

ĮMONIŲ SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS POVEIKIS KAPITALO KAINAI

Ovidija MATUKONYTĖ, Vytauto Didžiojo universitetas, Žemės ūkio akademija, Bioekonomikos plėtros fakultetas,
el. paštas: ovidija.matukonyte@vdu.lt

Santrauka

Šiame straipsnyje nagrinėjamos įmonių socialinės atsakomybės ir kapitalo kainos sampratos bei analizuojamos mokslininkų įžvalgos apie įmonių socialinės atsakomybės poveikį kapitalo kainai. Nagrinėjant įmonių socialinės atsakomybės sampratą buvo taikomi bendrieji mokslinio tyrimo metodai – mokslinės literatūros analizė ir sintezė, informacijos grupavimo ir palyginimo metodai. Siekiant įvertinti įmonių socialinės atsakomybės poveikį kapitalo kainai, buvo atliekama mokslininkų, tyrusių įmonių socialinės atsakomybės poveikį kapitalo kainai, empirinių tyrimų rezultatų analizė ir sintezė, kuri parodė, kad įmonių socialinė atsakomybė gali tiek mažinti, tiek didinti kapitalo kainą. Ryšį tarp įmonių socialinės atsakomybės ir kapitalo kainos analizuoti mokslininkai aiškina per suinteresuotųjų šalių, agentų ir signalizavimo teorijas. Suinteresuotųjų šalių teorija pagrindžia, kad socialiai atsakingos įmonės, užtikrindamos tvarius ir etiškus santykius su darbuotojais, klientais, akcininkais ir visuomene, mažina veiklos riziką ir didina pasitikėjimą, todėl investuotojai gali reikalauti mažesnės investicinės grąžos, o tai lemia mažesnę kapitalo kainą. Agentų teorija pabrėžia, kad įmonių socialinė atsakomybė gali padėti mažinti interesų konfliktus tarp vadovų ir investuotojų, veikdama kaip pasitikėjimą stiprinantis mechanizmas, kuris gali mažinti kapitalo kainą. Remiantis signalizavimo teorija, savanoriškas įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas gali mažinti kapitalo kainą, o privalomas – kelti investuotojų nepasitikėjimą ir ją didinti. Atlikus mokslinių tyrimų, kuriuose buvo tiriamas įmonių socialinės atsakomybės poveikis kapitalo kainai, rezultatų analizę, nustatyta, kad įmonių socialinė atsakomybė daro poveikį kapitalo kainai. Pastebėta, kad šalyse, kuriose yra privalomas įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas, įmonių socialinė atsakomybė kapitalo kainą didina, tuo tarpu šalyse, kuriose socialinės atsakomybės atskleidimas yra savanoriškas, įmonių socialinė atsakomybė kapitalo kainą mažina. Iš to galima daryti prielaidą, kad socialiai atsakingos įmonės gali pritraukti kapitalą palankesniais sąlygomis ir tokiu būdu sumažinti investuotojų reikalaujamą grąžą.

Reikšminiai žodžiai: įmonių socialinė atsakomybė, ESG kriterijai, kapitalo kaina, poveikis.

Įvadas

Vis didėjant konkurencijai tarp didelio kiekio pasaulyje veikiančių įmonių, įmonės yra priverstos ieškoti būdų, kaip išlaikyti aukštą konkurencingumo lygį rinkose, kuriose vykdo savo veiklą. Dėl pasauliui ir visai ekosistamai padarytos negrįžtamos žalos vis daugiau įmonių įsitraukia į socialiai atsakingą veiklą, taip siekdamos kurti vertę aplinkai ir visuomenei. Socialiai atsakingos įmonės savo veikloje stengiasi suderinti ne tik ekonominius, bet ir socialinius bei aplinkosauginius aspektus. Įmonių vadovybė vis dažniau turi atsižvelgti į suinteresuotųjų šalių informacinius poreikius, kurie apima ne tik finansinę, tačiau ir nefinansinę informaciją. Didėja aplinkosaugos, socialinės veiklos ir valdysenos (ESG) duomenų atskleidimo svarba, nes investuotojai, reguliuotojai ir kitