamai ištirtas. Susisteminus įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai empirinius tyrimus atskleista, jog nors susiformavo daug mokslinių tyrimų kryptių, pasigendama kompleksinio požiūrio į įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai tyrimus, kurie vertintų ne tik tiesioginį įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, tačiau atsižvelgtų ir į suinteresuotųjų grupių elgseną formuojant socialiai atsakingą politiką ar reaguojant į socialinės atsakomybės lygio pasikeitimus įmonėse. Daugeliu atveju tyrimuose yra vertinamos atskiros modelio komponentės: tiriamas tiesioginis įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansiniams veiklos rezultatams, finansinei rizikai arba suinteresuotųjų grupių tiesioginis poveikis finansinei rizikai.

Atsižvelgiant į pirmoje disertacijos dalyje išskirtas teorines prielaidas ir spragas, suformuotas teorinis įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelis. Suformuotu modeliu siekiama patikrinti, kokį poveikį įmonių socialinė atsakomybė daro finansinei rizikai, kai atsižvelgiama į suinteresuotųjų grupių elgseną. Disertacijoje modelis formuojamas ir tyrimas atliekamas atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, neišskiriant suinteresuotųjų grupių ir apimant žiniasklaidoje viešinamą informaciją dėl suinteresuotųjų grupių rengiamų streikų, protestų, boikotų ir teisminių procesų.

Šiame disertacijos skyriuje formuojama įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo logika ir pagrindžiami tyrimo metodai apibrėžtiems tyrimo etapams: įmonių socialinės atsakomybės, finansinės rizikos, suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos ir medijuojančių veiksnių vertinimui. Šioje disertacijos dalyje gauti rezultatai trečioje disertacijos dalyje naudojami įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimui empiriškai.

2.1. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelio sudarymas

Atsižvelgiant į suformuotas teorines (socialinio judėjimo, ribotų išteklių ir suinteresuotųjų grupių teorijos) ir empirinių tyrimų įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai prielaidas, identifikuota ir apibendrinta suinteresuotųjų grupių elgsena, įtraukta į įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimo modelį.

2.1.1. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, modelio prielaidų formavimas

Atlikta mokslinės literatūros analizė leidžia konstatuoti, jog ĮSA poveikis finansinei rizikai nevienareikšmis. Tyrimų rezultatai atskleidžia, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai *turi teigiamą (mažina riziką) poveikį*, (Hillman, Keim, 2001), *neigiamą (didina riziką) poveikį* (Brammer ir kt., 2006; Salama ir kt., 2011) arba pažymima, jog *nėra jokio ryšio tarp šių dviejų reiškinių* (Renneboog ir kt., 2008; Bauer ir kt., 2009; Humphrey ir kt., 2012; Kim, 2010). Šia prasme suinteresuotųjų grupių elgsenos vertinimo įtraukimas į tyrimą gali padėti nustatyti, kaip įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė gali teikti finansinės naudos arba, atvirkščiai, sukelti finansinius nuostolius (Branco, Rodriguez, 2006). Disertacijoje remiamasi kitų autorių empirinių tyrimų rezultatų išvadomis (Scherck, 2011), jog nėra tiesioginio ryšio tarp ĮSA ir įmonės veiklos rezultatų. Taip pat remiamasi M. L. Barnett (2007), H. Servaes ir A. Tamyo (2013), S. Mishra ir D. Suan (2010) išvaigomis, jog ĮSA įtaka įmonių veiklos rodikliams priklauso nuo ĮSA ryšio su suinteresuotosiomis grupėmis. Empirinių tyrimų analizė parodė, jog į modelius, nagrinėjančius ĮSA lygio ir įmonių veiklos rodiklių priklausomybę, būtina įtraukti suinteresuotųjų grupių medijuojantį efektą, kuris paaiškina, kaip įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė didina arba mažina įmonės vertę, didina arba mažina pelningumą, teigiamai arba neigiamai veikia akcijų kainas ir akcijų grąžą, didina arba mažina finansinę riziką.

Empiriniuose tyrimuose įrodyta, jog pagerėjusi įmonės aplinkosauginė veikla gali turėti įtakos pelningumui dėl padidėjusio operacinio efektyvumo, klientų ir darbuotojų pasitenkinimo ir pan. (Schreck, 2011), todėl galima teigti, jog veikia netiesiogiai. Ekologiški produktai pirkėjui gali būti geriau vertinami ir taip padidinti pardavimų pajamas. Priešingu atveju, padidėjusios investicijos aplinkosauginiams projektams bendruomenės gali būti neigiamai įvertintos, padidėtų boikotų tikimybė, atsirastų papildomas žiniasklaidos dėmesys, kas galiausiai neigiamai paveiktų įmonės veiklos rodiklius, akcijų grąžos pasiskirstymą. Kai suinteresuotosios grupės

praranda pasitikėjimą įmonės veikla, įmonė netenka savo pagrindinės veiklos palaikymo struktūros ir klientų paramos (Lee, 2008). Klientai nustoja pirkti produktus ar pradeda teisinius procesus, akcininkai parduoda savo akcijas, darbuotojai nebedirba arba dirba prasčiau ir aplinkosauginės organizacijos iškelia teismines bylas (Wood, Jones, 1995). Visa tai tiesiogiai veikia įmonės veiklos rezultatus. Dėl išskylančių protestų, streikų ar darbuotojų ir klientų boikotų investuotojai praranda pasitikėjimą įmone, neigiamai vertina įmonės būsimuosius pinigų srautus, tai tiesiogiai veikia akcijų kainas (Doh, Guay, 2006) ir didina įmonės finansinę riziką dėl neigiamų akcijų gražos svyravimų.

Taigi galima daryti prielaidą, jog patenkintos suinteresuotosios grupės teigiamai veikia įmonės veiklos rezultatus ir tokiu atveju finansinės rizikos atsiradimo tikimybė dėl ĮSA mažėja. Įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė mažina įmonės finansinę riziką dėl jos sukuriamos naudos (Orlitzky, Benjamin, 2001), tačiau kai suinteresuotosios grupės yra nepatenkintos, neįvertina įmonės pastangų SA kontekste arba, tiksliau, įmonės atitinkamus veiksmus vertina neigiamai. Tokiu atveju ĮSA dėl agresyvios suinteresuotųjų grupių elgsenos didina arba neigiamai veikia įmonės finansinę riziką. ĮSA poveikis finansinei rizikai dėl galimos agresyvios suinteresuotųjų grupių elgsenos yra nepakankamai tyrinėtas.

Analizuojant suinteresuotųjų grupių poveikį įmonėms galima pastebėti, jog kai kurių įmonių atžvilgiu pasireiškia daugiau negatyvaus pobūdžio suinteresuotųjų grupių elgsena su galimai neigiamomis pasekmėmis, todėl svarbu suprasti, kurios įmonės suinteresuotųjų grupių yra labiau spaudžiamos ir kaip tai veikia įmonės finansinę riziką. Suinteresuotosios grupės, siekdamos įgyvendinti savo tikslus, įtikinti įmones vykdyti jų reikalavimus, laikosi tam tikrų taktikų (Eesley, Lenox, 2005). Suinteresuotųjų grupių spaudimas yra suprantamas kaip suinteresuotųjų grupių galimybė ir gebėjimas veikti įmonę siekiant įgyvendinti sau naudingus organizacinius sprendimus (Helmig ir kt., 2013; Eesley, Lenox, 2005). Suinteresuotųjų grupių spaudimas įmonei yra atliekamas veiksmis, numatytais prieš įmonę.

Moksliniuose suinteresuotųjų grupių veiksnių, nukreiptų prieš įmonę, tyrimuose išskiriama keletas taktikų, kuriomis suinteresuotosios grupės siekia daryti spaudimą įmonei. Suinteresuotųjų grupių taktikos remiasi identiteto arba poreikių vertinimo modeliais, ribotų išteklių ir galios priskyrimo conceptualiais modeliais. Pažymima, jog didesnę galią turi tos suinteresuotosios grupės, kurios turi tiesioginę prieigą prie išteklių arba turi didesnę galią. Iš kitos pusės, didesnį poveikį daro tos suinteresuotosios grupės, kurios turi didesnius išteklius arba pasirinkusios įmones, kurios gali būti lengviau paveikiamos, tačiau šiame darbe detaliau nebus nagrinėjami suinteresuotųjų grupių motyvai ar galimybės paveikti įmonę.

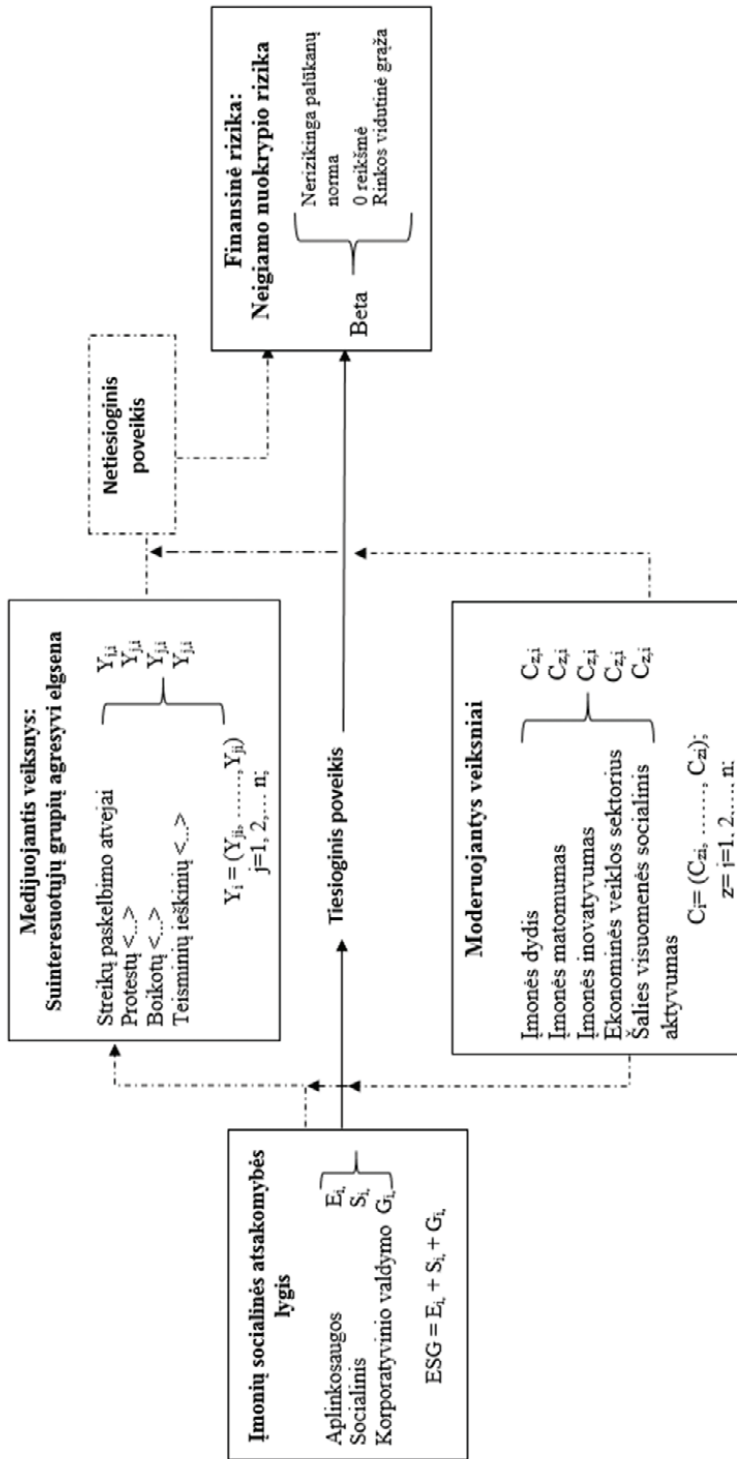
Atsižvelgiant į konceptualaus modelio sudarymo prielaidas, disertacijoje siekiama, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis:

- Leistų įvertinti nagrinėjamą reiškinį kompleksiskai. Tai yra, kokį poveikį įmonių socialinė atsakomybė daro finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, neišskiriant atskirų suinteresuotųjų grupių.
- Įgalintų įvertinti įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, dinamiiniu aspektu. Tai yra, kaip, keičiantis įmonių socialinės atsakomybės lygiui, keičiasi suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena ir kokį poveikį tai turi finansinei rizikai.
- Atskleistų medijuojančių veiksnių efektą – kokį poveikį įmonių socialinė atsakomybė daro finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, priklausomai nuo tokių moderuojančių veiksnių kaip įmonės dydis, įmonės matomumo ir lojalumo lygis, šalies visuomenės socialinis aktyvumas ir ekonominės veiklos sektorius.

Remiantis mokslinių studijų rezultatų analize ir ankstesnių tyrimų ribotumais, toliau disertacijoje formuojamas įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelis.

2.1.2. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis

Remiantis išskirtomis įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai prielaidomis, šiame disertacijos poskyryje sudaromas įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelis. Šiuo modeliu siekiama įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai vertinti kompleksiskai (įvertinant tiek įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, tiek suinteresuotųjų grupių medijuojantį efektą (agresyvi elgsena) įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinime ir moderuojančių veiksnių efektą) ir dinamiškai (vertinant įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimo poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną).



Žymėjimai: E_i – i-tosios įmonės aplinkosaugos lygis; S_i – i-tosios įmonės socialinės atsakomybės lygis; G_i – i-tosios įmonės korporatyvinio valdymo lygis; ESG_i – i-tosios įmonės agreguotas ISA lygis; $Y_{j,i}$ – i-tosios įmonės suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų skaičius; $Beta$ – neigiamo nuokrypio finansinė rizika; $C_{z,i}$ – i-tosios įmonės medijuojantis veiksnys; i – įmonė.

2.1 pav. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis

Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelis sudarytas siekiant: *adaptyvumo* (plataus pritaikomumo įmonių socialinės atsakomybės poveikio kitoms įmonės rizikos rūšims, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimui), *paprastumo* (suprantamas, nuoseklus, aiškios struktūros), *tinkamumo* (lengvai prieinami duomenys ir paprastai pritaikomi), *palyginamumo* (galimybė palyginti įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai tarp atskirų šalių, regionų ar atskirų ekonominės veiklos sektorių), *kompleksiškumo* (modelis leistų įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinti įvairiapusiškai), *dinamiškumo* (modelis leistų įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, įvertinti keičiantis įmonių socialinės atsakomybės lygiui).

Remiantis 2.1.1 dalyje išskirtomis modelio formavimo prielaidomis sudarytas teorinis modelis, siekiant, jog jis maksimaliai atitiktų nustatytus kriterijus (2.1 pav.).

Įmonėms įgyvendinant socialinę atsakomybę, kuri pasireiškia per įvairias socialines iniciatyvas, suinteresuotosios grupės reaguoja į įmonių vykdomą politiką ir kiek ji atitinka jų keliamus lūkesčius ir poreikius. Įmonėms netenkinant suinteresuotųjų grupių poreikių, išreikšdamos nepasitenkinimą esama situacija ir siekdamos pakeisti įmonės veiksmus suinteresuotosios grupės imasi atitinkamų taktikų, kurios atsispindi jų elgsenoje. Priklausomai nuo suinteresuotųjų grupių elgsenos, reaguoja akcijų rinka, kurioje yra sutelkiama visa informacija pagal efektyvią rinkos hipotezę. Investuotojai, reaguodami į apie įmonę skelbiamą informaciją, priimama sprendimus dėl investicijų: parduoti esamas akcijas ir (ar) investuoti į reputacijos problemų turinčią įmonę. Įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė pati savaime ir tiesiogiai nekeičia įmonės finansinių rodiklių ar investuotojų sprendimų, tačiau priklausomai nuo to, kaip į įmonių įgyvendinamą socialinę atsakomybę reaguoja suinteresuotosios grupės, daro poveikį įmonių finansinei rizikai.

2.1 pav. pateikta įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelio schema. Bendras įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelis išreiškiamas tokia ekonometrine lygtimi:

$$[1] \text{ FINANSINĖ RIZIKA} = \alpha_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_{n+1} \text{ESG} \times Y + C_n$$

Atskiri modelio pagrindiniai kintamieji ir jų vertinimo metodikos yra detalizuojamos tolesniuose skyriuose. Modelyje priklausomas kintamasis – finansinė rizika, kurios vertinimo metodo pagrindimas yra detalizuojamas 2.2.2 poskyryje. Įmonių socialinės atsakomybės lygio

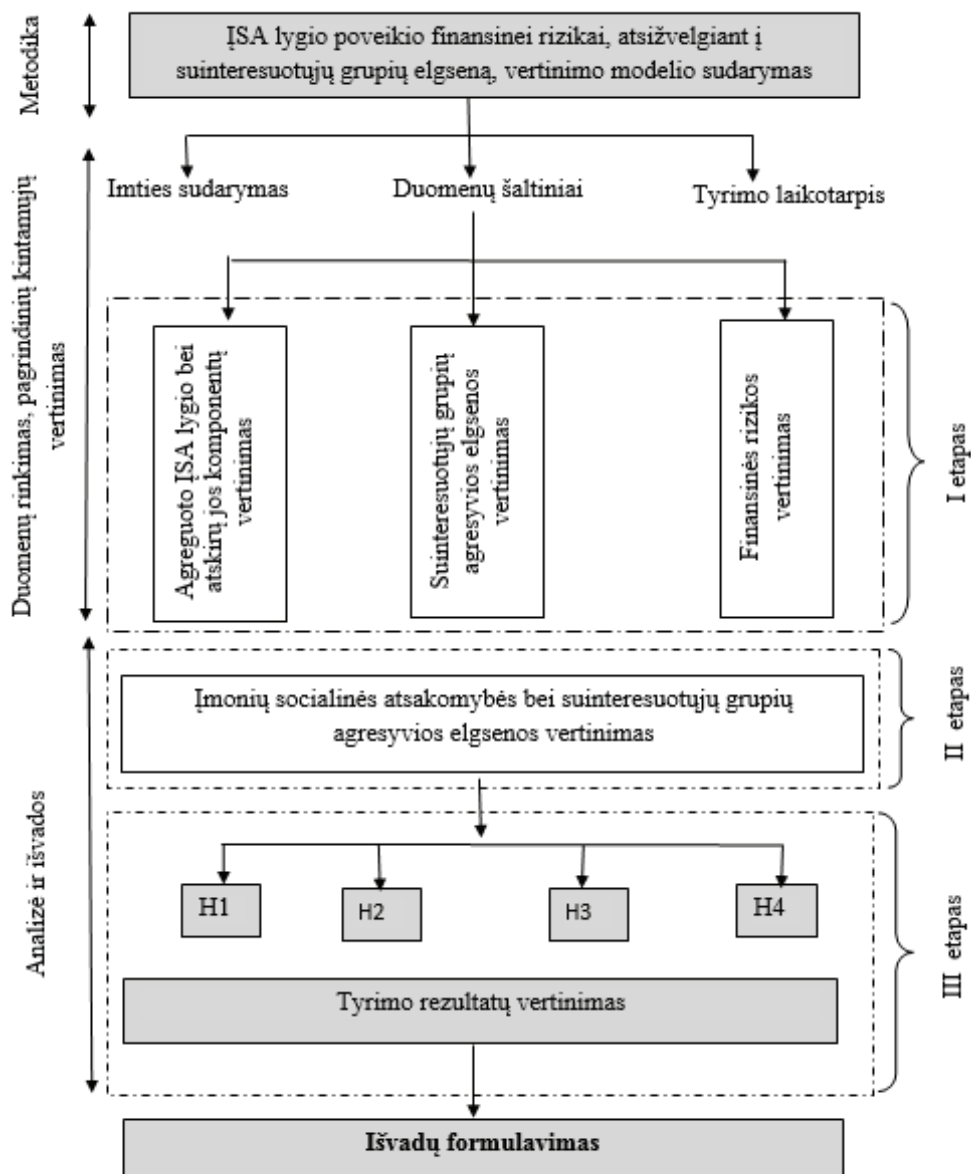
vertinimo pagrindimas yra detalizuojamas 2.2.1 poskyryje. Suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos vertinimo metodo pagrindimas ir parinkimas yra detalizuojamas 2.2.3 poskyryje.

- Tiesioginis poveikis nusako, kokią poveikį įmonių socialinės atsakomybės lygis (ESG; angl. *environmental, social, governance*) turi įmonių finansinei rizikai, kai nėra vertinama suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena, t. y. tikrinama, ar yra tiesioginis įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai.
- Medijuojantį suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos efektą siūloma išreikšti kintamųjų sąryšiu = $ESG \times Y$ (*netiesioginis poveikis*), kuris rodo, kaip įmonių socialinės atsakomybės (ESG) poveikis finansinei rizikai, kai suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai yra vertinami, skiriasi nuo atvejo, kai tiriamas tiesioginis poveikis (kai nėra jokių suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų).
- Vertinant moderuojančius veiksnius (nusakančius ryšio stiprumą) tyrimo imtis skaidoma į grupes, taip lyginant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai skirtingose moderuojančių veiksnių grupėse.

Detalesnis ekonometrinio modelio sudarymo pagrindimas ir pagrindinių kintamųjų kodavimas yra pateikiamas 2.2.5 poskyryje.

2.1.3. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, tyrimo nuoseklumo pagrindimas

Tyrimas remiasi įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimu, todėl pirmiausia buvo reikalinga identifikuoti įmones, kurios pasižymi socialine atsakomybe, į tyrimą įtraukiant tik socialiai atsakingas įmones. Tam tikslui pasiekti buvo pasitelkiama „Bloomberg“ duomenų bazė, kuri vertina įmonių socialinę atsakomybę ir pateikia ESG rodiklį – įmonių socialinės atsakomybės lygio rodiklį. Tyrimo loginė seka pateikiama 2.2 paveiksle.



2.2 pav. Tyrimo loginė seka

Pagrindinių tyrimo kintamų vertinimo etape (I) yra atliekama kiekybinė turinio analizė, kurios metu analizuojama tekstinę formą turintys duomenys. Siekiama išsiaiškinti suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos vaizdavimo intensyvumą pasirinktame duomenų šaltinyje. Kiekybinė turinio analizė padeda identifikuoti temines kategorijas, kurių pagrindu yra pateikiamas sisteminis tiriamo reiškinių vertinimas. Pasitelkus turinio analizės metodą bus atliekamas suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų vertinimas. Taip pat pirmame tyrimo etape atliekamas agreguotų ir atskirų įmonių socialinės atsakomybės sričių vertinimas (naudojant „Bloomberg“ ESG rodiklį) ir vertinama įmonių finansinė rizika. Analizuojant finansinės rizikos vertinimo metodus atsižvelgta į ankstesnių tyrimų ribotumus ir ieškoma naujų metodų finansinei rizikai vertinti. Taip pat atsižvelgta į loginę tyrimo argumentaciją dėl galimo įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai. Finansinei rinkos rizikai matuoti parinktas neigiamo nuokrypio beta rodiklio matavimas.

Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, analizės etape (II), pasitelkiant statistinių duomenų analizės metodą, lyginami įmonių socialinės atsakomybės ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos skirtumai tarp šalių, regionų ir ekonominės veiklos sektorių. Taip pat tiriama, ar keičiantis įmonių socialinės atsakomybės lygiui (mažėjant), intensyvėja suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena.

Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo etape (III) tyrimo duomenys buvo transformuojami į panelinius duomenis, grupuojami pagal ekonominės veiklos sektorius, geografinius regionus ir pagal šalies socialinį aktyvumą. Siekiant atskleisti įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai (akcininkų grąžai), t. y., jog įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė neturi tiesioginės įtakos akcijų grąžos svyravimams ir yra priklausoma nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos, tiriama nagrinėjamo reiškinių koreliacinė priklausomybė, pasitelkiant koreliacijos koeficientus, tarp įmonių socialinės atsakomybės lygio per medijuojantį suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos efektą ir finansinės rizikos. Pirmoje disertacijos dalyje atskleidus, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai ir suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena yra priklausomi nuo moderuojančių veiksnių (įmonių dydžio, inovatyvumo, matomumo lygio, šalies socialinio aktyvumo, ekonominės veiklos sektoriaus), trečiame tyrimo etape yra atliekamas įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimas, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną įtraukiant moderuojančius veiksnius.

2.2. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo metodų pagrindimas

Šiame disertacijos poskyryje kiekvienam įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo etapui yra parenkami ir pagrindžiami konkretūs vertinimo metodai.

2.2.1. Įmonių socialinės atsakomybės vertinimo metodo pagrindimas

Nepaisant sudėtingumo vertinant įmonių socialinę atsakomybę, socialiai atsakingos veiklos vertinimas tarp įvairių įstaigų, įmonių ar nevyriausybinų organizacijų įgyja vis didesnę dėmesį. Įmonių socialinės atsakomybės vertinimas yra sudėtingas procesas, nes kiekviena įmonė skirtingai suvokia ir integruoja socialinės atsakomybės principus savo veikloje. Skirtumai priklauso nuo tokių veiksnių kaip įmonės dydis, ekonominės veiklos sektorius, verslo kultūra, suinteresuotųjų grupių aktyvumas, institucinė aplinka ir, kaip istoriškai progresyviai įmonė taiko socialinės atsakomybės principus (Kim, Anraens, 2013). Kai kurios įmonės socialinės atsakomybės principus taiko vienoje srityje, pvz.: naudoja įvairias motyvazines programas darbuotojams ar bendruomenės rėmimo iniciatyvas, kitos daugiau integruoja aplinkosauginius aspektus.

ĮSA vertinimas bendrai yra sudėtingas procesas ir tiesioginis duomenų prieinamumas daugeliu atveju yra ribotas. Daugumoje empirinių tyrimų ĮSA vertinimas remiasi reputacijos indeksais, individualiais parametrais, tokiais kaip taršos rodikliai, įmonių pateikiamos informacijos turinio analizė, socialinės atsakomybės sertifikatai (ISO), darnaus vystymosi indeksai, ĮSA atskleidimo rodikliais ir socialinės atsakomybės ataskaitomis, remiantis GRI ir UNGC standartais (Poddi ir Vergalli, 2009; Turker, 2009; Giannarakis, 2014; Nemetz, 2014). Empiriniuose tyrimuose dažniausiai yra sutinkami skirtingų reitingų agentūrų pateikiami ĮSA indeksų rodikliai. Dažniausiai naudojami yra FTS4Good, ASSET4, „Dow Jones Sustainability“ ir KLD indeksai.

Įmonių socialinės atsakomybės lygiui matuoti naudojamas ESG rodiklis plačiau pradėtas naudoti maždaug nuo 1990-ųjų (*Novethic Research*, 2013). Nuo to laiko jis naudojamas tiek investuotojų, tiek verslo ir mokslo pasaulio. ESG rodiklis (angl. *environmental, social, governance*) apima aplinkosauginės, socialinės ir korporatyvinio valdymo atsakomybės vertinimą. ESG rodiklius pateikiančios reitingavimo agentūros gali būti skirstomos į riboto geografinio ir plataus geografinio paplitimo (Zuraida, 2014). Reitingavimo agentūros, kurių skaičiuojamas ESG rodiklis yra plataus geografinio paplitimo ir kurios vertinamos geriausiai

yra: „Bloomberg“, „MSCI“ ir „Thomson Reuters“ (*Novethic Research*, 2013). Visos trys duomenų bazės pateikia integruotus ESG rodiklius, remdamosios skirtingomis ir tik jiems būdingomis metodologijomis. Vertinimo sistemos remiasi Pasauline atsakingumo iniciatyva (GRI), Tarptautine darbo organizacijos (TDO) konvencija, Jungtinių Tautų (JT) pasauliniu susitarimu (angl. *Global Compact*), JT atsakingo investavimo principais (PRI), Kioto protokolu ir kitomis tarptautinėmis darnaus vystymosi programomis.

„Bloomberg“ ESG rodiklio metodologijos privalumai lyginant su kitomis duomenų bazėmis:

- Atskiroms ESG rodiklio komponentėms suteikiami nevienodi svoriai. Sviurių parinkimas priklauso nuo ekonominės veiklos sektoriaus ir rinkos, kurioje veikia įmonė. Sviurių parinkimas remiasi ankstesnių tyrimų rezultatais.
- Vertinant įmonių socialinę atsakomybę, analizuojama visa viešai prieinama informacija apie įmonę: internetiniai puslapiai, metinės ataskaitos ir platesnis spektras informacijos: ĮSA ataskaitos ir „Bloomberg“ parengta apklausa.
- „Bloomberg“ duomenų bazė yra plataus geografinio pasiskirstymo, apimanti įmones, veikiančias visame pasaulyje. „Bloomberg“ ĮSA vertinimas apima daugiau kaip 20 000 įmonių, veikiančių 50 skirtingų pasaulio šalių.
- Duomenys yra atidžiai tikrinami ir analizuojami „Bloomberg“ analitikų, kurie gali sumažinti įmonės šališkumo efektą. Nei vienas iš rodiklių nėra apytikris arba išvedamas, kiekvienas informacijos šaltinis yra pagrindžiamas įmonės dokumentais arba apklausos duomenimis.

„Bloomberg“ ESG rodiklis nebuvo plačiai naudojamas empiriniuose tyrimuose, tačiau jo naudojimo patikimumas yra patvirtintas keletos autorių (Wang, Sarkis, 2013; Eccles ir kt., 2011; Chegut ir kt., 2011; Ioannou ir Serafeim, 2014; Giannarakis ir kt., 2014). „Bloomberg“ duomenų bazės pateikiamas ESG rodiklis parodo, kiek procentų socialinės atsakomybės dedamųjų kiekviena įmonė atskleidžia. Rodiklio reikšmės amplitudė yra nuo 0,1 iki 100. Aukštesnis ESG rodiklis rodo, jog įmonė yra labiau įsitraukusi į socialinės atsakomybės veiklą (GRI, 2011; Nemetz, 2014).

P. Cheung ir W. Mak (2010) naudodami Bloomberg duomenų bazės pateikiamą ESG rodiklį vertino įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių finansinei veiklai (ROA, ROE, akcijų grąža) 57 tarptautinių komercinių bankų, veikiančių 18 valstybių, imties pavyzdžiu. Rezultatai parodė, jog nėra statistiškai reikšmingos priklausomybės tarp šiame sektoriuje veikiančių įmonių nagrinėjamu laikotarpiu. Z. Zuraida ir kt. (2014) vertindami įmonių socialinės atsakomybės poveikį rinkos vertei naudojo agreguotą „Bloomberg“ pateikiamą ESG rodiklį ir atskiras jo komponentes. Tyrimas apėmė 2008–2012 metus ir įtraukė įmones, veikiančias 38

skirtingose pasaulio valstybėse. Tyrimo rezultatai parodė, jog tiek bendras ESG rodiklis, tiek atskiros jo komponentės turi tiesioginį ir reikšmingą poveikį įmonių rinkos vertei. G. Lapinskienė ir M. Tvaronavičienė (2012) tyrė įmonių socialinei atsakomybei, išmatuojamai „Bloomberg“ ESG rodikliu, įtaką darančius veiksnius pasirinktose Europos Sąjungos šalyse 2006–2010 metų laikotarpiu. Tyrimas parodė, jog tiesioginį poveikį, įmonių atskleidžiamai socialiai atsakingai informacijai daro įmonių dydis ir įmonių pelningumas (ROA rodiklis). F. Mahmoudian ir kt. (2012) tyrimas atskleidė, jog įmonių įvairaus lygio apskaitos kontrolės sistemos nustato įmonių savanoriškai atskleidžiamos socialiai atsakingos veiklos informacijos pateikimą. F. Mueller (2014), taip pat naudodamas „Bloomberg“ pateikiamą ESG rodiklį, vertino įmonių socialinės atsakomybės ir akcijų grąžos JAV, Kanadoje, Vokietijoje, DB ir Šveicarijoje priklausomybę. Naudojant CAPM ir Carhart modelius tyrime gauti nevienareikšmiai rezultatai dėl įmonių atskleidžiamos socialiai atsakingos veiklos ir įmonių efektyvumo. Abiejų modelių atvejais nepastebėta reikšmingų trūkumų dėl investicinių portfelių sudarymo iš socialiai atsakingų įmonių, veikiančių JAV, Vokietijoje, Kanadoje, DB ir Šveicarijoje, akcijų. Vertinant atskirų šalių atvejus naudojant Carhart 4 faktorių modelį, reikšmingų rezultatų nebuvo pastebėta. Akivaizdūs rezultatai pastebėti, vertinant įmonių socialinės atsakomybės priklausomybę nuo įmonės dydžio. Pateikiama išvada, jog didesnės įmonės daugiau atskleidžia įmonių socialinę atsakomybę ir įmonės, įvertintos didesniais socialinės atsakomybės rodikliais, pasižymi žemesniais CAPM beta rodikliais.

Moksliniuose tyrimuose yra naudojamas ir kitų duomenų bazių pateikiamas ESG rodiklis („Thomson Reuters“ ir „Asset4“ (Ioannou, Serafeim, 2010), MSCI ir KLD (Bird ir kt., 2007; Marsat, Williams, 2011), „Domini Social Index“ (Evans, Peiris, 2010), „Corporate Monitor“ (EIRIS) (Balatbat, 2012), „Governance Metrics International“ (GMI) (Galbreath, 2013) ir SAM („Sustainability Asset Management Group“) (Humphrey ir kt., 2012)).

„Bloomberg“ ESG atskleidimo rodiklis apima trijų tipų informacijos šaltinius:

- Pirmiausia, „Bloomberg“ surenka visą ĮSA viešai prieinamą informaciją: įmonių socialinės atsakomybės ataskaitas, metines ataskaitas, internetiniuose puslapiuose skelbiamą informaciją.
- Antra, „Bloomberg“ surenka informaciją, pateikiamą kitų patikimų viešų šaltinių, tokių kaip Anglies dioksido atskleidimo projektas (CDP).
- Trečia, siekdama surinkti trūkstamą informaciją, „Bloomberg“ įmonėms siunčia specializuotas apklausas.

„Bloomberg“ pateikiamas sutrumpintas ESG rodiklio apskaičiavimo proceso aprašymas: surinkta visa viešai ir apklausų metodu gauta informacija yra analizuojama, sisteminama ir klasifikuojama pagal atskirus ESG komponentus. Visa informacija yra grindžiama atitinkamu

informacijos šaltiniu. „Bloomberg“ ESG rodiklio vertiniamis remiasi daugiau kaip 300 skirtingų punktų, kurių skaičius kasmet auga. ESG agreguotas rodiklis yra apskaičiuojamas imant atskirus aplinkosaugos (angl. *environmental*), socialinį (angl. *social*) ir korporatyvinio valdymo (angl. *corporate governance*) komponentus ir suteikiant jiems skirtingus svorius, priklausomai nuo jų svarbos ekonominės veiklos sektoriuje ar rinkos, kurioje veikia įmonė. Taigi atskiros ESG dedamosios nėra tiesiogiai susumuojamos (Zuraida ir kt., 2014). Detaliau „Bloomberg“ ESG atskleidimo rodiklio metodologija nėra atskleidžiama dėl baimės prarasti konkurencinį pranašumą, sukčiavimų ir metodologijos kopijavimo galimybės (Delmas ir Blass, 2010).

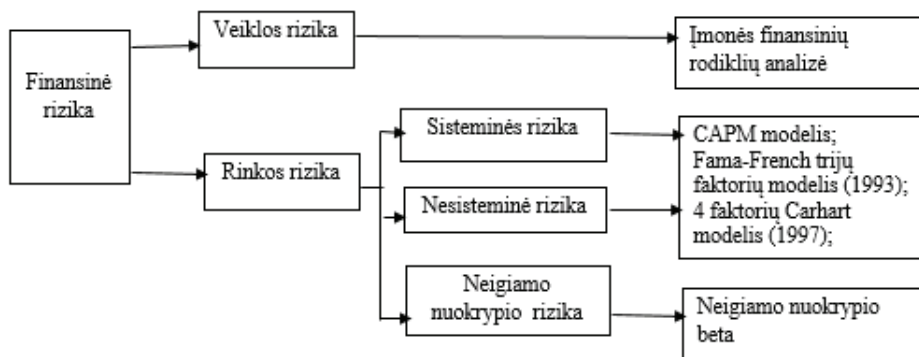
Apibendrinant, įmonių socialinės atsakomybės vertinimui „Bloomberg“ duomenų bazės skaičiuojamas ESG rodiklis pasirenkamas dėl keleto priežasčių:

- Sudaro prielaidas darbo moksliniam naujumui, nes tyrimuose, kuriuose vertinama įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, pirmą kartą bus naudojamas „Bloomberg“ ESG atskleidimo rodiklis.
- Atsiranda duomenų palyginamumo su tyrimais, kuriuose įmonių socialinė atsakomybė buvo vertinama kitų duomenų bazių, galimybė. Daugeliu atveju tai yra KLD duomenų bazės.
- „Bloomberg“ skaičiuojamo ESG rodiklio patikimumas yra patvirtintas empiriškai.
- „Bloomberg“ pateikiamas ESG atskleidimo rodiklis yra pripažintas kaip vienas iš labiausiai naudojamų investuotojų ir kitų rinkos dalyvių nustatant įmonės socialiai atsakingą veiklą (Eccles ir kt., 2011). R. Eccles ir kt. (2011) naudodami „Bloomberg“ duomenų bazę analizavo rinkos paklausą nefinansinei informacijai. Tyrimo rezultatai parodė, jog „Bloomberg“ skaičiuojamas ESG rodiklis ir atskiros jo komponentės yra keturi iš šešių pasaulyje didžiausių paklausą turinčių nefinansinės informacijos atskleidimo rodiklių.
- „Bloomberg“ pateikia ESG rodiklį pasauliniu mastu, tad atsiranda galimybė atlikti tyrimą Europoje veikiančių įmonių kontekste. Iki šiol dauguma tyrimų, vertinusių įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, vertino tik JAV veikiančias įmones.
- Empiriškai yra patvirtina, jog įmonių atskleidžiama socialiai atsakinga informacija atitinka įmonių vykdomą socialiai atsakingą veiklą (Al-Tuwajri ir kt., 2004).
- Užtikrinama, jog įmonių socialiai atsakinga veikla yra atskleidžiama ir informacija laisvai prieinama investuotojams ir (arba) kitiems rinkos dalyviams, kurie daro poveikį įmonių akcijų grąžoms, taigi ir įmonių finansinei rizikai, apskaičiuojamai neigiamo nuokrypio beta.

- Užtikrinama, jog suinteresuotųjų grupių daromas poveikis žiniasklaidoje aprašomais protestais, streikais, boikotais ir teisiniais procesais atsispindi įmonių socialinės atsakomybės vertinime ir tokia informacija yra laisvai prieinama investuotojams ir (arba) kitiems rinkos dalyviams.

2.2.2. Įmonių finansinės rizikos matavimo metodo pagrindimas

Finansinė rizika finansų mokslo teorijose yra traktuojama kaip neigiamų pasekmių ar finansinių nuostolių patyrimas dėl įmonių netinkamai vykdomos veiklos arba kaip netikrumas dėl laukiamos grąžos (Bartram ir kt., 2013). Disertacijoje laikomasi požiūrio, jog įmonių finansinė rizika yra suprantama kaip laukiamos grąžos svyravimai į neigiamą pusę, kurie lemtų įmonei galimus finansinius nuostolius. Literatūroje įmonės finansinė rizika yra skaidoma į sisteminę ir nesisteminę rinkos riziką, kitais atvejais ir neigiamo nuokrypio riziką bei įmonių veiklos riziką. Finansinės rizikos klasifikacija pateikta 2.3 pav.



2.3 pav. Finansinės rizikos klasifikacija

Pastaba: sudaryta autorės remiantis K. A. Horcher, 2005; I. Oikonomou ir kt., 2012; S. A. Bartram ir kt., 2013.

Rinkos rizika remiasi rinkos matavimo metodais, tokiais kaip standartinis nuokrypis, beta koeficientas, neigiamo nuokrypio beta ir kt. (2.1 lentelė). Įmonių veiklos rizika atsispindi įmonių veiklos neigiamuose rodikliuose (ROE, ROA ir kt.) (Bartram ir kt., 2013). Rinkos rizika yra skaidoma į sisteminę, nesisteminę ir neigiamo nuokrypio riziką. Finansinės rizikos mato pasirinkimas nėra paprasta užduotis, todėl dauguma mokslininkų ir praktikų vis dar ieško būdų, kaip tiksliai ir teisingai įvertinti finansinę riziką (Oikonomou ir kt., 2012).

Tyrimų, nagrinėjusių įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, nėra gausu. Tyrimai, nagrinėję šią priklausomybę, naudojo skirtingus finansinės rizikos matavimus:

variaciją ir jos komponentus (sistemine, nesisteminė riziką), neigiamo nuokrypio ir įmonių veiklos riziką (matuojama veiklos rodikliais). Susisteminius ankstesnių tyrimų rezultatus, analizuotus teorinėje dalyje, 2.1 lentelėje pateikiami įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai tyrimuose vertinamos finansinės rizikos rūšys, jai išmatuoti naudojami ekonometriniai modeliai ir konkretūs vertinimo rodikliai.

2.1 lentelė

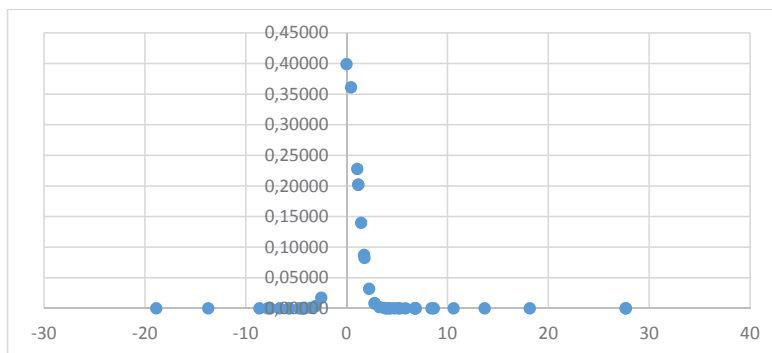
Finansinės rizikos vertinimo modeliai

Finansinės rizikos vertinimo parametras	Modelis	Autorius, metai
Sisteminė rizika (angl. <i>systemic risk</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • CAPM modelis; • Fama-French trijų faktorių modelis (1993); • 4 faktorių Carhart (1997) modelis. 	Salama ir kt., 2011; Oikonomou ir kt., 2012; Lou ir Bhattacharya, 2009
Nesisteminė rizika (angl. <i>idiosyncratic risk</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • CAPM modelis; • Fama-French trijų faktorių modelis (1993); • 4 faktorių Carhart (1997) modelis; • Vektorių autoregresijos modelis. 	Dufrense, Savaria, 2004; Lee, Faff, 2009; Goss, 2009; Lou, Bhattacharya, 2009
Neigiama rizika (angl. <i>downside risk</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Downside</i> beta (CAPM) • Bawa-Lindenberg beta; • Harlow-Rao beta; • VAR (<i>Historical Simulation, RiskMetrics; GARCH model, Filtered Historical Simulation</i>) • Sąlyginis VAR (angl. <i>Conditional VAR</i>) 	<i>World Finance Conference</i> , 2013
Bendra rizika (sisteminė + nesisteminė rizika) (angl. <i>total risk</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • Standartinis nuokrypis 	Bouslah ir kt., 2013
Neigiamos finansinės veiklos rizika (angl. <i>negative financial performance</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • Apskaitos rodikliais paremtas modelis; 	Chang ir kt., 2013

Pastaba: Sudaryta autoriaus.

Finansų mokslinėje literatūroje yra pažymima, jog nesisteminė rizika nėra susijusi su rinkos rizika, todėl gali būti sumažinta arba eliminuota iš portfelio naudojant diversifikavimo metodus. Be to, sisteminė ir nesisteminė rizika atspindi skirtingus finansinės rizikos aspektus: sisteminė rizika atspindi rinkos riziką, o nesisteminė – riziką, susijusią su konkrečių strategijų įmonėje įgyvendinimu. Iš tiesų, keletas tyrimų teigia, kad tiriant ĮSA poveikį finansinei rizikai svarbu yra vertinti sisteminę riziką, kadangi sisteminė rizika atsispindi rinkos kainoje ir negali būti pašalinta naudojant diversifikavimo metodus (Oikonomou ir kt., 2012; Bouslach ir kt., 2013; *World Finance Conference*, 2013).

Neigiamo nuokrypio rizikos, kaip finansinės rizikos mato, pasirinkimas turi kelis argumentus. Pirma, tradiciniai finansinės rizikos matavimo modeliai remiasi beta (CAPM modelis) skaičiavimais, darant prielaidą, jog akcijų grąžos pasiskirstymas yra simetrinis (pavyzdžiui, esant normaliojo skirstinio atveju). Esant tokiai situacijai, standartiniai rizikos matavimo rodikliais ir neigiamos rizikos matavimo rodikliais bus gaunami tokie patys rezultatai. Tačiau, kai grąžos pasiskirstymas yra asimetris (dažniausiai taip ir yra: DeFusco ir kt., 1996), tuomet arba neigiami kainų svyravimai turės dominuojantį poveikį teigiamai rizikai (angl. *upside*), arba atvirkščiai. Tiksliau sakant, jei grąžos pasiskirstymas nukrypsta į neigiamą pusę arba „krypsta į kairę pusę, tai pagal tradicinę portfelio teoriją (Markowitz, 1991) bendra rizika, su kuria susiduria akcijos, gali būti suskirstyta į sistemine riziką, atsirandančią dėl bendrų aplinkos veiksnių, turinčių įtakos visai vertybinių popierių visatai, ir nesisteminę (specifinę) riziką, kuri kyla iš pramonės ar konkrečios įmonės veiksnių. Diversifikacija nesisteminę riziką gali būti panaikinta iš portfelio, todėl investuotojams yra kompensuojama tik už jų investicijoms gresiančią rinkos riziką. Būtent dėl šios priežasties vertinant finansinę riziką svarbu matuoti sistemine riziką arba, tiksliau, neigiamą riziką, renkantis neigiamo nuokrypio beta rodiklį, o ne standartinio nuokrypio rodiklį (Oikonomou, 2012). Akcijų grąžos asimetriškumui patvirtinti buvo braižomas atsitiktinių akcijų grąžos pasiskirstymo skirstinys (žr. 2.4 pav.). Paveikslas duomenys patvirtina akcijų grąžos asimetriškumo prielaidą ir pagrindžia neigiamos rizikos pasirinkimo teisingumą matuojant finansinę riziką.



2.4 pav. Akcijų grąžos pasiskirstymo skirstinys

Neigiamos rizikos matavimo teisingumą argumentuoja ir kiti mokslininkai. Kaip teigia X. Lou ir C. B. Bhattaharya (2009), tradiciniai rizikos matavimo modeliai neįvertina rizikos, nes jie neįvertina ekstremalių neigiamų nuokrypių nuo lūkesčių, kurie yra pagrindinis investuotojų nerimo šaltinis. Kadangi tradiciniai rizikos ir neigiamos rizikos matavimo rodikliai yra skirtingi finansinės rizikos matavimo būdai, yra logiška žiūrėti į finansinę riziką kaip neigiamo nuokrypio galimybę (nei bendrą kainų nestabilumą), todėl neigiamos rizikos matavimas yra teisingesnis

finansinės rizikos matavimo metodas. Antra, remiantis pralaimėjimų baimės naudingumo teorija (angl. *loss aversion utility theory*) „nuostoliai ir trūkumai turi didesnę įtaką investuotojų pasirinkimui nei nauda ir privalumai“ (Tversky ir Kahneman, 1991, p. 1039), todėl investuotojai jautriau reaguoja į neigiamą riziką ir dėl to už investicijas į įmonės akcijas gali reikalauti didesnės grąžos.

Neigiamo nuokrypio beta matuoja įmonės grąžos dydį lyginant su rinkos grąža tik tais laikotarpiais, kai rinkos grąža yra mažesnė nei vidutinė, mažesnė nei nerizikingos grąžos dydis arba investuotojo pasirinkta minimali investicijų grąža (daugeliu atveju lygi 0).

Mokslinėje literatūroje nėra bendro nusistovėjusio modelio, kuris leistų įvertinti neigiamo nuokrypio riziką. Ankstesniuose tyrimuose, vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, buvo naudojami V. Bawa ir E. Lindenberg (1977), V. Harlow ir R. Rao (1989) neigiamo nuokrypio beta rodikliai. V. Bawa ir E. Lindenberg (1977) modelyje akcijų grąža yra lyginama su nerizikinga palūkanų norma, V. Harlow ir R. Rao (1989) akcijų grąža lyginama su rinkos vidutine grąža. Abu modeliai remiasi žemiausio dalinio momento argumentu (angl. *lowest partial moment*). J. Estrada (2002) nustatė, jog aktyvo i ir rinkos portfelio M kosemivariacija (angl. *cosemivariance*) skiriasi nuo rinkos portfelio M ir aktyvo i , tačiau šie modeliai buvo kritikuojami dėl endogeniškumo (Estrada, 2002, 2006; Artavanis, 2013). Siekdamas spręsti endogeniškumo problemą, J. Estrada (2007) pristatė „euristinį metodą“, pagal kurį neigiama kovariacija yra apskaičiuojama atsižvelgiant tik į tuos stebėjimus, kur turto klasės (angl. *assets*) yra žemesnės (angl. *underperform*) už ribinę grąžą. Taigi, jei turto klasės nesiekia ribinės grąžos, tada bet koks investicinio portfelio derinys iš šių aktyvų taip pat bus prastesnis nei rinkos. Dėl šios priežasties neigiama kovariacija tampa egzogeninė aktyvų svorių portfelyje atžvilgiu. Skirtumas tarp V. Bawa, E. Lindenberg (1977), V. Harlow, R. Rao (1989) ir J. Estrada (2002, 2007) neigiamo nuokrypio betų yra tas, jog Estrada į neigiamo nuokrypio betą neįtraukia stebėjimų, kuriuose krentančių akcijų rinkos atveju (tais momentais, kai rinka yra neproduktyvi (angl. *market underperforms*) akcijos viršija ribinę grąžą. J. Estrada (2002) neigiamo nuokrypio beta modelio naudojimas finansinės rizikos matavimui yra tinkamesnis dėl kelių priežasčių:

- Sumažina stebėjimų, vertinant neigiamą riziką, skaičių, kuris turi įtakos matavimo klaidoms (angl. *estimation errors*).
- Ignoruoja rizikos mažinimo stebėjimų visumą (angl. *ignores the universe of risk-reducing observations*) (Artavanis, 2013).

J. Estrada (2007) dalinės kovariacijos skaičiavimo modelis:

$$[2] \quad \sum_{iM} = E\{\text{Min}[(R_i - \mu_i), 0] \cdot \text{Min}[(R_M - \mu_M), 0]\}$$

Padalinus šį dalinės kovariacijos (angl. *cosemivariance*) rodiklį iš rinko portfelio gražos dalinės variacijos (angl. *semivariance*), gaunamas Estrada neigiamo nuokrypio beta modelis:

$$\beta_M^D = \frac{\sum_{t=1}^T \{ \text{Min} [(R_{it} - \bar{R}_i), 0] \cdot \text{Min} [(R_{Mt} - \bar{R}_M), 0] \}}{\sum_{t=1}^T \{ \text{Min} [(R_{Mt} - \bar{R}_M), 0]^2 \}}; \quad [3]$$

kur R_i – akcijos graža, R_m – rinkos graža, \bar{R} – akcijos, i – rinkos, M – vidutinė graža (angl. *mean return*).

J. Estrada (2007) modelis, kai akcijų graža yra lyginama su nerizikinga palūkanų norma:

$$\beta_{RF}^D = \frac{\sum_{t=1}^T \{ \text{Min} [(R_{it} - R_F), 0] \cdot \text{Min} [(R_{Mt} - R_F), 0] \}}{\sum_{t=1}^T \{ \text{Min} [(R_{Mt} - R_F), 0]^2 \}}; \quad [4]$$

kur R_i – akcijos graža, R_m – rinkos graža, R_f – nerizikinga palūkanų norma.

J. Estrada (2007) modelis, kai akcijų graža yra lyginama su 0:

$$\beta_0^D = \frac{\sum_{t=1}^T \{ \text{Min} [(R_{it} - 0), 0] \cdot \text{Min} [(R_{Mt} - 0), 0] \}}{\sum_{t=1}^T \{ \text{Min} [(R_{Mt} - 0), 0]^2 \}}. \quad [5]$$

kur R_i – akcijos graža, R_m – rinkos graža, kai investuotojo siekiama norma yra 0.

Tyrime naudojami visi trys aukščiau įvardyti neigiamo nuokrypio beta vertinimo modeliai. Neigiamo nuokrypio beta yra skaičiuojama kiekvienų metų gale. Nerizikinga palūkanų norma yra naudojama: Vokietijos vyriausybės obligacijų 10 metų pajamingumo norma ir *Euribor* 1 mėnesio palūkanų norma. Iki ekonominės krizės 2008–2010 m. mokslinėje literatūroje buvo rekomenduojama rinktis Vokietijos vyriausybės obligacijų pajamingumo normą (Damodoran, 2002), tačiau, kaip parodė paskutinė ekonominė krizė, vyriausybių obligacijos ne visada yra nerizikingos. 2015 metais „Earnst & Young“ kompanijos atliktame tyrime (*Estimating risk-free rates for valuations*, 2015) pastebima, jog vyriausybių obligacijų pajamingumo normos pastaraisiais metais nėra stabilios ir pasižymi ekstremaliais svyravimais. Dėl to renkantis nerizikingą palūkanų normą rekomenduojama naudotis vidutine pajamingumo norma, rinktis kitos valstybės pajamingumo normą, kurioje pajamingumo normos svyravimai yra mažesni, arba naudotis *Euribor* ar *Libor* palūkanų norma.

Modelyje yra naudojama mėnesinė akcijų grąža, apskaičiuojama kiekvieno mėnesio paskutinę dieną. Akcijų grąža nusako akcijų pelningumą jos turėtoji per nustatytą laikotarpį (Mamoghli, Daboussi, 2008) ir apskaičiuojama:

$$R_{it} = \frac{P_1 + D - P_0}{P_0}$$

[6]

kur R_i – įmonės i grąža, D – dividendai, P_t – akcijų kaina prekybos periodo pabaigoje, P_0 – akcijų kaina periodo pradžioje.

Apibendrinant galima teigti, jog neigiamos rizikos matavimas yra pagrįstas ankstesniais tyrimais, kur nurodoma, jog neigiamo nuokrypio beta tiksliau įvertina būsimąją grąžą ir grąžos svyravimus į neigiamą pusę (Mamoghli, Daboussi, 2008; Abbasi, 2014), yra labiau tinkamas matas vertinant asimetriškų akcijų rinkų atvejį (Estrada, 2007), į modelį įtraukia tik tuos stebėjimus, kurie yra žemiau reikalaujamos normos (Artavanis, 2014), tiksliau atspindi investuotojų baimės pralaimėti idėją. Estrada neigiamo nuokrypio beta modelio pasirinkimas atspindi mokslinį naujumą, kadangi iki šiol empiriniuose tyrimuose, vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, šis modelis nebuvo naudotas. Tai suteikia duomenų palyginamumo galimybę ir praplečia įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai tyrimų lauką, finansinę riziką vertinant per neigiamą riziką.

2.2.3. Suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos vertinimo metodo pagrindimas

Remiantis 2.1.3 poskyrio tyrimo nuoseklumu buvo išskirta, jog I tyrimo etape bus atliekamas suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos vertinimas. Tam tikslui pasiekti bus pasitelkta kiekybinė turinio analizė, kurios metu analizuojami tekstinę formą turintys duomenys. Siekiama išsiaiškinti tam tikrų temų ir problemų vaizdavimo intensyvumą pasirinktame duomenų šaltinyje. Kokybinė turinio analizė padeda identifikuoti temines kategorijas, kurių pagrindu yra pateikiamas sisteminis tiriamo reiškinių vertinimas.

Atliktos teorinės ir empirinių tyrimų analizės rezultatai atskleidė, jog suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena, pasireiškianti per suinteresuotųjų grupių rengiamus streikus, protestus ar boikotus, turi neigiamą poveikį įmonių veiklos rezultatams, kai suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai yra plačiai aprašomi žiniasklaidos priemonių. Pastebėtina, jog atsiradus įvairialypėms žiniasklaidos formoms imta daugiau dėmesio skirti žiniasklaidos vaidmeniui ir įtakai.

Turinio analizės metodas yra populiariausias tyrimas, kurio rezultatai atskleidžia žiniasklaidos priemonėmis siunčiamus pranešimus ir leidžia spręsti apie pranešimo autoriaus

išskirtines savybes (Balčytienė, 2000). Turinio analizės metodai, pasitelkiant žiniasklaidos priemones, leidžia stebėti suinteresuotųjų grupių elgseną, reakciją, gilintis į jų interesus. Tekstinio turinio analizė leidžia įvertinti auditorijos reakciją.

Turinio analizė remiasi tam tikru nuoseklumu:

1) pirmiausia yra suformuojamas tyrimo klausimas (koks yra suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos mastas atskirai tyrimo imties įmonei tiriamu laikotarpiu);

2) pasirenkami tiriamo reiškinių kriterijai (streikai, protestai, boikotai, teisminiai procesai);

3) skaičiuojamas kategorijų pasikartojimo dažnumas žiniasklaidos tekstuose.

Remiantis A. Balčytienės (2000) įžvalgomis dėl turinio analizės, kuria siekiama objektyvaus, sisteminio ir kokybiškos informacijos turinio įvertinimo, akcentuojama jog pats pranešimo turinys turi būti matomas. Dėl šios priežasties, tiriant suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos poveikį akcijų grąžos svyravimams, atsižvelgiama į investuotojų vertinamą informaciją, todėl turinio analizė atliekama pasitelkiant „Bloomberg“ duomenų bazėje skelbiamų žiniasklaidos priemonių pranešimų atvejus.

Objektyvaus informacijos vertinimo tikslas pasiekiamas išsikėlus tyrimo tikslą ir atsižvelgus į ankstesnių tyrimų metodiką (suinteresuotųjų grupių agresyviai elgsenai vertinti), identifikuojamos tikslios, tekste ieškamos tiriamo reiškinių (suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena) kategorijos.

Tyrimo eiga:

- Identifikuotas tyrimo klausimas – koks yra agresyvios elgsenos mastas nagrinėjamų įmonių ir laikotarpio imtyje;
- Pasirinktas žiniasklaidos šaltinis – „Bloomberg“ duomenų bazėje esanti įvairi žiniasklaidos priemonių skelbiama informacija. „Bloomberg“ duomenų bazėje yra skelbiama užsienio ir nacionaline kalba spausdinama viešai prieinama informacija, apimanti daugiau nei 1000 naujienų portalų, daugiau nei 30 pasaulio kalbų, daugiau nei 90 000 interneto šaltinių ir viešosios žiniasklaidos pateikiamos informacijos, ji yra laisvai prieinama ir daugelio investuotojų vertinama informacija (Eecles, 2011).
- Numatomos tyrimo laikotarpis (2010-01-01–2013-12-31). Tyrimo laikotarpis atitinka disertacijoje atliekamo tyrimo laikotarpį. Vertinami straipsniai, atitinkantys raktinius žodžius, kiekvienai tiriamos imties įmonei, kiekvieniems tyrimo metams, todėl straipsniai, atitinkantys raktinius žodžius, buvo vertinami 4288 stebėjimais (1072 įmonės ir 4 metai).

- Pasirenkamas tyrimo vienetas – straipsnis. Tokį pasirinkimą lėmė ankstesnių tyrimų metodika, vertinant suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną (Eesley ir Lenox, 2005; Kolbel ir kt., 2013; Kolbel, Busch, 2013).
- Agresyviai elgsenai vertinti buvo taikytas automatinis žodyninis modelis. Straipsnių atranka vykdoma pasitelkus raktinius žodžius: streikas, protestas, boikotas, teisminis procesas. A. Balčytienės teigimu (2000), žodis yra patogus analizės vienetas (jį nesunku apibrėžti ir jis yra baigtinis). Struktūrizuojant paiešką, straipsniai buvo vertinami jau susisteminti ir priskirti nagrinėjamos kategorijoms: streikai, protestai, boikotai, teisminiai procesai. Tokią paiešką leidžia vykdyti „Bloomberg“ duomenų bazė, nes visi žiniasklaidoje skelbiami straipsniai „Bloomberg“ analitikų yra suskirstomi į nagrinėjamas kategorijas.
- Kategorijai vertinti pasirenkamas binarinis vertinimo variantas (kategorijos įvertinimas tekste): kategorija yra arba jos nėra. 1 atitinka – kategorija yra, 0 – kategorijos nėra. Vykdamt straipsnių atranką, 1 buvo koduojami straipsniai, kuriuose buvo minimas bent vienas raktinis žodis.

Taigi vertinant suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, buvo vertinamas suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos mastas: vertinant kiekvienai įmonei, kiekvieniems tyrimo metams priskiriamų straipsnių, atitinkančių bent vieną raktinį žodį, skaičius. Gautas rezultatas leidžia nustatyti, koks yra nagrinėjamos įmonės suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos mastas (žiniasklaidos priemonių aprašomas streikų, protestų, boikotų, teisminių procesų pasireiškimas) per tam tikrą laikotarpį (vienerius metus).

Galiausiai, siekiant įvertinti suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos intensyvumą, sudaromos atitinkamos grupės, atspindinčios skirtingą suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos intensyvumo lygį:

- I grupė: 1–10 straipsnių skaičius per metus (silpnas vaidmuo);
- II grupė: 11–50 straipsnių skaičius per metus;
- III grupė: 51–100 straipsnių skaičius per metus;
- IV grupė: >101 straipsnių skaičius per metus (didelis vaidmuo);

Pasirinktas žiniasklaidos turinio analizės metodas leidžia objektyviai, sistemiskai ir kiekybiškai įvertinti informacijos turinį. Taip pat, siekiant atsakyti į klausimą, kokį poveikį nagrinėjamas reiškinys turi įmonių finansinei rizikai, pranešimo analizės išvados siejasi su sociokultūriniais aplinkos aspektais. Taigi pasitelktas metodas leidžia įvertinti suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos mastą ir intensyvumą, o pasitelkus ekonometrinį modelį nustatyti,

kokį poveikį įmonių socialinė atsakomybė, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, daro finansinei rizikai.

2.2.4. *Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modelio papildomų kintamųjų pasirinkimo pagrindimas*

Siekiant tyrimo rezultatų palyginamumo ir remiantis ankstesniais tyrimais, vertinusiai ĮSA ir finansinės rizikos priklausomybę, į įmonių socialinės atsakomybės, poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių veiksmus, vertinimo modelį įtraukiami papildomi kintamieji. Papildomi kintamieji į tyrimą įtraukiami remiantis K. Bouslah ir kt. (2013), A. Salama ir kt. (2011) ir I. Oikonomou ir kt. (2012) tyrimais. Taip pat į tyrimą kintamieji įtraukiami remiantis C. Eesley ir M. J. Lenox (2005) suinteresuotųjų grupių elgsenos poveikio įmonių veiklos rodikliams tyrimo rezultatais.

1. **Įmonės dydis.** Daugelio autorių teigiama, jog didelės įmonės yra mažiau rizikingos nei mažos įmonės (Oikonomou, 2012; *World Finance Conference*, 2013). Didelės įmonės paprastai laikomos stabilesnės ir susiduria su mažesne finansine rizika, kadangi jos turi pakankamai išteklių rizikai pašalinti. Dėl šios priežasties įmonės dydžio rodiklis turėtų būti atvirkštinėje priklausomybėje su finansine rizika. Iš kitos pusės, įmonės dydis taip pat yra svarbus veiksnys, lemiantis žiniasklaidos ir suinteresuotųjų grupių susidomėjimą. Suinteresuotosios grupės yra linkusios labiau reaguoti į įvykius, vykstančius didelėse, gerai žinomose įmonėse, todėl suinteresuotųjų grupių veiksmų rodiklis turėtų teigiamai koreliuoti su įmonės dydžiu. Daugelio autorių įmonės dydis yra vertinamas: Ln (*rinkos kapitalizacija*) (angl. *market capitalization*), arba Ln (*visi aktyvai*) (angl. *total assets*) arba Ln (*darbuotojų skaičius*) (angl. *employees*).
2. **Balansinės ir turto vertės santykis** (angl. *book to market value*). Literatūroje teigiama, jog įmonės su blogomis perspektyvomis augti (aukštu balansinės vertės ir turto santykio rodikliu) yra labiau pasižyminčios akcijų svyravimais. Todėl tikėtina, jog šis rodiklis yra teigiamoje priklausomybėje su įmonės finansine rizika: didėjant balansinės ir turto vertės santykiui įmonių finansinė rizika augs.
3. **Skolos lygis** (Ln (*capital gearing*), Ln (*leverage*), Ln (*total liabilities*)). Rodiklis apskaičiuojamas visą skolos dydį padalijus iš viso kapitalo (turto). Ankstesniuose tyrimuose teigiama, jog įmonių skolos lygis, kaip kapitalo struktūros rodiklis, yra smarkiai koreliuojantis su įmonės finansine rizika. Kuo didesnė įmonės skola, tuo

didesnė įmonės finansinė rizika (*World Finance Conference*, 2013; Bouslach ir kt., 2013).

4. **Įmonės likvidumas.** Apskaičiuojamas trumpalaikį turtą dalijant iš trumpalaikių įsipareigojimų. Likvidumo rodiklis parodo, ar įmonė gali padengti savo trumpalaikius įsipareigojimus. Kuo didesnis įmonės likvidumas, tuo įmonė susiduria su mažesne finansine rizika (*World Finance Conference*, 2013; Bouslach ir kt., 2013).
5. **Įmonės inovatyvumas (angl. *R&D*).** Išlaidų tyrimams ir vystymuisi su bendromis pardavimų pajamomis santykio rodiklis (angl. *R&D to net sales*) arba išlaidų tyrimams ir vystymuisi su visu įmonės turtu santykio rodiklis (angl. *R&D to total assets*). A. McWilliams ir D. Siegel (2000) teigia, jog tik maža dalis tyrimų, vertinusių įmonių socialinės atsakomybės ir įmonės veiklos rezultatų ryšį, įtraukia tyrimų ir vystymosi intensyvumo rodiklį, kuris, kaip buvo pastebėta, yra svarbus įmonės veiklos rodiklis ir turi tiesioginį ryšį su įmonės socialinės atsakomybės lygiu. Iš kitos pusės, C. Eesley ir M. J. Lenox (2005) savo tyrime teigia, jog inovatyvios įmonės yra mažiau puolamos ir pritraukia mažesnę dėmesį iš suinteresuotųjų grupių, todėl daroma prielaida, jog įmonės, kurios yra labiau inovatyvios, sulauks mažiau agresyvios suinteresuotųjų grupių elgsenos ir poveikis finansinei rizikai bus mažesnis.
6. **Įmonės matomumas** (angl. *advertising expenditures* arba *visibility*). Apskaičiuojamas kaip įmonių išlaidų reklamai logaritmas. Remiantis C. Eesley ir M. J. Lenox (2005) tyrimo rezultatais, suinteresuotosios grupės yra linkusios daryti didesnę spaudimą labiau matomoms, geriau žinomoms įmonėms. Tyrime daroma prielaida, jog įmonių išlaidų reklamai rodiklis turėtų teigiamai koreliuoti su suinteresuotųjų grupių elgsenos rodikliu.
7. **Įmonės pelningumas.** Vertinamas *ROA* arba *ROCE* arba *Tobin's Q* rodikliu. Ankstesniuose tyrimuose yra teigiama, jog įmonėse, kurios yra labiau pelningos, tai yra, įmonės su aukštesniais pelningumo rodikliais, susilaukia reakcijos iš didesnę galią ir teisėtumą turinčių suinteresuotųjų grupių (Eesley ir Lenox, 2005). Todėl galima daryti prielaidą, jog įmonės su aukštesniais pelningumo rodikliais sulauks didesnės suinteresuotųjų grupių reakcijos ir poveikis finansinei rizikai bus galimai didesnis. Tobin Q rodiklis, turėtų būti tinkamesnis, kadangi jis parodo įmonės ilgalaikio pelningumo perspektyvas, o įmonės socialinės atsakomybės sukuriama nauda taip pat yra vertinama ilgalaikėje perspektyvoje. Tobin's Q rodiklis apskaičiuojamas: $(Market\ Cap + Total\ Liabilities + Preferred\ Equity + Minority\ Interest) / Total\ Assets$. Įmonės su mažesniu pelningumo rodikliu rinka yra vertinama kaip rizikingesnė, todėl tyrime daroma prielaida, jog pelningumas yra atvirkščiai priklausomas nuo finansinės rizikos.

Ekonominės veiklos klasifikacija. Ekonominės veiklos klasifikacija remiasi GICS – Visuotiniu ekonominės veiklos klasifikavimo standartu (angl. *Global Industry Classification Standart*). GICS standartą sukūrė „Morgan Stanley Capital International“ (MSCI) ir „Standard & Poor's“ (S&P). GICS apima apie 95 proc. pasaulio akcijų rinkos kapitalizacijos. Ši klasifikacija suskirsto ekonomines veiklas į 10 sektorių, 24 ekonominės veiklos grupes, 64 ekonominės veiklos rūšis ir 139 ekonominės veiklos porūšius (nuo 2005 m. balandžio 30 d.). GICS klasifikacijoje pagrindinė įmonės veiklos rūšis, kuri sukuria daugiausia įmonės pajamų, laikoma pagrindiniu įmonės veiklos vertinimo kriterijumi. GICS klasifikacijos ekonominė veikla skirstoma į šiuos sektorius: energetikos (angl. *energy*), medžiagų arba žaliavų (angl. *materials*), gamybos (angl. *industrials*), vartojimo prekių ir paslaugų (angl. *consumer discretionary*), kasdienio vartojimo prekių ir paslaugų (angl. *consumer staples*), sveikatos apsaugos (angl. *health care*), finansų (angl. *financials*), informacinių technologijų (angl. *information technology*), telekomunikacinių paslaugų (angl. *telecommunication services*) ir komunalinių paslaugų (angl. *utilities*) (*Nasdaq OMX Baltic*). Įmonių skirstymas į sektorius yra svarbus dėl kelių priežasčių: pirma, literatūroje teigiama, jog rizikos pasireiškimas skiriasi tarp ekonominės veiklos sektorių, antra, suinteresuotųjų grupių reakcija taip pat skiriasi tarp sektorių. Taigi disertacijoje daroma prielaida, jog IŠA poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, bus skirtingas ekonominės veiklos sektoriuose.

Šalių skirstymas. Kadangi į tyrimą įtraukiamos įmonės, veikiančios skirtingose Europos šalyse, literatūroje yra nurodoma (Oikonomou, 2012) šalis įtraukti kaip papildomą kintamąjį. Tyrimuose, nagrinėjusiuose įmonių socialinės atsakomybės lygio skirtumus tarp šalių, buvo pastebėta, jog skirtingas šalių ekonominis išsivystymas ir kultūrinė aplinka nulėmė skirtingą įmonių įsitraukimą į socialinę atsakomybę. Šiame tyrime taip pat daroma prielaida, jog suinteresuotųjų grupių aktyvumas bus mažesnis Rytų Europoje, kur visuomenės ir verslo įsitraukimas į socialinę veiklą yra žemesnis. Taigi tikėtina, jog suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos rodiklis bus mažesnis įmonių, veikiančių Rytų Europoje atveju, nei Vakarų Europoje, nepriklausomai nuo socialinės atsakomybės lygio rodiklio.

2.2.5. *Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, ekonometrinio modelio pagrindimas*

Siekiant įvertinti įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną ir pasirenkant empirinio tyrimo metodą,

remiamasi ankstesnių tyrimų analize ir duomenų specifiškumu (didelis įmonių duomenų masyvas, keli tyrimo metai). Atliekant ekonometrinius kiekybinių duomenų tyrimus, daugeliu atveju naudojami trijų tipų duomenų rinkiniai: laiko eilučių (angl. *time series*), skerspjūvio (angl. *cross-section*) ar paneliniai duomenys. Analizuojant makroekonominius rodiklius paprastai taikomi laiko eilučių duomenys, kurie leidžia daryti išvadas apie kintamųjų kitimą per laiką. Siekiant atskleisti demografinių, geografinių ar kitų grupių rodiklių būklę tam tikru laiko momentu naudojami skerspjūvio duomenys. Norint sujungti pirmas dvi duomenų rūšis ir atskleisti informaciją apie tam tikrų grupių (šalių, miestų, įmonių, industrijų ir t. t.) rodiklio kitimą tam tikru laiko tarpu yra naudojami paneliniai duomenys (Stock, Watson, 2007). Atitinkamai disertacijoje duomenys buvo transformuojami į panelinius duomenis. Priklausomai nuo stebėjimų skaičiaus, tenkančių pasirinktiems kintamiesiems, paneliniai duomenys gali būti subalansuoti arba nesubalansuoti. Tyrimui atlikti buvo pasirinkti subalansuoti duomenys, tai yra, kiekvienas kintamasis turi vienodą skaičių stebėjimų kiekvienam laiko vienetui.

Paneliniai duomenys leidžia ekonometriškai teisingai įvertinti ir prognozuoti kelių subjektų kintamųjų pokyčius per nedidelį laiko tarpą (Baltagi, 2005). Panelinių duomenų pasirinkimas grindžiamas tuo, jog:

- Duomenys leidžia ekonomiškai tiksliai įvertinti mikrolygmens (įmonių) duomenis.
- Duomenys yra informatyvesni (daugiau kintamumo, mažiau kolinerumo, daugiau laisvės laipsnių), todėl įverčiai yra efektyvesni.
- Duomenys leidžia tinkamai įvertinti įmonių socialinės atsakomybės lygio dinamikos poveikį įmonių finansinei rizikai.
- Duomenys suteikia informacijos apie įmonių socialinės atsakomybės lygio dinamiką, esant trumpai laiko eilutei.

Analizuojant panelinius duomenis, yra išskiriami du pagrindiniai panelinių duomenų metodai: fiksuoto poveikio (efekto) modelis ir atsitiktinio poveikio (efekto) modelis. Atliktų ankstesnių tyrimų analizė parodė, jog daugeliu atveju yra taikomas fiksuotų efektų metodas (Bouslac ir kt., 2013; Oikonomou ir kt., 2012), tačiau tikslus metodo pasirinkimas priklauso nuo konkrečios duomenų imties ir tyrimo specifiškumo:

- Laiko eilutė yra trumpa (4 metai), o skerspjūvio duomenų vienetų yra daug, ir darant prielaidą dėl kintamųjų variacijos (jog jos yra atsitiktinės), tinkamesnis naudoti yra atsitiktinių efektų metodas;
- Atsižvelgiant į įmonių socialinės atsakomybės lygio nedidelį pasikeitimo intensyvumą pasirenkamas atsitiktinių efektų metodas;

- Atsižvelgiant į tai, jog į tyrimą įtraukiami per laiką nekintantys veiksniai, tokie kaip šalies socialinis aktyvumas ir ekonominės veiklos sektorius, tyrimui atlikti yra rekomenduojamas atsitiktinių efektų metodas.

Taigi atsižvelgiant į kintamųjų specifiškumą ir darant prielaidą, jog tiriami skerspjūvio duomenys nėra homogeniški, sudaromas atsitiktinių efektų ekonometrinis modelis, kuriuo siekiama įvertinti, kokį poveikį įmonių socialinė atsakomybė turi finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną:

$$BETA_{t,i} = \alpha_0 + \delta_n td_YEAR_t + \beta_1 ESG_{t,i} + \beta_2 ESGxY_1_10_{t,i} + \beta_3 ESGxY_11_50_{t,i} + \beta_4 ESG_Y_51_100_{t,i} + \beta_5 ESG_Y_101_{t,i} + c_1 \ln(Size_{t,i}) + c_2 book_to_mktval_{t,i} + c_3 tobinq_{t,i} + c_4 leverage_{t,i} + \gamma_1 cd_Country + \lambda_1 sd_Industry + v_{t,i}$$

- modelyje *priklausomas kintamasis* – finansinė rizika (neigiamo nuokrypio beta) ($BETA$);
- α_0 – konstanta;
- pseudo kintamieji, atspindintys trejus metus ($\delta_1 td_2011$; $\delta_2 td_2012$; $\delta_3 td_2013$), 2010 yra baziniai metai, su kuriais lyginami kiti metai;
- koeficientas β_1 rodo, kokį poveikį įmonių socialinė atsakomybė (ESG) turi įmonių finansinei rizikai, kai nėra vertinama suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena, t. y., tikrinama, ar yra tiesioginis įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai;
- koeficientas β_2 rodo, kaip įmonių socialinės atsakomybės (ESG) poveikis finansinei rizikai, kai suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atveju yra nedaug (nuo 1 iki 10 straipsnių per metus), skiriasi nuo atvejo, kai tiriamas tiesioginis poveikis (kai nėra jokių suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atveju) (β_1);
- β_3 parodo, kaip įmonių socialinės atsakomybės (ESG) poveikis finansinei rizikai, kai suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena yra pastebima (nuo 11 iki 50 straipsnių per metus), skiriasi nuo tiesioginio poveikio (kai nėra jokių atveju) (β_1), ir t. t.;
- kontroliuojami kintamieji, kurie daro įtaką finansinei rizikai: rinkos kapitalizacija ($\ln(cap_{t,i})$); balansinės vertės ir rinkos vertės santykis ($book_to_mktval$), įmonės pelningumas ($tobinq$) ir įmonės skolos lygis ($leverage$), atskirais atvejais įtraukiamas ir likvidumas ($liquidity$);
- pseudo kintamieji – $\gamma_1 cd_germany$, $cd_macedonia$ – atspindi šalies efektą. Bazinė šalis – Prancūzija, su ja lyginamos visos kitos;
- pseudo kintamieji, atspindintys sektoriaus efektą, bazinis sektorius – pramonė ($\lambda_1 sd_energy$; $\lambda_{10} sd_other$).

- $v_{t,i}$ – sudėtinė paklaida, nes modelis realizuojamas naudojant atsitiktinius efektus ir nestebimi įmonių efektai (angl. *unobserved firm effect*) atsiduria paklaidoje $v_{t,i} = \alpha_i + u_{t,i}$.
- $u_{t,i}$ – idiosinkrazinė, laiko atžvilgiu kintanti paklaida.

Kadangi į modelį įtraukiami laiko atžvilgiu nekintantys veiksniai (sektorius, šalis), jo nebegalima realizuoti fiksuotų efektų metodu. Nors pastebėtina, jog ankstesnių autorių darbuose vyravo panelinių duomenų fiksuotų efektų metodas (Oikonomou ir kt., 2012; Boulach ir kt., 2013; Kolbel ir kt., 2013), tačiau atkreiptina, jog iki šiol tyrimuose nebuvo vertinamas ekonominės veiklos sektoriaus ir šalies efektas. Ekonominės veiklos sektorius ir šalies medijuojantis efektas yra įtraukiami į modelį pagrindus, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai galimai skiriasi tarp šalių (skiriasi įmonių socialinės atsakomybės lygis tarp šalių) ir ekonometriniais tyrimais įrodyta, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra skirtingas ekonominės veiklos sektoriuose.

Remiantis mokslinio tyrimo nuoseklumu, rengiant tyrimo dizainą, suformulavus tyrimo uždavinius, toliau suformuluojamos tyrimo metu tikrinamos tyrimo hipotezės.

2.3. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo hipotezių formulavimas

Disertacijoje sudarytame įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimo modelyje siūloma įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai vertinti per medijuojantį suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos efektą, kaip atsaką į įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimus. Literatūroje akcentuojama suinteresuotųjų grupių reikšmė, suinteresuotųjų grupių galimas spaudimas įmonei ir įtaka įmonių finansinei rizikai, tačiau daugeliu atveju vertinama tik teigiama suinteresuotųjų grupių reakcija į įmonių socialinę atsakomybę, paliekant nuošalyje galimą neigiamą suinteresuotųjų grupių poveikį įmonių veiklos rezultatams. Taip pat dažnai vertinamas suinteresuotųjų grupių spaudimas įmonei ir jo poveikis įmonių socialinei atsakomybei, iš kitos pusės, vertinamas ir suinteresuotųjų grupių elgsenos (protestų, streikų) poveikis akcijų kainoms (Doh, Guay, 2006), ir įmonių socialinės atsakomybės tiesioginis poveikis įmonių finansinei rizikai (Oikonomou, 2012, Salama ir kt., 2011). Naujausi tyrimai visgi išskiria, jog suinteresuotųjų grupių vaidmuo įmonių socialinės atsakomybės poveikiui, finansinei rizikai ar įmonių veiklos rodikliams yra svarbus veiksnys, todėl privalo būti įtrauktas į tyrimą. Tokiuose tyrimuose taip pat yra daroma prielaida, jog suinteresuotųjų grupių elgsena, pasireiškianti per streikus, protestus ar neigiamą žiniasklaidos dėmesį, turi poveikį kredito rizikai, tačiau kylanti rizika yra nepriklausoma nuo įmonių socialinės atsakomybės lygio (Kolbe, Busch, 2013). Tariama, jog suinteresuotųjų grupių elgsenos

sukuriama rizika įmonei yra visiškai nepriklausoma nuo įmonės vykdomos socialinės politikos ir ar pasikeitė įmonės socialinės atsakomybės lygis: padidėjo ar sumažėjo. Taigi pasigendama tyrimų, vertinančių įmonių socialinės atsakomybės galimą poveikį finansinei rizikai į tyrimą įtraukiančių suinteresuotųjų grupių elgseną. Manant, jog suinteresuotosios grupės reaguoja į įmonės socialiai atsakingą veiklą, manoma, jog jos reaguoja ir į įmonės socialinės atsakomybės lygio pasikeitimus, todėl nėra aišku, kokį poveikį įmonių socialinė atsakomybė daro finansinei rizikai, vertinant kartu ir suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną įmonės atžvilgiu.

Atsižvelgiant į teorinės literatūros analizės rezultatus ir empirinių tyrimų ribotumus, šiame darbe keliamos 4 hipotezės, skirtos patikrinti įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, modelio pritaikomumą praktikoje.

***H1:** Įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai yra netiesioginis ir yra priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos.*

Iškelta hipoteze siekiama įrodyti, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai nėra tiesioginis, tačiau priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos. Įmonių socialinės atsakomybės principų taikymas įmonėje tiesiogiai neveikia įmonės finansinės rizikos, tačiau yra priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių elgsenos įmonės atžvilgiu. Suinteresuotųjų grupių keliami protestai, streikai neigiamai veikia akcijų kainas (Brammer ir kt., 2006), kas turi neigiamos įtakos akcijų gražos svyravimams ir lemia finansinės rizikos atsiradimą. Taip pat tyrimais yra įrodyta suinteresuotųjų grupių elgsenos svarba vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį kredito rizikai (Kolbel ir kt., 2013; Kolbel, Busch, 2013), įmonės veiklos rodikliams (Schreck, 2011). Kiti autoriai visgi išskiria, jog tarp įmonių socialinės atsakomybės ir įmonės finansinės veiklos nėra tiesioginės priklausomybės arba ji nereikšminga (Barnett, 2007; Rowley and Berman, 2000), kas bendrai leidžia daryti išvadą, jog nėra tiesioginės priklausomybės tarp įmonės socialinės atsakomybės ir finansinės rizikos. X. Lou ir C. B. Bhattacharya (2009), vertindami priklausomybę tarp įmonių socialinės atsakomybės ir įmonės rinkos vertės, pastebėjo, jog svarbus yra suinteresuotųjų grupių, tiksliau, jų atveju, klientų pasitenkinimo vaidmuo šioje priklausomybėje. Kuo didesnis klientų pasitenkinimo rodiklis, tuo didesnis įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonės vertei.

Atlikti investuotojų suvokimo apie įmonių socialinę atsakomybę tyrimai atskleidė, jog 80–90 procentų investuotojų mano, kad įmonių socialinės atsakomybės rodikliai turi teigiamą finansinį poveikį įmonės vertei vidutinės trukmės ir ilgalaikėje perspektyvoje (Maier, 2011). Tokie rezultatai rodo, jog investuotojų bendruomenė vertina ĮSA. Panašūs rezultatai buvo patekti Jungtinių Tautų Organizacijos atsakingo investavimo iniciatyvos (UNPRI), kuri teigė, jog „aplinkosaugos, socialiniai, ir įmonių valdymo (ESG; angl. *environmental, social,*

governance) klausimai gali turėti įtakos investicijų portfelių rezultatams (įvairaus profilio įmonių, sektorių, regionų, turto klasių ir per laiką) (Balatbat ir kt., 2012, p. 2). Tai rodo, jog investuotojų bendruomenėje atsiranda tendencija vertinant įmonės rinkos vertę įtraukti ESG (ISA) veiksnius (Bhattacharya, 2009). Tai taip pat rodo, kad moksliniai tyrimai šioje srityje tampa vis svarbesni.

Hipotezei H1 tikrinti sudaromas panelinių duomenų atsitiktinių efektų **ekonometrinis modelis (1)**:

$$\begin{aligned} \beta_1 rf_{e,t,i} = & \alpha_0 + \delta_1 td_{2011,t} + \delta_2 td_{2012,t} + \delta_3 td_{2013,t} \\ & + \beta_1 esg_{t,i} + \beta_2 esg \cdot r1_{10,t,i} + \beta_3 esg \cdot r11_{50,t,i} + \beta_4 esg \cdot r51_{100,t,i} + \beta_5 esg \cdot r101_{t,i} + c_1 \ln(cap_{t,i}) + c_2 book_to_m \\ & ktval_{t,i} + c_3 tobinq_{t,i} + c_4 leverage_{t,i} + \gamma_1 cd_germany_t + \dots + \gamma_{35} cd_macedonia_t \\ & + \lambda_1 sd_energy_t + \dots + \lambda_{10} sd_other_t + v_{t,i} \end{aligned}$$

Modelyje priklausomas kintamasis – finansinė rizika (neigiamo nuokrypio beta apskaičiuojama su nerizikinga palūkanų norma (*Euribor*) (*beta_rf_e*), konstanta ir pseudo kintamieji, atspindintys trejus metus ($\delta_1 td_{2011}$; $\delta_2 td_{2012}$; $\delta_3 td_{2013}$), 2010 yra baziniai metai, su kuriais lyginami kiti metai. Pagal suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų skaičių buvo sudarytos 4 kintamųjų grupės (žr. psl. 80).

Hipotezei patvirtinti laukiami rezultatai:

- Koeficientas β_1 parodo, kokį poveikį įmonių socialinė atsakomybė (ESG) turi įmonių finansinei rizikai, kai nėra vertinama suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena, t. y., tikrinama, ar yra tiesioginis įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai. Todėl šis koeficientas turėtų būti statistiškai nereikšmingas, kas reikštų, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra netiesioginis.
- Koeficientai $\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ parodo, kaip įmonių socialinės atsakomybės (ESG) poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną (skirtingose lygiuose, suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų grupės), skiriasi nuo to atvejo, kai suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai nevertinami (β_1). Dėl šios priežasties koeficientai turėtų būti statistiškai reikšmingi. Tai reikštų, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos.

H2: *Esant žemam įmonių socialinės atsakomybės lygiui, įmonių finansinę riziką didina agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena.*

Daugelio ankstesnių tyrimų rezultatai atskleidė, jog įmonės, kurios yra priskiriamos socialiai neatsakingoms, t. y., jų socialinės atsakomybės rodiklis yra žemesnis už vidutinį socialinės atsakomybės lygį, susiduria su didesne finansine rizika (De Villiers, Marques, 2015; Wang, Sarkis, 2013; Oikonomou ir kt., 2012). C. J. De Villiers ir A. C. Marques (2015) tyrimo

rezultatai patvirtina, jog žemesnis įmonių socialinės atsakomybės lygio rodiklis (ESG) yra susijęs su mažesnėmis akcijų kainomis, o didesnis įmonių socialinės atsakomybės lygio rodiklis – su didesnėmis. Panašiai Z. Wang ir J. Sarkis (2013) tyrimo rezultatai parodė, jog įmonės su aukštesniais socialinės atsakomybės lygio rodikliais pasižymi žemais kapitalo kaštais. I. Oikonomou ir kt. (2012) tyrimo rezultatai atskleidė, jog įmonių socialinės atsakomybės neigiami aspektai (angl. *corporate social responsibility concerns*) (bendruomenė, darbo lygis, aplinkosauga), matuojami KLD duomenų bazės, turi reikšmingą tiesioginį poveikį. Tai reiškia, jog didėjant neigiamiems įmonių socialinės atsakomybės aspektams įmonių finansinė rizika didėja. Tyrime finansinė rizika buvo matuojama CAPM ir neigiamo nuokrypio beta, abiem atvejais gauti vienodi rezultatai. Taip pat buvo patvirtinta, jog įmonių socialinės atsakomybės stiprybės (angl. *corporate social responsibility strenghts*) (bendruomenė, darbo lygis, produkto saugumas ir kokybė) nereikšmingai ir netiesiogiai susijusios su sisteminė rizika. Kituose tyrimuose pastebimi prieštaringi rezultatai. S. Brammer ir kt. (2006) teigia, jog įmonės su aukštesniais įmonių socialinės atsakomybės lygio rodikliais pasižymi mažesnėmis akcijų grąžomis (Brammer ir kt., 2006). A. J. Hillman ir G. D. Keim (2001) tyrimas parodė, jog geri įmonių santykiai su pagrindinėmis suinteresuotosiomis grupėmis didina įmonių nematerialiąją vertę, kas turi įtakos akcijų grąžai. A. Goss (2009) atliktas vektorių autoregresinis modelis naudojant KLD duomenų bazės skaičiuojamą ĮSA neigiamų komponentų lygio rodiklį parodė poveikį įmonių idiosinkratinei rizikai. S. El Ghouli ir kt. (2011) teigia, jog įmonės JAV, kurios deda dideles pastangas pagerinti darbuotojų gerovę, pasižymi žemais kapitalo kaštais, o jų finansinė rizika yra mažesnė. Nors kai kuriais atvejais gauti prieštaringi rezultatai, visgi daugumoje naujų tyrimų pastebima, kad suinteresuotosioms grupėms rūpi įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė ir įmonei esant socialiai atsakingai poveikis finansinei rizikai turėtų būti mažesnis. Taigi daroma prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, bus didesnis tais atvejais, kai įmonių socialinės atsakomybės lygio rodiklis bus žemesnis už vidutinį.

Siekiant išsiaiškinti, ar įmonių finansinę riziką, išmatuojamą neigiamo nuokrypio beta, didina agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena esant žemam socialinės atsakomybės lygiui (*H2 hipotezė*), įmonės bus skirstomos į žemo ir aukšto socialinės atsakomybės lygius. Įmonių socialinės atsakomybės skirstymas į žemo ir aukšto arba socialiai atsakingas ir socialiai neatsakingas įmones remiasi kitų autorių metodika, kur įmonių socialinės atsakomybės rodiklio (ESG) reikšmė yra lyginama su vidurkio reikšme (MEAN) (De Villiers, Marques, 2015; Wang, Sarkis, 2013; Oikonomou ir kt., 2012):

Kai ESG rodiklis > MEAN, įmonė socialiai atsakinga (aukštas socialinės atsakomybės lygis);

Kai ESG rodiklis < MEAN, įmonė socialiai neatsakinga (žemas socialinės atsakomybės lygis).

Daugelio ankstesnių tyrimų rezultatai atskleidė (De Villiers, Marques, 2015; Wang, Sarkis, 2013; Oikonomou ir kt., 2012), jog įmonės, kurios yra priskiriamos socialiai neatsakingoms, t. y., jų socialinės atsakomybės lygio rodiklis (ESG) yra žemesnis už vidutinį socialinės atsakomybės lygį (MEAN), susiduria su didesne finansine rizika. Taigi daroma prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, bus didesnis tais atvejais, kai įmonių socialinės atsakomybės rodiklis bus žemesnis už vidutinį. Dėl šios priežasties antrajai hipotezei patikrinti sukuriamos 4 kintamųjų grupės (2.2 lentelė).

2.2 lentelė

H2 hipotezės tikrinimo ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas

Įmonių socialinės atsakomybės lygis	Aukštas ESG > MEAN		Žemas ESG < MEAN	
	Nėra	Yra	Nėra	Yra
Suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena				
Kintamųjų kategorijų kodavimas	<i>no_react</i>	<i>_react</i>	<i>no_react</i>	<i>_react</i>
Sąveikos su ĮSA lygiu (ESG) kintamųjų kodavimas	<i>esg_high_no_react</i>	<i>esg_high_react</i>	<i>esg_low_no_react</i>	<i>esg_low_react</i>
Koeficientai	β_1	β_2	β_3	β_4

Sudarius kintamųjų grupes ir įtraukus kontroliuojamus kintamuosius ($\ln(cap)$; *book_to_mktval*; *tobinq*; *leverage*; *liquidity*), pseudo kintamuosius (šalis (*germany...macedonia*), ekonominės veiklos sektorius (*energy...sd_other*)) ir paklaidą ($v_{t,i}$) buvo sudaromas ekonometrinis modelis (2):

$$\begin{aligned}
 & \beta_1 rf_{e,t} = \alpha_0 + \delta_1 td_{2011} + \delta_2 td_{2012} + \delta_3 td_{2013} + \\
 & + \beta_1 esg_high_no_react_{t,i} + \beta_2 esg_high_react_{t,i} + \beta_3 esg_low_no_react_{t,i} + \beta_4 esg_low_react_{t,i} \\
 & + c_1 \ln(cap_{t,i}) + c_2 book_to_mktval_{t,i} + c_3 tobinq_{t,i} + c_4 leverage_{t,i} + c_5 liquidity_{t,i} \\
 & + \gamma_1 cd_germany_i + \dots + \gamma_3 cd_macedonia_i \\
 & + \lambda_1 sd_energy_i + \dots + \lambda_{10} sd_other_i + v_{t,i} \\
 & v_{t,i} = a_i + u_{t,i}
 \end{aligned}$$

Hipotezei patvirtinti laukiami rezultatai:

- Koeficientas β_3 statistiškai reikšmingai nesiskirs nuo bazinės grupės (β_1), nes jei suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų nėra, tai nei aukštas, nei žemas ĮSA lygis poveikio finansinei rizikai nedaro (nėra tiesioginio poveikio).
- Koeficientų β_2 ir β_4 reikšmės turėtų statistiškai reikšmingai skirtis nuo bazinės grupės (β_1), nes šie koeficientai parodo įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikį finansinei rizikai per suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną.
- Koeficiento β_4 reikšmė turėtų būti didesnė nei β_2 , nes juo žymimos įmonės, kurių ESG žemesnis nei vidutinis. Tai leistų teigti, jog esant žemam įmonių socialinės atsakomybės lygiui, agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena didina finansinę riziką.

H3: Keičiantis įmonių socialinės atsakomybės lygiui, suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena kinta ir daro stipresnę poveikį įmonių finansinei rizikai.

Šia hipoteze siekiama patikrinti, kaip įmonių socialinės atsakomybės lygio dinamika veikia suinteresuotųjų grupių elgseną ir kokį poveikį tai sukelia finansinei rizikai. Remiantis teorinės literatūros ir empirinių tyrimų analizės rezultatais, suinteresuotosios grupės neigiamai reaguoja į įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimus. Tai patvirtina 2010 m. „Baltic Petroleum“ naftos išsiliejimo atvejis, kur pastebėta, jog žiniasklaidai sureagavus į nevyriausybinę organizacijų protestus prieš šį įvykį, įmonės akcijų kainos nukrito per pusę, kas aiškiai rodė finansinės rizikos grėsmę (Flammer, 2012). C. Eesley ir M. J. Lenox (2005) tyrimas taip pat parodė, jog agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena, išreikšta protestais ir teisiniais procesais, pasireiškia įmonėms, kurios pasižymi žemais taršos rodikliais, dideliais toksinių medžiagų skleidimo kiekiais. J. P. Doh ir T. R. Guay (2006) tyrimas atskleidė, jog nevyriausybines organizacijos tiek Europoje, tiek JAV reaguoja į įmonių vykdomas socialines politikas ir visuomenėje keliamus socialinius klausimus. Kiti autoriai patvirtina, jog (Kolbel ir kt., 2013; Kolbel, Busch, 2013) visuomenės spaudimas, išreiškiamas per neigiamą žiniasklaidos dėmesį, yra suinteresuotųjų grupių reakcija į įmonių socialinę atsakomybę ir tai neigiamai veikia (didina) įmonių kredito riziką.

Atsižvelgiant į ankstesnių tyrėjų išvadas, disertacijoje siekiama patikrinti, ar suinteresuotosios grupės reaguoja į įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimą, t. y., ar sumažėjus įmonių socialinės atsakomybės lygiui suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena (streikai, protestai, boikotai, teisminiai procesai) intensyvėja ir tai didina finansinę riziką, išmatuojamą neigiamo nuokrypio beta (*H3 hipotezė*). Remiantis mokslinės literatūros ir empirinių tyrimų analizės rezultatais, suinteresuotosios grupės neigiamai reaguoja į įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimą, todėl tikimasi, jog sumažėjus įmonių socialinės atsakomybės lygiui agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena didins finansinę riziką. Hipotezei

patvirtinti atliekamas dvejopas vertinimas: pirma, pasinaudojus aprašomosios statistikos metodu ir tikrinant, ar suinteresuotosios grupės neigiamai reaguoja į ĮSA mažėjimą. Bus lyginamas agresyvios elgsenos atvejų intensyvumas tais laikotarpiais, kada ĮSA lygis mažėjo, ir tada, kada ĮSA lygis nesumažėjo.

Toliau hipotezė tikrinama skaičiuojant panelinių duomenų atsitiktinių efektų regresiją. Hipotezė tikrinama lyginant suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų vidurkio lygybę dvejose imtyse: pirma imtis – laikotarpiai, kai ĮSA lygis nemažėjo; antra imtis – laikotarpiai, kada ĮSA lygis mažėjo. Sudaromos keturios kintamųjų grupės: 1) kai ĮSA lygis nesumažėjo, suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos nebuvo. Tai yra bazinė grupė, su kuria lyginamos visos kitos; 2) ĮSA lygis nesumažėjo ir suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena buvo; 3) ĮSA lygis sumažėjo, suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų nebuvo; 4) ĮSA lygis sumažėjo ir suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena buvo. Kintamųjų kodavimas pateiktas 2.3 lentelėje.

2.3 lentelė

H3 hipotezės ekonometrinio modelio tikrinimo kintamųjų kodavimas

Įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimas	ĮSA lygis nemažėjo		ĮSA lygis mažėjo	
	Nėra	Yra	Nėra	Yra
Suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena				
Kintamųjų kategorijų kodavimas	<i>no_react</i>	<i>_react</i>	<i>no_react</i>	<i>_react</i>
Sąveikos su ĮSA lygiu (ESG) kintamųjų kodavimas	<i>esg_up_no_react</i>	<i>esg_up_react</i>	<i>esg_down_no_react</i>	<i>esg_down_react</i>
Koeficientai	β_1	β_2	β_3	β_4

Sudarius kintamųjų grupes ir įtraukus kitus parametrus (detalesnio modelio sudarymas yra aprašomas 2.2.5 poskyryje) yra sudaromas **ekonometrinis modelis (3)**:

$$\begin{aligned}
 &beta_{rf_e_{t,i}} = \alpha_0 + \delta_1 td_{2012_t} + \delta_2 td_{2013_t} \\
 &+ \beta_1 esg_up_no_react_{t,i} + \beta_2 esg_up_react_{t,i} + \beta_3 esg_down_no_react_{t,i} + \beta_4 esg_down_react_{t,i} \\
 &+ c_1 \ln(cap_{t,i}) + c_2 book_to_mktval_{t,i} + c_3 tobinq_{t,i} + c_4 leverage_{t,i} + c_5 liquidity_{t,i} \\
 &+ \gamma_1 cd_germany_t + \dots + \gamma_3 cd_macedonia_t + \lambda_1 sd_energy_t + \dots + \lambda_{10} sd_other_t + v_{t,i} \\
 &v_{t,i} = a_i + u_{t,i}
 \end{aligned}$$

H3 hipotezei patvirtinti laukiami rezultatai:

- Koeficientas β_3 turėtų būti statistiškai nereikšmingas, kas parodytų, jog nėra tiesioginio įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, t. y., kai nėra vertinama suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena. Taigi ĮSA lygio pokytis be suinteresuotųjų

grupių agresyvios elgsenos neturėtų statistiškai reikšmingai paveikti finansinės rizikos, lyginant su atveju, kai ĮSA lygis nemažėja ir agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena nepastebėta.

- Koeficientai β_2 ir β_4 turėtų būti statistiškai reikšmingi, nes suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena daro poveikį finansinei rizikai, tačiau β_4 (kai ĮSA lygis mažėjo ir buvo suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena) poveikis turėtų būti didesnis, nes šiuo atveju ĮSA lygis mažėja. Laukiama lygybė: $\beta_4 > \beta_2$ (statistiškai reikšmingi).

H4: *Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, stiprumas priklauso nuo moderuojančių veiksnių (įmonės dydžio, įmonės matomumo ir inovatyvumo lygio, ekonominės veiklos sektoriaus ir šalies socialinio aktyvumo).*

Įmonės dydis. Ankstesnių tyrimų rezultatai atskleidė, jog didesnės įmonės patiria mažesnę finansinę riziką dėl įmonių prisiimamos socialinės atsakomybės (Oikonomou ir kt., 2012; Salama ir kt., 2011; Bouslah, 2013). Tai grindžiama tuo, jog didelės įmonės yra laikomos stabilesnėmis ir mažiau susiduria su kredito rizika (Kolbel, Busch, 2013), mažesniais skolos kaštais (Kolbel ir kt., 2013). C. J. De Villiers ir A. C. Marques (2015) tirdami didžiausių įmonių Europoje socialinės atsakomybės lygio poveikį akcijų kainoms, atskleidė, jog kuo didesnis įmonių socialinės atsakomybės lygis, tuo akcijų kainos didesnės.

Empiriniuose tyrimuose taikomas įmonės dydžio rodiklis turi įtakos įmonių gaunami naudai iš socialinės atsakomybės. Tyrimai parodė, jog įmonės, turinčios didesnes galimybes paveikti suinteresuotąsias šalis, pasižyminčios aukštesne kultūra ir darbo aplinka arba didesniu žmogiškuoju kapitalu, turi didesnes galimybes gauti naudos iš įmonių socialinės atsakomybės (Barnett, 2007; Surroca, Tribo ir Waddock, 2010; Rasche, 2013).

Iš kitos pusės, didelės įmonės susilaukia didesnio žiniasklaidos (Kolbel, Busch, 2013; Perez-Batres ir kt., 2012), visuomenės ir nevyriausybinų organizacijų dėmesio, todėl galimai susilaukia didesnio neigiamos suinteresuotųjų grupių reakcijos (Clark, Salo ir Hebb, 2008; Eesley ir Lenox, 2005). Didelės ir pelningos įmonės dažniausiai turi didesnę visuomenės susidomėjimą ir pasižymi didesniu matomumu, todėl iš tokių įmonių daugeliu atveju yra reikalaujama daugiau socialinės atsakomybės (Cheung, Mak, 2010). C. Eesley ir M. J. Lenox (2005) tyrimas atskleidė, jog didelės įmonės, kurios pasižymi dideliais toksinių medžiagų skleidimo kiekiais, susiduria su agresyviais suinteresuotųjų grupių veiksmais (teisminiai procesai, protestai). Rezultatai parodė, jog kuo įmonės yra didesnės, tuo įmonės finansinės galimybės ir suinteresuotųjų grupių veiksmų kiekis įmonės atžvilgiu yra didesnis. Kadangi tyrime daroma prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra

netiesioginis, bet priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos, todėl galimai šis poveikis yra didesnis stambiose įmonėse.

Siekiant tai patikrinti, analizuojamas įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai per medijuojantį veiksni – suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, ir moderuojantį veiksni – įmonių dydį. Pirmiausia siekiama patikrinti, ar įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, išmatuojamai neigiamo nuokrypio beta, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo įmonės dydžio. Remiantis ankstesnių tyrimų rezultatais tikimasi gauti, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra didesnis stambiose įmonėse.

Hipotezei patikrinti įmonės skirstomos į grupės pagal įmonių dydį. Europos Sąjungos direktyvoje dėl SME (smulkaus ir vidutinio dydžio) įmonių apibrėžimo įmonės skirstomos pagal dydį, atsižvelgiant į darbuotojų skaičių ir įmonių apyvartą, arba balansinę vertę. Tyrimo duomenų imtyje, įmonių, kurių darbuotojų skaičius yra mažesnis nei 250, sudaro 6 proc., tačiau lyginant visas įmones pagal apyvartą ir turtą (angl. *balance sheet*), jos visos priskiriamos didelių įmonių kategorijai. Siekiant patikrinti hipotezę, įmonės skirstomos į kvartilius, taip išskiriant atskiras kintamųjų grupes pagal įmonės dydį (turtą). Pirmas kvartilis apima įmones, kurių balansinė turto vertė yra mažiausia, o ketvirtas kvartilis – didžiausios vertės. Sudarytos keturios įmonių grupės, todėl siekiant patikrinti hipotezę sukurtos 8 kategorijos, apimančios skirtingus įmonės dydžius ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos moderuojantį efektą, ir atitinkamai formuojamos 8 sąveikos su ĮSA lygio (ESG) kintamaisiais. Kintamųjų kodavimas pateiktas 2.4 lentelėje.

2.4 lentelė

Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, priklausomybės nuo įmonės dydžio ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas

Skirstymas į kvartilius pagal įmonės dydį (turtas)	I kvartilio įmonės		II kvartilio įmonės		III kvartilio įmonės		IV kvartilio įmonės	
	Nėra	Yra	Nėra	Yra	Nėra	Yra	Nėra	Yra
Suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena								
Kintamųjų kategorijų kodavimas	size1q_no_react	size1q_react	Size2q_no_react	Size2q_react	Size3q_no_react	Size3q_react	Size4q_no_react	Size4q_react
Sąveikos su ĮSA lygiu (ESG) kintamųjų kodavimas	esgXsize1q_no_react	esgXsize1q_react	esgXsize2q_no_react	esgXsize2q_react	esgXsize3q_no_react	esgXsize3q_react	esgXsize4q_no_react	esgXsize4q_react
Koeficientai	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	β_7	β_8

Sudarius kintamųjų grupes ir įtraukus kitus parametrus (detaliau modelio sudarymas yra aprašomas 2.2.5 poskyryje) sudaromas **ekonometrinis modelis (4)**:

$$\begin{aligned}
 &beta_{rf} e_{i,t} = \alpha_0 + \delta_1 td_{2011} + \delta_2 td_{2012} + \delta_3 td_{2013} \\
 &+ \beta_1 esgXsize1q_no_react_{i,t} + \beta_2 esgXsize1q_react_{i,t} + \beta_3 esgXsize2q_no_react_{i,t} + \beta_4 esgXsize2q_react_{i,t} \\
 &+ \beta_5 esgXsize3q_no_react_{i,t} + \beta_6 esgXsize3q_react_{i,t} + \beta_7 esgXsize4q_no_react_{i,t} + \beta_8 esgXsize4q_react_{i,t} \\
 &+ c_1 \ln(cap_{i,t}) + c_2 book_to_mktval_{i,t} + c_3 tobinq_{i,t} + c_4 leverage_{i,t} + c_5 liquidity_{i,t} + \gamma_1 cd_germany_t + \dots + \gamma_3 cd \\
 &\quad _macedonia_t + \lambda_1 sd_energy_t + \dots + \lambda_{10} sd_other_t + v_{t,i} \\
 &v_{t,i} = a_i + u_{t,i}
 \end{aligned}$$

Prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, išmatuojamai neigiamo nuokrypio beta, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo įmonės dydžio, yra **patvirtinama, jei**:

- Koeficientas β_1 yra statistškai nereikšmingas. β_1 parodo, jog ĮSA neturi jokio poveikio finansinei rizikai, kai nėra įtraukiama suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena ir įmonės yra mažiausios (pagal dydį).
- Koeficientai $\beta_3, \beta_5, \beta_7$ yra statistškai nereikšmingi. Koeficientai $\beta_3, \beta_5, \beta_7$ atspindi, kiek ĮSA poveikis atitinkamo dydžio įmonėse skiriasi nuo bazinės kategorijos, kai suinteresuotųjų grupių agresyvos elgsenos atvejų neužfiksuota.

- Koeficientai $\beta_2, \beta_4, \beta_6, \beta_8$ turi būti statistiškai reikšmingi, teigiami ir prie didesnių įmonių grupių koeficientai turi būti didesni ($\beta_2 < \beta_4 < \beta_6 < \beta_8$). Tai reiškia, kad kai pasireiškia suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena, įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai didėja keičiantis įmonės dydžiui (įmonei didėjant). Koeficientai $\beta_2, \beta_4, \beta_6, \beta_8$ atspindi ĮSA poveikį finansinei rizikai, kai suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai yra fiksuojami atitinkamo dydžio įmonėse: β_2 – pirmo kvartilio (mažiausios įmonės), β_4 – antro kvartilio, β_6 – trečio kvartilio ir β_8 – ketvirto kvartilio (didžiausios įmonės).

Įmonių inovatyvumo lygis. Ankstesnių tyrimų rezultatai parodė, jog inovatyvesnės įmonės susiduria su mažesniu suinteresuotųjų grupių dėmesiu, todėl galimai suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos poveikis finansinei rizikai yra mažesnis, nes suinteresuotosios grupės yra linkusios mažiau veikti prieš įmones, kurios laikomos inovatyviomis (Strickland ir kt., 1996). C. Eesley ir M. J. Lenox (2005), vertindami agresyvią ir pasyvią suinteresuotųjų grupių elgseną įmonių atžvilgiu, pastebėjo, jog inovatyvios įmonės yra mažiau atakuojamos agresyvių suinteresuotųjų grupių, kurių veiksmai pasireiškia protestais ir teisiniais procesais. A. McWilliams ir D. Siegel (2000) tyrimas parodė, jog įmonių inovatyvumo lygis taip pat yra tiesiogiai susijęs ir su įmonės veiklos rezultatais, ir su įmonių socialinės atsakomybės lygiu. Jų rezultatai atskleidė, jog kuo įmonės yra inovatyvesnės, tuo jų socialinės atsakomybės lygis yra didesnis, o jų veiklos rezultatai yra geresni. Iš kitos pusės, I. Oikonomou ir kt. (2012) teigia, jog inovatyvūs projektai dažnai yra susiję su rizika, tad galimai įmonės, kurios yra inovatyvios, pasižymi didesne finansine rizika (matuojama veiklos finansiniais rodikliais). X. Lou ir C. B. Bhattacharya (2009), vertindami įmonių socialiai atsakingos veiklos poveikį nesisteminei rizikai 2002 ir 2003 metų laikotarpiu tarp „Fortune“ žurnalo aukščiausiai reitinguojamų įmonių (541 įmonė), pastebėjo, jog modelyje kartu naudojant socialiai atsakingos veiklos rodiklius, išlaidų reklamai dydį ir inovatyvumo dydžio rodiklį, poveikis nesisteminei rizikai yra tiesioginis. Vadinas, didėjant šiems rodikliams poveikis nesisteminei rizikai didėja. Kaip matyti, ankstesnių darbų išvados dėl įmonių inovatyvumo lygio poveikio finansinei rizikai yra prieštaringos, tačiau, kadangi tyrimas remiasi prielaida, jog įmonių socialinė atsakomybė tiesioginio poveikio finansinei rizikai neturi, o yra priklausoma nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos, formuojant hipotezę yra atsižvelgiama į autorių, nagrinėjančių suinteresuotųjų grupių elgseną ir įmonių inovatyvumo lygio priklausomybę, išvadas. Dėl šios priežasties siekiama patikrinti, ar įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo įmonių inovatyvumo lygio. Tikrinama prielaida, jog esant žemam įmonių inovatyvumo lygiui įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra didesnis.

Hipotezės tikrinimo logika išlieka tokia pati. Įmonės bus suskirstytos į keturias grupes pagal skirtingus investicijų tyrimams ir vystymuisi išlaidų lygius, todėl tyrimo imtis suskirstyta į keturis kvartilius. Dėl to, jog bus išskiriamos 4 įmonių inovatyvumo lygio grupės, hipotezei tikrinti, priklausomai nuo suinteresuotųjų grupių elgsenos atvejų buvimo ir nebuvimo, bus sukuriamos 8 skirtingos kintamųjų kategorijos ir atitinkamai formuojamos 8 sąveikos su įmonių socialinės atsakomybės lygio (ESG) kintamaisiais. Kintamųjų ir jų koeficientų kodavimas yra pateiktas 2.5 lentelėje

2.5 lentelė

Įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, priklausomybės nuo įmonės inovatyvumo lygio ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas

Įmonių inovatyvumo lygio grupės (pagal išlaidas R&D)	I kvartilio įmonės		II kvartilio įmonės		III kvartilio įmonės		IV kvartilio įmonės	
	Nėra	Yra	Yra	Nėra	Yra	Nėra	Yra	Nėra
Suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena								
Kintamųjų kategorijų kodavimas	<i>Esg (vertinamas tiesioginis ĮSA lygio poveikis) įmonių finansinei rizikai) (bazinė kategorija)</i>	<i>inolev1q_react</i>	<i>inolev2q_react</i>	<i>inolev2q_no_react</i>	<i>inolev3q_react</i>	<i>inolev3q_no_react</i>	<i>inolev4q_react</i>	<i>inolev4q_no_react</i>
Sąveikos su ĮSA lygiu (ESG) kintamųjų kodavimas		<i>esgXinolev1q_react</i>	<i>esgXinolev2q_react_t</i>	<i>esgXinolev2q_no_react</i>	<i>esgXinolev3q_react</i>	<i>esgXinolev3q_no_react</i>	<i>esgXinolev4q_react</i>	<i>esgXinolev4q_no_react</i>
Koeficientai	β_1	β_2	β_4	β_3	β_6	β_5	β_8	β_7

Suformuojamas ekonometrinis modelis (5):

$$\begin{aligned}
 &beta_{rf_e_{t,i}} = \alpha_0 + \delta_1 td_{2011} + \delta_2 td_{2012} + \delta_3 td_{2013} + \\
 &+ \beta_1 esg_{t,i} + \beta_2 esgXinolev1q_react_{t,i} + \beta_3 esgXinolev2q_no_react_{t,i} + \beta_4 esgXinolev2q_react_{t,i} \\
 &+ \beta_5 esgXinolev3q_no_react_{t,i} + \beta_6 esgXinolev3q_react_{t,i} + \beta_7 esgXinolev4q_no_react_{t,i} \\
 &+ \beta_8 esgXinolev4q_react_{t,i} + c_1 \ln(cap_{t,i}) + c_2 book_to_mktval_{t,i} + c_3 tobinq_{t,i} + c_4 leverage_{t,i} + c_5 liquidity_{t,i} + \\
 &\gamma_1 cd_germany_t + \dots + \gamma_{35} cd_macedonia_t + \lambda_1 sd_energy_t + \dots + \lambda_{10} sd_other_t + v_{t,i} \\
 &v_{t,i} = a_i + u_{t,i}
 \end{aligned}$$

Modelis keičiamas atsižvelgiant į priklausomą kintamąjį (finansinės rizikos matą (neigiamo nuokrypio beta skaičiuojama su nerizikinga palūkanų norma (*Euribor*) ir 0 reikšme) ir ar į modelį įtraukiamas kontroliuojamas kintamasis – likvidumas.

Hipotezei patvirtinti tikimasi gauti tokius rezultatus:

- β_1 – statistiškai nereikšmingas. β_1 atspindi ĮSA lygio poveikį bazinėje kategorijoje (mažiausiai inovatyvios įmonės ir suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena nevertinama), tai reiškia, ar įmonių socialinės atsakomybės lygis turi tiesioginį poveikį įmonių finansinei rizikai;
- Koeficientai $\beta_3, \beta_5, \beta_7$ atspindi, kiek ĮSA lygio poveikis skiriasi atitinkamo inovatyvumo lygio įmonėse nuo bazinės kategorijos (mažiausio inovatyvumo lygio), kai nėra suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų. Hipotezei patvirtinti koeficientai $\beta_3, \beta_5, \beta_7$ turėtų būti statistiškai nereikšmingi, nebent finansinė rizika priklausytų nuo įmonės inovatyvumo lygio, kadangi tose kategorijose suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų nėra.
- $\beta_2, \beta_4, \beta_6, \beta_8$ atspindi ĮSA lygio poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, atitinkamo inovatyvumo įmonėse (β_2 – pirmo kvartilio, β_4 – antro kvartilio ir t. t.), pagal keliamą hipotezę visi šie koeficientai turėtų būti teigiami (didinti finansinę riziką, kai yra atsižvelgiama į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną), tačiau prie inovatyvesnių įmonių grupių koeficientas turėtų būti mažesnis, t. y., $\beta_2 > \beta_4 > \beta_6 > \beta_8$.

Įmonių matomumo lygis (matuojamas išlaidų reklamai dydžiu). Didelės įmonės, turėdamos didesnius išteklius, tiek kapitalo, tiek darbo jėgos, yra kartu ir labiau matomos visuomenės ir galimai yra didesni suinteresuotųjų grupių spaudimo ir įtakos taikiniai (Nemetz, 2014). X. Lou ir C. B. Bhattacharya (2009) vertindami įmonių socialiai atsakingos veiklos poveikį nesisteminei rizikai 2002 ir 2003 metų laikotarpiu tarp „Fortune“ žurnalo aukščiausiai reitinguojamų įmonių (541 įmonė) pastebėjo, jog įmonės, kurių išlaidos reklamai buvo didesnės (lyginant su įmonėmis, kurių išlaidos reklamai buvo mažos), didesnis socialiai atsakingos veiklos lygis lėmė žemesnę nesisteminės rizikos lygį. Vadinasi, labiau visuomenėje matomų įmonių didesnis įmonių socialinės atsakomybės lygis darė atvirkštinį poveikį įmonių finansinei (nesisteminei) rizikai.

Ankstesnių tyrimų, kuriuose vertinama suinteresuotųjų grupių priklausomybė nuo įmonės matomumo lygio, rezultatai parodė, jog labiau matomos įmonės (kurių išlaidos reklamai yra didesnės palyginti su kitomis) yra labiau atakuojamos suinteresuotųjų grupių (Eesley ir Lenox, 2005; King, Soule, 2007). Taip suinteresuotosios grupės gauna didesnę žiniasklaidos dėmesį. Žiniasklaidos dėmesys suinteresuotosioms grupėms yra gyvybiškai svarbus siekiant

įgyvendinti savo tikslus, kadangi tik protestai, kurie susilaukia žiniasklaidos dėmesio, gali pakeisti visuomenės požiūrį į įmonę ir paskatinti įmonę pakeisti savo poziciją ir atsižvelgti į suinteresuotųjų grupių tikslus (Baron, 2001). Protestai, aprašomi žiniasklaidos, signalizuoja investuotojams apie potencialius nenumatytus kaštus ir nematerialiojo turto praradimą, kas lemia įmonės pinigų srautų dydį (King, Soule, 2007). D. C. Jacobs ir K. A. Getz (1995) remdamiesi savo tyrimo išvadomis teigia, jog suinteresuotosios šalys yra labiau linkusios atakuoti žinomų vardų įmones. X. Lou ir C. B. Bhattacharya (2009) tyrimas atskleidė, jog išlaidos reklamai didina įmonių idiosinkratinę riziką. Suinteresuotųjų grupių vaidmuo šiame tyrime nebuvo įtrauktas. Iš kitos pusės, išlaidos reklamai didina įmonių vykdomos socialinės politikos matomumą, dėl ko gali padidėti klientų lojalumas, prekių paklausa (Husted, Allen, 2007). Taigi šiuo požiūriu įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai dėl suinteresuotųjų grupių teigiamos reakcijos (klientų lojalumo) turėtų mažėti.

I. B. Vasi ir B. G. King (2012) pastebėjo, jog labiau matomos įmonės yra linkusios labiau įsitraukti į įvairias organizacijas ir narystes, susijusias su sektorių, kuriuose jos veikia, veikla, taip siekdamas apsaugoti savo reputaciją. Kai kurie empiriniai tyrimai patvirtina, jog įmonių matomumas yra svarbesnis faktorius nei įmonių dydis, lemiantis suinteresuotųjų grupių aktyvumą (Bowen, 2002; Rowley, Berman, 2000). Taigi remiantis ankstesnių tyrimų išvadomis daroma prielaida, jog įmonės, kurių išlaidų reklamai dydis yra didesnis, pritraukia didesni suinteresuotųjų grupių dėmesį, dėl to padidėja jų reakcija į socialinės atsakomybės lygį įmonėje ir galimai didėja poveikis įmonės finansinei rizikai. Taigi disertacijoje tikrinama *prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, yra didesnis esant aukštam įmonių matomumo lygiui.*

Hipotezei patikrinti įmonės, pagal išlaidų reklamai dydį, skirstomos į keturis kvartilius. Pirmas kvartilis apima įmones, kurių išlaidos reklamai yra mažiausios, o ketvirtas – kurių išlaidos reklamai didžiausios. Tyrimo logika atitinka ankstesnę tikrinimo logiką. Kadangi išskiriamos 4 įmonių matomumo grupės, sukuriamos 8 skirtingos kintamųjų kategorijos ir atitinkamai formuojamos 8 sąveikos su įmonių socialinės atsakomybės lygio (ESG) kintamaisiais. Kintamųjų ir jų koeficientų kodavimas yra pateiktas 2.6 lentelėje.

2.6 lentelė

Įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, priklausomybės nuo įmonės matomumo lygio ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas

Įmonių matomumo lygio grupės	I kvartilio įmonės		II kvartilio įmonės		III kvartilio įmonės		IV kvartilio įmonės	
	Nėra	Yra	Nėra	Yra	Nėra	Yra	Nėra	Yra
Suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena								
Kintamųjų kategorijų kodavimas (<i>įmonių matomumo lygis X suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena</i>)	<i>Esg (vertinamas tiesioginis ĮSA lygio poveikis įmonių finansinei rizikai) (bazinė kategorija)</i>	visilev1q_react	visilev2q_no_react	visilev2q_react	Visilev3q_no_react	Visilev3q_react	Visilev4q_no_react	Visilev4q_react
Sąveikos su ĮSA lygiu (ESG) kintamųjų kodavimas (<i>ĮSA lygis X įmonių matomumo lygis X suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena</i>)		esgXvisilev1q_react	esgXvisilev2q_no_react	esgXvisilev3q_react	esgXvisilev3q_no_react	esgXvisilev3q_react	esgXvisilev4q_no_react	esgXvisilev4q_react
Koeficientai	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	β_7	β_8

Hipotezei tikrinti buvo suformuotas **ekonometrinis modelis (6)**:

$$\begin{aligned}
 &beta_{rf_e_{t,i}} = \alpha_0 + \delta_1 td_{2011} + \delta_2 td_{2012} + \delta_3 td_{2013} \\
 &+ \beta_1 esg_{t,i} + \beta_2 esgXvisilev1q_react_{t,i} + \beta_3 esgXvisilev2q_no_react_{t,i} + \beta_4 esgXvisilev2q_react_{t,i} \\
 &+ \beta_5 esgXvisilev3q_no_react_{t,i} + \beta_6 esgXvisilev3q_react_{t,i} + \beta_7 esgXvisilev4q_no_react_{t,i} \\
 &+ \beta_8 esgXvisilev4q_react_{t,i} + c_1 \ln(cap_{t,i}) + c_2 book_to_mktval_{t,i} + c_3 tobinq_{t,i} + c_4 leverage_{t,i} + c_5 liquidity_{t,i} + \\
 &\gamma_1 cd_germany_i + \dots + \gamma_3 cd_rusija_i + \lambda_1 sd_energy_i + \dots + \lambda_{10} sd_other_i + v_{t,i} \\
 &v_{t,i} = a_i + u_{t,i}
 \end{aligned}$$

Hipotezei patvirtinti laukiami rezultatai:

- Koeficientas β_1 turėtų būti statistiškai nereikšmingas, kadangi β_1 atspindi įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai bazinėje kategorijoje (mažiausiai matomos įmonės ir nėra vertinama suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena). Šiuo atveju vertinama, ar yra tiesioginė priklausomybė tarp įmonių socialinės atsakomybės ir įmonių finansinės rizikos. Statistiškai nereikšmingas β_1 parodo, jog įmonių socialinė atsakomybė nedaro tiesioginio poveikio įmonių finansinei rizikai, įmonėms esant mažo matomumo lygio (išlaidų reklamai rodiklis yra žemas).

- Koeficientai $\beta_3, \beta_5, \beta_7$ atspindi, kiek įmonių socialinės atsakomybės (ESG) poveikis atitinkamo matomumo įmonėse skiriasi nuo bazinės kategorijos (pačio žemiausio matomumo įmonių ir kai nėra vertinama suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena). Kadangi tose kategorijose suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena nevertinama, jų poveikis turėtų būti statistiškai nereikšmingas, nebent finansinė rizika priklauso nuo įmonės matomumo lygio.
- Koeficientai $\beta_2, \beta_4, \beta_6, \beta_8$ parodo įmonių socialinės atsakomybės (ESG) poveikį finansinei rizikai, kai vertinama suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena atitinkamo matomumo įmonėse (β_2 – pirmo kvartilio, β_4 – antro kvartilio ir t. t.), pagal daromą prielaidą visi šie koeficientai turėtų būti teigiami (didinti finansinę riziką, kai suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena vertinama), tačiau prie labiau matomų įmonių grupių koeficientas turėtų būti didesnis, t. y., $\beta_2 < \beta_4 < \beta_6 < \beta_8$.

Ekonominės veiklos sektoriai. Remiantis teiginiu, jog „suinteresuotųjų grupių elgsena tarp ekonominės veiklos sektorių skiriasi labiau, nei tarp įmonių, veikiančių tuose sektoriuose“ (Godfrey ir kt., 2009), galima daryti prielaidą, jog ir įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, tarp ekonominės veiklos sektorių bus nevienodas. Skirtingi ekonominės veiklos sektoriai reikalauja skirtingo lygio dėmesio suinteresuotosioms grupėms. Pavyzdžiui, chemijos sektoriuose veikiančios įmonės susiduria su didesniu aplinkosauginių grupių dėmesiu nei aukštų technologijų įmonės. C. G. Ayerbe ir kt. (2012), tirdami suinteresuotųjų grupių elgseną, reikalaujant įmonių aplinkosauginių reikalavimų vykdymo, suskirstė įmones, veikiančias pramonės šakose, į vidutiniškai teršiančius sektorius (maisto, tekstilės, medienos, automobilių, elektros ir elektronikos prietaisų, transporto medžiagų pramonės ir įvairūs pramonės gaminiai) ir smarkiai teršiančius sektorius (popieriaus, chemijos ir metalurgijos pramonė). Tyrimo rezultatai patvirtino keliamą hipotezę, jog įmonės, veikiančios smarkiai aplinką teršiančiuose ekonominės veiklos sektoriuose, patiria didesnę suinteresuotųjų grupių spaudimą. S. B. Banerjee (2001) išskyrė, jog įmonės, veikiančios chemijos, farmacijos ir komunalinių paslaugų sektoriuose, pasižymi didesniu aplinkosauginių organizacijų aktyvumu.

P. Heugens ir M. Dentchev (2007) atliktas ekspertinis vertinimas ir atvejo analizė parodė, jog tokie sektoriai, kaip alkoholio, lošimų, tabako, chemijos, naftos ir branduolinės energijos, dažnai įmonių socialinės atsakomybės literatūroje traktuojami kaip žemo įmonių socialinės atsakomybės lygio. Dėl šios priežasties įmonės, veikiančios tokiuose ekonominės veiklos sektoriuose ir įgyvendinančios įmonių socialinę atsakomybę, susiduria su mažesne reputacija ar prastesniu įvaizdžiu visuomenėje nei įmonės, veikiančios kituose sektoriuose (Heugens, 2002; Ahamed ir kt., 2014). P. Heugens ir M. Dentchev (2007) tyrimas taip pat

atskleidė, jog antrinės suinteresuotosios grupės (visuomenė, nevyriausybines organizacijos, aktyvistai, bendruomenė, žiniasklaida) daugiausiai siekia saugumo, žalos aplinkai ir neigiamų pasekmių aplinkai ir visuomenei panaikinimo, todėl chemijos sektoriuje veikiančių įmonių veikla antrinės suinteresuotosios grupės nepasitiki ir mato jose potencialią riziką. H. Jo ir H. Na (2012) tyrimas vertino kontraversiškus ekonomikos sektorius (tabako, alkoholio, naftos gamyba) ir patvirtino, jog įmonės finansinė rizika yra tiesiogiai priklausoma nuo įmonės įsitraukimo į socialinę atsakomybę.

A. G. F. Hoepner (2010) vertindamas įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių akcijų grąžai priklausomai nuo ekonominės veiklos sektoriaus pastebėjo, jog investuotojai gauna didesnę grąžą iš sveikatos priežiūros, ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių ir pramonės sektoriuose veikiančių socialiai atsakingų įmonių nei kitų sektorių. Taip pat tyrimo rezultatai atskleidė, jog rinka daugiausia reaguoja į įmonių socialinės atsakomybės atskleidžiamą informaciją ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriuose (angl. *consumer discretionary sector*) (klientų aptarnavimo, automobilių gamybos, ilgalaikio vartojimo prekių sektoriuose) kur teigiamas įmonių socialinės atsakomybės poveikis pasireiškia iškart po „Innovest“ paskelbiamų socialinės atsakomybės reitingų.

T. Betts ir kt. (2015), tirdami suinteresuotųjų grupių aplinkosauginių reikalavimų pasiskirstymą tarp ekonominės veiklos sektorių, sektorius skirstė remdamiesi „laikrodžio greičio“ (angl. *clock speed*) principu į dinaminį ir statinį. Dinaminiams sektoriams yra būdinga dideli svyravimai, intensyvi konkurencija, trumpas produktų gyvavimo ciklas ir bendrai greitas tempas. Įmonės, veikiančios dinaminuose sektoriuose, identifikuodamos suinteresuotąsias grupes ir komunikuodamos su jomis daugiau taiko organinį požiūrį, todėl įmonės, veikiančios šiuose sektoriuose, pasižymi didesniu suinteresuotųjų grupių dėmesiu. Priešingai, statiški sektoriai pasižymi žemu svyravimo lygiu, žema konkurencija, ilgu produktų gyvavimo ciklu ir bendrai žemu tempu. Tyrimo rezultatai taip pat parodė, jog dinaminėms įmonėms spaudimą daro tik antrinės suinteresuotosios grupės, kitų suinteresuotųjų grupių spaudimas yra statistiškai nereikšmingas. Taip pat tyrimas atskleidė, jog pirminės suinteresuotosios grupės turi tiesioginį poveikį dinaminuose ekonomikos sektoriuose veikiančių įmonių aplinkosauginėms strategijoms.

Atsižvelgus į ankstesnių autorių tyrimų rezultatus, disertaciniame darbe siekiama patikrinti, ar *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo ekonominės veiklos sektoriaus*. Tikrinama prielaida, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra mažesnis pramonės, sveikatos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriuose*.

Prielaidai tikrinti buvo sudarytos keturios kintamųjų grupės ir su šiomis kategorijomis, naudojant įmonių socialinės atsakomybės lygio (ESG) rodiklį, sukuriama sąveikos kintamieji. Kintamųjų kodavimas pateikiamas 2.7 lentelėje.

2.7 lentelė

Įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo ekonominės veiklos sektoriaus ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas

Kintamųjų grupės	I grupė		II grupė	
Ekonominės veiklos sektoriai	Kiti sektoriai		Pramonės, sveikatos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriuose	
Suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena	Yra	Nėra	Nėra	Nėra
Kintamųjų kategorijų kodavimas (<i>įmonių matomumo lygis X suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena</i>)	<i>other_react</i>	<i>other_no_react</i>	<i>inheco_react</i>	<i>inheco_no_react</i>
Sąveikos su ĮSA lygiu (ESG) kintamųjų kodavimas (<i>ĮSA lygis X įmonių matomumo lygis X suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena</i>)	<i>esgXother_react</i>	<i>esgXother_no_react</i>	<i>esgXinheco_react</i>	<i>esgXinheco_no_react</i>
Koeficientai	β_1	β_2	β_4	β_3

Tyrimo imtį suskirsčius į grupes pagal ekonominės veiklos sektorius, atitinkamai sudarius kintamųjų grupes, prielaidai dėl įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomai nuo ekonominės veiklos sektoriaus vertinti, sudaromas **ekonometrinis modelis: (7)**:

$$\begin{aligned}
 & \beta_1 rf_{e,t,i} = \alpha_0 + \delta_1 td_{2011} + \delta_2 td_{2012} + \delta_3 td_{2013} + \\
 & + \beta_1 esgXother_react_{t,i} + \beta_2 esgXother_no_react_{t,i} + \beta_3 esgXinheco_no_react_{t,i} + \\
 & \beta_4 esgXinheco_react_{t,i} + c_1 \ln(cap_{t,i}) + c_2 book_to_mktval_{t,i} + c_3 tobinq_{t,i} + c_4 leverage_{t,i} + \gamma_1 cd_germany_i + \\
 & .. + \gamma_3 cd_macedonia_i + \lambda_1 sd_energy_i + ... + \lambda_{10} sd_other_i + v_{t,i} \\
 & v_{t,i} = a_i + u_{t,i}
 \end{aligned}$$

Prielaida: įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra mažesnis pramonės, sveikatos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriuose, yra patvirtinama, jei:

- Koeficientas β_1 , kuris parodo, koki poveikį ĮSA lygis daro finansinei rizikai, kai pasireiškia suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena, o įmonės *nepriklauso* pramonės, sveikos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriams, yra *statistiškai reikšmingas ir teigiamas*.
- Koeficientas β_2 yra statistiškai reikšmingas ir neigiamas, kas parodo, jog kai nėra suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos, ĮSA lygio poveikis finansinei rizikai yra mažesnis nei tada, kai suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena yra įtraukiama į modelį.
- Koeficientas β_3 statistiškai reikšmingas ir neigiamas, kas parodytų, jog kai suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos nėra, ĮSA lygio poveikis finansinei rizikai yra mažesnis nei tada, kai suinteresuotosios grupės reaguoja. Koeficientas β_3 parodo, kaip ĮSA lygio poveikis finansinei rizikai, kai suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos nėra, bet įmonės *priklauso* pramonės, sveikos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriams, skiriasi nuo ĮSA poveikio finansinei rizikai, kai suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena yra vertinama, o įmonės *nepriklauso* pramonės, sveikos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriams.
- Koeficientas β_4 turėtų būti statistiškai reikšmingas ir neigiamas, kas parodytų, jog ĮSA poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra mažesnis pramonės, sveikos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriuose nei *kituose* sektoriuose, kaip ir teigiama prielaidoje. Koeficientas β_4 parodo, kaip ĮSA poveikis finansinei rizikai (kai pasireiškia suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena, o įmonės *priklauso* pramonės, sveikos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriams) skiriasi nuo ĮSA lygio poveikio finansinei rizikai, kai pasireiškia suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena, o įmonės *nepriklauso* pramonės, sveikos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriams.

Šalies socialinis aktyvumas. Literatūroje teigiama, jog priklausomai nuo šalies, kurioje veikia įmonė, suinteresuotųjų grupių elgsena yra nevienareikšmė, priklausanti nuo valstybių ekonominio išsivystymo, visuomenės socialinio aktyvumo, kultūrinių ir istorinių faktų ar institucinės aplinkos (Campbell, 2007; Doh, Guay, 2006; Brammer ir kt., 2006). Dėl šios priežasties tiek aplinkos kontekstas, tiek suinteresuotųjų grupių elgsena turi įtakos konkrečių klausimų vertinimui ir sprendimui. Daugelis ankstesnių tyrimų vertina suinteresuotųjų grupių elgsenos skirtumus tarp JAV ir Europos, pabrėždami vyraujančią suinteresuotųjų grupių aktyvumą JAV ir Vakarų Europos šalyse (Doh, Guay 2006; Brammer ir kt., 2006).

Kita dalis tyrėjų išskiria, jog Europoje egzistuojantis visuomenės socialinis aktyvumas yra nevienodas, todėl Europą reikėtų skirstyti į Rytų-Centrinę, ir tokias šalis vadinti posocialistinėmis, ir Vakarų Europą (Petrova, Tarrow, 2007). Tokį valstybių skirstymą pagal

visuomenės socialinį aktyvumą, kuris nulemia visuomenės norą ir gebėjimus laisvai reikšti savo nuomonę, didžiają dalimi lėmė Sovietų Sąjungos egzistavimas. Visuomenės, kuriose ilgai istoriškai vyravo valdžios draudimai, spauda ir represija, pasižymi mažais įvairių organizacijų ir asociacijų skaičiais. Nevyriausybių organizacijų skaičius ir įvairių aktyvistų grupės pagrįstai lemia valstybės ir visuomenės bendradarbiavimo lygį. Ir nors posocialistinėse valstybėse pastaraisiais metais yra kuriamos įvairaus pobūdžio NVO (nevyriausybines organizacijos), interesų grupės, savanoriškos asociacijos ir politiškai svarbūs tarpasmeniai tinklai, tačiau Rytų europiečiai pasižymi menkais pilietiniais įgūdžiais, kurie yra svarbūs remiant demokratinę sistemą (Schofer, Longhofer, 2011). Dėl minėtų priežasčių visuomenės socialinis aktyvumas jiems nėra būdingas ir sunkiai įgyvendinamas.

Kiti autoriai pastebi, jog neužtenka valstybes skirstyti į Rytų ir Vakarų Europą, kadangi įmonių ir suinteresuotųjų grupių santykis išskirtinai kitoks Skandinavijos šalyse. Pabrėždami, jog Norvegija ir Suomija yra šalys, kuriose vyksta išskirtinai mažai protestų (Siaroff, 1999), organizuojamų prieš įmones (Siaroff, 1999). Skandinavijos šalyse didelis dėmesys yra skiriamas deryboms su suinteresuotosiomis grupėmis, siekiant išsiaiškinti jų poreikius, kuriant pasitikėjimą, dalijantis visa prieinama informacija, sprendžiant svarbius įmonės klausimus. Reikia pastebėti, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į Europos šalių socialinį aktyvumą, yra nepakankamai ištirtas. Taip pat pasigendama tyrimų, kurie vertintų suinteresuotųjų grupių elgsenos poveikį įmonių finansinei rizikai priklausomai nuo šalies socialinio aktyvumo, todėl disertacijoje siekiama patikrinti prielaidą, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo šalies socialinio aktyvumo.*

Atsižvelgiant į anksčiau aptartas kitų autorių įžvalgas, disertaciniame darbe yra tikrinama prielaida, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra mažesnis Rytų Europoje nei kitose Europos valstybėse.* Tuo tikslu tyrimo imtis bus skirstoma į tris grupes: Rytų Europą, ne Rytų Europą ir kitas šalis (Turkija). Atitinkamai sudaromos kintamųjų grupės ir jų sąveikos su įmonių socialinės atsakomybės lygio (ESG) rodikliu esant ir nesant agresyviai suinteresuotųjų grupių elgsenai. Kintamųjų kodavimas pateikiamas 2.8 lentelėje.

2.8 lentelė

Įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo šalies socialinio aktyvumo ekonometrinio modelio kintamųjų kodavimas

Šalies socialinio aktyvumo grupės	Ne Rytų Europos šalių imtis		Rytų Europos šalių imtis		Kitos šalys (Turkija)	
Suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena	Yra	Nėra	Nėra	Yra	Nėra	Yra
Kintamųjų kategorijų kodavimas (<i>šalių grupėje X suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena</i>)	<i>noteasteurope_react</i>	<i>Noteasteurope_no_react</i>	<i>easteurope_no_react</i>	<i>Easteurope_react</i>	<i>noteurope_no_react</i>	<i>noteurope_react</i>
Sąveikos su ĮSA lygiu (ESG) kintamųjų kodavimas (<i>ĮSA lygis X šalių grupėje X suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena</i>)	<i>esgXnoteasteurope_react</i>	<i>esgXnoteasteurope_no_react</i>	<i>esgXeasteurope_no_react</i>	<i>esgXnoteasteurope_no_react</i>	<i>esgXnoteurope_no_react</i>	<i>esgXnoteurope_react</i>
Koeficientai	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6

Suskirsčius duomenų imtį į atskiras šalių grupes pagal jų visuomenės socialinį aktyvumą, sudarius kintamuosius pagal suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų pasireiškimą ir nepasireiškimą ir jų sąveikos su įmonių socialinės atsakomybės lygio (ESG) rodikliu kintamuosius, yra suformuojamas **ekonometrinis modelis (8)**:

$$\begin{aligned}
 & \beta_1 rf_{e,t,i} = \alpha_0 + \delta_1 td_{2011,t} + \delta_2 td_{2012,t} + \delta_3 td_{2013,t} \\
 & + \beta_1 esgXnoteasteurope_react_{t,i} + \beta_2 esgXnoteasteurope_no_react_{t,i} + \beta_3 esgXeasteurope_no_react_{t,i} + \\
 & \quad \beta_4 esgXeasteurope_react_{t,i} + \beta_5 esgXnoteurope_no_react_{t,i} + \beta_6 esgXnoteurope_react_{t,i} \\
 & + c_1 \ln(cap_{t,i}) + c_2 book_to_mktval_{t,i} + c_3 tobinq_{t,i} + c_4 leverage_{t,i} + \gamma_1 cd_germany_t + \dots + \gamma_{35} cd_macedonia_i \\
 & \quad + \lambda_1 sd_energy_i + \dots + \lambda_{10} sd_other_i + v_{t,i} \\
 & v_{t,i} = a_i + u_{t,i}
 \end{aligned}$$

Prielaida, kad įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną yra mažesnis Rytų Europoje nei kitose Europos valstybėse, **patvirtinama, jei**:

- Koeficientai β_2 , β_3 , β_5 yra statistiškai reikšmingi ir neigiami, t. y., tiesiogiai be suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos poveikio finansinė rizika yra mažesnė nei

tada, kai poveikį suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena daro (bazinė, lyginamoji kategorija yra *noteasteurope_react*).

- Koeficientas β_1 yra statistiškai reikšmingas ir teigiamas – reprezentuoja poveikį, kurį įmonių socialinė atsakomybė (ESG) daro ne Rytų Europos (*noteasteurope*) įmonių finansinei rizikai, kai pasireiškia suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena.
- Koeficientas β_4 yra neigiamas ir statistiškai reikšmingas – tai rodytų, jog Rytų Europos (*easteuropa*) įmonėse, esant suinteresuotųjų grupių agresyviai elgsenai, finansinė rizika išauga mažiau nei ne Rytų Europos šalių (*noteasteurope*) įmonėse.

Kadangi daugumoje naujausių empirinių tyrimų įmonių socialinė atsakomybė į tyrimus įtraukiama vertinant bendrą jos lygį (agreguotas ESG rodiklis) ir atskirai vertinant kiekvieną įmonių socialinės atsakomybės komponentą (aplinkosaugos, socialinį ir valdymo komponentus), disertacijoje hipotezės tikrinamos su agreguotu įmonių socialinės atsakomybės lygio rodikliu ir vertinant kiekvieną komponentą atskirai. Remiantis kitų autorių darbais daroma prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, tarp įmonių socialinės atsakomybės komponentų skiriasi. Kaip teigia A. Edman (2011), įmonių socialinės atsakomybės poveikis akcijų grąžai pasireiškia tik dėl atskirų jos komponentų, o ne dėl agreguoto rodiklio reikšmės.

III. ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS POVEIKIO FINANSINEI RIZIKAI, ATSIŽVELGIANT Į SUINTERESUOTŲJŲ GRUPIŲ AGRESYVIĄ ELGSENĄ, VERTINIMAS

Ankstesnių tyrimų rezultatai ir jų ribotumai leido sudaryti įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelį. Siekiant įgyvendinti disertacijoje išsikeltą tikslą: įvertinti įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, šioje disertacinio darbo dalyje yra aprašomi ir vertinami įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimo empirinio tyrimo rezultatai. Tyrimas atliekamas siekiant patikrinti antroje darbo dalyje iškeltas tyrimo hipotezes ir įrodyti, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra netiesioginis ir priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos. Tyrimas atliekamas pasitelkiant Europoje veikiančių įmonių imtį. *Pirmajame* empirinio tyrimo etape yra atliekamas tyrimo imties sudarymas naudojantis „Bloomberg“ duomenų baze ir ĮSA lygio bei jo pokyčio vertinimas kiekvieniems tyrimo periodo metams. Identifikuotai tyrimo imčiai *antrajame* tyrimo etape pasitelkiant turinio analizės metodą atliekamas suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos vertinimas ir apskaičiuojama įmonių finansinė rizika. Siekiant atskleisti ĮSA per suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną poveikį akcininkų grąžos svyravimams, trečiame tyrimo etape buvo pasitelktas panelinių duomenų atsitiktinių efektų regresinės analizės metodas.

3.1. Empirinio tyrimo imtis

Disertacijoje sudarytam įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modeliui patikrinti buvo pasirinktos Europoje veikiančios įmonės, kurios vykdo socialiai atsakingą veiklą, yra biržinės ir jų socialinis atsakingumas vertinamas „Bloomberg“ duomenų bazėje. Modelio tinkamumui vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai patikrinti pasirenkama įmonių imtis: 1) kuri apimtų kuo didesnę geografinę ir sektorinę socialiai atsakingų įmonių pasiskirstymą; 2) kuri būtų mažai tyrinėta ankstesnių autorių ir išskirtas imties regioninis aktualumas; 3) kuri apimtų skirtingą suinteresuotųjų grupių elgsenos pasiskirstymą tarp regionų ir sektorių ir 4) kuri tenkintų duomenų prieinamumo kuo ilgesniam laikotarpiui (daugiau nei metų) ir kuo didesnei (dauguma Europos) šalių imčiai sąlygą. Tyrimo laikotarpis buvo pasirenkamas atsižvelgiant į kuo mažesnius ekonominius svyravimus, siekiant eliminuoti ekonominių veiksnių įtaką įmonių finansinei rizikai.

Europoje veikiančių įmonių rinka pasirinkta dėl keleto priežasčių. Pirma, įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei ir kitoms verslo rizikoms tyrimuose dažniausiai

nagrinėjamas JAV įmonių pagrindu (pvz., Oikonomou ir kt., 2012; Bouslach ir kt., 2013), šiame tyrime buvo siekiama iširti įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną (streikai, protestai, boikotai, teisminiai procesai) Europos atveju (Rytų, Vakarų Europoje ir Skandinavijos šalyse), kur suinteresuotųjų grupių vaidmuo tarp regionų yra skirtingas ir menkai tyrinėtas.

Tiriamu laikotarpiu (2010–2013 m.) buvo būdingas nežymus ekonomikos augimas ir auganti Europos akcijų rinka. ĮSA poveikį finansinei rizikai įvertinti buvo pasitelkta 1047 įmonės, kurios nagrinėjamu laikotarpiu vykdė socialiai atsakingą veiklą. Tyrime daroma prielaida, jog ĮSA atspindi „Bloomberg“ duomenų bazės skaičiuojamas ESG rodiklis. Visą tyrimo stebėjimų imtį sudarė 4188 stebėjimai. ESG rodiklio, įmonių ir rinkos akcijų grąžos, suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai ir kiti įmonių finansinių rodiklių duomenys buvo renkami pasitelkus „Bloomberg“ duomenų bazę (terminalas prieinamas Vytauto Didžiojo universitete). Taigi tyrimo imtį iš dalies lėmė prieiga prie šios duomenų bazės. „Bloomberg“ duomenų bazėje pateikiami įmonių ESG rodikliai apima platų geografinį pasiskirstymą pagal šalis. Akcijų grąžos rodikliai buvo imami mėnesiniai, paskutinės mėnesio dienos, kiekvieniems tyrimo imties metams. ESG rodiklis „Bloomberg“ duomenų bazėje yra apskaičiuojamas ir pateikiamas kalendorinių metų pabaigoje. „Bloomberg“ duomenų bazės skaičiuojamo ESG rodiklio patikimumas yra patvirtintas empiriškai, be to nustatyta, jog dauguma investuotojų, analizuodami įmonių socialinės atsakomybės lygį, remiasi „Bloomberg“ duomenų bazės pateikiamu ESG rodikliu (Eccles ir kt., 2011).

Ankstesniuose tyrimuose, kuriuose naudotos kitos ĮSA lygio rodiklių duomenų bazės (pvz.: KLD, „Vigeo“), dalis įmonių (mažos ar vidutinio dydžio) buvo neįtrauktos į duomenų imtį, nes socialinės atsakomybės lygis paprastai yra skaičiuojamas išimtinai tik didelėms kompanijoms. Reikia pastebėti, jog „Bloomberg“, priešingai nei kitos duomenų bazės, vertina ne tik didelių įmonių (kuriuose dirba daugiau nei 500 darbuotojų) socialiai atsakingą veiklą, tačiau ir įmonių, kuriuose dirba vos keletas darbuotojų. Tai yra vienas iš šios duomenų bazės privalumų ir darbo naujumo aspektų, jog ĮSA poveikis finansinei rizikai vertinamas ne tik didelių, bet ir mažų bei vidutinio dydžio įmonių atžvilgiu (lyginant pagal darbuotojų skaičių).

Reikia pabrėžti, jog tyrimo imtis apima platų įmonių pasiskirstymą pagal įmonių dydį, klasifikuojant įmones pagal darbuotojų skaičių (pagal EU direktyvą, 2003 m.). Tyrimas apima 11 mikroįmonių, kuriuose dirba mažiau nei 10 darbuotojų, 9 mažas įmones, kuriuose dirba mažiau nei 50 darbuotojų ir 44 vidutinio dydžio įmones, kuriuose dirba mažiau nei 250 darbuotojų. Visgi didžiąją dalį tyrimo imties sudaro stambios įmonės – 983 įmonės, kuriuose dirba daugiau nei 250 darbuotojų. Toliau remiantis EU direktyva (2013) įmonės buvo lyginamos pagal apyvartą (angl. *turnover*) ir taip visos įmonės (1047) buvo priskirtos didelių įmonių kategorijai.

Tyrimui atlikti buvo pasirinkti subalansuoti paneliniai duomenys, tai yra visoje tyrimo imtyje visu tyrimo laikotarpiu kiekvienos įmonės duomenys turėjo būti išsamūs. Dėl šios priežasties tyrimo imtis buvo sumažinta, iš tyrimo eliminuojant įmones, kurių bendras ESG rodiklis ar atskiros jo komponentės nebuvo pateiktos kiekvieniems tiriamo laikotarpio metams. Taigi iš tyrimo buvo pašalintos tokios valstybės kaip Slovakija, Bulgarija, Ukraina. Galima pastebėti, jog dauguma į tyrimą neįtrauktų įmonių veikia Rytų Europoje. Tai galima paaiškinti tuo, jog įmonių socialinė atsakomybė yra plačiau taikoma ir suprantama Vakarų Europoje nei Rytų Europoje (3.1 lentelė).

3.1 lentelė

Tyrimo imties geografinis pasiskirstymas

Regionas	Šalis	Įmonių sk.
Vakarų Europa	Prancūzija	106
	Austrija	22
	Belgija	25
	Didžioji Britanija	264
	Kipras	4
	Vokietija	86
	Graikija	13
	Airija	22
	Šveicarija	74
	Italija	49
	Olandija	32
	Liuksemburgas	6
	Gemsis	2
	Portugalija	14
	Gibraltaras	2
	Farerų salos	1
	Džersis	4
Meno sala	1	
Ispanija	42	
Skandinavijos šalys	Švedija	63
	Suomija	33
	Danija	28
	Norvegija	44
Rytų Europa	Latvija	1
	Vengrija	6
	Kroatija	4
	Čekija	5
	Rumunija	1
	Rusija	33
	Slovėnija	3
	Lenkija	14
	Makedonija	1
Estija	1	
Kitos šalys	Turkija	40

Pasirinkta tyrimo įmonių imtis užtikrina, jog į tyrimą įtrauktos įmonės apima platų Europos geografinį pasiskirstymą (30 šalių ir 5 suverenios valstybės). Taip pat tyrime sujungtos įvairaus gyventojų pajamų lygio valstybės (pagal Pasaulio banko klasifikaciją). Į tyrimą įtrauktos 28 aukštu pajamų lygiu vienam gyventojui pasižyminčios valstybės, kurių 21 priklauso OECD. Vidutinį pajamų lygį tyrime atspindi 4 valstybės, kurių gyventojams tenka vidutinio ir aukštesnio lygio pajamos. Žemomis pajamomis pasižyminčių valstybių tyrime nėra, kadangi jose yra menkai taikoma socialinė atsakomybė ir ESG rodiklis daugeliu atveju pateikiamas ne visam nagrinėjamam laikotarpiui (pvz., Ukrainos duomenys). Į tyrimą įtrauktos šalys reprezentuoja kelis Europos geografinius regionus: Rytų Europą (11 valstybių), Vakarų Europą (20 valstybių) ir Skandinavijos regioną (4 valstybės), ir kitos (Turkija).

Sektoriniam įmonių pasiskirstymui buvo pasirinkta GICS (*Global Industry Classification Standard*) metodika. GICS buvo sukurta ir taikoma dviejų pirmaujančių pasaulinių indeksų („Standard & Poor’s“, MSCI). Ji buvo specialiai sukurta siekiant klasifikuoti įmones visame pasaulyje – tiek išsivysčiusiose, tiek besivystančiose ekonomikose ir klasifikuojant įmones pagal bendrovių verslo modelius ir kaip nustatyta jų finansinė veikla (GICS, 2012). Tyrimo imtis apėmė platų įmonių pasiskirstymą pagal GICS klasifikaciją (3.2 lentelė). Gamybos sektorių sudaro 216 įmonių (21 %), energijos sektorių – 65 įmonės (6 %), žaliavų – 102 įmonės (10 %), ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektorių – 156 įmonės (15 %), pirmojo būtinumo vartojimo prekių – 78 įmonės (7 %), sveikatos priežiūros – 57 įmonės (5 %), finansų sektorių – 215 įmonių (21 %), informacinių technologijų – 65 įmonės (6 %), telekomunikacijų sektorių sudaro 35 įmonės (3 %), komunalinių paslaugų – 56 įmonės (5 %) ir kitus sektorius sudaro 2 įmonės (0,2 %).

3.2 lentelė

Įmonių sektorinis pasiskirstymas

Sektorius	Įmonių sk.	%
Pramonė	216	21 %
Energija	65	6 %
Žaliavos	102	10 %
Ne pirmojo būtinumo vartojimo prekės	156	15 %
Pirmojo būtinumo vartojimo prekės	78	7 %
Sveikatos priežiūra	57	5 %
Finansų sektorius	215	21 %
Informacinės technologijos	65	6 %
Telekomunikacijų paslaugos	35	3 %
Komunalinės paslaugos	56	5 %
Kiti	2	0,19 %
Iš viso:	1047	100 %

Kadangi tyrime pasitelkiama tiek statinė, tiek dinaminė įmonių socialinės atsakomybės lygio analizė, tyrimui pasirinktas maksimaliai prieinamas tyrimo periodas – 2010–2013 metai. „Bloomberg“ duomenų bazė ESG rodiklį pateikia nuo 2004 metų, tačiau tyrimo imtis buvo sutrumpinta ir paimta nuo 2010 metų, kadangi Europos mastu 2004 metais ESG rodiklis „Bloomberg“ duomenų bazėje skaičiuojamas 4 įmonėms, 2005 metais – 182 įmonėms ir t. t. Didesnis ESG rodiklio skaičiavimas Europos mastu pradėtas 2008 metais – 848 įmonėms, tačiau 2008 ir 2009 metų duomenys buvo pašalinti iš tyrimo dėl galimo ekonominės krizės poveikio tyrimo duomenims.

3.2. Empirinio tyrimo ribotumai

Disertacijoje atliekamas įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimas remiasi tam tikrais tyrimo apribojimais:

- Tyrime suinteresuotųjų grupių elgsena vertinama įtraukiant agresyvius suinteresuotųjų grupių veiksmus (boikotus, streikus, protestus, teisinius ieškinius), paliekant nuošalyje pasyvią suinteresuotųjų grupių elgseną. Suinteresuotųjų grupių elgsenos skirstymas į pasyvią ir agresyvią remiasi kitų autorių darbais (Eesley ir Lenox, 2005).
- Tyrime nevertinama kitokia suinteresuotųjų grupių elgsenos forma (darbuotojų lojalumas ar vadovų įsitikinimai), todėl atskleidžiamas tik tam tikras suinteresuotųjų grupių elgsenos įmonių atžvilgiu aspektas.
- Tyrime įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai vertinamas nenaudojant laginių duomenų, atmetant ankstesnių mokslininkų įžvalgas, jog egzistuoja tarpusavio priklausomybė tarp įmonių socialinės atsakomybės ir įmonių veiklos rezultatų. Tyrime daroma prielaida, jog investuotojai tiesiogiai reaguoja į įmonės socialinės atsakomybės lygio pokyčius, nepriklausomai nuo įmonių socialinės atsakomybės vertinimo rodiklio pasikeitimo momento.
- Disertacijoje įmonių finansinė rizika matuojama rinkos rizikos metodais, pasitelkiant neigiamo nuokrypio beta metodą. Darbe nėra atsižvelgiama į kitus finansinės rizikos matavimus, kurie yra vertinami kitų autorių darbuose (įmonių finansiniai rodikliai, bendra rinkos rizika, sisteminė rinkos rizika).
- Disertaciniame darbe ĮSA yra vertinamas pasitelkiant „Bloomberg“ duomenų bazės skaičiuojamą ESG rodiklį, kuris atspindi įmonių socialinės atsakomybės lygį. Tyrime remiamasi ankstesnių autorių darbų rezultatais, jog įmonių atskleidžiama socialinės atsakomybės informacija teisingai atspindi įmonės socialinį atsakingumą.

- Kadangi disertacijoje tyrimui reikalingi duomenys imami iš „Bloomberg“ duomenų bazės, keletą apribojimų nulemia šios duomenų bazės specifika. „Bloomberg“ duomenų bazėje yra vertinamos tik biržinės įmonės, į tyrimą neįtraukiant nebiržinių įmonių atvejų. Taip pat „Bloomberg“ duomenų bazėje yra vertinamos tik didelės kapitalizacijos įmonės, todėl tyrime nevertinamos mažos ar vidutinės įmonės.
- Tyrimui atlikti pasitelktas Europos šalių duomenų masyvas, kurių didžiąją dalį (71 proc.) sudarė Vakarų Europos valstybės (Rytų Europos – 6 proc., Skandinavijos – 15 proc., kitos – 4 proc.), todėl tyrimo imtis geografiniu požiūriu nėra iki galo pasiskirsčiusi.
- Tyrimas apima ketverius paskutinius metus, į tyrimą neįtraukiant ankstesnių metų duomenų, todėl nėra vertinama ekonominių ciklo fazių (ekonominės krizės) poveikis nagrinėjamam reiškiniui.
- Disertacijoje, siekiant į tyrimą įtraukti šalių visuomenės socialinio aktyvumo poveikį ir ekonominės veiklos sektorių poveikį nagrinėjamam reiškiniui, tyrimui atlikti buvo naudojamas panelinių duomenų atsitiktinių efektų metodas, kuris kai kuriais atvejais yra kritikuojamas dėl jo patikimo.

3.3. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, tyrimo rezultatai ir jų vertinimas

Antroje disertacinio darbo dalyje parengtoje metodikoje, vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, buvo išskirta, jog pirmame tyrimo etape pirmiausiai bus siekiama pasitelkus statistinių duomenų lyginamosios analizės metodą palyginti įmonių socialinės atsakomybės lygio pasiskirstymą tarp Europos regionų ir ekonominės veiklos sektorių. Atitinkamai bus tikrinamas ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų pasiskirstymas tarp Europos regionų ir ekonominės veiklos sektorių.

3.3.1. Įmonių socialinės atsakomybės ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų lyginamoji analizė

Remiantis disertacijoje pasiūlytu teoriniu ĮSA poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, vertinimo modeliu ir numatyta tyrimo logika (žr. 2.2 pav., 67 psl.), pirmasis etapas – tai ĮSA vertinimas. Šiame etape bus atliekamas ĮSA lygio ir lygio pokyčio vertinimas, taip pat ĮSA lygio pasiskirstymo tarp šalių ir tarp ekonominės veiklos sektorių vertinimas. ĮSA lygio pasiskirstymui tarp šalių ir ekonominės veiklos sektorių

vertinimui bus pasitelkiamas aprašomosios statistikos metodas, kuris leidžia tiksliau apibūdinti tiriamąjį objektą ir nustatyti pasitaikančius dėsningumus ir skirtumus.

Kaip galima pastebėti 3.3 lentelėje, didžiausia ĮSA rodiklio reikšmė (79,3) yra Suomijoje ir Meno saloje (suvereni valstybė), o mažiausia reikšmė – Prancūzijoje (0,8). Skirtumas tarp didžiausios ir mažiausios ĮSA rodiklio reikšmės yra 78,5 balų. Taigi ĮSA lygio rodiklio reikšmės amplitudė tyrimo imties įmonių atžvilgiu yra gana didelė. Taip pat nagrinėjant vidutines ĮSA lygio rodiklio reikšmes tarp šalių galima pastebėti, jog vidurkis svyruoja nuo 5,8 (Makedonijoje) iki 47,0 (Ispanijoje) balų. Tai reiškia, jog įmonių įgyvendinama socialinė atsakomybė ir jos atskleidimas tarp šalių yra pasiskirstę nevienodai. Tai patvirtina modelio formavimo prielaidas, jog ĮSA tarp šalių yra skirtinga.

Taip pat šalys buvo skirstomos į regionus, kur, remiantis ankstesnių autorių darbais, dėl kultūrinių, visuomenės socialinio aktyvumo, šalies ekonominio išsivystymo ir kitų veiksnių pasireiškia savitas ĮSA lygis. Todėl šalys buvo suskirstytos į Vakarų Europą (14 šalių ir 5 suverenos šalys), Rytų Europą (10 šalių), Skandinavijos regioną (4 šalys) ir kitas šalis (1 šalis). Iš 3.3 lentelės galime pastebėti, jog ĮSA lygio rodiklio reikšmių vidurkiai tarp regionų skiriasi.

Didžiausias ĮSA lygio vidurkis yra Skandinavijos regione – 32,7 balų, Vakarų Europoje – 29,2, Rytų Europoje – 19,2, kitose šalyse – 17,2. Rezultatai patvirtina teorines prielaidas, jog įmonių socialiai atsakinga veikla žemiausio lygio yra posovietinėse, žemesnio ekonominio išsivystymo lygio šalyse kaip Rytų Europa ar Turkija, kur įmonių socialinė atsakomybė yra dar silpnai įmonių įgyvendinama ir menkai suvokiama tarp visuomenės.

Tikrinant įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikį finansinei rizikai, į tyrimą buvo įtraukiamas ne tik agreguotas ESG rodiklis, bet ir atskiros jo komponentės (aplinkosauginė, socialinė, valdymo atsakomybės), todėl buvo svarbu palyginti atskiras ĮSA veiklos sritis nagrinėjamu laikotarpiu Europos mastu. Lyginant atskiras ĮSA sritis tarpusavyje (vidurkius) matyti, jog Europoje nagrinėjamu laikotarpiu (2010–2013) didžiausia vidutinė reikšmė yra korporatyvinio valdymo (44,2), toliau socialinės atsakomybės – 35,1 ir aplinkosauginės atsakomybės – 26,2. Vadinasi, įmonės socialinės atsakomybės politiką daugiausiai taiko korporatyvinio valdymo kontekste ir daugiausiai šią socialinės atsakomybės aspektą viešai atskleidžia. Įmonių socialinė atsakomybė korporatyvinio valdymo kontekste pasireiškia per akcininkų balsavimų skaičių, vadovų kompensacijas, akcininkų teises, valdybos sklaidą ir nepriklausomų vadovų skaičių įmonėje. Manytina, jog platesnis valdymo atsakomybės taikymas daugiausiai yra susijęs su akcininkų, kaip suinteresuotosios grupės, poreikių tenkinimu.

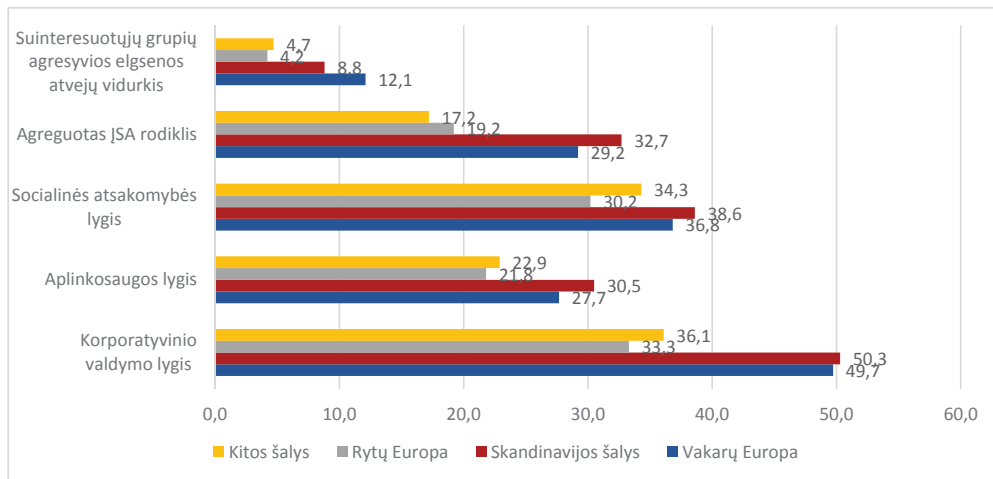
3.3 lentelė

Įmonių socialinės atsakomybės rodiklio reikšmės pasiskirstymas tarp šalių

Regionas	Šalis	Įmonių sk.	Standartinis nuokrypis	Min.	Maks.	Šalies vidurkis	Regiono vidurkis
Vakarų Europa	Prancūzija	106	15,0	0,8	74,0	39,8	29,2
	Austrija	22	15,0	9,9	64,7	30,0	
	Belgija	25	14,3	9,9	57,4	28,8	
	Didžioji Britanija	264	11,8	6,6	66,8	32,1	
	Kipras	4	5,6	11,0	28,1	18,5	
	Vokietija	86	15,1	3,3	72,3	30,6	
	Graikija	13	18,1	6,7	76,0	40,2	
	Airija	22	13,6	9,2	59,5	23,9	
	Šveicarija	74	16,9	6,6	77,3	29,8	
	Italija	49	19,8	3,5	79,0	37,2	
	Olandija	32	15,8	5,4	65,3	35,5	
	Liuksemburgas	6	13,7	11,2	64,9	25,5	
	Gensis	2	15,2	11,2	46,5	25,0	
	Portugalija	14	19,0	3,5	69,4	41,4	
	Gibraltaras	2	1,8	17,4	21,9	20,2	
	Farerų salos	1	0,4	9,1	9,9	9,7	
Džersis	4	11,1	7,9	48,4	28,7		
Meno sala	1	0,7	9,9	79,3	10,5		
Ispanija	42	14,3	3,3	77,3	47,0		
Skandinavijos šalys	Švedija	63	13,5	9,1	71,9	34,9	32,7
	Suomija	33	15,2	12,0	79,3	41,7	
	Danija	28	13,7	7,9	58,8	31,3	
	Norvegija	44	17,0	3,3	64,3	23,0	
Rytų Europa	Latvija	1	2,5	4,1	9,5	7,6	19,2
	Vengrija	6	21,6	4,4	67,2	35,8	
	Kroatija	4	13,3	7,9	47,5	24,0	
	Čekija	5	11,2	3,3	33,9	18,2	
	Rumunija	1	0,0	8,7	8,7	8,7	
	Rusija	33	14,5	2,5	54,1	23,1	
	Slovėnija	3	14,7	2,5	54,1	25,6	
	Lenkija	14	13,3	3,5	47,1	17,2	
	Makedonija	1	0,0	5,8	5,8	5,8	
Estija	1	1,4	9,9	13,2	11,8		
Kitos šalys	Turkija	40	13,1	3,5	53,7	17,2	17,2

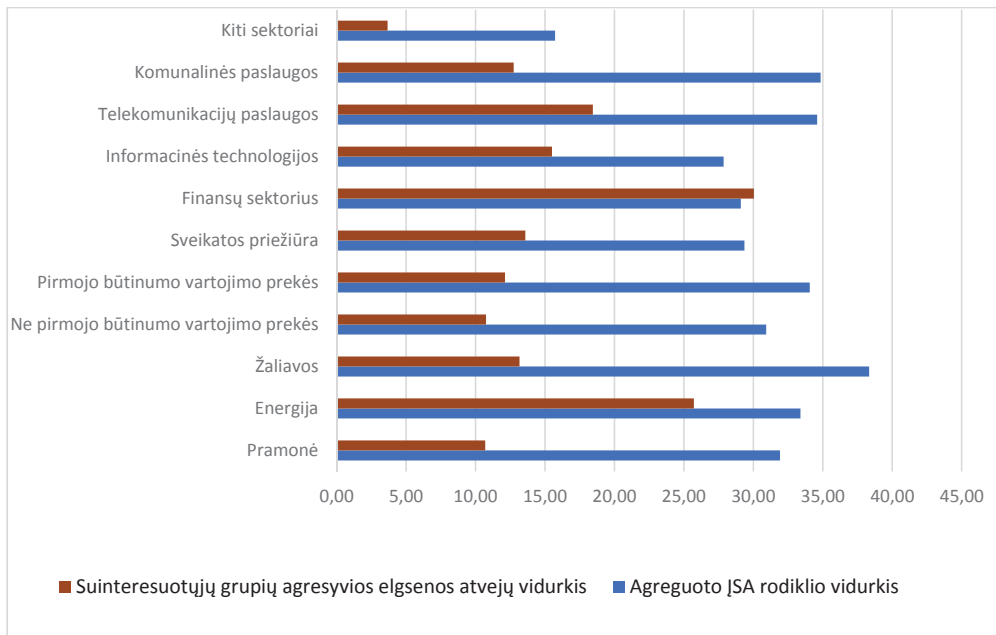
Lyginant atskirų ĮSA sričių vidutines reikšmes tarp Europos regionų, iš 3.1 pav. matyti, jog valdymo atsakomybė geriausiai taikoma Skandinavijos šalyse (50,3) ir Vakarų Europoje (49,7). Socialinių principų, kaip atskiros socialinės atsakomybės kategorijos, didžiausia vidutinė reikšmė taip pat yra Skandinavijos valstybėse (38,6) ir Vakarų Europoje (36,8), mažiausia – Rytų Europoje (30,2). Vadinasi tiekimo grandinė, diskriminacija, politinis bendradarbiavimas, darbuotojų įvairovė ir pasiskirstymas, žmogaus teisės, santykiai su bendruomene yra geriausiai įgyvendinami įmonių, veikiančių Skandinavijoje ir Vakarų Europoje. Žemiausias socialinės

atsakomybės įgyvendinimas yra aplinkosaugos srityje. Vidutiniškai Skandinavijos įmonės aplinkosaugos srityje yra vertinamos 30,5 balų, Vakarų Europoje – 27,5, kas yra beveik dvigubai mažiau nei valdymo atsakomybės srityje. Vadinasi, įmonės Europoje mažiausiai taiko socialinės atsakomybės principus spręsdamos anglies dvideginio išmetimo, oro taršos, klimato pasikeitimo efektų, atliekų šalinimo, atsinaujinančios energijos ir išteklių išekvojimo klausimus. Tai galima paaiškinti tuo, jog aplinkosauginės atsakomybės įgyvendinimas daugeliu atveju reikalauja didžiausių investicijų finansų, laiko ir darbo prasme. Kitas argumentas yra tai, jog apie pusę (49,8 %) tyrime nagrinėjamų įmonių yra veikiančios paslaugų sektoriuje, kuriame aplinkosauginių principų įgyvendinimas yra nežymus.



3.1 pav. Agreguoto ESG rodiklio ir atskirų jo komponentų ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų vidurkių pasiskirstymas tarp regionų

Lyginant suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos vidurkio pasiskirstymą tarp Europos regionų (3.1 pav.) matyti, jog didžiausias suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos aktyvumas nagrinėjamu laikotarpiu yra Vakarų Europoje (12,1), Skandinavijoje (8,8), o mažiausias – Rytų Europoje (4,2). Tokio rezultato buvo tikimasi formuojant H4 hipotezę. Kituose tyrimuose gauti panašūs rezultatai, kuriuose teigiama, jog didžiausias suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos intensyvumas, ypač NVO, yra pastebimas Vakarų Europoje, o mažiausias – Rytų Europoje.



3.2 pav. Agreguoto ĮSA rodiklio ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų vidurkių pasiskirstymas tarp ekonominės veiklos sektorių

Tyrime buvo siekiama ištirti ne tik įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai atskirų regionų atveju, tačiau ir poveikio skirtumus tarp atskirų ekonominės veiklos sektorių, todėl svarbu atlikti įmonių socialinės atsakomybės ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos lyginamąją analizę skirtingų ekonominės veiklos sektorių atžvilgiu. Kaip matyti iš 3.2 pav., didžiausia agreguoto ĮSA rodiklio reikšmė yra žaliavų (38,3), komunalinių (34,8), telekomunikacijų (34,6) ir pirmojo būtinumo vartojimo prekių (34,1) sektoriuose. Suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos vidurkis didžiausias yra pastebimas finansų (30) ir energijos (25,7) sektoriuose. Galima pastebėti, jog abiejų rodiklių reikšmių vidurkiai yra didžiausi ekonominės veiklos sektoriuose, kurie turi tiesioginį kontaktą su klientais, tai yra, telekomunikacijų, komunalinių, finansų paslaugų ir vartojimo prekių gamybos sektoriuose.

3.2.2. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, empirinio tyrimo rezultatai

Sudarant atsitiktinio efekto modelį buvo daroma prielaida, kad tiriamų įmonių duomenys nėra homogeniški ir kintamųjų variacijos yra atsitiktinės. Siekiant patikrinti H1 hipotezę, jog socialinės atsakomybės rodiklio poveikis įmonių finansinei rizikai, išreiškiamai neigiamo nuokrypio beta, yra netiesioginis ir priklauso nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos,

buvo tikrinamas ekonometrinis modelis (1) (žr. 87 psl.), kuriam patikrinti buvo realizuoti 8 empiriniai modeliai. Rezultatai pateikiami 2 priede.

Ekonometrinis modelis (1) buvo kartojamas atsižvelgiant į priklausomą kintamąjį – finansinės rizikos matą (neigiamo nuokrypio beta, apskaičiuojamo su nerizikinga palūkanų norma – *Euribor*, Vokietijos vyriausybės obligacijų pajamingumu, 0 reikšme ir akcijų rinkos gražos vidurkiu). Taip pat tyrimas buvo kartojamas į tyrimą įtraukiant arba neįtraukiant papildomo kontroliuojamo kintamojo – likvidumo. Tai buvo daroma, nes „Bloomberg“ duomenų bazėje yra pateikiamos tik dalies įmonių likvidumo rodiklio reikšmės, tad siekiant nesumažinti tyrimo imties tyrimas buvo atliekamas neįtraukiant likvidumo rodiklio reikšmės, tačiau, kadangi ankstesniuose kitų autorių darbuose yra pažymėta, jog likvidumas yra svarbus finansinis rodiklis, pažymintis įmonių finansines galimybes, tyrimas buvo kartojamas įtraukiant likvidumą kaip kontroliuojamą kintamąjį.

Atlikus tyrimą su neigiamo nuokrypio beta, apskaičiuojamo su nerizikinga palūkanų norma (*Euribor*) ir 0 reikšme, buvo pastebėta agreguoto ESG rodiklio statistiškai nereikšminga įtaka finansinei rizikai (3.4 lentelė) (išsamūs tyrimo rezultatai pateikiami 2 priede). Koeficientas β_1 , kaip ir tikėtasi, gautas statistiškai nereikšmingas ($p=0.20541$; $0,12211$; $0,2737$; $0,15852$), tačiau įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną (ESG x suinteresuotųjų gr. elgsena), yra statistiškai reikšmingas ($p<0,0001$) su visomis suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos kategorijomis (koeficientai β_2 , β_3 , β_4 , β_5) ir šių kategorijų koeficientai didėja atitinkamai didėjant suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejams.

3.4 lentelė

H1 hipotezės tikrinimo rezultatų supaprastinta lentelė

	1a modelis		1b modelis		1c modelis		1d modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (<i>Euribor</i>) + likvidumas		Beta (0)		Beta (0) + likvidumas	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
β_1 ESG	0,0017	0.20541	0,0023	0,12211	0,0017	0,2737	0,0024	0,15852
β_2 esgXr1_10	0,0053	<0.00001 ***	0,0048	<0,00001 ***	0,0059	<0,00001 ***	0,0054	<0,00001 ***
β_3 esgXr11_50	0,0068	<0.00001 ***	0,0055	0,00007 ***	0,0079	<0,00001 ***	0,0063	0,00007 ***
β_4 esgXr51_100	0,0082	0,00032 ***	0,0063	0,0141 **	0,0094	0,00028 ***	0,0070	0,01640 **
β_5 esgXr101	0,0136	<0,00001 ***	0,0082	0,0075 ***	0,0159	<0,00001 ***	0,0093	0,00727 ***

Papildomų kontroliuojamų kintamųjų nuolydžio koeficientai neprieštarauja ekonominei logikai (2 priedas). Į modelį įtraukus papildomą kontroliuojamą kintamąjį – likvidumą, tyrimo imtis sumažėjo iki 3524 stebėjimų (sumažėjo 646 stebėjimais), tačiau rezultatai išliko nežymiai pakitę. Šiuo atveju skirtingo lygio suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos poveikis finansinei rizikai nebe taip skiriasi kaip modelyje, kai likvidumo rodiklio reikšmė įtraukiama į modelį. Tyrimą kartojant su neigiamo nuokrypio beta, apskaičiuojamo su nerizikinga palūkanų norma (Vokietijos vyriausybės obligacijų pajamingumu), ir su akcijų gražos rinkos vidurkio reikšme abejais atvejais ir įtraukiant papildomą kontroliuojamą kintamąjį (likvidumą) tyrimo rezultatai gauti statistiškai nereikšmingi (2 priedas). Pastebėtina, jog šiais dviem metodais apskaičiuota neigiamo nuokrypio beta reikšmė pasižymėjo nežymiais svyravimais. Manytina, jog dėl šios priežasties ĮSA lygio poveikis finansinei rizikai (išmatuojamai neigiamo nuokrypio beta, apskaičiuojamo su rinkos vidurkio reikšme, ir nerizikinga palūkanų norma (Vokietijos vyriausybės obligacijų pajamingumu) gaunamas statistiškai nereikšmingas. Panašūs rezultatai, jog įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikis finansinei rizikai (išmatuojamai neigiamo nuokrypio beta, ne visais beta apskaičiavimo atvejais) yra gaunamas statistiškai nereikšmingas, ir kitų tyrėjų darbuose (Oikonomou ir kt., 2012).

Kadangi tyrimo logika kituose modeliuose išlieka tokia pati, toliau tyrime bus naudojama neigiamo nuokrypio beta, apskaičiuojama su 0 reikšme, ir nerizikinga palūkanų norma (*Euribor*). Reikia pastebėti, jog iš trijų galimų finansinės rizikos matų (neigiamo nuokrypio beta apskaičiavimo metodų) dviem atvejais patvirtintas statistiškai reikšmingas ĮSA poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną. Taigi galima teigti, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra netiesioginis ir priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos*.

Atsitiktinio efekto metodo patikimumas tikrinamas atliekant Hausmano testą („Gretl“ pakete), kuris tikrina nulinę hipotezę dėl paklaidos ir regresijos kintamųjų koreliacijos nebuvimo. Sudarius atsitiktinio efekto modelį (1 modelis), Hausmano testo p reikšmė visais atvejais gauta mažesnė negu 0,05, todėl iškeltą nulinę hipotezę turime atmesti. Remiantis Hausmano testo rezultatais būtų tikslinga sudaryti arba naudoti fiksuoto efekto modelį, tačiau tokiu atveju nebūtų galima į tyrimą įtraukti šalių ir ekonominės veiklos sektorių, kurie yra svarbūs veiksniai, lemiantys ĮSA lygio skirtumus. Remiantis autoriais (McManus, 2011; Clarke ir kt., 2011) Hausmano testo rezultatų galima nepaisyti, kai yra didelė imtis, leidžianti daryti išvadas nagrinėjamos populiacijos atveju ir į tyrimą įtraukiant papildomus kintamuosius, darančius poveikį priklausomam kintamajam. Šiuo atveju į tyrimą įtraukiami šalių ir ekonominės veiklos sektoriai, kurie lemia ĮSA lygio skirtumus tarp įmonių.

Lyginant atskirų ĮSA komponentų poveikį finansinei rizikai, 1 modelyje agreguotas ESG rodiklis buvo keičiamas atitinkamomis ĮSA komponentėmis (socialinis, aplinkosauginis, korporatyvinis valdymas) ir keičiant finansinės rizikos apskaičiuojamos neigiamo nuokrypio beta su 0 ir *Euribor* reikšmes, todėl realizuoti 6 empiriniai modeliai (1e... 1n). Rezultatai, pateikti 2 priede, rodo, jog visais atvejais, išskyrus 1e modelio (aplinkosauginė kategorija ir neigiamo nuokrypio beta su *Euribor*), atskiros ĮSA kategorijos nedaro statistiškai reikšmingo tiesioginio poveikio finansinei rizikai, bet statistiškai reikšminga įtaka atsiranda, kai į tyrimą įtraukiama suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena. Rezultatai rodo, jog, *didėjant suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų skaičiui, atskirų įmonių socialinės atsakomybės komponentių poveikis finansinei rizikai didėja. Hipotezė H1 yra patvirtinama.*

3.3.3. *Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, empirinio tyrimo rezultatai*

Siekiant patikrinti antrąją hipotezę (H2), realizuoti keturi empiriniai modeliai, kai vertinamas agreguotas ESG rodiklis: kai priklausomas kintamasis *neigiamo nuokrypio beta (Euribor)* su ir be kontroliuojamo likvidumo rodiklio (2a ir 2b modeliai) ir kai priklausomas kintamasis *neigiamo nuokrypio beta (0)* su ir be kontroliuojamo likvidumo rodiklio (2c ir 2d modeliai). Atlikus skaičiavimus, visais modeliais gaunami panašūs rezultatai (žr. 3 priedą):

1. Koeficientas β_3 statistiškai reikšmingai nesiskiria nuo bazinės grupės (β_1), taigi nei aukštas, nei žemas ĮSA lygis poveikio finansinei rizikai nedaro, kai nėra suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų (nėra tiesioginio poveikio). Rezultatas dar kartą patvirtina pirmą hipotezę, jog ĮSA lygis tiesiogiai poveikio finansinei rizikai, t. y., jei nėra suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų, nedaro.
2. Koeficientų β_2 ir β_4 reikšmės statistiškai reikšmingai skiriasi nuo bazinės grupės (β_1), nes šie koeficientai parodo ĮSA lygio poveikį finansinei rizikai per suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, t. y., kai suinteresuotosios grupės reaguoja tiek aukšto, tiek žemo ĮSA lygio įmonėse, finansinė rizika išauga.
3. Hipotezei patvirtinti buvo tikimasi, jog koeficiento β_4 reikšmė turėtų būti didesnė nei β_2 , nes jis žymi įmones, kurių ESG žemesnis nei vidutinis. Tai leistų teigti, jog esant žemam įmonių socialinės atsakomybės lygiui, finansinę riziką didina agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena. Tačiau remiantis koeficientais matyti, jog finansinė rizika labiau auga įmonėse, kurių įmonių socialinės atsakomybės lygis didelis, o ne mažas, kaip kad keliama hipotezė, ir šis skirtumas yra statistiškai reikšmingas (žr. 3.5

lentelę). Dėl šios priežasties **H2 hipotezė yra atmetama, kai vertinamas agreguotas ESG rodiklis.**

3.5 lentelė

H2 hipotezės tikrinimo rezultatų supaprastinta lentelė

Finansinės rizikos matas	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (<i>Euribor</i>) + likvidumas		Beta (0)		Beta (0) + likvidumas	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
Aukštas ĮSA lygis ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai įvertinami	0,1615	0,0006 ***	0,1474	0,0047 ***	0,1890	0,0005 ***	0,1704	0,0043 ***
Žemas ĮSA lygis ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai yra nevertinami	-0,2153	1,24e-07 ***	-0,1800	5,64e-05 ***	-0,2306	6,88e-07 ***	-0,1901	0,0002 ***

Tikrinant H2 hipotezę su atskiromis ĮSA komponentėmis (aplinkosaugos, socialiniu, korporatyvinio valdymo) buvo realizuoti 6 empiriniai modeliai (3e..3j), kurių rezultatai pateikiami 3 priede. Iš rezultatų lentelės matyti, jog tik aplinkosaugos kategorijos atveju gaunami panašūs rezultatai, tai yra, atvejais, kai aplinkosaugos rodiklis < MEAN ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos nebuvo, poveikis finansinei rizikai statistiškai reikšmingai nesiskiria nuo bazinės grupės. Tai rodo, jog aplinkosaugos kategorija finansinei rizikai tiesiogiai poveikio nedaro, t. y., jei suinteresuotosios grupės nereaguoja. O antros ir ketvirtos grupių (koeficientai β_2 ir β_4) poveikis finansinei rizikai statistiškai reikšmingai skiriasi nuo bazinės grupės, t. y., kai suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena pasireiškia tiek aukšto, tiek žemo aplinkosaugos rodiklio lygio įmonėse, finansinė rizika išauga. Pagal koeficientus matosi, kad ji labiau auga įmonėse, kurių įmonių socialinės atsakomybės lygis (aplinkosaugos srityje) didelis, o ne mažas, kaip kad keliamą hipotezę, ir šis skirtumas yra statistiškai reikšmingas. Atlikus skaičiavimus su socialine ir korporatyvinio valdymo komponentėmis visos kintamųjų grupės (koeficientai β_2 , β_3 , β_4) gaunamos statistiškai reikšmingos (3 priedas). Vadinasi, nepriklausomai nuo to, ar suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atveju buvo ar ne, įmonių socialinės atsakomybės lygio socialinės ir korporatyvinio valdymo srityse poveikis finansinei rizikai yra statistiškai reikšmingas nepriklausomai nuo socialinio ar korporatyvinio valdymo lygio. Rezultatas yra priešingas keliamai hipotezei, todėl **H2 hipotezė yra atmetama.**

3.3.4. Įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimo poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimas

Toliau darbe buvo siekiama patikrinti, ar suinteresuotosios grupės reaguoja į įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimą, t. y., ar sumažėjus įmonių socialinės atsakomybės lygiui suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena didina finansinę riziką (*H3 hipotezė*). Remiantis teorinės literatūros ir empirinių tyrimų analizės rezultatais, suinteresuotosios grupės neigiamai reaguoja į įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimą, todėl tikimasi, jog sumažėjus įmonių socialinės atsakomybės lygiui suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena didins finansinę riziką. Hipotezei patvirtinti buvo atliekamas dvejopas vertinimas: pirma, pasinaudojus aprašomosios statistikos metodu, ir tikrinant, ar suinteresuotosios grupės neigiamai reaguoja į ĮSA lygio mažėjimą.

Taip pat buvo tikrinamas ekonometrinis modelis (3) dėl įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimo poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną. Kadangi buvo vertinama įmonių socialinės atsakomybės lygio dinamika, modelyje liko tik du laiko pseudo kintamieji, nes iš ketverių metų duomenų ĮSA pokyčiai suskaičiuoti trejiems metams, o 2011 metai tampa baziniais. Realizuoti keturi empiriniai modeliai: 1) priklausomas kintamasis *neigiamo nuokrypio beta (Euribor)* (3a modelis) be kontroliuojamo likvidumo rodiklio; 2) priklausomas kintamasis *neigiamo nuokrypio beta (Euribor)* (3b modelis) su kontroliuojamu likvidumo rodikliu; 3) *priklausomas kintamasis neigiamo nuokrypio beta (0)* (3c modelis) be kontroliuojamo likvidumo rodiklio; 4) priklausomas kintamasis *neigiamo nuokrypio beta (0)* (3d modelis) su kontroliuojamu likvidumo rodikliu. Visais modeliais rezultatai gaunami panašūs (5 priedas).

Trečiosios grupės (β_3) t. y., kai ĮSA lygis mažėja ir nėra suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos (*esg_down_no_react*), poveikis finansinei rizikai statistiškai reikšmingai nesiskiria nuo pirmosios bazinės grupės (β_1) – ĮSA lygis didėja ir suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena pastebima. Vadinasi, ĮSA lygio pokytis be suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos statistiškai reikšmingai neveikia finansinės rizikos, lyginant su tuo, kai ĮSA lygis nemažėja ir jokios suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų nebuvo. Tais atvejais, kai ĮSA lygis didėja (β_2) ir mažėja (β_4) ir kartu suinteresuotosios grupės reaguoja, poveikis finansinei rizikai statistiškai skiriasi nuo bazinės poveikio grupės (p- reikšmė daug mažesnė už 0,05). Kyla klausimas, ar poveikis tarp šių dviejų grupių skiriasi, t. y., ar poveikis finansinei rizikai didesnis tada, kai suinteresuotosios grupės reaguoja į ĮSA lygio mažėjimo ar nemažėjimo laikotarpius. Atlikus skaičiavimus matyti, jog yra tam tikras skirtumas koeficientuose ($0,29 - 0,26 = 0,03$).

Toliau svarbu išsiaiškinti, ar tas skirtumas yra statistiškai reikšmingas. Tam patikrinti remiamasi hipoteze $\beta_1 = \beta_3$ ir visais atvejais hipotezė yra patvirtinama (3.6 lentelė).

3.6 lentelė

ĮSA lygio pokyčio poveikio finansinei rizikai koeficientų statistinio reikšmingumo tikrinimo rezultatai

	$b_1 - b_3 = 0$	
	Test statistic F	P- reikšmė
2a modelis	0,408982	0,522534
2b modelis	0,037307	0,846855
2c modelis	0,602568	0,846855
2d modelis	0,168937	0,681093

Paaiškinimas: b_1 – įmonių socialinės atsakomybės lygis didėja ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai fiksuojami; b_3 – įmonių socialinės atsakomybės lygis mažėja ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai nefiksuojami.

Toliau darbe H3 hipotezė buvo tikrinama į modelį (3) įtraukinat atskiras ĮSA sritis (aplinkosaugos, socialinę, korporatyvinio valdymo). Realizuoti 6 empiriniai modeliai (3e...3j). Rezultatai pateikiami 4 priede. Rezultatai visais atvejais gaunami panašūs, t. y., kai atskiros ĮSA komponentių (korporatyvinio valdymo, aplinkosaugos, socialinė) lygis mažėja ir suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena nevertinama (ĮSA_kategorija_mažėja_nėra_reakcijos) poveikis finansinei rizikai statistiškai reikšmingai nesiskiria nuo pirmosios bazinės grupės (β_1) – ĮSA atskiros komponentės lygis didėja ir suinteresuotosios grupės reaguoja.

Vadinasi, ĮSA atskirų komponentių lygio pokytis be suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos statistiškai reikšmingai neveikia finansinės rizikos, lyginant su tuo, kai ĮSA atskirų kategorijų lygis nemažėja ir jokios reakcijos iš suinteresuotųjų grupių nebuvo. Tais atvejais, kai ĮSA atskirų kategorijų lygis didėja (β_2) ir mažėja (β_4) ir kartu pasireiškia suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena, poveikis finansinei rizikai statistiškai skiriasi nuo bazinės poveikio grupės (p-reikšmė daug mažesnė už 0,05). Įvertinus rezultatus visais 10 realizuotų empirinių modelių gaunami panašūs rezultatai, jog sumažėjus įmonių socialinės atsakomybės lygiui ir atskiriems ĮSA komponentių lygiams suinteresuotųjų grupių rengiami streikai, protestai, boikotai ir teisminiai procesai didina įmonių finansinę riziką (akcijų grąža krypta į neigiamą pusę). Taigi **hipotezė H3 yra priimama.**

3.3.5. Įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo moderuojančių veiksnių empirinio tyrimo rezultatai

Siekiant tai patikrinti buvo tikrinamas įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, priklausomai nuo moderuojančių veiksnių (įmonės dydžio, įmonės matomumo ir inovatyvumo lygio, ekonominės veiklos sektoriaus ir šalies visuomenės socialinio aktyvumo). Pirmiausia buvo siekiama patikrinti prielaidą, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo įmonės dydžio*. Remiantis ankstesnių tyrimų rezultatais buvo tikrinama, *ar įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra didesnis didelėse įmonėse*.

Hipotezei patikrinti įmonės buvo skirstomos į grupes pagal įmonių dydį. Hipotezei patikrinti buvo realizuoti keturi empiriniai modeliai (4a..4d): kai priklausomas kintamasis neigiamo nuokrypio beta su nerizikinga palūkanų norma – *Euribor (downside beta risk free euribor)* su ir be kontroliuojamo likvidumo rodiklio ir kai priklausomas kintamasis neigiamo nuokrypio beta, apskaičiuojamo su 0 reikšme (*downside beta (0)*) su ir be kontroliuojamo likvidumo rodiklio. Visuose modeliuose gaunami panašūs rezultatai (žr. 5 priedą). β_1 gaunamas statistiškai nereikšmingas (p- reikšmės: 0,12828; 0,14978; 0,16967; 0,10854), kas parodo, jog ĮSA neturi jokio poveikio finansinei rizikai, kai nėra įtraukiama suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena ir įmonės yra mažiausios. Taigi tai dar kartą patvirtina H1 hipotezę, jog ĮSA poveikis finansinei rizikai nėra tiesioginis ir priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos.

Koeficientai β_3 , β_5 , β_7 atspindi, kiek ĮSA poveikis skiriasi atitinkamo dydžio įmonėse nuo bazinės kategorijos (kai įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra vertinamas neįtraukiant suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos mažiausių įmonių imtyje). Kadangi tose kategorijose suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai nevertinami, jų poveikis turėtų būti statistiškai nereikšmingas, nebent finansinė rizika priklauso nuo įmonės dydžio. Tyrimo rezultatai parodė, jog koeficientai β_3 ir β_5 yra statistiškai nereikšmingi (koeficiento β_3 p-reikšmės: 0,13338; 0,18985; 0,11176; 0,18085; β_5 p-reikšmės: 0,11494; 0,15365 0,10081 0,24979), kas pagrindžia pirmąją hipotezę, jog nesant suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų, ĮSA poveikio finansinei rizikai nedaro. Koeficientas β_7 yra statistiškai reikšmingas, kas parodo, jog ĮSA tiesiogiai be suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos didžiausiose įmonėse lemia didesnę finansinę riziką

Koeficientai $\beta_2, \beta_4, \beta_6, \beta_8$ atspindi ĮSA poveikį finansinei rizikai, kai suinteresuotosios grupės rengia streikus protestus ir t. t. atitinkamo dydžio įmonėse: β_2 – pirmo kvartilio (mažiausios įmonės), β_4 – antro kvartilio, β_6 – trečio kvartilio ir β_8 – ketvirto kvartilio (didžiausios įmonės). Pagal keliamą hipotezę visi šie koeficientai turėjo būti teigiami (didinti riziką, kai veikia suinteresuotosios grupės), o prie didesnių įmonių grupių koeficientai turėjo būti didesni, t. y., $\beta_2 < \beta_4 < \beta_6 < \beta_8$. Tyrimo rezultatai, pateikti 5 priede, parodė, jog koeficientai $\beta_2, \beta_4, \beta_6, \beta_8$ yra statistiškai reikšmingi su 95 procentų reikšmingumu, išskyrus β_2 , kuris reikšmingas su 90 proc. reikšmingumu. Koeficientų reikšmės parodė, jog kuo didesnių įmonių grupė, tuo suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena labiau didina finansinę riziką. Taigi prielaida, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra didesnis didelėse įmonėse yra patvirtinama*. Tai pagrindžia tikrinamą prielaidą, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo įmonės dydžio*.

Atlikus papildomus skaičiavimus tarp koeficientų galima dėti tokius ženklus:

4a modelyje, kur finansinė rizika yra matuojama neigiamo nuokrypio beta su nerizikinga palūkanų norma (*Euribor*) ir be kontroliuojamo likvidumo koeficiento:

$$\beta_2 < \beta_4 = \beta_6 < \beta_8.$$

Ženkliai tarp koeficientų parodo, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, skiriasi tarp įmonių, priklausomai nuo įmonės dydžio: kuo didesnė įmonė, tuo poveikis yra didesnis, tačiau nėra poveikio skirtumo tarp (įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną) įmonių, kurios patenka į II ir III kvartilio įmonių grupes pagal dydį. Tokie patys rezultatai gaunami 4c modelyje, kai finansinė rizika matuojama neigiamo nuokrypio beta, apskaičiuojama su 0 reikšme ir be kontroliuojamo likvidumo koeficiento.

4b modelyje, kai finansinė rizika matuojama su neigiamo nuokrypio beta, apskaičiuojama su nerizikinga palūkanų norma (*Euribor*) ir įtraukiant kontroliuojamą likvidumo koeficientą:

$$\beta_2 < \beta_4 < \beta_6 = \beta_8.$$

Ženkliai tarp koeficientų parodo, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną skiriasi tarp įmonių, priklausomai nuo įmonės dydžio: kuo didesnė įmonė, tuo poveikis yra didesnis, tačiau nėra poveikio skirtumo tarp (įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną) įmonių, kurios patenka į III ir IV kvartilio įmonių grupes pagal dydį. Tokie patys rezultatai gaunami ir 4d modelyje, kai finansinė rizika,

matuojama neigiamo nuokrypio beta, yra apskaičiuojama su 0 reikšme ir į modelį įtraukiamas kontroliuojamas likvidumo koeficientas.

Taigi, nors ne visuose modeliuose tarp β_2 , β_4 , β_6 , β_8 yra statistiškai reikšmingi skirtumai, bendra tendencija išlieka ta pati – didesnių įmonių grupėje įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra didesnis.

Įmonių inovatyvumo lygis. Toliau, siekiant patvirtinti *H4* hipotezę, buvo tikrinama prielaida – įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo įmonės inovatyvumo lygio (matuojamo išlaidų tyrimams ir vystymuisi (angl. *R&D*). Atitinkamai buvo tikrinama prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra mažesnis inovatyvesnėse įmonėse (kurių *R&D* išlaidų rodiklis didesnis).

Modelio sudarymas plačiau aprašomas 2.2.5 poskyryje (žr. 85 psl.). Hipotezės tikrinimo logika išlieka tokia pati. Modelis buvo keičiamas priklausomai nuo priklausomo kintamojo (finansinės rizikos mato (neigiamo nuokrypio beta, skaičiuojamu su nerizikinga palūkanų norma (*Euribor*) ir 0 reikšme) ir ar į modelį buvo įtraukiamas kontroliuojamas kintamasis – likvidumas. Taigi siekiant patikrinti hipotezę, buvo realizuoti keturi empiriniai modeliai (5a...5d): kai priklausomas kintamasis, neigiamo nuokrypio beta, su nerizikinga palūkanų norma – *Euribor* (*downside beta risk free euribor*) su ir be kontroliuojamo likvidumo rodiklio ir kai priklausomas kintamasis, neigiamo nuokrypio beta, apskaičiuojamas su 0 reikšme (*downside beta (0)*) su ir be kontroliuojamo likvidumo rodiklio (5a...5d). Atlikus skaičiavimus visuose modeliuose gaunami panašūs rezultatai (6 priedas):

β_1 gaunamas statistiškai nereikšmingas, kas dar kartą patvirtina *H1* hipotezę, jog ĮSA poveikis finansinei rizikai yra netiesioginis. Koeficientai β_3 , β_5 , β_7 , kaip ir buvo tikimasi, gauti statistiškai nereikšmingi, kadangi šiose kintamųjų grupėse nebuvo įtraukta suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena.

Koeficientai β_2 , β_4 , β_6 gauti statistiškai reikšmingi ir kuo inovatyvesnių įmonių grupė, tuo įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, buvo didesnis, nors buvo tikimasi gauti atvirkščiai. Tai yra, remiantis ankstesnių autorių darbais, kuo įmonės daugiau lėšų skiria inovacijoms ir tyrimams, tuo mažiau agresyvios elgsenos iš suinteresuotųjų grupių jos turėtų sulaukti, todėl ir poveikis finansinei rizikai inovatyvesnėse įmonėse turėtų būti mažesnis. Visuose modeliuose β_8 yra statistiškai nereikšmingas, t. y., labiausiai inovatyvių įmonių finansinė rizika neišauga ir esant suinteresuotųjų grupių agresyviai elgsenai. Tyrimo rezultatai prieštarauja ankstesnių autorių

išvadam, tačiau keliamą hipotezę, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklauso nuo įmonės inovatyvumo lygio galima patvirtinti.*

Toliau disertacijoje buvo tikrinama atskirų ĮSA komponentų (aplinkosaugos, valdymo, socialinio) poveikis finansinei rizikai atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną. Tam tikslui realizuoti 6 empiriniai modeliai (5e..5j), kurių rezultatai pateikiami 6 priede. Visų modelių rezultatai panašūs: β_2 , β_4 , β_6 gaunami statistiškai reikšmingi ir kuo inovatyvesnių įmonių grupė, tuo suinteresuotųjų grupių streikai, protestai, boikotai ir teisminių procesų atvejai labiau didina finansinę riziką (akcijų grąža krypta į neigiamą pusę), nors hipotezėje teigiama atvirkščiai. Rezultatai išsiskiria (5f) modelyje, kur tikrinama įmonių aplinkosaugos lygio statistiškai reikšminga įtaka neigiamo nuokrypio beta (0), gauti rezultatai parodė, jog gaunami priešingi rezultatai: koeficientai β_2 , β_4 , β_6 gaunami statistiškai nereikšmingi, tai reiškia, jog *atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, įmonių socialinė atsakomybė aplinkosaugos srityje daro poveikį įmonių finansinei rizikai*, tačiau toks rezultatas gaunamas išskirtinai tik viename iš 10 realizuotų empirinių modelių.

Įmonių matomumo lygis. Toliau disertacijoje, siekiant patikrinti *H4* hipotezę, buvo tikrinama *prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, išmatuojamai neigiamo nuokrypio beta, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo įmonės matomumo lygio (apskaičiuojamo išlaidų reklamai dydžiu).* Atsižvelgiant į ankstesnių autorių rezultatus, buvo siekiama patikrinti ar *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, yra didesnis labiau matomose įmonėse* (kurių išlaidų reklamai rodiklis didesnis).

Ekonometrinio modelio sudarymas yra aprašomas 2.2.5 poskyryje (žr. 87 psl.). Prielaidai patikrinti įmonės buvo skirstomos į keturis kvartilius pagal išlaidų reklamai dydį. Pirmas kvartilis apima įmones, kurių išlaidų reklamai dydis yra mažiausias, o ketvirtas – kurių didžiausias. Prielaidos tikrinimo logika ir hipotezei patvirtinti reikalingos koeficientų reikšmės aprašomos 2.3 skyriuje (žr. 99 psl.).

Hipotezei patikrinti buvo realizuoti keturi empiriniai modeliai (6a...6d): kai priklausomas kintamasis – finansinė rizika (neigiamo nuokrypio beta su nerizikinga palūkanų norma – *Euribor*) (*downside beta risk free euribor*) su ir be kontroliuojamo likvidumo rodiklio (6a, 6b) ir kai priklausomas kintamasis – finansinė rizika (neigiamo nuokrypio beta, apskaičiuojamo su 0 reikšme) (*downside beta (0)*) su ir be kontroliuojamo likvidumo rodiklio (modeliai 6c, 6d, žr. 7 priedą).

Įmonių, pateikusių išlaidų reklamai dydžius, yra ganėtinai nedaug (208 įmonės), todėl tyrimo imtis yra sąlyginai maža lyginant su ankstesniais atvejais – 832 stebėjimai, todėl šiuo atveju buvo svarbūs modelio patikimumo rezultatai. Atliktas Hausmano testas, kuris tikrina nulinę hipotezę apie paklaidos ir regresorių koreliacijos nebuvimą. Atlikus testą, gauta p reikšmė (0,38) yra didesnė už 0,05, todėl atsitiktinių efektų metodas naudoti yra tinkamas.

Visais modeliais (6a...6d) gauti rezultatai yra panašūs (žr. 7 priedą): koeficientai β_1 , β_3 , β_5 , β_7 yra statistiškai nereikšmingi, t. y., ĮSA lygis tiesioginio poveikio finansinei rizikai nedaro. Koeficientai β_2 , β_4 , β_6 , β_8 gauti statistiškai reikšmingi, t. y., pasireiškus suinteresuotųjų grupių agresyviai elgsenai (streikams, protestams, boikotams, teisiniams procesams) įmonių finansinė rizika didėja. Tačiau atlikus bazinės kategorijos pakeitimą nustatyta, kad tas poveikis nėra skirtingas skirtingo matomumo lygio įmonėse, t. y., maždaug $\beta_2 = \beta_4 = \beta_6 = \beta_8$. Vadinas, įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai pasireiškia atsiradus suinteresuotųjų grupių rengiamiems streikams, boikotams, protestams, teisiniams procesams, tačiau tas poveikis nekinta keičiantis įmonių išlaidų reklamai dydžiui. Tikėtina, jog tokie rezultatai gaunami dėl sąlyginai mažos tyrimo imties. Taigi **hipotezės H4 prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, yra priklausomas nuo įmonių matomumo lygio yra atmetama.**

Tikrinant atskirų ĮSA komponentų (aplinkosauga, socialinis, korporatyvinio valdymo) lygių įtakos įmonių finansinei rizikai statistinį reikšmingumą, į modelį įtraukiant moderuojantį suinteresuotųjų grupių vaidmenį, buvo realizuoti 6 empiriniai modeliai (6e...6j), kurių rezultatai pateikiami 7 priede. Visais modeliais gaunami panašūs rezultatai, kur tik koeficientai β_2 , β_4 gaunami statistiškai reikšmingi, o koeficientai β_6 , β_8 gaunami statistiškai nereikšmingi, kas parodo, jog didėjant įmonių matomumo lygiui, nepriklausomai nuo to, ar suinteresuotųjų grupių yra ar nėra organizuojami streikai, protestai ir t. t., įmonių socialinė atsakomybė atskirose jos srityse statistiškai reikšmingos įtakos finansinei rizikai (nepriklausomai nuo finansinės rizikos mato), nedaro. Taigi **hipotezės H4 prielaida, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, yra priklausomas nuo įmonių matomumo lygio, yra atmetama** ir vertinant atskirus įmonių socialinės atsakomybės komponentus (aplinkosaugos, socialinį, valdymo).

Ekonominės veiklos sektorius. Toliau disertaciniame darbe buvo tikrinama **H4** hipotezės prielaida, siekiant įrodyti, *jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo ekonominės veiklos sektoriaus.* Pirmiausia buvo tikrinama prielaida, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią*

elgseną, yra mažesnis pramonės, sveikatos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriuose.

Ekonometrinio modelio sudarymas ir kintamųjų reikšmės yra detalizuojamos 2.3 skyriuje (žr. 104 psl.). Formuojamai prielaidai patikrinti buvo realizuoti 4 empiriniai modeliai (7a...7d), atsižvelgiant į priklausomą kintamąjį (neigiamo nuokrypio beta skaičiuojama su *Euribor* ir su 0 reikšme) ir įtraukiant arba neįtraukinat kontroliuojamo kintamojo – likvidumo. Visais modeliais gauti panašūs rezultatai (pagrindinių kintamųjų rezultatai pateikiami 3.7 lentelėje) (išsamūs rezultatai pateikiami 8 priede): koeficientas β_1 statistiškai reikšmingas ir teigiamas; β_2 statistiškai reikšmingas ir neigiamas, kas parodo, jog, kai suinteresuotosios grupės nereaguoja, ĮSA poveikis rizikai mažesnis nei tada, kai suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena įtraukiama į modelį. Koeficientas β_3 statistiškai reikšmingas ir neigiamas, kas parodo, jog kai suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena nepasireiškia, ĮSA poveikis finansinei rizikai mažesnis nei tada, kai suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejai pastebimi. Koeficientas β_4 yra statistiškai reikšmingas ir neigiamas, kas parodo, jog ĮSA poveikis, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, mažesnis pramonės, sveikos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriuose nei *kituose* sektoriuose, kaip ir teigiama prielaidoje, todėl keliamą **prielaidą yra patvirtinama**.

Tikrinant iškeltą prielaidą atskirų ĮSA sričių atveju realizuoti 6 empiriniai modeliai (7e...7j), kurie atskleidė (žr. 8 priedą), jog nepriklausomai nuo ĮSA lygio atskirose srityse ir finansinės rizikos (neigiamo nuokrypio beta) apskaičiavimo metodo koeficientas β_1 statistiškai reikšmingas ir teigiamas; β_2 statistiškai reikšmingas ir neigiamas, kas parodo, jog kai suinteresuotosios grupės nereaguoja (nėra streikų, protestų, boikotų, teisminių procesų), ĮSA lygio poveikis finansinei rizikai mažesnis nei tada, kai suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena pasireiškia. Koeficientas β_3 statistiškai reikšmingas ir neigiamas, kas parodo, jog kai suinteresuotosios grupės nereaguoja (nėra streikų, protestų, boikotų, teisminių procesų), ĮSA lygio poveikis finansinei rizikai mažesnis nei tada, kai suinteresuotosios grupės reaguoja (yra rengiami streikai, protestai, boikotai, teisiniai procesai). Koeficientas β_4 yra statistiškai reikšmingas ir neigiamas, kas parodo, jog ĮSA lygio poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną yra mažesnis pramonės, sveikatos apsaugos ir ne pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriuose nei *kituose* sektoriuose, kaip ir teigiama tikrinamoje prielaidoje. Atsižvelgiant į modelių (7e...7j) rezultatus prielaida dėl *įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo ekonominės veiklos sektoriaus yra primama*.

3.7 lentelė

Įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo ekonominės veiklos sektorių, empirinio tyrimo rezultatų supaprastinta forma

Finansinės rizikos matas	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (<i>Euribor</i>) + likvidumas		Beta (0)		Beta (0) + likvidumas	
	7a modelis		7b modelis		7c modelis		7d modelis	
Modelis	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
β_1 (ISA lygis vertinant suinteresuotųjų gr. agresyvią elgseną kituose sektoriuose)	0,0082	<0,00001 ***	0,0073	0,00007 ***	0,0091	<0,00001 ***	0,0079	0,00014 ***
β_2 (ISA lygis nevertinant suinteresuotųjų gr. agresyvios elgsenos kituose sektoriuose)	-0,0056	<0,00001 ***	-0,0004	0,00112 ***	-0,0065	<0,00001 ***	-0,0046	0,00130 ***
β_3 (ISA lygis nevertinant suinteresuotųjų gr. agresyvios elgsenos pramonės, sveikatos apsaugos ir vartojimo prekių sektoriuose)	-0,0066	0,00613 ***	-0,0057	0,02793 **	-0,0074	0,00703 ***	-0,0062	0,03380 **
β_4 (ISA lygis vertinant suinteresuotųjų gr. agresyvią elgseną pramonės, sveikatos apsaugos ir vartojimo prekių sektoriuose)	-0,0022	0,01903 **	-0,0033	0,02509 **	-0,0046	0,01734 **	-0,0012	0,04604 **

Šalies visuomenės socialinis aktyvumas. Toliau disertaciniame darbe buvo tikrinama H4 hipotezės prielaida, kuria siekiama patikrinti, ar *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo šalies visuomenės socialinio aktyvumo*. Remiantis kitų autorių išvalgomis, aprašomomis anksčiau (žr. 2.2.5 poskyrį) buvo tikrinama prielaida, ar *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra mažesnis Rytų Europoje nei kitose Europos valstybėse*. Hipotezės tikrinimo logika ir ekonometrinio modelio kintamųjų detalesnis aprašymas ir kodavimas pateikiamas 2.3 skyriuje.

Pagrindinių tyrimo kintamųjų reikšmės pateikiamos 3.8 lentelėje. Išsamūs tyrimo rezultatai pateikiami 9 priede. Tyrimo rezultatai parodė, jog koeficientai $\beta_2, \beta_3, \beta_5$ yra statistiškai

reikšmingi ir neigiami, t. y., tiesiogiai be suinteresuotųjų grupių poveikio finansinė rizika yra mažesnė nei tada, kai poveikį suinteresuotosios grupės daro (bazinė, lyginamoji kategorija yra *noteasteurope_react*). Koeficientas β_1 yra statistiškai reikšmingas ir teigiamas – reprezentuoja poveikį, kurį ĮSA daro ne Rytų Europos (*noteasteurope*) įmonių finansinei rizikai, kai suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena pastebima. Koeficientas β_4 yra neigiamas ir statistiškai reikšmingas – tai rodo, jog Rytų Europos (*easteuropa*) įmonėse, esant suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejams, finansinė rizika išauga mažiau nei ne Rytų Europos (*noteasteurope*) įmonėse. Koeficientas β_6 yra teigiamas ir statistiškai nereikšmingas, ir parodo, jog kitose Europos šalyse suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos daromas poveikis statistiškai nereikšmingai skiriasi nuo ne Rytų Europos (*notscaneurope*), tačiau pagal keliamą hipotezę šio koeficiento rezultatas čia nėra svarbus.

3.8 lentelė

Įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo šalies visuomenės socialinio aktyvumo tyrimo rezultatai.

Modelio kintamieji	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	8a modelis		8b modelis	
	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė
β_1 (ISA poveikis, kai yra suinteresuotųjų gr. agresyvi elgsena ne Rytų Europoje)	0,00802251	<0,00001 ***	0,0089439	<0,00001 ***
β_2 (ISA poveikis, kai suinteresuotųjų gr. agresyvios elgsenos nėra, ne Rytų Europoje)	-0,00515899	<0,00001 ***	-0,0059642	<0,00001 ***
β_3 (ISA poveikis, kai nėra suinteresuotųjų gr. agresyvios elgsenos, Rytų Europos įmonėse)	-0,00226639	0,02687 **	-0,0026258	0,03427 **
β_4 (ISA poveikis, kai yra suinteresuotųjų gr. agresyvi elgsena Rytų Europos įmonėse)	-0,00637791	0,03892 **	-0,0046958	0,03106 **
β_5 (ISA poveikis, kai nėra suinteresuotųjų gr. agresyvios elgsenos ne Europos šalyse)	-0,0224464	0,00033 ***	-0,0248014	0,00053 ***
β_6 (ISA poveikis, kai yra suinteresuotųjų gr. agresyvi elgsena ne Europos šalyse)	0,00899069	0,17614	0,00773605	0,30906

Tikrinant keliamą prielaidą su atskiromis ĮSA komponentėmis, gaunami panašūs rezultatai, kur koeficientai β_2 , β_3 , β_5 yra statistiškai reikšmingi ir neigiami, t. y., tiesiogiai be suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų poveikio finansinė rizika yra mažesnė nei tada, kai poveikį suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena daro (bazinė, lyginamoji kategorija yra *noteasteurope_react*) (žr. 9 priedą). Koeficientas β_1 yra statistiškai reikšmingas ir teigiamas – reprezentuoja poveikį, kurį įmonių socialinės atsakomybės lygis atskirose srityse (aplinkosaugos, socialinės, korporatyvinio valdymo) daro ne Rytų Europos (*noteasteurope*) įmonių finansinei rizikai, kai suinteresuotosios grupės veikia agresyviai (rengia streikus, protestus, boikotus, teisinius procesus). Koeficientas β_4 yra neigiamas ir statistiškai reikšmingas – tai rodo, jog Rytų Europos (*easteuropa*) įmonėse, pasireiškiant suinteresuotųjų

grupių agresyviai elgsenai, finansinė rizika išauga mažiau nei ne Rytų Europos (*noteasturope*) įmonėse. Atsižvelgiant į tyrimo rezultatus tikrinama prielaida priimama.

Gauti tyrimo rezultatai pagrindžia, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra mažesnis Rytų Europoje nei kitose Europos valstybėse. Taip patvirtinama prielaida, kad įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo šalies visuomenės socialinio aktyvumo.*

Atsižvelgiant į visų H4 hipotezės keliamų prielaidų modelių tikrinimo rezultatus, pastebėtina, jog visos prielaidos yra patvirtinamos, išskyrus: yra atmetama prielaida dėl įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, priklausomybės nuo įmonių matomumo lygio, todėl hipotezė **H4** *dėl įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo moderuojančių veiksnių (įmonės dydžio, įmonių inovatyvumo lygio, ekonominės veiklos sektoriaus ir šalies visuomenės socialinio aktyvumo) yra patvirtinama.*

3.4. Tyrimo rezultatų apibendrinimas

Dinamiškumu ir nenuspėjamumu pasižyminčioje verslo aplinkoje įmonės stengiasi save išskirti iš kitų konkurentų rato, sukurti tvirtą reputaciją, pritraukti platesnį vartotojų ratą ir įgyti socialinį pritarimą. Didėjant globalizaciniais procesams įmonės susiduria su išaugusia bendruomenės, valdžios, profesinių sąjungų, darbuotojų, tiekėjų ir kitų suinteresuotųjų grupių poreikiais įmonės atžvilgiu. Išaugę suinteresuotųjų grupių poreikiai ir jų svarba visuomenėje suponuoja aplinką, kurioje įmonių generuojamas pelnas ir sėkmė yra neatskiriami nuo įmonės socialinės aplinkos, todėl įmonių uždirbamas pelnas suvokiamas kaip bendrai uždirbtas socialinis kapitalas ir turi būti dalijamas visų suinteresuotųjų grupių atžvilgiu.

Reikia pastebėti, jog ilgą laiką įmonių socialinė atsakomybė buvo suvokiama kaip mechanizmas, leidžiantis vykdyti įmonių veiklą atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių poreikius ir buvo traktuojamas kaip generuojantis finansinę ir socialinę naudą. Tačiau pastaraisiais metais vis dažniau pastebima įmonių socialinės atsakomybės įtaka įmonių kredito, reputacijos, strateginei ir finansinei rizikai. Tyrimuose, kuriuose buvo vertinama įmonių socialinės atsakomybės tiesioginis poveikis įmonių finansinei rizikai, pateikiami nevienareikšmiai rezultatai. Vienais atvejais tyrimai parodė, jog įmonių socialinė atsakomybė *turi teigiamą (mažina riziką) poveikį*, (Hillman, Keim, 2001), *neigiamą (didina riziką) poveikį įmonių finansinei rizikai* (Brammer ir kt., 2006; Salama ir kt., 2011), arba pažymima, jog *nėra jokio*

ryšio tarp šių dviejų reiškinų (Renneboog ir kt., 2008; Bauer ir kt., 2009; Humphrey ir kt., 2012; Kim, 2010). Tokie nevienareikšmiai rezultatai pagrindė būtinumą detaliau įvertinti įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai.

Apibendrinant disertacijoje atlikto empirinio tyrimo rezultatus, būtina pažymėti, jog beveik visos (trys iš keturių) tyrimo hipotezės yra patvirtintos. Be to, įrodyta, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra netiesioginis ir priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos*. Remiantis tyrimo rezultatais patvirtinta, jog *keičiantis įmonių socialinės atsakomybės lygiui, suinteresuotųjų grupių elgsena kinta ir daro stipresnį poveikį įmonių finansinei rizikai*. Taip pat tyrimo rezultatai leidžia teigti, jog *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių elgseną, yra priklausomas nuo moderuojančių veiksnių (įmonių dydžio, inovatyvumo ir matomumo, įmonių veiklos sektoriaus ir šalies, kurioje įmonė veikia socialinio aktyvumo)*.

Iki pastarojo meto tyrimai, nagrinėjantys įmonių socialinės atsakomybės, suinteresuotųjų grupių ir finansinės rizikos priklausomybę, buvo fragmentiški, jungiantys tik du iš šioje disertacijoje nagrinėjamų reiškinų. Taip pat disertacijoje atlikto empirinio tyrimo rezultatai patvirtina kitų autorių atliktų tyrimų rezultatus, jog suinteresuotųjų grupių (dažniausiai darbuotojų, jiems atstovaujančių profsąjungų, nevyriausybinų organizacijų ir kt.) rengiami streikai, protestai, boikotai ir teisminiai ieškiniai turi neigiamą poveikį įmonių akcijų grąžos svyravimams (Eesley, Lenox, 2005; King, Soule, 2007). Gauti rezultatai prieštarauja iki šiol vyravusiai nuomonei, jog rizika, kylanti iš agresyvios suinteresuotųjų grupių elgsenos, pasireiškiančios per streikus, protestus, boikotus, teisminius procesus, yra nepriklausoma nuo įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės (Kolbel, Busch, 2013; Kolbel ir kt., 2013).

Disertacijoje suformuotas teorinis modelis, kuris patikrintas ir patvirtintas empiriškai praplečia įmonių socialinės atsakomybės tyrimų lauką, į įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimą įtraukiant medijuojantį veiksni – suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, ir nustato naują tyrimų kryptį, kurioje įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių veiklos rezultatams turi būti vertinamas netiesiogiai ir atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių vaidmenį įmonių atžvilgiu.

Trečioje disertacijos dalyje, siekiant įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo modelį patikrinti empiriškai buvo atliktas empirinis tyrimas vertinant ne tiesioginį įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, bet per medijuojantį veiksni – suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną. Tyrimas buvo atliktas keliais etapais. Pagrindus „Bloomberg“ duomenų bazės skaičiuojamo įmonių socialinės atsakomybės lygio rodiklio patikimumą ir tinkamumą tyrimui, buvo sudaroma tyrimo imtis, į tyrimą įtraukiant visas Europoje veikiančias įmones,

kurios yra biržinės ir kurių socialinės atsakomybės lygis yra vertinamas „Bloomberg“ duomenų bazės. Pritaikius disertacijoje pagrįstą suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos atvejų vertinimo metodiką buvo atliekamas suinteresuotųjų grupių streikų, protestų, boikotų ir teisminių procesų atvejų skaičiavimas kiekvienai tiriamai įmonei kiekvieniems tyrimo metams. Taip pat šiame tyrimo etape pagal disertacijos antroje dalyje pagrįstą finansinės rizikos matavimo modelį buvo pritaikytas neigiamo nuokrypio beta rodiklis kiekvienai tiriamai įmonei ir kiekvieniems tyrimo metams.

Antrame tyrimo etape pasitelkus statistinių duomenų lyginamosios analizės metodą buvo vertinama įmonių socialinės atsakomybės lygio ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos paskelbiamų atvejų pasiskirstymas tarp ekonominės veiklos sektorių, šalių ir Europos regionų. Remiantis šalių socialiniu aktyvumu šalys buvo suskirstytos į tris regionus. Didžiausias ĮSA vidurkis pastebėtas Skandinavijos regione – 32,7 balų, Vakarų Europoje – 29,2, Rytų Europoje – 19,2, kitose šalyse – 17,2. Rezultatai patvirtino teorines prielaidas, jog ĮSA yra žemiausio lygio posovietinėse, žemesnio ekonominio išsivystymo lygio šalyse kaip Rytų Europa ar Turkija, kur įmonių socialinė atsakomybė yra dar silpnai įgyvendinama įmonių ir menkai suvokiama tarp visuomenės. Analizuojant įmonių socialinės atsakomybės lygio pasiskirstymą tarp ekonominės veiklos sektorių, buvo pastebėta didžiausia agreguoto ĮSA rodiklio reikšmė žaliavų (38,3), komunalinių (34,8), telekomunikacijų (34,6) ir vartojimo prekių (34,1) sektoriuose. Suinteresuotųjų grupių aktyvios elgsenos vidurkis didžiausias pastebimas finansų (30) ir energijos (25,7) sektoriuose. Galima pastebėti, jog abiejų rodiklių reikšmių vidurkiai yra didžiausi ekonominės veiklos sektoriuose, kurie turi tiesioginį kontaktą su klientais, tai yra, telekomunikacijų, komunalinių ir finansų paslaugų bei vartojimo prekių gamybos sektoriuose.

Trečiame tyrimo etape buvo siekiama patvirtinti disertaciniame darbe iškeltas hipotezes ir patikrinti įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną. Šiam tikslui pasiekti buvo pasitelktas panelinių duomenų atsitiktinių efektų modelis. Siekiant tyrimo rezultatų patikimumo ir tikslumo tyrimui naudojami subalansuoti duomenys ir tyrimas papildytas kontroliuojamais kintamaisiais, kurių būtinumas pagrįstas antroje disertacinio darbo dalyje. Tyrimo metu buvo atskleista, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra netiesioginis, bet priklauso nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos. Taip pat buvo pastebėta, jog didėjant suinteresuotųjų grupių rengiamų streikų, protestų, boikotų, teisminių ieškinių paskelbimo atvejų skaičiui įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai didėjo. Tyrimo rezultatai parodė, jog suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena nedaro didesnio poveikio įmonių finansinei rizikai esant žemam socialinės atsakomybės lygiui, tačiau poveikis intensyvėja keičiantis įmonių socialinės atsakomybės lygiui. Trečioje disertacinio darbo dalyje atliktas tyrimas atskleidė, jog

įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra netiesioginis, bet priklauso nuo suinteresuotųjų grupių elgsenos ir moderuojančių veiksnių (įmonės dydžio, įmonės inovatyvumo ir matomumo lygio, ekonominės veiklos sektoriaus ir šalies visuomenės socialinio aktyvumo).

Remiantis šiais rezultatais, galima daryti išvadą, jog vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių finansinei rizikai (kredito rizikai, veiklos rezultatams), svarbu juos vertinti kompleksiskai, į tyrimą įtraukiant suinteresuotųjų grupių elgseną. Šio tyrimo rezultatai parodė, jog nors iš esmės įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai sutampa su ankstesnių autorių darbais, tačiau tyrimų laukas iš esmės papildytas suformuojant naują tyrimų kryptį, t. y., nustatant, jog ateityje į tyrimus, vertinat įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių rezultatams, būtų įtraukiama suinteresuotųjų grupių elgsena.

Remiantis įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimo rezultatais, buvo atskleista, jog ĮSA neturi tiesioginio poveikio įmonių neigiamiems akcijų grąžos nuokrypiams ir poveikis priklauso nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos, kuri pasireiškia per protestus, streikus, boikotus, teisinius procesus. Todėl įmonių socialinės atsakomybės vertinimai kitų rizikų (kredito, strateginės, reputacijos ir pelningumo sumažėjimo) kontekste, turėtų būti papildyti suinteresuotųjų grupių elgsenos vertinimu.

IŠVADOS IR TOLESNĖS TYRIMŲ KRYPTYS

1. Disertacijoje atliktų teorinių ir empirinių tyrimų analizė parodė, jog skiriasi tyrėjų požiūriai į įmonių socialinę atsakomybę. Įmonių socialinės atsakomybės reiškinių teorines sampratas sąlygoja tai, jog jis yra skirtingų mokslų arba tarpdisciplininių tyrimų objektas, todėl yra nevienodi analizės lygiai, požiūriai į įmonių socialinę atsakomybę, o kartu ir skirtingos metodologinės tyrimų prielaidos. Disertacijoje *įmonių socialinės atsakomybės reiškinys yra suvokiamas, kaip savanoriška įmonių veikla įgyvendinant ekonominę, teisinę, etinę ir filantropinę atsakomybę, kuri pasireiškia ekonominių, aplinkosauginių ir socialinių iniciatyvų forma ir yra priklausoma nuo vidinių ir išorinių įmonės veiksmų*. Pateiktame apibrėžime vyrauja deskriptyvinis požiūris, jog įmonės realizuoja socialinę atsakomybę, siekdamas socialinių, ekonominių ir aplinkosauginių tikslų, atsižvelgdamos į įvairių suinteresuotųjų grupių poreikius.
2. Atlikta teorinių studijų analizė parodė, jog jose vyrauja dviejų aprėpčių suinteresuotųjų grupių samprata, skirtingai interpretuojant suinteresuotąsias grupes. Dauguma mokslininkų remiasi plačiuoju požiūriu, kurio pagrindą sudaro suinteresuotųjų grupių teorija, kai suinteresuotosios grupės yra suvokiamos kaip grupės arba asmenys, galintys turėti įtaką arba kuriuos gali veikti įmonės tikslų įgyvendinimas. Siaurąja prasme suinteresuotosiomis grupėmis yra pripažįstamos tos, kurios turi juridines teises į įmonę, neatsižvelgiant į reliacinius suinteresuotųjų grupių ir įmonių aspektus. Suinteresuotųjų grupių svarba įmonių socialinės atsakomybės kontekste grindžiama tuo, jog šiuolaikiniame verslo pasaulyje organizacija yra suvokiama kaip visuma ją supančių suinteresuotųjų grupių ir ją veikiančių aplinkos veiksmų. Remiantis atlikta ankstesnių tyrimų analize, pastebėtina jog suinteresuotųjų grupių vaidmuo apima suinteresuotųjų grupių poreikius ir jų elgseną įmonės atžvilgiu. Teorinėse studijose suinteresuotųjų grupių elgsena yra skirstoma į agresyvią ir pasyvią. Tyrimų rezultatai patvirtina, jog agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena turi didesnę poveikį įmonių akcijų grąžos svyravimams. Disertacijoje yra laikomasi pozicijos, jog suinteresuotosios grupės yra priklausomos nuo santykių su įmone ir todėl atliktame tyrime įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai vertinamas remiantis nuostata, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos.
3. Nors tyrėjai ir akcentuoja kompleksiško požiūrio į įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai vertinimo būtinybę, analizuotoje mokslinėje literatūroje neišplėtotas vertinimas, kada būtų atsižvelgiama į socialinės atsakomybės poveikį

įmonių akcijų gražos nuokrypiui į neigiamą pusę, kada į tyrimus įtraukiama suinteresuotųjų grupių elgsena. Daugelyje tyrimų yra vertinamas tiesioginis įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių veiklos rezultatams, kredito, finansinei rizikai. Nevienareikšmiai analizuotų tyrimų rezultatai leido daryti prielaidą, jog įmonių socialinė atsakomybė nedaro tiesioginio poveikio įmonių finansinei rizikai. Atlikus teorinių studijų analizę, buvo pastebėta, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai aiškina skirtingos savo metodologinėmis prielaidomis: oportunisto, suinteresuotųjų grupių ir ribotų išteklių, teorijos.

4. Apibendrinus įmonių socialinės atsakomybės ir jos poveikio įmonių rezultatams bei rizikai tyrimus, nustatyta, jog dažniausiai įmonių socialinė atsakomybė yra vertinama tiesioginėje priklausomybėje su įmonių veiklos rezultatais, išreiškiamais per finansinius rodiklius, įmonės vertę, riziką (strateginę, rinkos, reputacijos) (neįtraukiant suinteresuotųjų grupių elgsenos atvejų). Atskirai vertinama suinteresuotųjų grupių poveikis įmonių vertei, reputacijai, rizikai, akcijų gražai (neįtraukiant įmonių socialinės atsakomybės aspekto) ir suinteresuotųjų grupių ir įmonių socialinės atsakomybės sąsajos (neįtraukiant į tyrimą sąsajos poveikio įmonių rezultatams), tačiau nėra išplėtotas kompleksinis vertinimas, kai viename modelyje jungiami trys reiškiniai, vertinant suinteresuotųjų grupių elgseną kaip medijuojantį veiksnį (per kurį daromas poveikis finansinei rizikai) ir vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių finansinei rizikai.
5. Atsižvelgiant į teorines įmonių socialinės atsakomybės, finansinės rizikos ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos sąsajų prielaidas, tyrime identifikuoti ir struktūruoti medijuojantys veiksniai buvo susieti vertinimo modelyje. Visa tai sudarė prielaidas pagrįsti 4 punkte paminėtų tiriamų reiškinų priklausomybes. Disertacijoje pristatomo modelio pagrindu buvo pagrįstas įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimo nuoseklumas ir parinkti konkretūs metodai kiekvienam apibrėžtam tyrimo etapui: įmonių socialinės atsakomybės, finansinės rizikos, suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos vertinimui; moderuojančių veiksnių vertinimui; įmonių socialinės atsakomybės poveikio akcijų gražos nuokrypiams į neigiamą pusę, į tyrimą įtraukiant suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, vertinimui.
6. Sudaryta empirinio tyrimo metodika, kurioje, vertinant įmonių socialinės atsakomybės poveikį finansinei rizikai, atsižvelgta į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną. Disertacijoje išmatuojamas įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikis finansinei rizikai ESG rodikliu (jis skaičiuojamas remiantis „Bloomberg“ duomenų baze), taip pat

išmatuojama neigiamo nuokrypio beta, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną (ji pasireiškia: streikų, protestų, boikotų, teisminių ieškinių veiksmais). Empirinis tyrimas apima situacijas Europos šalių įmonėse 2010–2013 metais. Tyrimo metu buvo gautos tokios išvados:

- 6.1. Tikrinant pirmąją hipotezę (H1) „*Įmonių socialinės atsakomybės poveikis įmonių finansinei rizikai yra netiesioginis ir yra priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos*“, gauti rezultatai parodė, jog beta koeficientas prie socialinės atsakomybės lygio rodiklio yra statiškai nereikšmingas. Priešingai, koeficientas prie socialinės atsakomybės rodiklio vertinant per medijuojantį suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos rodiklį yra statistiškai reikšmingas. Tokie rezultatai leido patvirtinti hipotezę H1. Tyrimo rezultatai taip pat parodė, jog intensyvėjant suinteresuotųjų grupių agresyviai elgsenai poveikis finansinei rizikai didėja.
- 6.2. Tikrinant hipotezę H2 „*Ar įmonių finansinę riziką didina agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena esant žemam įmonių socialinės atsakomybės lygiui*“, įmonės buvo skirstomos į žemos ir aukštos socialinės atsakomybės lygio grupes. Tyrimo rezultatai atskleidė, jog agresyvi suinteresuotųjų grupių elgsena labiau auga įmonėse, kurių įmonių socialinės atsakomybės lygis didelis. Gautas skirtumas yra statiškai reikšmingas ir neatitinka anksčiau atliktų tyrimų išvadų. Remiantis gautais rezultatais hipotezė H2 yra atmetama.
- 6.3. Tyrimo metu buvo atskleista, jog *keičiantis įmonių socialinės atsakomybės lygiui kinta ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos intensyvumas, o tai daro poveikį finansinei rizikai*. Buvo pastebėta, jog sumažėjus įmonių socialinės atsakomybės lygiui, suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena didina finansinę riziką. Gauti rezultatai buvo panašūs vertinant agreguotą socialinės atsakomybės lygio rodiklį ir atskiras jo komponentes. Remiantis šiais rezultatais, trečioji tyrimo hipotezė (H3) buvo patvirtinta.
- 6.4. Siekiant patikrinti *įmonių socialinės atsakomybės lygio poveikį įmonių akcijų nuokrypiui į neigiamą pusę, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, ir priklausomybę nuo moderuojančių veiksnių*, ketvirtoji hipotezė buvo skaidoma į kelias dalis, išskiriant ir vertinant atskirai kiekvieną modelyje numatytą moderuojantį veiksnių. Tiriant įmonių dydžio poveikį vertinamam reiškiniiui, įmonės pagal dydžius buvo skirstomos į kvartilius. Tyrimo rezultatai atskleidė, jog kuo didesnės įmonės, tuo suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena labiau didina finansinę riziką. Remiantis tyrimo rezultatais hipotezės H4 prielaida, kad *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo įmonės dydžio, yra patvirtinama*.

- 6.5. Tyrimo metu buvo tikrinamas įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomai nuo įmonės inovatyvumo lygio (matuojamo išlaidomis tyrimams ir inovacijoms). Tyrimo imtis buvo skaidoma į kvartilius pagal įmonių inovatyvumo lygį. Rezultatai parodė, jog labiausiai neišauga inovatyvių įmonių finansinė rizika, net esant suinteresuotųjų grupių agresyviai elgsenai. Visais atvejais buvo pastebėta, jog keičiantis įmonių inovatyvumo lygiui, įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, vertinamai per suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra kintantis. Tai leido patvirtinti *H4 hipotezės prielaidą dėl įmonių socialinės atsakomybės poveikio finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, priklausomybės nuo įmonės inovatyvumo lygio.*
- 6.6. Siekiant patikrinti *H4* hipotezę, disertacijoje buvo tikrinama prielaida, ar *įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo įmonės matomumo lygio* (apskaičiuojamo išlaidų reklamai dydžiu). Tyrimo imtis buvo skirstoma į kvartilius pagal įmonių išlaidų reklamai dydį. Tyrimo metu buvo pastebėta, jog veikiant suinteresuotosioms grupėms finansinė rizika didėja, tačiau poveikis nėra nevienodas skirtingo matomumo lygio įmonėse. Remiantis tokiais tyrimo rezultatais kelta *prielaida yra atmetama.*
- 6.7. Siekiant įrodyti, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo ekonominės veiklos sektoriaus, įmonės buvo skirstomos į skirtingus ekonominės veiklos sektorius pagal GICS klasifikaciją. Įmonių socialinės atsakomybės lygio ir suinteresuotųjų grupių agresyvios elgsenos statistinių duomenų lyginamoji analizė atskleidė skirtumus tarp ekonominės veiklos sektorių. Naudojantis panelinių duomenų atsitiktinių efektų regresinės analizės metodu, buvo pastebėta, jog nagrinėjamo reiškinio poveikis yra mažesnis pramonės, sveikatos apsaugos ir ne pirmo būtinumo vartojimo prekių sektoriuose nei kituose sektoriuose. Tokie tyrimo rezultatai leido *patvirtinti H4 prielaidą, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra priklausomas nuo ekonominės veiklos sektoriaus.*
- 6.8. Siekiant patikrinti, ar įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į agresyvią suinteresuotųjų grupių elgseną, yra priklausomas nuo šalies visuomenės socialinio aktyvumo, įmonės buvo klasifikuojamos pagal šalių socialinį aktyvumą. Remiantis ankstesnių autorių darbais, tyrimo imtis buvo suskirstyta į keturias kategorijas: Skandinavijos šalys, pokomunistinės, Vakarų Europa ir kitos šalys.

Atliekant tyrimą buvo pastebėta, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai, atsižvelgiant į suinteresuotųjų grupių agresyvią elgseną, yra mažesnis pokomunistinėse šalyse nei kitose Europos šalyse. Tyrimo rezultatai *patvirtino keliamą prielaidą, jog priklausomai nuo šalies visuomenės socialinio aktyvumo įmonių socialinė atsakomybė turi mažesnę poveikį finansinei rizikai Rytų Europos (pokomunistinėse) valstybėse, kur žmonių ar suinteresuotųjų grupių aktyvumas yra žemas. Apibendrinus gautus tyrimo rezultatus, įrodyta, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai yra priklausomas nuo moderuojančių veiksnių (įmonės dydžio, įmonės inovatyvumo lygio, ekonominės veiklos sektoriaus, šalies visuomenės socialinio aktyvumo), kas leido patvirtinti H4.*

7. Interpretuojant disertacijoje gautus tyrimo rezultatus, reikia atsižvelgti į kai kuriuos apribojimus:

- 7.1. Suinteresuotųjų grupių elgsena vertinama įtraukiant tik agresyvius suinteresuotųjų grupių veiksmus (boikotus, streikus, protestus, teisminius ieškinius).
- 7.2. Nevertinama kitokia suinteresuotųjų grupių vaidmens raiškos forma (darbuotojų lojalumas ar vadovų įsitikinimai).
- 7.3. Įmonių socialinės atsakomybės poveikis finansinei rizikai vertinamas nenaudojant laginių duomenų, atmetant ankstesnių mokslininkų išvagas, jog pasireiškia tarpusavio priklausomybė tarp įmonių socialinės atsakomybės ir įmonių veiklos rezultatų. Tyrime daroma prielaida, jog investuotojai tiesiogiai reaguoja į įmonės socialinės atsakomybės lygio pokyčius, nepriklausomai nuo įmonių socialinės atsakomybės vertinimo rodiklio pasikeitimo momento.
8. Apibendrinant darbo teorinės analizės ir empirinio tyrimo rezultatus, galima teigti, jog įmonių socialinė atsakomybė neturi tiesioginio poveikio įmonių neigiamiems akcijų grąžos svyravimams ir dėl to neturi tiesioginio poveikio įmonių finansinei rizikai. Šis poveikis yra priklausomas nuo suinteresuotųjų grupių elgsenos, kuri pasireiškia per streikus, protestus, boikotus ir teisminius ieškinius. Priklausomai nuo įmonių įgyvendinamos socialinės atsakomybės lygio, pasireiškia suinteresuotųjų grupių reakcija, kuri stebima per jų atitinkamus veiksmus, turinčius poveikį įmonių akcijų grąžai. Suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena (streikai, protestai, boikotai, teisminiai ieškiniai) intensyvėja priklausomai nuo įmonių socialinės atsakomybės lygio pasikeitimo. Vadinasi, suinteresuotosios grupės yra aktyvios, stebi įmonės veikloje įgyvendinamą socialinę atsakomybę ir reaguoja į jos lygio pasikeitimus. Tyrimas parodė, jog esant agresyviai suinteresuotųjų grupių elgsenai įmonių socialinė atsakomybė didina įmonių finansinę riziką (pasireiškia akcijų grąžos neigiama tendencija). Neigiami akcijų grąžos

svyravimai gali lemti tolesnį akcijų pardavimą arba akcininkų spaudimą įmonių vadovams keisti vykdomą politiką. Disertacijoje atliktas tyrimas parodė, jog įmonių socialinės atsakomybės poveikis turi įtakos įmonių akcijų gražos svyravimams į neigiamą pusę, kai pasireiškia suinteresuotųjų grupių agresyvi elgsena. Tai priklauso nuo moderuojančių veiksnių (įmonės dydžio, įmonės inovatyvumo ir matomumo lygio, ekonominės veiklos sektoriaus ir šalies socialinio aktyvumo).

9. Atsižvelgiant į disertacinio darbo rezultatus ir apribojimus, galimos tokios tolimesnių tyrimų kryptys:

9.1. Plėtojant įmonių socialinės atsakomybės poveikio įmonių veiklos rezultatams, rizikai (kredito, finansinei) tyrimus, vertėtų atsižvelgti ir į kitas suinteresuotųjų grupių elgsenos formas (pasyvią elgseną: bendradarbiavimą, laiškų rašymo kampanijas, akcininkų balsavimo teisę; klientų pasitikėjimą, darbuotojų lojalumą, vadovų įsitikinimus ir kt.). Taip pat tolesniuose tyrimuose siūloma tirti nagrinėjamo reiškinio poveikį įmonių finansinei rizikai, vertinamai kitais matais (įmonės finansinius rodiklius, rinkos sisteminę riziką, bendrą rinkos riziką).

9.2. Kita tyrimų kryptis – vertinti įmonių socialinės atsakomybės poveikį įmonių kredito, reputacijos, strateginei rizikoms per medijuojantį suinteresuotųjų grupių elgsenos veiksnį. Tokie tyrimai leistų praplėsti įmonių socialinės atsakomybės ir įmonės rezultatų sąsajų sampratą.

Būtina pažymėti, jog tyrimas apėmė ketverius metus (2010–2013), buvo atliekamas Europos šalių mastu. Galima būtų tyrimą praplėsti įtraukiant kitus regionus ir ilgesnį tiriamąjį laikotarpį, kas leistų palyginti tiriamo reiškinio tendencijas ir specifiką kituose regionuose.

LITERATŪRA

1. Abbasi, E. (2014). Evaluation of Return Mean and Stock Surplus Return Mean with Two Approaches of Traditional Risk and Downside Risk // *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 6, No. 2.
2. Abe, M., Ruanglikhitkul, W. (2011). Developments in the concept of corporate social responsibility (CSR). ESCAP.
3. Ackerman, H. D (1973). How companies respond to social demands. Iš Carroll, A.B. *Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct // Business and Society*, Vol. 38.
4. Aguilera, R. V., ir kt. (2007). Putting the s Back in Corporate Social Responsibility: a Multilevel Theory of Social Change in Organizations // *Academy of Management Review*, Vol. 32, No. 3.
5. Aguinis, H., Glavas, A. (2012). What we know and don't know about corporate social responsibility: A review and research agenda // *Journal of Management*, Vol. 38.
6. Ahamed, W., ir kt. (2014). Does Corporate Social Responsibility Lead to Improve in Firm Financial Performance? Evidence from Malaysia. *International // Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, No. 3.
7. Ayerbe, C. G., ir kt. (2012). Stakeholder pressure and environmental proactivity: Moderating effect of competitive advantage expectations // *Management Decision*, Vol. 50, No. 2.
8. Ayuso, S., ir kt. (2012). Maximizing stakeholders' interests: an empirical analysis of the stakeholder approach to corporate governance // *Business & society*.
9. Al-Tuwaijri, S. A., ir kt. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach // *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 29.
10. Amaeshi, K. M., Adi, A. B. C. (2006). Reconstructing the corporate social responsibility construct in Utlish // *Business Ethics European Review*.
11. Amine, M. E. A., ir kt. (2013). Corporate Ethical and Social Responsibility and Relationship Marketing: A Content Analysis of the Websites of Moroccan Commercial Banks. *International Journal of Business and Management*. Vol. 8, No. 3.
12. Andriof, J., Waddock, S. (2002). *Unfolding Stakeholde Engagement // J. Andriof, B. Husted, S. Waddock, S. Sutherland Rahman (Eds.), Sheffield: Greenleaf Publishing.*
13. Arlauskienė, R., Vanagienė, V. (2011). Įmonių socialinės atsakomybės propagavimas reklamoje, stiprinant prekės ženklą vertę pirkėjui // *Management theory and studies for rural business and infrastructure development*, Nr. 5.
14. Artavanis, N. (2013). *A Treatise on Downside Risk // Virginia Polytechnic Institute and State University, Dissertation.*
15. Astromskiene, A., Adamonienė, R. (2009). Tendencies of enterprise social responsibility initiatives in Lithuania // *Economics and Management*, Nr.14.
16. Attig, N. ir kt., (2013). Corporate Social Responsibility and Credit Rating // *Journal of Business Ethics*.
17. Attig, N., ir kt. (2013). Corporate Social Responsibility and Credit Rating. *Journal of Business Ethics*, Vol. 117.
18. Aupperle, K. E., ir kt., (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability // *Academy of Management Journal*, Vol. 28, No. 2.
19. Aupperle, K. E., Pham, D. V. (1989). An expanded investigation into the relationship of corporate social responsibility and financial performance // *Employee Responsibilities and Rights Journal*, Vol. 2, No. 4.

20. Balatbat, M. ir kt. (2012). *ESG scores and its influence on firm performance: Australian evidence*. School of Accounting Seminar Series. UNSW. Sydney, Australia.
21. Balčytienė, A. (2000). Žiniasklaidos tekstai // Darbai ir dienos, Nr. 24.
22. Baltagi, B. H. (2005). *Econometrics*. Springer Texts in Business and Economics.
23. Barnea, A., Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders // *Journal of Business Ethics*, Vol. 97.
24. Barnett, M. L. (2007). Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility // *Academic Management Review*, Vol 32.
25. Baron D. P. (2001). Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy // *J. Econom. Management Strategy*, Vol. 10.
26. Bartram, S. O. ir kt. (2013). How Important is Financial Risk? // *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, Forthcoming.
27. Bauer, R., ir kt. (2009). *Employee Relations and Credit Risk*, SSRN. Working paper, Maastricht University.
28. Bawa, V.S., Lindenberg E.B., (1977). Capital market equilibrium in a mean-lower partial moment framework // *Journal of Financial Economics*, Vol. 5.
29. Beach, S. (2009). Who or what decides how stakeholders are optimally engaged by governance networks delivering public outcomes? / Paper presented at the 2009, 13th International Research Society for Public Management Conference (IRSPM XIII), Copenhagen Business School, Frederiksberg, April 6–8.
30. Benito, J. G., Benito, O. G., (2010). A Study of Determinant Factors of Stakeholder Environmental Pressure Perceived by Industrial Companies // *Business Strategy and the Environment*, Vol. 19.
31. Bernatonyte, D., Vilke, R., Keizeriene, E. (2009). Economic crisis impact directions concerning corporate social responsibility in Lithuanian SME's // *Economics and Management*, No 14.
32. Betts, T. ir kt. (2015). Exploring the Impact of Stakeholder Pressure on Environmental Management Strategies at the Plant Level: What Does Industry Have to Do with It? // *Journal of Cleaner Production*, Vol. 92.
33. Bhattacharya, C. B. ir kt. (2009). Strengthening Stakeholder–Company Relationships through Mutually Beneficial Corporate Social Responsibility Initiatives // *Journal of Business Ethics*, Vol. 85, No. 2.
34. Bhattacharya, C. B., ir kt. (2008). Using Corporate Social Responsibility to Win the War for Talent // *MIT Sloan Management Review*, Vol. 49, No. 2.
35. Bird, R., A. ir kt. (2007). What Corporate Responsibility Activities Are Valued By the Market? // *Journal of Business Ethics*, Vol. 76, No. 2.
36. Boesso, G., ir kt. (2013). Descriptive, instrumental and strategic approaches to corporate social responsibility // *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 26, No. 3.
37. Bouslah, K., et. al. (2013). The impact of the dimensions of social performance on firm risk // *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37.
38. Bowen, F. (2002). Does Size Matter? Organizational Slack and Visibility as Alternative Explanations for Environmental Responsiveness // *Business and Society*, Vol. 41, No. 1.
39. Brammer, S., ir kt. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures // *Financial Management*, No. 3.
40. Brammer, S., ir kt. (2011). *Managing Sustainable Global Supply Chain: Framework and Best Practices* // Other. London, Ontario: Network for Business Sustainability.
41. Branco, M. C., Rodrigues, L. L. (2006). Corporate social responsibility and resource based perspectives // *Journal of Business Ethics*, Vol. 69, No. 2.
42. Brickson, S. L. (2007). Organizational identity orientation: The genesis of the role of the firm and distinct forms of social value // *Academy of Management Review*, Vol. 32.
43. Bridoux, F., Stoelhorst, J. W. (2013). Microfoundations for stakeholder theory: Managing stakeholders with heterogeneous motives // *Strategic Management Journal*, 35 (1).

44. Brower, J., Mahajan, V. (2012). Driven to Be Good: A Stakeholder Theory Perspective on the Drivers of Corporate Social Performance // *Journal of Business Ethics*, Vol. 117, No. 2.
45. Bučiūnienė, I., Kazlauskaitė, R. (2012). The linkage between HRM, CSR and performance outcomes // *Baltic Journal of Management*, Vol. 7, No. 1.
46. Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility // *Academy of Management Review*, Vol. 32.
47. Campbell, J.Y., ir kt. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical examination of idiosyncratic risk // *Journal of Finance*, Vol. (56).
48. Cappelen, A. (2004). Two Approaches to Stakeholder Identification // *Journal for Business, Economics and Ethics*, Vol. 5, No. 3.
49. Carroll, A. B. (2001). The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders // *Business Horizons*, Vol. 34, No. 4.
50. Carroll, A. B. (2008). A history of corporate social responsibility: concepts and practices. Iš A. Crane, A. McWilliams, D. Matten, J. Moon & D. S. Siegel (Eds.). *The Oxford handbook of corporate social responsibility* (pp. 19-46). United States: Oxford University Press.
51. Carroll, A.B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate social performance // *Academy of Management Review*, Vol. 4
52. Carroll, A.B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders // *Business Horizons*, July–August.
53. Carroll, A.B. (1999). Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct // *Business and Society*, Vol. 38.
54. Carroll, A.B., Shabana, K.M., (2010). The Business Case for Corporate Social Responsibility: A Review of Concepts, Research and Practice // *International Journal of Management Reviews*.
55. Cespa, G., Cestone, G. (2007). Corporate social responsibility and managerial entrenchment // *Journal of Economics and Management Strategy*, Vol. 16.
56. Chang, T.C, ir kt. (2013). Is default probability associated with corporate social responsibility? // *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, Vol. 20, No. 4.
57. Chegut, A., et. al. (2011). Assessing SRI fund performance research: best practices in empirical analysis // *Sustainable Development*, Vol. 19.
58. Chen, H. J., Kacperczyk, M., Molina, H. O. (2012). Do nonfinancial stakeholders affect the pricing of risky debt? Evidence from unionized workers // *Review of Finance*, Vol.12.
59. Cheung, P., Mak, W. (2010). *The Relation Between Corporate Social Responsibility Disclosure and Financial Performance : Evidence from the Commercial Banking Industry*. Simon Fraser University, Canada.
60. Chih, H.L., ir kt. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence // *Journal of Business Ethics*, Vol. 79, No. 1.
61. Chokri Mamoghli, Sami Daboussi (2008). Performance measurement of hedge funds portfolios in a downside risk framework. SSRN 1274821.
62. Clark, G.L., ir kt. (2008). Shareholder activism in the public spotlight: social investors' resolutions at US corporate annual general meetings, 2001-2004 // *Environment and Planning*, Vol. 40
63. Clarke, P. ir kt. (2010). The Choice Between Fixed and Random Effects Models: Some Considerations for Educational Research // *IZA Discussion Paper No. 5287*.
64. Clarkson, M. (1994). A risk based model of stakeholder theory. Proceedings of the Second Toronto Conference on Stakeholder Theory // Toronto: Centre for Corporate Social Performance & Ethics, University of Toronto.

65. Crane, A. and D. Matten: 2004. *Business ethics: a European perspective*. Oxford University Press, Oxford.
66. Crane, A., Ruebottom, T. (2012). Stakeholder theory and social identity: rethinking stakeholder identification // *Journal of Business Ethics*, Vol. 102.
67. Crilly, D., Sloan, P. (2012). Enterprise logic: explaining corporate attention to stakeholders from the 'inside-out' // *Strategic Management Journal*, Vol. 33.
68. Dagilienė, L. Gokienė, R. (2012). Socialinio audito raiška Lietuvoje // *Apskaitos ir finansų mokslas ir studijos: problemos ir perspektyvos*, Nr. 1 (18).
69. Dagilienė, L., Leitonienė, Š., Grecikova, A. (2014). Increasing Business Transparency by Corporate Social Reporting: Development and Problems in Lithuania // *Economics and Management*, Vol. 25, No. 1.
70. Dahlsrud, A. (2006). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 15. No. 1.
71. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* // John Wiley and Sons.
72. Darnall, N., ir kt. (2010). Adopting Proactive Environmental Strategy: The Influence of Stakeholders and Firm Size // *Journal of Management Studies*, Vol. 47, No. 6.
73. De Villiers, C. J., Marques, A. C. (2015). Corporate Social Responsibility: Country-Level predispositions and the consequences of choosing a level of disclosure // *Accounting and Business Research*.
74. DeFusco, R. A., ir kt. (1996). Skewness persistence in US common stock returns: Results from bootstrapping tests // *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23.
75. Delmas, M., Blass, D. (2010). Measuring Corporate Environmental Performance: the Trade-Offs of Sustainability Ratings // *Business Strategy and the Environment*, Vol 19.
76. Doh, J. P. and Guay, T. R. (2006). Corporate social responsibility, public policy and NGO activism in Europe and the United States: an institutional-stakeholder perspective // *Journal of Management Studies*, Vol. 43, No. 1.
77. Donaldson, T., Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications // *Academy of Management Review*, Vol. 20.
78. Dufrense, F. B., Savaria, P. (2004). Corporate Social Responsibility and Financial Risk // *The Journal of Investing*, Vol.13.
79. Edman, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, Vol. 101.
80. Eccles, R. G., ir kt., (2011). Market interest in Nonfinancial Information // *Consulting Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 23 No. 4
81. Eesley, C., Lenox, M. J. (2005). Secondary Stakeholder Actions and the Selection of Firm Targets // *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper*, No. 104.
82. Eesley, C., Lenox, M. J. (2006). Firm responses to secondary stakeholder action // *Strategic Management Journal*, Vol. 27, No. 8.
83. Eesley, C., Lenox, M. J. (2011). Secondary stakeholder actions and the selection of firm targets // *Working paper series No. 104. Rock Center for Corporate Governance*.
84. El Ghouli, S., ir kt. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? // *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35.
85. Estimating risk-free rates for valuations (2015). EYGM Limited.
86. Estrada, J. (2002). Systematic risk in emerging markets: the D-CAPM // *Emerging Markets Review*, Vol. 3.
87. Estrada, J. (2006) Downside Risk in Practice, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 18
88. Estrada, J. (2007). Mean-semivariance behavior: Downside risk and capital asset pricing // *International Review of Economics and Finance*, Vol. 16.

89. EU direktyva 2013/34/ES (2013). Prieiga per internetą: < <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/?uri=CELEX:32013L0034>>.
90. Evans, J. R, Peiris, D. (2010). The Relationship between Environmental Social Governance Factors and Stock Returns // UNSW Australian School of Business Research Paper No. 2010ACTL02.
91. Fassin, Y. (2008). The stakeholder model refined// *Journal of business ethics*, 84 (1).
92. Fassin, Y. (2012). Stakeholder management definitions, reciprocity and stakeholder responsibility // *Journal of business ethics*, 109 (1).
93. Fischer, E., Reuber, B. (2014). Online Entrepreneurial Communication: Mitigating Uncertainty and Increasing Differentiation Via Twitter // *Journal of Business Venturing*, Vol. 29, No. 4.
94. Flammer, C. (2012). Corporate Social Responsibility and Stock Prices: The Environmental Awareness of Shareholders. Prieiga per internetą: <<http://corporate-sustainability.org/wp-content/uploads/arcs-2012-Flammer.pdf>>.
95. Foley, V. J. (2010). Deepwater Horizon: The Legal Fallout—The Framework for Liability, Fines, and Penalties for Oil Pollution // *Environmental Claims Journal*, Vol. 22, No. 4.
96. Frederick, W. C. (1960). The growing concern over social responsibility. *California Management Review*, Vol. 2.
97. Frederick, W. C. (2008). Corporate social responsibility: deep roots, flourishing growth, promising future, Iš Crane, A., et. al., (eds), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford: Oxford University Press, pp. 522–531.
98. Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
99. Friedman, A. L., Miles, S. (2001). Developing a Stakeholder Theory // *Journal of Management and Studies*, Vol. 39, No. 1.
100. Friedman, M., 1970. The social responsibility of business is to increase its profits // *New York Times Magazine*, Vol. 32, No. 33.
101. Frooman, J. (1999). Stakeholder influence strategy // *Academy of Management Review*. Vol. 24. No. 2.
102. Frooman, J., Murrell, A., (2005). Stakeholder Influence Strategies: The Roles of Structural and Demographic Determinants // *Business & Society*, Vol. 44, No. 1.
103. Gadeikienė, A. (2014). Įmonių socialiai atsakingos veiklos įtaka santykių su vartotojais ilgalaikiškumui. Daktaro disertacija. KTU.
104. Galbreath, J. (2013). ESG in Focus: the Australian Evidence // *Journal of Business Ethics*, Vol. 118.
105. Garriga, E. and D. Mele: 2004, Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory // *Journal of Business Ethics*, Vol. 53.
106. Giannarakis, G. (2014). The Determinants Influencing the Extent of CSR Disclosure // *International Journal of Law and Management*, Vol. 56, No. 5.
107. GICS, (2012). Prieiga per internetą: <https://www.cdp.net/Documents/Guidance/2012/Technical/gics.pdf>;
108. Gineitienė, L., Žiogelytė, Z. (2010). Įmonių socialinės atsakomybės principų įgyvendinimo vertinimas (UAB „PakMarkas“ pavyzdžiu // *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, Nr. 1 (17).
109. Godfrey, P. C., ir kt. (2009). The Relationship between corporate social Responsibility and Shareholder Value: an Empirical Test of the Risk Management Hypothesis // *Strategic Management Journal*, Vol. 30, No. 4.
110. Goodpaster, T. E. (1991). Business Ethics and Stakeholder Analysis // *Business Ethics Quarterly* Vol. 1, No. 1.
111. Goss, A., 2009. Corporate Social Responsibility and Financial Distress. Working paper, Ryerson University.

112. Goss, A., Roberts, G. R.(2010). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans // *Journal of Banking and Finance*. Vol 10.
113. Harlow, V., ir Rao, R. (1989). Asset Pricing in a Generalized Mean-Lower Partial Moment Framework: Theory and Evidence // *Journal of Financial and Quantative Analysis*, Vol. 24, No. 3.
114. Hassan, A., ir kt. (2010) corporate social responsibility disclosure:an examination of framework of determinants and consequences // *Durham theses*, Durham University.
115. Helmig, B., ir kt. (2013). Under Positive Pressure: How Stakeholder Pressure Affects Corporate Social Responsibility Implementation // *Business Society*, Vol. 3.
116. Henderson, D. (2001). *Misguided Virtue: False Notions of Corporate Social Responsibility*. London: Institute of Economic Affairs.
117. Henderson, D. (2004). *The Role of Business in the Modern World*. London: Institute of Economic Affairs.
118. Hendry, J. R. (2005). Stakeholder influence strategies: an empirical exploration // *Journal of Business Ethics*, Vol. 61.
119. Henriques, I., Sharma, S. (2005). Pathways of stakeholder influence in the Canadian forest industry. *Business Strategy and the Environment*, Vol. 14.
120. Heugens, P. (2002). Strategic Issues Management. *Business and Society*, Vol. 41, No. 4.
121. Heugens, P., Dentchev, N. (2007). Taming Trojan Horses: Identifying and Mitigating Corporate Social Responsibility Risks // *Journal of Business Ethics*, Vol. 75.
122. Hill, C. W., Jones, T. M. (1992). Stakeholder-Agency Theory // *Journal of Management Studies*, Vol. 29.
123. Hillman, A. J., Keim, G. D. (2001). ShareholderValue, Stakeholder Management, and Social Issues:What's the Bottom Line? // *Strategic ManagementJournal*, Vol. 22, No. 2.
124. Hoepner, A. G. F. (2010). Portfolio Diversification and Environmental, Social or Governance Criteria: Must Responsible Investments Really Be Poorly Diversified? *Prieiga per internetą*: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1599334>.
125. Horcher, K. A. (2005). *Essentials of Financial Risk Management*. Wiley.
126. Huang, C. L., Kung, F. H. (2010). Drivers of EnvironmentalDisclosure and Stakeholder Expectation:Evidencefrom Taiwan // *Journal of BusinessEthics*, Vol. 96, No. 3.
127. Huijstee, M., Glasbergen, P. (2010). NGOs Moving Business: An Analysis of Contrasting Strategies // *Business Society*, Vol. 49, No. 4.
128. Humphrey, J. E. ir kt. (2012). Does it cost to be sustainable? // *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18.
129. Husted, B. W., Allen, D. B., (2007). Strategic corporate social responsibility and value creation among large firms: lessons from the Spanish experience. *Long Range Planning*, Vol. 40, No. 6.
130. Ioannou, I., Serafeim, G. (2014) the impact of corporate social responsibility on investment recommendations // *Harvard business school*, WP 11-017.
131. Yao, S., ir kt. (2011). Determinants of Social Responsibility Disclosure by Chinese Firms // *The University of Nottinghamma*, Discussion Paper No. 72.
132. Jacobs, D. C, Getz, K. A. (1995). Dialogue on the Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications // *The Academy of Management Review* Vol. 20, No. 4.
133. Jamali, D. (2008). A stakeholder approach tocorporate social responsibility: a fresh perspectiveinto theory and practice // *Journal of BusinessEthics*, Vol. 82.
134. Jan, W. S. W. (2006). Defining corporate social responsibility // *Journal of Public Affairs*, Vol 6, No 3-4.
135. Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function // *Business Ethics Quarterly*, Vol. 12, No. 2.
136. Jensen, M. C., Meckling, W. H., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of Financial Economics*, Vol. 3.

137. Jo, H., Na, H., 2012. Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors // *Journal of Business Ethics*, Vol. 110, No. 4.
138. Jones, T. M., 1995. Instrumental stakeholder theory: A Synthesis of Ethics and Economics // *Academy of Management Review*, Vol. 20.
139. Jonikas, D. (2012). Value creation through csr at stakeholders level // *Economics and eEngineering*, Vol. 17, No. 2.
140. Jusčius, V. (2009). Corporate social responsibility and corporate identity during the contemporary economic crisis // *Economics and Management*, No. 14.
141. Jusčius, V., Jonikas, D. (2013). Integration of CSR into Value Creation Chain: Conceptual Framework // *Inžinerine ekonomika – Engineering Economics*, Vol. 24, No. 1.
142. Jusčius, V., Šneiderienė, A., Griauslytė, J. (2013). Assessment of the benefits of corporate social responsibility reports as one of the marketing tools // *Regional formation and development studies*, Vol. 11, No. 3.
143. Kaler, J. (2002). Morality and strategy in stakeholder identification // *Journal of Business Ethics*, Vol. 39, No.1-2).
144. Kazlauskaitė, R.; Bučiūnienė I. (2010) Exploring the link between CSR formalisation and responsible HRM practices. 11th International HRM Conference: 9-12 June 2010, Aston Business School.
145. Kim, Y., et. al. (2012). Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility? // *The Accounting Review*, Vol. 87, No. 3.
146. Kim, J. W., (2010). Assessing the long-term financial performance of ethical companies // *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing*, Vol. 18.
147. Kim, S., Adriaens, P. (2013). Correlating Sustainability and Financial Performance – What Measures Matter? A Study in the Pulp and Paper Industry // *Ross School of Business Working Paper No. 1192*.
148. King, B. G. (2008). A Social Movement Perspective of Stakeholder Collective Action and influence // *Business Society*, Vol. 47, No. 21.
149. King, B. G., Soule, S. A. (2007). Social Movements as Extra-institutional Entrepreneurs: The Effect of Protests on Stock Price Returns // *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52.
150. Kytte, B., Ruggie, J., G., 2005. Corporate social responsibility as risk management: A Models for multinationals. Working paper, Harvard University.
151. Kolbel, J. F., Busch, T. (2013) The effect of bad news on credit risk: a media based view of the pricing of corporate social responsibility // *PRI-CDC Academic Conference*, November 13–15.
152. Kolbel, J. F., ir kt., (2013) Corporate Social Responsibility, public pressure and credit risk: The US and Europe are not the same // *Working paper*.
153. Kontautienė, R., Navickas, V. (2013). Socialinės Įmonių Atsakomybės Inicijatyvos Kaip Inovacijų Šaltiniai // *Business: Theory and Practice*, No. 1.
154. Korsakienė, R., Marcinkevičius, S. (2013). Corporate Philanthropy and Performance: a Case of a Production Company // *Verslas: Teorija ir praktika*, Vol. 14, No. 2.
155. Kovaliov, R. (2009). Įmonių socialinės atsakomybės įtaka įmonės vertei. Daktaro disertacija. KTU: Kaunas.
156. Kovaliov, R., Snieška, V., Simanavičius, A. (2009). Lithuania autobusiness attitudes towards CSR assessment // *Economics and Management*, Vol. 14.
157. Kuznecovienė, J., (2002). Socialinių judėjimo teorijų reikšmė religinių sociologijai // *Filosofija, Sociologija*, Nr. 1.
158. Lammers, J. C. (2003). An institutional perspective on communicating corporate responsibility // *Management Communication Quarterly*, Vol. 16, No. 4.
159. Lango, M. ir kt. (2005). Corporate Social Responsibility and Corporate Performance: The Case of Italian SMEs // *Corporate Governance*. Vol. 5, No. 4.

160. Lantos, G. P. (2001). The boundaries of strategic corporate social responsibility // *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 18 No. 7.
161. Lantos, G. P. (2002). The ethicality of altruistic corporate social responsibility // *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 19 No. 3.
162. Lapinskienė, G., Tvaronavičienė, M. (2012). Environmental, social and governance performance of companies: the empirical research on their willingness to disclose information. 7th international scientific conference “business and management 2012” may 10-11, 2012, Vilnius, Lithuania.
163. Lee, D. D., Faff, R. W. (2009). Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: a global perspective // *Financial Review*, Vol. 44.
164. Lee, D., Faff, R. (2009). Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective // *The Financial Review*.
165. Lee, M. P. (2008). A Review of the Theories of Corporate Social Responsibility: Its Evolutionary Path and the Road Ahead // *International Journal of Management Reviews*, Vol. 10, No.1.
166. Leitonienė, Š., Šapkauskienė, A. (2012). Socialinės informacijos kaip lietuvių įmonių etiškos elgsenos kriterijaus analizė // *Economics and Management*, Vol. 17, No. 3.
167. Lou, X., Bhattacharya, C. B. (2009). The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-Idiosyncratic Risk // *Journal of Marketing*, Vol. 73.
168. Louche, C., ir kt. (2010). *Innovative CSR: From Risk Management to Value Creation*. Greenleaf Publishing Limited.
169. Madрахimova, F. S. (2013). Evolution of the Concept and Definition of Corporate Social Responsibility // *Global Conference on Business and Finance Proceedings*, Vol. 8, No. 2.
170. Mahon, L., Wartick, S. L. (2012). Corporate social performance profiling: using multiple stakeholder perceptions to assess a corporate reputation // *Journal of Public Affairs*, 12 (1).
171. Maier, C. D. (2011). Communicating Business Greening and Greenwashing in Global Media: A Multimodal Discourse Analysis of CNN’s Greenwashing Video // *International Communication Gazette*, Vol. 73.
172. Maignan, I., Ferrell, O. C. (2003). Nature of corporate responsibilities: Perspectives from American, French, and German consumers // *Journal of Business Research*, Vol. 56, No. 1.
173. Maignan, I., Ralston, D. A., (2002). Corporate Social Responsibility in Europe and the US: Insights from Businesses’ Self-presentations // *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, No. 3.
174. Margolis, J. D. and Walsh, J. P. (2003). Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business // *Administrative Science Quarterly*, Vol. 48, No. 2.
175. Markowitz, H. M. (1991). Foundation of portfolio theory // *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2.
176. Marsat, S., Williams, B. (2011). CSR and Market Valuation: International Evidence // *International Conference of the French Finance Association (AFFI)*, May 11–13.
177. Matten, D., Crane, A. (2005). Corporate Citizenship: Towards an Extended Theoretical Conceptualization // *Academy of Management Review*, Vol. 30, No 1.
178. Matten, D., Moon, J. (2008). ‘Implicit’ and ‘Explicit’ CSR: A conceptual framework for understanding CSR in Europe // *Academy of Management Review*, Vol. 33, No. 2.
179. Mauricienė, I. Paužuolienė, J. (2013). Įmonių socialinės atsakomybės svarba: visuomenės požiūris // *Regional Formation and Development Studies*, Vol. 10, No.
180. McManus, P., (2011). *Introduction to Regression Models for Panel Data Analysis* // Indiana University.

181. McWilliams, A., Siegel, D. 2000. Corporate social responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification? // *Strategic Management Journal*, Vol. 21.
182. Mishra, S., Modi, S. B., (2012). Positive and negative corporate social responsibility, financial leverage, and idiosyncratic risk // *Journal of Business Ethics*.
183. Mishra, S., Suan, D. (2010). Does Corporate Social Responsibility Influence Firm Performance of Indian Companies? // *Journal of Business Ethics*, Vol. 95.
184. Mitchell, R. K., ir kt. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts // *Academy of Management Journal*, Vol. 22, No. 4.
185. Mueller, F., (2014). Portfolio Performance Implications of Environmental, Social and Governance based Asset Selection // University of Warsaw, WP No. 2 (119).
186. Muller, D. (2005). When moderation is mediated and mediation is moderated // *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 89, No. 6.
187. Murray, E. A. (1976). The social response process in commercial banks: an empirical investigation // *Academy of Management Review*, Vol.1.
188. Musa, A., ir kt. (2013). Corporate Social responsibility in Nigeria's Oil and Gas Industry: The Perspective of the Industry // *Int. J. Process Management and Benchmarking*, Vol. 3, No. 2.
189. Mutti, D., ir kt. (2011). Corporate social responsibility in the mining industry: Perspectives from stakeholder groups in Argentina // *Resources Policy*, Vol. 37.
190. Nasdaq OMX Baltic. Prieiga per internetą: <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/?id=3798714>>.
191. Navickas, V., Kontautienė, R. (2011). Influence of Corporate Philanthropy on Economic Performance // *Business: Theory and Practice*, Vol. 12. No. 1.
192. Nemetz, A. M. (2014). A Global Investigation of Stakeholder and Contextual Influences on Firm Engagement in Sustainability // Portland State University. Disertation and Thesis.
193. Neubaum, D. O., Zahra, S. A. (2006). Institutional ownership and corporate social performance // The moderating effects of investment horizon, activism, and coordination. *Journal of Management*, Vol. 32, No. 1.
194. Novethic Research (2013). Overview of ESG Rating Agencies. Prieiga interentu: <http://www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/2013_overview_ESG_rating_agencies.pdf>.
195. Oikonomou I., ir kt. (2012). The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis // *Financial Management*, Vol. 41, No. 2.
196. Onkila, T. (2011). Multiple forms of stakeholder interaction in environmental management: business arguments regarding differences in stakeholder relationships // *Business Strategy and the Environment*. Vol. 20.
197. Orlitzky, M., Benjamin, J. D. (2001). Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review // *Business Society*, Vol. 40, No. 4.
198. Perez-Batres, ir kt. (2012). Stakeholder Pressures as Determinants of CSR Strategic Choice: Why do Firms Choose Symbolic Versus Substantive Self-Regulatory Codes of Conduct? // *Journal of Business Ethics*, Vol. 110.
199. Petrova, T., Tarrow, S. (2007). Transactional and Participatory Activism in the Emerging European Polity: The Puzzle of East Central Europe // *Comparative Political Studies*, Vol. 40, No. 1.
200. Phillips, R. A. (1997). Stakeholder theory and a principle of fairness. *Business Ethics Quarterly* Vol. 7.
201. Poddi, L. Vergalli, S. (2009). Does Corporate Social Responsibility Affect the Performance of Firms? // Discussion paper No. 0809.
202. Porter, M. E., Kramer, M.R. (2006). Strategy and society // *Harvard Business Review*, Vol. 84.

203. Post, J. E., Preston, L. E., Sachs, S. (2002). Managing the extended enterprise. The new stakeholder view // *California Management Review*, Vol. 5, No. 1.
204. Pruskus, V. (2003). Verslo etika: laiko iššūkiai ir atsako galimybės. Vilnius: Enciklopedija.
205. Pučėtaitė R. (2009). Įmonių socialinės atsakomybės vadyba integralumo aspektu // *Economics and Management*, Nr. 14.
206. Rahman, S. (2011). Evaluation of Definitions: Ten Dimensions of Corporate Social Responsibility // *World Review of Business Research*, Vol. 1, No. 1.
207. Rasche, A. (2013). Complete and Partial Organizing for Corporate Social Responsibility // *Journal of Business Ethics*, Vol. 115.
208. Relations 52, 895-922.
209. Renneboog, L., ir kt. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior // *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, No. 9.
210. Ring, P. S. (1994). Fragile and resilient trust and their roles in cooperative inter-organizational relationships. In J. Pasquero & D. Collins (Eds.), *Proceedings of the Fourth Annual Meeting of the International Association for Business and Society*: 107-113. San Diego.
211. Rowley, T. J., Moldoveanu, M. (2003). When will stakeholder groups act? An interest and identity based model of stakeholder group mobilization // *Academy of Management Review*, Vol. 28.
212. Rowley, T., Berman, S. (2000). A Brand New of Corporate Social Performance. *Business and Society* // Vol. 39.
213. Rupp, D. E. (2011). An employee –centered model of organizational justice and social responsibility // *Organizational Psychology Review*, Vol. 1.
214. Rupp, D. E., ir kt. (2011). *Managerial Ethics: Managing the Psychology of Morality*. Routledge/Psychology Press.
215. Ruževičius, S., Serafinas, D. (2007). The Development of Socially Responsible Business in Lithuania // *Engineering economics*, Vol. 1, No. 51.
216. Salama, A. ir kt. (2009). Does Community and Environmental Responsibility Affect Firm Risk? Evidence from UK Panel Data 1994-2006 // *Business Ethics: A European Review*, Vol. 20, No. 2.
217. Salama, A., ir kt. (2011). Does community and environmental responsibility affect firm risk? Evidence from UK Panel Data 1994-2006 // *Business Ethics: a European Review*, Vol. 20, No. 2.
218. Sarkis, J., ir kt. (2010). Stakeholder pressure and the adoption of environmental practices: The mediating effect of training // *Journal of Operations Management*, Vol. 28, No. 2.
219. Schofer, E., Lonhofer, W. (2011). The Structural Sources of Association. Prieiga per internetą: < <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.225.2403>>.
220. Schreck, P. (2011). Reviewing the Business Case for Corporate Social Responsibility: New Evidence and Analysis // *Journal of Business Ethics*, Vol. 103.
221. Schwartz, M. S., Carroll, A. B. (2003). Corporate social responsibility: a three-domain Approach // *Business Ethics Quarterly*, Vol. 10.
222. Servaes, H., Tamayo, A. (2013). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness // *Management Science*. Vol 59, No 5.
223. Shleifer, A. (2004). Does Competition Destroy Ethical Behavior? // *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2.
224. Siaroff, A. (1999). Corporatism in 24 industrialised democracies: Meaning and measurement // *European Journal of Political Research*, Vol. 36.
225. Smith, K., Nystad, O. (2006) Is the motivation for CSR profit or ethics? Prieiga per internetą: <<http://www.crrconference.org/downloads/2006hauglandsmithandnystad.pdf>>.>

226. Smith, N. C., Martin, E.C. (1997). Ethics And Target Marketing: The Role Of Product Harm And Consumer Vulnerability // *Journal of Marketing*, Vol. 61.
227. Soule, S. A., ir kt. (2013). Shareholder activism: A Two Stage Approach. Working paper.
228. Spicer, B. H. (1978). Investors, corporate social performance and information disclosure: An empirical study // *Accounting Review*, Vol. 53.
229. Starks, L. T. (2009). Corporate governance and corporate social responsibility: What do investors care about? What Should Investors Care about? // *The Financial Review*, Vol. 44.
230. Stock, J. H., Watson, M. W. (2007). *Introduction to Econometrics Third Edition* // Prentice Hall.
231. Strickland, D. ir kt. (1996). A requiem for the USA: is small shareholder monitoring effective? // *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, No. 2.
232. Sun, W., Cui, K. (2012). Linking corporate social responsibility to firm default risk // *European management journal*, Vol. 32, No. 2.
233. Surroca, J. ir kt. (2010). corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources // *Strategic Management Journal*, Vol. 31, No. 5.
234. Sustainability Reporting Guidelines, GRI (2011), Version 3.1. Prieiga per internetą: <<https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/G3.1-Guidelines-Incl-Technical-Protocol.pdf>>.
235. Šimanskienė, L., Paužuolienė, J. (2010). Įmonių socialinės atsakomybės svarba Lietuvos organizacijoms // *Management theory and studies for rural business and infrastructure*
236. Šimanskienė, L., Paužuolienė, J. (2010). Įmonių socialinės atsakomybės ir organizacinės kultūros sąsajų tyrimas lietuvių organizacijose // *Management theory and studies for rural business and infrastructure development*. Nr. 23 (4).
237. Ten, E. E., ir kt., (2010). Extending the application of stakeholder influence strategies to environmental disclosures: An exploratory study from a developing country // *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 23, No. 8.
238. Testa, M. (2008), Corporate Social Responsibility and Reputation Risk Analysis // in proceedings of CRRC conference, Queen's University Belfast, 7-9 September.
239. Tsai, P.C.F., ir kt. (2005). An Empirical Test of Stakeholder Influence Strategies Model: Evidence from Business Downsizing in Taiwan // *International Journal of Human Resource Management*, Vol. 16, No. 10.
240. Tsoutsoura, M. (2004). Corporate Social Responsibility and financial performance, - Working Paper Series, Center for Responsible Business, UC Berkeley, 3 March.
241. Turker, D. (2009). Measuring Corporate Social Responsibility: A Scale Development Study // *Journal of Business Ethics*, Vol. 85, No. 4.
242. Tversky, A., Kahneman, D. (1991). Loss Aversion in riskless choice: a reference dependent model // *Quarterly journal of economics*, November.
243. Vaitkevičius, S., Stukaitė, d. (2009). Įmonių socialinės atsakomybės formavimas racionalaus veikimo kontekste // *Economics & Management*, Vol. 14.
244. Valackiene, A., Miceviciene, D. (2011). Methodological Framework Analysing a Social phenomenon: Stakeholder Orientation Implementing Balanced Corporate Social Responsibility // *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, Vol. 22, No. 3.
245. Varheim, A. (2009). Public libraries: places creating social capital? Prieiga per internetą: <<https://oda.hio.no/jspui/bitstream/10642/1704/1/353182.pdf>>.
246. Vasi, I. B., King, B. G., (2012). Social Movements, Risk Perceptions, and Economic Outcomes // *American Sociological Review*, Vol. 77.
247. Verschuren, P., Doorewaard, H. (2010). *Designing a research project*. Eleven International Publishing: The Hague.
248. Verwijmeren, P., Derwall, J., (2010). Employee well-being, firm leverage, and bankruptcy risk // *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34.

249. Verwijmeren, P., Derwall, J., 2010. Employee well-being, firm leverage, and bankruptcy risk. *Journal of Banking and Finance* 34, 956–964.
250. Virvilaite, R., Daubaraite, U. (2011), Corporate Social Responsibility in Forming Corporate Image // *engineering economics*, Vol. 22. No. 5.
251. Visser, W. (2003). Corporate Responsibility in a Developing Country Context // *Ethical Corporation*, Vol. 20.
252. Vveinhardt J., ir kt. (2014). socialinis kapitalas kaip įmonių socialinio atsakingumo priežastis ir pasekmė // *Transformations in business and economics*, Vol. 13.
253. Vveinhardt, J., & Andriukaitiene, A. (2014). Readiness of companies to become socially responsible: social behavior of an organization and an employee from a demographic viewpoint. *Problems and Perspectives in Management*, Vol. 12.
254. Waddock, S. (2004). Parallel Universes: Companies, Academics, and the Progress of Corporate Citizenship // *Business and Society Review*, March, Vol. 109.
255. Wang, Z. Sarkis, J. (2013). Investigating the relationship of sustainable supply chain management with corporate financial performance // *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 62, No. 8.
256. Wartick, S. L. and Cochran, P.L. (1985). The evolution of the corporate social performance model // *Academy of Management Review*, Vol. 10.
257. Wood, D. J. (1991). Corporate social performance revisited // *Academy of Management Review*, Vol 10.
258. Wood, D. J., Jones, R.E.(1995). Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate social performance // *International Journal of Organizational Analysis*, Vol. 3.
259. World finance conference (2013). Does Corporate Social Responsibility Affect Firm Financial Risk? Evidence from Vigeo Data.
260. Zanden, E. N., Sandberg, J. (2010). Distinctions in Descriptive and Instrumental Stakeholder Theory: A Challenge for Empirical Research // *Business Ethics: A European Review* Vol. 19, No. 1.
261. Zietsma, C., Winn, M. I. (2008). Building chains and directing flows: Strategies and Tactics of Mutual Influence in Stakeholder Conflicts // *Business and Society*, Vol. 47, No. 1.
262. Zuraida, Z., ir kt. (2014). Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Disclosure // *International Journal of Accounting Research Symposium*, Vol. 9.

PRIEDAI

1	PRIEDAS „Bloomberg“ duomenų bazės ĮSA (ESG rodiklio) vertinimo metodika.....	157
2	PRIEDAS H1 hipotezės tikrinimo rezultatai.....	159
3	PRIEDAS H2 hipotezės tikrinimo rezultatai	163
4	PRIEDAS H3 hipotezės tikrinimo rezultatai	166
5	PRIEDAS H4 hipotezės prielaidos dėl įmonės dydžio tikrinimo rezultatai.....	168
6	PRIEDAS H4 hipotezės prielaidos dėl įmonių inovatyvumo tikrinimo rezultatai.....	171
7	PRIEDAS H4 hipotezės prielaidos dėl įmonių matomumo tikrinimo rezultatai.....	174
8	PRIEDAS H4 hipotezės prielaidos dėl ekonominės veiklos sektoriaus tikrinimo rezultatai	177
9	PRIEDAS H4 hipotezės prielaidos dėl šalies socialinio aktyvumo tikrinimo rezultatai	180

1 PRIEDAS

Bloomberg duomenų bazės ĮSA (ESG rodiklio) vertinimo metodika

Bloomberg Environmental, Social and Governance Data Description for ESG Disclosure Scores

The following information is a description of Bloomberg Environmental, Social and Governance Data, excerpted from Bloomberg's ESG brochure. Environmental, social and governance data, commonly referred to as ESG, are intangible, extra-financial measures of valuation risk derived from a company's operational decisions, HR policies and practices, and corporate governance structures. Investors and corporate executives are increasingly embracing the concept that ESG information – resource efficiency, good community relations, training and developing the workforce, and board/committee structures, for example – may directly impact companies' reputation, value and performance. Governments, regulatory bodies and exchanges are encouraging more ESG data disclosure and, crucially, the standardization and verification of ESG data disclosure.

ENVIRONMENTAL	SOCIAL	GOVERNANCE
<i>Risks created by operational decisions</i>	<i>Risks arising from corporate HR policies and practices</i>	<i>Risks stemming from flaws in corporate governance policies</i>
Carbon emissions	Supply chain	Cumulative voting
Climate change effects	Discrimination	Executive compensation
Pollution	Political contributions	Shareholders' rights
Waste disposal	Diversity	Takeover defense
Renewable energy	Human rights	Staggered boards
Resource depletion	Community relations	Independent directors

Example of ESG Disclosure Score Data from Bloomberg Database

Ticker	(Deleted by author of this study for confidentiality purposes)			
Company	(Deleted)			
Field	Mnemonic	FY 2011	FY 2010	FY 2009
For period ending		12/31/2011	12/31/2010	12/31/2009
		original	original	restated
ESG Disclosure Score	ESG_DISCLOSURE_SCORE	33.4711	23.1405	11.9835
Environmental Disclosure Score	ENVIRON_DISCLOSURE_SCORE	25.5814	20.155	10.8527
Total CO ₂ Emissions	TOTAL_CO2_EMISSIONS	#N/A N/A	764,462	363,748
CO ₂ Intensity per Energy	CO2_INTENSITY	#N/A N/A	0.174	0.12
Total Energy Consumption	ENERGY_CONSUMPTION	#N/A N/A	4390,591	3019,694
Water Consumption	TOTAL_WATER_USE	#N/A N/A	11866,717	7902,925
Environmental Fines #	NUM_ENVIRON_FINES	3	#N/A N/A	#N/A N/A
Environmental Fines \$	ENVIRON_FINES_AMT	0.05	#N/A N/A	#N/A N/A
Social Disclosure Score	SOCIAL_DISCLOSURE_SCORE	36.8421	19.1982	12.1807
Number of Employees	NUMBER_EMPLOYEES_CSR	122000	123099	117311
% Employees Unionized	PCT_EMPLOYEES_UNIONIZED	100	#N/A N/A	#N/A N/A
Community Spending	COMMUNITY_SPENDING	293.8	#N/A N/A	248
Governance Disclosure Score	GOVNCE_DISCLOSURE_SCORE	48.2143	33.9286	14.2857
Size of the Board	BOARD_SIZE	6	6	6
Indep Directors	INDEPENDENT_DIRECTORS	1	#N/A N/A	#N/A N/A
% Indep Directors	PCT_INDEPENDENT_DIRECTORS	16.67	#N/A N/A	#N/A N/A
Political Donations	POLITICAL_DONATIONS	0	24,459	#N/A N/A

2 PRIEDAS

	Agreguotas ISA lygis							
	1a modelis		1b modelis		1c modelis		1d modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (<i>Euribor</i>) + likvidumas		Beta (0)		Beta (0) + likvidumas	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
ESG	0,0017	0,20541	0,0023	0,12211	0,0017	0,2737	0,0024	0,15852
esgXr1_10	0,0053	<0,00001 ***	0,0048	<0,00001 ***	0,0059	<0,00001 ***	0,0054	<0,00001 ***
esgXr11_50	0,0068	<0,00001 ***	0,0055	0,00007 ***	0,0079	<0,00001 ***	0,0063	0,00007 ***
esgXr51_100	0,0082	0,00032 ***	0,0063	0,0141 **	0,0094	0,00028 ***	0,0070	0,01640 **
esgXr101	0,0136	<0,00001 ***	0,0082	0,0075 ***	0,0159	<0,00001 ***	0,0093	0,00727 ***
Vokietija	-0,0765	0,31595	-0,0193	0,81422	-0,0877	0,31598	-0,0183	0,84556
....								
Makedonija	-1,1899	0,10905	-0,239	0,64971	-1,4582	0,08707 *	-0,2875	0,63542
Energijos sektorius	0,0938	0,23051	0,1361	0,08822	0,1200	0,18121	0,1663	0,06974 *
.....								
Kiti	0,9582	0,07013 *	-0,0822	0,32507	1,1807	0,05184 *	-0,1047	0,27506
dt_2	0,5805	<0,00001 ***	0,5919	<0,00001 ***	0,7759	<0,00001 ***	0,7855	<0,00001 ***
dt_3	0,2738	<0,00001 ***	0,2759	<0,00001 ***	0,3438	<0,00001 ***	0,3372	<0,00001 ***
dt_4	-0,0474	0,1687	-0,0612	0,10363	-0,0302	0,44039	-0,0508	0,23353
cx_size_ln_markcap	0,1444	<0,00001 ***	-0,1481	<0,00001 ***	-0,1700	<0,00001 ***	-0,1726	<0,00001 ***
cx_book_to_mktval	-0,0005	0,041561 **	-0,0003	0,07422 *	-0,0005	0,04430 **	-0,0003	0,07702 *
cx_profit_tobinq	-0,0321	0,00161 ***	0,1459 99	0,01073 **	-0,0349	0,00268 ***	-0,0363	0,00208 ***
cx_debt_leverage	0,21186	0,00700 ***	- 0,0331 742	0,00131 ***	0,2354	0,00895 ***	0,1656	0,0110 **
cx_liquidit_y_incdeta			-0,0070	0,01471 **			-0,0078	0,01615 **
Stebėjimų skaičius	4170		3524		4170		3524	
Hausmano testas		1,21716e-007		4,53383e-005		3,2335e-009		8,95876e-006

2 priedo tęsinys

	Aplinkosaugos lygis				Socialinės atsakomybės lygis			
	1e modelis		1f modelis		1g modelis		1h modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)		Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koef.	P – reikšmė	Koef.	p- reikšmė	Koef.	P - reikšmė	Koef.	p- reikšmė
Aplinkosauginis, socialinis	-0,0009	0,50013 ***	-0,001	0,37996	-0,000	0,62935	- 0,0009	0,52532
Apl/SocXr1_10	0,0049	<0,00001 ***	0,0057	<0,00001 ***	0,0041	<0,00001 ***	0,0047	<0,00001 ***
Apl/SocXr11_50	0,0069	<0,00001 ***	0,0083	<0,00001 ***	0,0065	<0,00001 ***	0,0076	<0,00001 ***
Apl/SocXr51_100	0,0082	0,00105 ***	0,0096	0,00084 ***	0,0081	0,00012 ***	0,0095	0,00009 ***
Apl/SocXr101	0,0140	<0,00001 ***	0,0165	<0,00001 ***	0,0134	<0,00001 ***	0,0157	<0,00001 ***
cx_size_ln_ markcap	-0,1393	<0,00001 ***	-0,166	<0,00001 ***	-0,138	<0,00001 ***	- 0,1644	<0,00001 ***
cx_book_ to_mktval	-0,0009	0,03689 **	-0,001	0,04066 **	- 0,0008	0,04419 **	- 0,0008	0,04764 **
cx_debt_ leverage	0,20104	0,02961 **	0,2339	0,02749 **	0,1989	0,01879 **	0,2257	0,02051 **
cx_profit_ tobinq	-0,0250	0,02159 **	-0,027	0,02920 **	- 0,0255	0,01320 **	- 0,0287	0,01704 **
Vokietija	-0,1225	0,14755	-0,142	0,14174	-0,122	0,13065	- 0,1447	0,12122
.....								
Makedonija	-1,0399	0,11049	-1,224	0,10166	-0,800	0,15671	- 0,9449	0,14625
Energijos sektorius	0,07000	0,43097	0,0962	0,34559	0,0935	0,27538	0,1238	0,20961
.....								
Kiti	0,95373	0,08071 **	-0,160	0,06051 *	0,9513	0,07178 *	1,1830	0,05173 *
dt_2	0,5793	<0,00001 ***	1,1773	<0,00001 ***	0,5767	<0,00001 ***	0,7703	<0,00001 ***
dt_3	0,2797	<0,00001 ***	0,7745	<0,00001 ***	0,2876	<0,00001 ***	0,3609	<0,00001 ***
dt_4	-0,0626	0,08747 **	0,3531	0,32776	-0,063	0,07768 *	- 0,0424	0,30512
Stebėjimų sk.	3368		3368		3555		3555	
Hausmano testas		9,97248e- 010		1,68104e- 011		1,22017e- 011		4,77907e- 013

2 priedo tęsinys

	Agreguotas ISA lygis							
	Ii modelis		Ij modelis		Ik modelis		Il modelis	
	Beta (MEAN)		Beta (Vokietijos vyr. obl. pajam.)		Beta (MEAN) + likvidumas		Beta (Vokietijos vyr. obl. pajam.) + likvidumas	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
ESG	0,001059	0,35171	-1,28e-05	0,6439	0,001458	0,23497	-1,4961e-05	0,65219
esgXr1_10	0,001436	0,09759*	2,43e-05	0,2392	0,001072	0,20378	2,79496e-05	0,24802
esgXr11_50	0,00144414	0,19117	1,23402e-05	0,6568	0,001517	0,19763	1,454e-05	0,65919
esgXr51_100	0,001329	0,50909	9,24673e-06	0,8569	0,002942	0,18191	1,13e-05	0,85572
esgXr101	0,00448432	0,09122*	1,27482e-05	0,80423	0,00262873	0,29914	1,4351e-05	0,83723
Vokietija	-0,10561	0,08263*	-1,58e-05	0,9913	-0,08283	0,19930	-1,476e-05	0,99342
....								
Makedonija	-1,35023	0,02256**	-0,00026	0,9850	0,465456	0,26192	0,000114	0,99167
Energijos sektorius	-0,00779	0,90054	0,000342	0,8190	0,019685	0,75359	0,000348	0,83333
.....								
Kiti	1,79046	0,00002***	0,000	0,9697	-0,06952	0,28917	0,0003	0,85433
dt_2	-0,49189	<0,00001***	0,0009	0,2618	-0,40716	<0,00001***	0,0011	0,26588
dt_3	-0,64522	<0,00001***	0,000547	0,5264	-0,53726	<0,00001***	0,0006	0,52143
dt_4	-0,25544	<0,00001***	-0,0007	0,4309	-0,18097	<0,00001***	-0,000	0,43896
cx_size_ln_markcap	-0,05057	0,00003***	8,9251e-06	0,9757	-0,06763	<0,00001***	3,06377e-06	0,99293
cx_book_to_mktval	1,99903e-05	0,98321	4,49639e-05	0,0696*	3,26344e-05	0,97174	4,49845e-05	0,09614*
cx_profit_to_binq	0,14066	0,02673**	-0,0006	0,70655	0,124771	0,08445*	-0,0006	0,74567
cx_debt_leverage	-0,00981	0,25305	-0,0001	0,4714	-0,00876	0,30277	-0,0002	0,52461
cx_liquidity_incdta					0,017640	0,00002***	-8,1145e-06	0,94372
Stebėjimų skaičius	4170		4170		3524		3524	
Hausmano testas		1,14739e-008		0,983195		7,92725e-005		0,99482

2 priedo tęsinys

	Korporatyvinio valdymo lygis			
	1m modelis		1n modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė
Valdymo	0,00035574	0,30641	0,00306472	0,10777
ValdXr1_10	0,00382568	<0,00001 ***	0,00429718	<0,00001 ***
ValdXr11_50	0,00534295	<0,00001 ***	0,00615887	<0,00001 ***
ValdXr51_100	0,00699432	0,00008 ***	0,00806745	0,00008 ***
ValdXr101	0,0113496	<0,00001 ***	0,0132226	<0,00001 ***
cx_size_ln_ markcap	-0,153634	<0,00001 ***	-0,179697	<0,00001 ***
cx_book_ to_mktval	-0,000532974	0,0316 **	-0,000555485	0,06330 *
cx_debt_ leverage	0,241548	0,00269 ***	0,269311	0,00385 ***
cx_profit_ tobinq	-0,0318832	0,00167 ***	-0,0349096	0,00276 ***
Vokietija	-0,0275896	0,72741	-0,0573273	0,53525
.....				
Makedonija	-0,707744	0,21833	-1,22437	0,17312
Energijos sektorius	0,114204	0,15134	0,144877	0,11468
.....				
Kiti	0,51144	0,19146	1,20443	0,05046 *
dt_2	0,575829	<0,00001 ***	0,772419	<0,00001 ***
dt_3	0,277742	<0,00001 ***	0,349061	<0,00001 ***
dt_4	-0,0226784	0,51323	-0,000120491	0,99757
Stebėjimų sk.	4054		4054	
Hausmano testas		9,81489e-013		3,99912e-015

3 PRIEDAS

	Agreguotas ISA lygis							
	2a modelis		2b modelis		2c modelis		2d modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (<i>Euribor</i>) + likvidumas		Beta (0)		Beta (0) + likvidumas	
	Koef.	P - reikšmė	Koefic.	P - reikšmė	Koef.	P - reikšmė	Koef.	P - reikšmė
esg_high_react	0,26728	<0,00001 ***	0,2377	<0,00001 ***	0,307606	<0,00001 ***	0,26965	<0,00001 ***
esg_low_no_react	-0,0109	0,1284	-0,0098	0,15865	-0,01120	0,26081	-0,9092	0,09378 *
esg_low_react	0,10572	0,02928 **	0,0902	0,08829 *	0,118595	0,03242 **	0,09924	0,01004 **
cx_size_ln_markcap	-0,1293	<0,00001 ***	-0,1376	<0,00001 ***	-0,15212	<0,00001 ***	-0,16059	<0,00001 ***
cx_book_to_mktval	-0,0005	0,065353 *	-0,0003	0,07767 *	-0,00049	0,06791 *	-0,00029	0,8027 *
cx_debt_leverage	0,21918	0,00522 ***	0,1458	0,01071 **	0,246032	0,00627	0,166561	0,01085 **
cx_profit_to_binq	-0,0341	0,00080 ***	-0,0345	0,00079 ***	-0,03735	0,00134 ***	-0,03790	0,00127 ***
cx_liquidity_incdta			-0,0069	0,01550 **			-0,00764	0,01697 **
Vokietija	0,07060	0,35082	-0,0343	0,67420	-0,07874	0,36533	-0,03316	0,72316
.....								
Makedonija	-1,1960	0,10743	-0,2772	0,59872	-1,46928	0,08497 *	-0,33113	0,58402
Energija	0,11869	0,12949	0,1525	0,05590 *	0,14807	0,09947	0,184581	0,04393 **
.....								
Kiti	0,95211	0,07247 *	-0,0557	0,50306	1,17496	0,05353 *	-0,07621	0,42521
dt_2	0,57667	<0,00001 ***	0,5892	<0,00001 ***	0,772114	<0,00001 ***	0,782806	<0,00001 ***
dt_3	0,26571	<0,00001 ***	0,2725	<0,00001 ***	0,33512	<0,00001 ***	0,333718	<0,00001 ***
dt_4	-0,0655	0,05556 *	-0,0713	0,05552 *	-0,05159	0,18514	-0,06248	0,13950
Stebėjimų sk.	4175		3524		4175		3524	
Hausmano testas		1,1925e-009		1,45698e-005		1,26563e-011		1,99598e-006

3 priedo tęsinys

	Aplinkosaugos lygis				Socialinės atsakomybės lygis			
	2e modelis		2f modelis		2g modelis		2h modelis	
	Beta (Euribor)		Beta (0)		Beta (Euribor)		Beta (0)	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
envr_up_react	0,225245	<0,00001 ***	0,2686	<0,00001 ***	0,182318	0,00007 ***	0,218143	0,00003 ***
envr_down_no_react	-0,08119	0,10199	-0,083	0,14041	-0,1354	0,00360 ***	-0,13798	0,00979 ***
envr_down_react	0,142305	0,00670 ***	0,1644	0,00633 ***	0,109612	0,02719 *	0,135346	0,01759 **
cx_size_ln_marrkcap	-0,12901	<0,00001 ***	-0,1540	<0,00001 ***	-0,12595	<0,00001 ***	-0,14878	<0,00001 ***
cx_book_to_mktval	-0,00080	0,04265 **	-0,0008	0,04657 **	-0,00066	0,05110 *	-0,00069	0,05482 *
cx_debt_leverage	0,197932	0,03198 **	0,2317	0,02877 **	0,20574	0,01523 **	0,235418	0,01580 **
cx_profit_tobinq	-0,02558	0,01846 **	-0,0279	0,02513 **	-0,02710	0,00829 ***	-0,03022	0,01044 **
Vokietija	-0,10447	0,21494	-0,1197	0,21603	-0,09075	0,26196	-0,10771	0,24745
.....								
Makedonija	-1,05052	0,10637	-1,227	0,10032	-0,77482	0,17081	-0,91151	0,16141
Energijos sektorius	0,092487	0,29731	0,1218	0,23217	0,101679	0,23660	0,133613	0,17670
.....								
Kiti	0,914865	0,09376 *	1,1379	0,06966 *	0,866067	0,10224	1,08774	0,07464 *
dt_2	0,573423	<0,00001 ***	0,7678 33	<0,00001 ***	0,572167	<0,00001 ***	0,765505	<0,00001 ***
dt_3	0,267909	<0,00001 ***	0,339	<0,00001 ***	0,273152	<0,00001 ***	0,344688	<0,00001 ***
dt_4	-0,08166	0,02422 **	-0,0639	0,12355	-0,09184	0,00996 ***	-0,07499	0,06639 *
Stebėjimų sk.	3368		3368		3555		3555	
Hausmano testas		8,54007e-012		1,18703e-013		6,76435e-015		1,66588e-016

3 priedo tęsinys

	Korporatyvinio valdymo lygis			
	3i modelis		3j modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė
mngm_high_react	0,210909	<0,00001 ***	0,238461	<0,00001 ***
mngm_low_no_react	-0,126724	0,00473 ***	-0,135328	0,00860 ***
mngm_low_react	0,122328	0,01200 **	0,140637	0,01185 **
cx_size_ln_markcap	-0,129158	<0,00001 ***	-0,152415	<0,00001 ***
cx_book_to_mktval	-0,000481418	0,06365 *	-0,000496327	0,06703 *
cx_debt_leverage	0,26842	0,00089 ***	0,305378	0,00103 ***
cx_profit_tobinq	-0,0345296	0,00067 ***	-0,0380059	0,00113 ***
Vokietija	-0,0600462	0,44868	-0,0698379	0,44486
.....				
Makedonija	-1,03233	0,18658	-1,22895	0,17264
Energijos sektorius	0,129027	0,10588	0,160555	0,08113 *
.....				
Kiti	0,923966	0,08442 *	1,14297	0,06431 *
dt_2	0,576409	<0,00001 ***	0,772608	<0,00001 ***
dt_3	0,268314	<0,00001 ***	0,338005	<0,00001 ***
dt_4	-0,0435164	0,20610	-0,0245049	0,53329
Stebėjimų sk.	4054		4054	
Hausmano testas		5,76853e-017		2,10982e-019

4 PRIEDAS

	Agreguotas ĪSA lygis							
	3a modelis		3b modelis		3c modelis		3d modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (<i>Euribor</i>) + likvidumas		Beta (0)		Beta (0) + likvidumas	
	Koef.	p-reikšmē	Koef.	p-reikšmē	Koef.	p-reikšmē	Koef.	p-reikšmē
esg_up_react	0,259307	<0,00001 ***	0,2176	<0,00001 ***	0,290473	<0,00001 ***	0,2374	<0,00001 ***
esg_down_no_react	0,000717	0,98929	-0,0349	0,54280	0,001775	0,97692	-0,0382	0,56164
esg_down_react	0,291148	<0,00001 ***	0,2282	0,00012 ***	0,334846	<0,00001 ***	0,2633	0,00011 ***
cx_size_ln_markcap	-0,10850	<0,00001 ***	-0,118	<0,00001 ***	-0,12942	<0,00001 ***	-0,1401	<0,00001 ***
cx_book_t_o_mktval	-0,00075	0,05354 *	-0,0005	0,5101 *	-0,00079	0,05724 *	-0,0005	0,064981 *
cx_debt_leverage	0,217732	0,01611 **	0,1580	0,01356 **	0,254122	0,01532 **	0,1856	0,01283 **
cx_profit_tobinq	-0,02867	0,01039 **	-0,0282	0,01335 **	-0,03171	0,01418 **	-0,0312	0,01726 **
			-0,0047	0,03856 **			-0,0052	0,04005 **
Vokietija	-0,10550	0,21925	-0,0739	0,42979	-0,12181	0,22112	-0,0789	0,46604
.....								
Makedonija	-1,10146	0,19342	-0,5176	0,39518	-1,40567	0,15225	-0,6156	0,38212
Energijas sektoriuss	0,094858	0,28863	0,1258	0,17383	0,119846	0,24749	0,1552	0,14685
.....								
Kiti	0,614461	0,30857	-0,0340	0,72378	0,823735	0,23903	-0,0582	0,60068
dt_2	0,644456	<0,00001 ***	0,6611	<0,00001 ***	0,826351	<0,00001 ***	0,8459	<0,00001 ***
dt_3	0,328983	<0,00001 ***	0,3428	<0,00001 ***	0,383538	<0,00001 ***	0,3943	<0,00001 ***
Stebējimų sk.	3131		2643		3131		2643	
Hausmano testas		7,62352e-005		0,015155		2,67755e-005		0,0142804

4 priedo tęsinys

	Korporatyvinio valdymo lygis			
	3i modelis		3j modelis	
	Beta (Euribor)		Beta (0)	
	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė
mngm_up_react	0,263685	<0,00001 ***	0,296346	<0,00001 ***
mngm_down_no_react	0,0262785	0,61982	0,020882	0,73241
mngm_down_react	0,239407	0,00002 ***	0,270328	0,00003 ***
cx_size_ln_markcap	-0,117136	<0,00001 ***	-0,140069	<0,00001 ***
cx_book_to_mktval	-0,000871652	0,04672 **	-0,000925251	0,05035 *
cx_debt_leverage	0,260636	0,00612 ***	0,310067	0,00515 ***
cx_profit_tobinq	-0,0268339	0,01703 **	-0,0296527	0,02334 **
Vokietija	-0,120878	0,16804	-0,140664	0,16958
.....				
Makedonija	-0,955788	0,30111	-1,17062	0,27719
Energijos sektorius	0,108238	0,23938	0,135438	0,20740
.....				
Kiti	0,634898	0,29995	0,850852	0,23437
dt_2	0,627328	<0,00001 ***	0,804703	<0,00001 ***
dt_3	0,315636	<0,00001 ***	0,366086	<0,00001 ***
Stebėjimų sk.	3020		3020	
Hausmano testas		1,19542e-007		2,3563e-008

5 PRIEDAS

	Agreguotas ĪSA lygis							
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (<i>Euribor</i>) + likvidumas		Beta (0)		Beta (0) + likvidumas	
	4a modelis		4b modelis		4c modelis		4 d modelis	
	Koef.	p-reikšmē	Koef.	p-reikšmē	Koef.	p-reikšmē	Koef.	p-reikšmē
esg	-0,00254	0,14978	-0,00255	0,16967	-0,00324	0,10854	-0,0032	0,12828
esgXsize1q_ react	0,003423	0,05542 *	0,003142	0,08283 *	0,003524	0,07976 *	0,00379	0,05232 *
esgXsize2q_ no react	0,003065	0,13338	0,003515	0,18985	0,003713	0,11176	0,00413	0,18085
esgXsize2q_ react	0,010144	<0,00001 ***	0,010324	<0,00001 ***	0,011648	<0,00001 ***	0,01178	<0,00001 ***
esgXsize3q_ no react	0,003953	0,11494	0,005018	0,15365	0,004706	0,10081	0,00583	0,24979
esgXsize3q_ react	0,109852	<0,00001 ***	0,012148	<0,00001 ***	0,01245	<0,00001 ***	0,01373	<0,00001 ***
esgXsize4q_ no react	0,007909	0,00003 ***	0,009852	<0,00001 ***	0,009019	0,00004 ***	0,01126	<0,00001 ***
esgXsize4q_ react	0,012051	<0,00001 ***	0,011859	<0,00001 ***	0,014008	0,00001 ***	0,01372	<0,00001 ***
cx_size_ ln markcap	-0,17084	<0,00001 ***	-0,19011	<0,00001 ***	-0,20120	<0,00001 ***	-0,2222	<0,00001 ***
cx_book_to_ mktval	-0,00058	0,05758 *	-0,00039	0,07067 *	-0,00062	0,05983 *	-0,0004	0,07283 *
cx_debt_ leverage	0,168688	0,03400 **	0,086258	0,03425 **	0,185397	0,04215 **	0,09648	0,03544 **
cx_profit_ tobinq	-0,02750	0,00738 ***	-0,02665	0,01040	-0,02957	0,01178 **	-0,0286	0,01590 **
cx_liquidity_ incdata			-0,00756	0,01196			-0,0084	0,01320 **
Vokietija	-0,04935	0,51666	-0,00063	0,99376	-0,05559	0,52445	0,00372	0,96821
.....								
Makedonija	-1,12584	0,12950	-0,19213	0,71399	-1,38073	0,10519	-0,2287	0,70393
Energijas sektorijs	0,062332	0,21856	0,138739	0,07963 *	0,122594	0,17200	0,16889	0,06307 *
.....								
Kiti	0,912107	0,08479 *	-0,13505	0,10740	1,12647	0,06363 *	-0,6655	0,08368 *
dt_2	0,575695	<0,00001 ***	0,584195	<0,00001 ***	0,770304	<0,00001 ***	0,77653	<0,00001 ***
dt_3	0,2691	<0,00001 ***	0,271775	<0,00001 ***	0,338086	<0,00001 ***	0,33229	<0,00001 ***
dt_4	-0,05328	0,11914	-0,06008	0,10694	-0,03736	0,33683	-0,0494	0,24312
Stebējimų sk.	4170		3524		4170		3524	
Hausmano testas	8.73375e -006		0.003224		3.6127e -007		0.000896	

5 priedo tęsinys

	Aplinkosaugos lygis				Socialinės atsakomybės lygis			
	4e modelis		4f modelis		4g modelis		4h modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)		Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
envr	-0,00499	0,12846	-0,006	0,14921	-0,00405	0,11743	-0,00487	0,10836
envrXsize1q react	0,001479	0,05257 *	0,0017	0,05214 *	0,00175	0,02843 *	0,00188	0,03151 **
envrXsize2q no react	0,003344	0,18342	0,0041	0,15287	0,002602	0,16968	0,003154	0,14732
envrXsize2q react	0,009448	0,00008 ***	0,0111	0,00005 ***	0,008164	<0,00001 ***	0,009442	<0,00001 ***
envrXsize3q no react	0,004599	0,11720	0,0055	0,19683	0,003414	0,14300	0,004061	0,12940
envrXsize3q react	0,011504	0,00001 ***	0,0131	0,00001 ***	0,009262	<0,00001 ***	0,010483	<0,00001 ***
envrXsize4q no react	0,007356	0,00086 ***	0,0084	0,00084 ***	0,006708	0,00011 ***	0,007625	0,00013 ***
envrXsize4q react	0,011795	<0,00001 ***	0,0138	<0,00001 ***	0,010565	<0,00001 ***	0,012313	<0,00001 ***
cx_size_ln_ markcap	-0,16006	<0,00001 ***	-0,1900	<0,00001 ***	-0,16328	<0,00001 ***	-0,19307	<0,00001 ***
cx_book_to_ mktval	-0,00095	0,03451 **	-0,0010	0,03786 **	-0,00084	0,04024 **	-0,0009	0,04331 **
cx_debt_leve rage	0,164412	0,07886 *	0,1919	0,07401 *	0,15872	0,06503 *	0,179482	0,06970 *
cx_profit_tob inq	-0,02200	0,04423 **	-0,0237	0,05847 *	-0,02117	0,04097 **	-0,02320	0,05118 *
Vokietija	-0,09058	0,28350	-0,104	0,28077	-0,08202	0,31138	-0,09684	0,29899
.....								
Makedonija	-1,03493	0,11214	-1,217	0,10357	-0,77350	0,17167	-0,91180	0,16127
Energijos sektorius	0,069479	0,43440	0,0957	0,34810	0,099961	0,24411	0,131361	0,18350
.....								
Kiti	0,937218	0,08627 *	1,1579	0,06504 *	0,895834	0,09047 *	1,11916	0,06612 *
dt_2	0,575202	<0,00001 ***	0,7696	<0,00001 ***	0,57118	<0,00001 ***	0,763907	<0,00001 ***
dt_3	0,274093	<0,00001 ***	0,3462	<0,00001 ***	0,280712	<0,00001 ***	0,352536	<0,00001 ***
dt_4	-0,07190	0,04781 **	-0,052	0,20843	-0,07664	0,03208 **	-0,05788	0,15774
Stebėjimų sk.	3368		3368		3555		3555	
Hausmano testas		2,70784e -008		5,48243e -010		3,43119e -010		1,44862e- 011

5 priedo tęsinys

	Korporatyvinio valdymo lygis			
	4i modelis		4j modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė
mngm	-0,00108429	0,55257	-0,00189729	0,36631
mngmXsize1q_react	0,00164944	0,01067 **	0,0016881	0,01497 **
mngmXsize2q_no_react	0,00182379	0,14899	0,00213467	0,14146
mngmXsize2q_react	0,00735885	<0,00001 ***	0,00834561	<0,00001 ***
mngmXsize3q_no_react	0,00282587	0,19481	0,0033154	0,18808
mngmXsize3q_react	0,00822424	<0,00001 ***	0,00924987	<0,00001 ***
mngmXsize4q_no_react	0,00753771	<0,00001 ***	0,00857555	<0,00001 ***
mngmXsize4q_react	0,011165	<0,00001 ***	0,0128672	<0,00001 ***
cx_size_ln_markcap	-0,207628	<0,00001 ***	-0,24257	<0,00001 ***
cx_book_to_mktval	-0,000680946	0,05015 *	-0,000732993	0,05272 *
cx_debt_leverage	0,142785	0,08273 *	0,1607	0,09023 *
cx_profit_tobinq	-0,0211208	0,03986 **	-0,0225501	0,05635 *
Vokietija	-0,00277157	0,97222	-0,0105009	0,90894
.....				
Makedonija	-0,927531	0,23146	-1,10953	0,21456
Energijos sektorius	0,129232	0,10222	0,160854	0,07798 *
.....				
Kiti	0,851446	0,10865	1,05238	0,08581 *
dt_2	0,565728	<0,00001 ***	0,760497	<0,00001 ***
dt_3	0,267653	<0,00001 ***	0,336878	<0,00001 ***
dt_4	-0,0355168	0,29957	-0,0151542	0,69848
Stebėjimų sk.	4054		4054	
Hausmano testas		9,83141e-010		7,83228e-012

6 PRIEDAS

Agreguotas ISA lygis								
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (<i>Euribor</i>) + likvidumas		Beta (0)		Beta (0) + likvidumas	
	5a modelis		5b modelis		5c modelis		5d modelis	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
esg	0,0015	0,41637	0,0015	0,42709	0,0016	0,44644	0,00157	0,45786
esgXinolev1q_ react	0,00683	<0,00001 ***	0,0069	<0,00001 ***	0,0076	<0,00001 ***	0,00764	<0,00001 ***
esgXinolev2q_ no react	0,00273	0,22161	0,0028	0,21638	0,0033	0,19805	0,00332	0,19313
esgXinolev2q_ react	0,00749	0,00011 ***	0,0075	0,00010 ***	0,0087	0,00008 ***	0,00877	0,00007 ***
esgXinolev3q_ no react	0,00277	0,20729	0,0028	0,19795	0,0032	0,19785	0,00329	0,18860
esgXinolev3q_ react	0,00871	<0,00001 ***	0,0088	<0,00001 ***	0,0099	0,00001 ***	0,00999	<0,00001 ***
esgXinolev4q_ no react	-0,0007	0,82309	-0,0005	0,86580	-0,001	0,76728	-0,0008	0,81007
esgXinolev4q_ react	0,00143	0,54143	0,0015	0,52628	0,0014	0,59471	0,00149	0,57848
cx_size_ln_ markcap	-0,1515	<0,00001 ***	-0,1523	<0,00001 ***	-0,177	<0,00001 ***	-0,1782	<0,00001 ***
cx_book_to_ mktval	-0,0004	0,07026 *	-0,0004	0,06960 *	-0,0004	0,07406 *	-0,0004	0,07338 *
cx_debt_ leverage	0,21027	0,02857 **	0,1893	0,05355 *	0,2311	0,03549 **	0,20659	0,06566 *
cx_profit_ tobinq	-0,0324	0,00215 ***	-0,0322	0,00238 ***	-0,0357	0,00314 ***	-0,0353	0,00347 ***
cx_liquidity_ incdata			-0,0058	0,02867			-0,0068	0,02729 **
Vokietija	-0,0120	0,88962	-0,0118	0,89142	-0,0074	0,94090	-0,0071	0,94272
.....								
Makedonija	0,15419	0,78938	0,1582	0,78408	0,0484	0,94162	0,0531	0,93595
Energijos sektorius		0,03646 **	0,1751	0,03450 **	0,2094	0,02720 **	0,2117	0,02564 **
.....								
Kiti	-0,0578	0,66446	-0,0566	0,67145	-0,0756	0,62085	-0,0741	0,62783
dt_2	0,60421	<0,00001 ***	0,6043	<0,00001 ***	0,8021 1	<0,00001 ***	0,8022	<0,00001 ***
dt_3	0,25374	<0,00001 ***	0,2541	<0,00001 ***	0,3110	<0,00001 ***	0,3114	<0,00001 ***
dt_4	-0,0748	0,06680 *	-0,0751	0,06546 *	-0,0681	0,14138	-0,0685	0,13888
Stebėjimų skaičius	2986		2986		2986		2986	
Hausmano testas		0,003145		0,002601		0,00103		0,0009

6 priedo tęsinys

	Aplinkosaugos lygis				Socialinės atsakomos lygis			
	5e modelis		5f modelis		5g modelis		5h modelis	
	Beta (Euribor)		Beta (0)		Beta (Euribor)		Beta (0)	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
envr	-0,0013	0,47580	-0,0017	<0,00001 ***	0,000501	0,76541	0,000354	0,85449
envrXinolev1 q react	0,0068	<0,00001 ***	0,0078	0,42829	0,005427	<0,00001 ***	0,006093	<0,00001 ***
envrXinolev2 q no react	0,0036	0,15660	0,0045	<0,00001 ***	0,001785	0,38645	0,002136	0,36655
envrXinolev2 q react	0,0079	0,00024 ***	0,0094	0,12235	0,006352	0,00050 ***	0,007490	0,00035 ***
envrXinolev3 q no react	0,0052	0,13978	0,0061	0,00013 ***	0,002432	0,23631	0,002923	0,21532
envrXinolev3 q react	0,0095	0,00002 ***	0,0111	0,13582	0,007737	0,00003 ***	0,008979	0,00002 ***
envrXinolev4 q no react	0,0016	0,66906	0,0016	0,00001 ***	-0,00139	0,63018	-0,00153	0,62088
envrXinolev4 q react	0,0020	0,44039	0,0023	0,70098	0,001059	0,63454	0,0012	0,62586
cx_size_ln_m arkcap	-0,1396	<0,00001 ***	-0,1661	0,43512	-0,14202	<0,00001 ***	-0,16756	<0,00001 ***
cx_book_to_ mktval	-0,0007	0,04453 **	-0,0007	<0,00001 ***	-0,00062	0,05351 *	-0,00062	0,05856 *
cx_debt_leve rage	0,1978	0,07262 *	0,2259	0,49390	0,181286	0,08139 *	0,20483	0,08704 *
cx_profit_tob inq	-0,0253	0,02321 **	-0,0280	0,07507 *	-0,02477	0,02011 **	-0,02793	0,02252 **
Vokietija	-0,077	0,41519	-0,0863	0,02861 **	-0,05035	0,58701	-0,05795	0,58718
.....								
Lenkija	0,173	0,60133	0,1813	0,63465	0,184234	0,57446	0,190751	0,61365
Energijos sektorius	0,1497	0,11248	0,18	0,08163 *	0,167228	0,07183 *	0,20853	0,05127 *
.....								
Komunalinės paslaugos	-0,0303	0,82817	-0,0494	0,75930	-0,06727	0,62814	-0,08705	0,58624
dt_2	0,5916	<0,00001 ***	0,7844	<0,00001 ***	0,588496	<0,00001 ***	0,780631	<0,00001 ***
dt_3	0,2618	<0,00001 ***	0,3224	<0,00001 ***	0,264365	<0,00001 ***	0,323851	<0,00001 ***
dt_4	-0,1018	0,01536 **	-0,0903	0,06016 *	-0,11082	0,00782 ***	-0,10032	0,03540 **
Stebėjimų sk.	2489		2489		2583		2583	
Hausmano testas		0,000462		9,16884e -005		1,70772e -006		3,8694e- 007

6 priedo tęsinys

Korporatyvinio valdymo lygis				
	5i modelis		5j modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė
mngm	0,00227567	0,27619	0,00224894	0,34857
mngmXinolev1 q react	0,00459039	<0,00001 ***	0,00501501	<0,00001 ***
mngmXinolev2 q no react	0,000665333	0,65944	0,00082197	0,63492
mngmXinolev2 q react	0,00546735	0,00012 ***	0,00636964	0,00010 ***
mngmXinolev3 q no react	0,00114218	0,45547	0,00134936	0,44237
mngmXinolev3 q react	0,0061326	0,00003 ***	0,00692344	0,00003 ***
mngmXinolev4 q no react	-0,0010401	0,58825	-0,00139669	0,52681
mngmXinolev4 q react	0,000329104	0,85143	0,00012797	0,94948
cx_size_ln_ma rkcap	-0,151664	<0,00001 ***	-0,177329	<0,00001 ***
cx_book_to_m ktval	-0,000404364	0,06937 *	-0,0003939	0,07368 *
cx_debt_levera ge	0,242843	0,01466 **	0,273678	0,01689 **
cx_profit_tobin q	-0,0326855	0,00195	-0,0362024	0,00281 ***
Vokietija	0,00272878	0,97620	0,00340078	0,97428
.....				
Rumunija	0,0480713	0,93409	-0,0752101	0,91054
Energijos sektorius	0,188125	0,02596 **	0,225576	0,02060 **
.....				
Komunalinių paslaugų sektorius	-0,0430029	0,75041	-0,0531763	0,73298
dt_2	0,597979	<0,00001 ***	0,79538	<0,00001 ***
dt_3	0,260535	<0,00001 ***	0,31894	<0,00001 ***
dt_4	-0,0491954	0,22816	-0,0362177	0,43622
Stebėjimų sk.	2914		2914	
Hausmano testas		1,25061e-007		1,03022e-008

7 PRIEDAS

	Agreguotas įSA lygis							
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (<i>Euribor</i>) + likvidumas		Beta (0)		Beta (0) + likvidumas	
	6a modelis		6b modelis		6c modelis		6d modelis	
	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė
esg	-0,0004	0,92315	2,5283	0,99540	-0,00160	0,72309	-0,0006	0,90188
esgXvisiev1q_ react	0,0101	0,00541 ***	0,0109	0,00538 ***	0,01296	0,00227 ***	0,0125	0,00321 ***
esgXvisilev2q_ no react	0,0056	0,23963	0,0051	0,30896	0,00669	0,22744	0,0057	0,32415
esgXvisilev2q_ react	0,0092	0,01085 **	0,0096	0,02295 **	0,01256	0,00616 ***	0,0117	0,01727 **
esgXvisilev3q_ no react	0,0035	0,42142	0,0031	0,50717	0,005247	0,30400	0,0044	0,41569
esgXvisilev3q_ react	0,0086	0,02406 **	0,00966	0,03262 **	0,01093	0,01867 **	0,0102	0,02950 **
esgXvisilev4q_ no react	0,0027	0,53738	0,0014	0,76471	0,00406	0,43053	0,0022	0,69274
esgXvisilev4q_ react	0,0089	0,04266 **	0,0098	0,01055 **	0,01158	0,04881 **	0,0094	0,09602 *
cx_size_1 n_markcap	-0,1339	0,00001 ***	-0,1479	<0,00001 ***	-0,1582	0,00001 ***	-0,1753	<0,00001 ***
cx_book_ to_mktval	-0,0014	0,06614 *	-0,0013	0,067471 *	-0,00109	0,07638 *	-0,0010	0,07736 *
cx_debt_ leverage	0,4418	0,03821 **	0,4618	0,03989 **	0,48666	0,05135 *	0,5064	0,05474 *
cx_profit_ tobinq	-0,0980	0,01192 **	-0,0856	0,03069 **	-0,11085	0,01521 **	-0,0965	0,03772 **
cx_liquidity_ inc_data			-0,0054	0,06876 *			-0,0062	0,069545 *
Vokietija	-0,5511	0,00289 ***	-0,5466	0,00472 ***	-0,63274	0,00355 ***	-0,623	0,00607 ***
.....								
Rusija	0,1726	0,47299	0,2060	0,40100	0,2154	0,44524	0,2609	0,36521
Energija	0,0207	0,90343	0,0261	0,87942	0,02674	0,89370	0,0321	0,83769
....								
Komunalinės paslaugos	-0,0274	0,93131	-0,0532	0,86766	-0,11069	0,76637	-0,1445	0,70013
dt_2	0,7582	<0,00001 ***	0,7794	<0,00001 ***	1,00118	<0,00001 ***	1,0289	<0,00001 ***
dt_3	0,3265	0,00003 ***	0,3619	<0,00001 ***	0,39564	0,00001 ***	0,4349	<0,00001 ***
dt_4	-0,2633	0,00070 ***	-0,3001	0,00020 ***	-0,26649	0,00323 ***	-0,3063	0,00113
Stebėjimų sk.	835		781		835		781	
Hausman testas		0,28311		0,375187		0,282411		0,374323

7 priedo tęsinys

	Aplinkosaugos lygis				Socialinės atsakomybės lygis			
	6e modelis		6f modelis		6g modelis		6h modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)		Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
envr	-0,0033	0,44799	-0,0050	0,33622	-0,00353	0,34423	-0,00483	0,27117
envrXvisiev lq_react	0,0100	0,02364 **	0,0130	0,01220 **	0,010237	0,00314 ***	0,012824	0,00159 ***
envrXvisile v2q_no_rea ct	0,0052	0,37401	0,0063	0,36492	0,002512	0,59068	0,003087	0,57322
envrXvisile v2q_react	0,0093	0,04611 **	0,0120	0,03018 **	0,009518	0,01236 **	0,01178	0,00838 ***
envrXvisile v3q_no_rea ct	0,0037	0,47849	0,0058	0,35410	0,004170	0,32816	0,005668	0,25777
envrXvisile v3q_react	0,0040	0,39171	0,005\	0,30911	0,005033	0,19349	0,006421	0,15777
envrXvisile v4q_no_rea ct	0,0013	0,81468	0,0025	0,69620	0,003266	0,43040	0,004470	0,35844
envrXvisile v4q_react	0,0090	0,11512	0,0113	0,10297	0,000763	0,16319	0,002919	0,14070
cx_size_ln_ markcap	-0,1296	0,00020 ***	-0,158	0,00013 ***	-0,13017	0,00006 ***	-0,15724	0,00004 ***
cx_book_to mktval	-0,0017	0,05744 *	-0,0015	0,06820 *	-0,00179	0,05708 *	-0,00153	0,06769 *
cx_debt_lev erage	0,3971	0,01320 **	0,4262	0,01716 **	0,361749	0,01359 **	0,379088	0,01815 **
cx_profit_to binq	-0,1027	0,01540 **	-0,1139	0,02283 **	-0,11977	0,00403 **	-0,13396	0,00622 ***
Vokietija	-0,5630	0,00601 ***	-0,6423	0,00818 ***	-0,58478	0,00304 ***	-0,66959	0,00398 ***
.....								
Rusija	0,1751	0,56411	0,2466	0,49271	0,104149	0,69849	-0,03881	0,85972
Energijos sektorius	-0,0450	0,81131	-0,0476	0,83153	-0,03750	0,84052	0,166351	0,36569
.....								
Komunalinė s paslaugos	-0,1633	0,63944	-0,2593	0,52989	-0,11208	0,75174	-0,20421	0,62430
dt_2	0,7531	<0,00001 ***	0,9988	<0,00001 ***	0,758005	<0,00001 ***	1,00115	<0,00001 ***
dt_3	0,3378	0,00012 ***	0,4132	0,00005 ***	0,330158	0,00010 ***	0,401326	0,00005 ***
dt_4	-0,2383	0,00760 ***	-0,2354	0,02349 **	-0,24400	0,00514 ***	-0,24367	0,01649 **
Stebėjimų sk.	678		678		717		717	
Hausmano testas		0,0390		0,0234		0,1294		0,114005

7 priedo tęsinys

Korporatyvinio valdymo lygis				
	6i modelis		6j modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė
mngm	4,66443e-05	0,99102	-0,00088620	0,85565
mngmXvisilev1q react	0,00741033	0,00533 ***	0,0095837	0,00210 ***
mngmXvisilev2q no react	0,00327082	0,27951	0,00424326	0,23213
mngmXvisilev2q react	0,00726551	0,01131 **	0,00934737	0,00553 ***
mngmXvisilev3q no react	0,00205513	0,50119	0,0032521	0,36505
mngmXvisilev3q react	0,00357874	0,21970	0,00476185	0,16450
mngmXvisilev4q no react	0,00125276	0,68519	0,00219248	0,54624
mngmXvisilev4q react	0,00536502	0,10218	0,00689057	0,17405
cx_size_ln_mark cap	-0,141441	<0,00001 ***	-0,168908	<0,00001 ***
cx_book_to_mkt val	-0,0015028	0,06303 *	-0,00118272	0,07457 *
cx_debt_leverage	0,478871	0,02842 **	0,532638	0,03848 **
cx_profit_tobinq	-0,0973499	0,01365 **	-0,109528	0,01840 **
Vokietija	-0,566866	0,00338 ***	-0,649741	0,00443 ***
.....				
Rusija	0,247099	0,32718	0,315341	0,87972
Energijos sektorius	0,0245428	0,89003	0,0317031	0,14246
.....				
Komunalinių paslaugų sektorius	0,0666049	0,85585	0,00894105	0,98348
dt_2	0,760218	<0,00001 ***	1,00287	<0,00001
dt_3	0,332569	0,00002 ***	0,401787	<0,00001
dt_4	-0,197902	0,01343 **	-0,187898	0,04392
Stebėjimų sk.	811		811	
Hausmano testas		0,000205392		0,000271444

8 PRIEDAS

	Agreguotas ISA lygis							
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (<i>Euribor</i>) + likvidumas		Beta (0)		Beta (0) + likvidumas	
	7a modelis		7b modelis		7c modelis		7d modelis	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
esg	0,0082	<0,00001 ***	0,0073	0,00007 ***	0,00914	<0,00001 ***	0,00798	0,00014 ***
esgXother_no_react	-0,0056	<0,00001 ***	-0,0004	0,00112 ***	-0,0065	<0,00001 ***	-0,00463	0,00130 ***
esgXinheco_no_react	-0,0066	0,00613 ***	-0,0057	0,02793 **	-0,00744	0,00703 ***	-0,00627	0,03380 **
esgXinheco_react	-0,0022	0,01903 **	-0,0033	0,02509 **	-0,00467	0,01734 **	-0,00124	0,04604 **
cx_size_ln_markcap	-0,1331	<0,00001 ***	-0,1429	<0,00001 ***	-0,15656	<0,00001 ***	-0,1665	<0,00001 ***
cx_book_to_mktval	-0,0005	0,02680	-0,0004	0,2810 **	-0,00529	0,02546 **	-0,00037	0,1275 **
cx_debt_leverage	0,2268	**	0,1488	0,09093 *	0,25356	0,00501 ***	0,16926	0,09353 *
cx_profit_to_binq	-0,0338	0,00400 ***	-0,0336	0,00113 ***	-0,0369	0,00156 ***	-0,03684	0,00179 ***
cx_liquidity_incddata			-0,0069	0,01548 **			-0,00763	0,09047 **
Vokietija	-0,0596	0,00094 ***	-0,0133	0,87093	-0,067216	0,44358	-0,01092	0,90782
.....								
Makedonija	-1,1748	0,11489	-0,2643	0,61892	-1,4406	0,09212 *	-0,31257	0,60838
Energijos sektorius	0,0760	0,47136	0,1246	0,26013	0,1033	0,39349	0,1576	0,21433
.....								
kiti	0,9094	0,08889 *	-0,1009	0,39325	1,12651	0,06635 *	-0,12128	0,37125
dt_2	0,5803	<0,00001 ***	0,5919	<0,00001 ***	0,775682	<0,00001 ***	0,78534	<0,00001 ***
dt_3	0,2700	<0,00001 ***	0,2745	<0,00001 ***	0,339243	<0,00001 ***	0,335464	<0,00001 ***
dt_4	-0,0599	0,07991 *	-0,0671	0,07181 *	-0,04527	0,24497	-0,05779	0,17181
Stebėjimų sk.	4170		3524		4170		3524	
Hausmano testas		1,58515e-009		2,67092e-005		2,65962e-011		4,20602e-006

8 priedo tęsinys

	Aplinkosaugos lygis				Socialinės atsakomybės lygis			
	7e modelis		7f modelis		7g modelis		7h modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)		Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
envr	0,0049	0,00170 ***	0,0054	0,00231 ***	0,004311	0,00296 ***	0,004787	0,00414 ***
envrXother_n o_react	-0,0055	0,00001 ***	-0,0065	<0,00001 ***	-0,00481	<0,00001 ***	-0,00559	<0,00001 ***
envrXinheco_ no_react	-0,0050	0,04840 **	-0,0058	0,04677 **	-0,00314	0,01757 **	-0,00354	0,01825 **
envrXinheco_ react	-0,0025	0,02290 ***	-0,0038	0,02783 **	-0,00125	0,01489 **	-0,00153	0,01247 **
cx_size_ln_m arkcap	-0,1256	<0,00001 ***	-0,1495	<0,00001 ***	-0,1234	<0,00001 ***	-0,14681	<0,00001 ***
cx_book_to_ mktval	-0,0008	0,07987 *	-0,0009	0,08403 *	-0,00074	0,08874 **	-0,00078	0,09521 *
cx_debt_lever age	0,2231	0,01608 **	0,2608	0,01425 **	0,231804	0,00660 ***	0,266129	0,00680 ***
cx_profit_tobi nq	-0,0267	0,01411 **	-0,0293	0,01903 **	-0,02744	0,00780 ***	-0,03045	0,01025 **
Vokietija	-0,1002	0,23749	-0,1156	0,23521	-0,09185	0,25969	-0,10805	0,25019
.....								
Latvija	-0,9947	0,12819	-1,1708	0,11871	-0,75847	0,18287	-0,89527	0,17234
Energijos sektorius	0,0929	0,39859	0,1262	0,31794	0,158246	0,18198	0,202328	0,13860
.....								
Kiti	0,9413	0,08735 *	1,1645	0,06556 *	0,972228	0,07050 *	1,20979	0,05097 *
dt_2	0,5801	<0,00001 ***	0,7755	<0,00001 ***	0,575218	<0,00001 ***	0,768077	<0,00001 ***
dt_3	0,2758	<0,00001 ***	0,3484	<0,00001 ***	0,279417	<0,00001 ***	0,351195	<0,00001 ***
dt_4	-0,0782	0,03142 **	-0,0598	0,15053	-0,08296	0,02033 **	-0,06526	0,11100
Stebėjimų sk.	3367		3367		3549		3549	
Hausmano testas		1,44375e -011		1,28826e -013		5,37567e -016		6,5071e- 018

8 priedo tęsinys

Korporatyvinio valdymo lygis				
	7i modelis		7j modelis	
	Beta (Euribor)		Beta (0)	
	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė
mngm	0,00867699	<0,00001 ***	0,00931926	0,00001 ***
mngmXother_no_react	-0,00430702	<0,00001 ***	-0,00487168	<0,00001 ***
mngmXinheco_no_react	-0,00546107	0,04616 **	-0,00625673	0,04716 **
mngmXinheco_react	-0,0015336	0,01948 **	-0,00181455	0,01548 **
cx_size_ln_markcap	-0,138142	<0,00001 ***	-0,161737	<0,00001 ***
cx_book_to_mktval	-0,000485468	0,06376 **	-0,000502175	0,06676 *
cx_debt_leverage	0,257803	0,00144 ***	0,294229	0,00160 ***
cx_profit_tobinq	-0,0341949	0,00076 ***	-0,0376842	0,00125 ***
Vokietija	-0,0237082	0,76841	-0,0344125	0,71102
.....				
Makedonija	-0,996169	0,20264	-1,19342	0,18564
Energijos sektorius	0,0569559	0,71437	0,0752883	0,67448
.....				
Kiti	0,883529	0,10810	1,08864	0,08622 *
dt_2	0,57533	<0,00001 ***	0,771625	<0,00001 ***
dt_3	0,272257	<0,00001 ***	0,342301	<0,00001 ***
dt_4	-0,0405302	0,23845	-0,0211303	0,59072
Stebėjimų sk.	4054		4054	
Hausmano testas		9,02984e-016		1,51603e-018

9 PRIEDAS

	Agreguotas ISA lygis			
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	8a modelis		8b modelis	
	Koef.	p- reikšmė	Koef.	p- reikšmė
esg	0,00802251	<0,00001 ***	0,0089439	<0,00001 ***
esgXnoteasteurope_no_react	-0,00515899	<0,00001 ***	-0,00596426	<0,00001 ***
esgXeasteurope_no_react	-0,00226639	0,02687 **	-0,00262587	0,03427 **
esgXeasteurope_react	-0,00637791	0,03892 **	-0,00469585	0,03106 **
esgXnoteurope_no_react	-0,0224464	0,00033 ***	-0,0248014	0,00053 ***
esgXnoteurope_react	0,00899069	0,17614	0,00773605	0,30906
cx_size_ln_markcap	-0,132415	<0,00001 ***	-0,155809	<0,00001 ***
cx_book_to_mktval	-0,000494765	0,02990 **	- 0,000517161	0,02616 **
cx_debt_leverage	0,23314	0,00311 ***	0,260458	0,00398 ***
cx_profit_tobinq	-0,0335612	0,00100 ***	-0,0367659	0,00164 ***
Vokietija	-0,0544726	0,47643	-0,0618321	0,48125
.....				
Makedonija	-1,07293	0,15118	-1,3291	0,12131
Energija	0,110016	0,16764	0,136416	0,13599
....				
Kiti	0,938284	0,07760 *	1,15586	0,05819 *
dt_2	0,575734	<0,00001 ***	0,771144	<0,00001 ***
dt_3	0,268361	<0,00001 ***	0,337635	<0,00001 ***
dt_4	-0,0712254	0,03724 **	-0,0566449	0,14577
Stebėjimų sk.	4170		4171	
Hausmano testas		7,18751e-011		2,68159e-012

9 priedo tęsinys

	Aplinkosaugos lygis				Socialinės atsakomybės lygis			
	8c modelis		8d modelis		8e modelis		8f modelis	
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)		Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė	Koef.	p-reikšmė
envr	0,0052	0,00009 ***	0,0058	0,00011 ***	0,005477	<0,00001 ***	0,00614	0,00002 ***
envrXnoteasteurope_no react	-0,0051	<0,00001 ***	-0,0061	<0,00001 ***	-0,00440	<0,00001 ***	-0,00514	<0,00001 ***
envrXeasteurope_no_rea ct	-0,0045	0,01980 **	-0,0059	0,02614 **	-0,00293	0,06984 *	-0,00121	0,06205 *
envrXeasteurope_rea ct	-0,0015	0,02039 **	-0,0020	0,02575 **	-0,00835	0,01987 **	-0,00940	0,01717 **
envrXnoteurope_no_rea ct	-0,0213	0,00946 ***	-0,024	0,01025 **	-0,02472	0,00075 ***	-0,02710	0,00132 ***
envrXnoteurope_rea ct	0,0049	0,59801	0,0028	0,79624	-0,00811	0,27399	-0,00984	0,24858
cx_size_ln_ markcap	-0,126	<0,00001 ***	-0,1502	<0,00001 ***	-0,12387	<0,00001 ***	-0,1469	<0,00001 ***
cx_book_to mktval	-0,0008	0,08511 *	-0,0009	0,06231 *	-0,00073	0,06693 *	-0,00077	0,09300 *
cx_debt_lev erage	0,218	0,01820 **	0,2556	0,01623 **	0,233863	0,00580 ***	0,266384	0,00631 ***
cx_profit_to bing	-0,0266	0,01469 **	-0,0291	0,01987 **	-0,02731	0,00793 ***	-0,03039	0,01018 **
Vokietija	-0,0999	0,23838	-0,1154	0,23539	-0,08580	0,29074	-0,10155	0,27741
.....								
Latvija	-0,9766	0,13528	-1,147	0,12647	-0,6247	0,27394	-0,74151	0,25912
Energijos sektorius	0,0840	0,35222	0,1135	0,27372	0,121675	0,15997	0,155599	0,11855
.....								
Kiti	0,9404	0,08643 *	1,1612	0,06530 *	0,929654	0,07962 *	1,15672	0,05819 *
dt_2	0,5780	<0,00001 ***	0,773	<0,00001 ***	0,574712	<0,00001 ***	0,768289	<0,00001 ***
dt_3	0,2765	<0,00001 ***	0,3493	<0,00001 ***	0,281154	<0,00001 ***	0,353241	<0,00001 ***
dt_4	-0,0836	0,02151 **	-0,0651	0,11850	-0,09036	0,01165 **	-0,07306	0,07518
Stebėjimų sk.	3368		3368		3555		3555	
Hausmano testas		2,8506e- 012		4,70759e- 014		1,96242e- 015		6,94478e- 017

9 priedo tęsinys

	Korporatyvinio valdymo lygis			
	Beta (<i>Euribor</i>)		Beta (0)	
	Koeff.	p- reikšmė	Koeff.	p- reikšmė
mngm	0,00824372	<0,00001 ***	0,00892991	<0,00001 ***
mngmXnoteasteurope no react	-0,00394439	<0,00001 ***	-0,00449344	<0,00001 ***
mngmXeasteurope no react	-0,00864694	0,01927 ***	-0,0108784	0,01541 **
mngmXeasteurope react	-0,00708171	0,02304 **	-0,00866218	0,02564 **
mngmXnoteurope no react	-0,00982998	0,03818 **	-0,00203979	0,02190 **
mngmXnoteurope react	0,0123112	0,10788	0,0115958	0,18712
cx_size_ln_markcap	-0,137973	<0,00001 ***	-0,161997	<0,00001 ***
cx_book_to_mktval	-0,000500379	0,06282 *	-0,000520394	0,06503 **
cx_debt_leverage	0,264591	0,00106 ***	0,301024	0,00124 ***
cx_profit_tobinq	-0,0338334	0,00085 ***	-0,0372464	0,00142 ***
Vokietija	-0,0158465	0,84403	-0,0235916	0,79965
.....				
Latvija	-0,553283	0,34813	-1,26319	0,17482
Energijos sektorius	-1,07999	0,18091	0,173364	0,06030
.....				
Kiti sektoriai	0,955911	0,07387 *	1,17568	0,05691 *
dt_2	0,57174	<0,00001 ***	0,768142	<0,00001 ***
dt_3	0,272088	<0,00001 ***	0,342347	<0,00001 ***
dt_4	-0,0468078	0,17464	-0,0268538	0,49573
Stebėjimų sk.	4054		4054	
Hausmano testas		1,27741e-015		5,55741e-018

Evelina BENDORAITIENĖ

**ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS POVEIKIO
FINANSINEI RIZIKAI, ATSIŽVELGIANT
Į SUINTERESUOTŲJŲ GRUPIŲ ELGSENĄ, VERTINIMAS**

Daktaro disertacija

Išleido ir spausdino – Vytauto Didžiojo universiteto bibliotekos Leidybos skyrius
(S. Daukanto g. 27, LT-44249 Kaunas)

Užsakymo Nr. K15-130. Tiražas 15 egz. 2015 11 16.

Nemokamai.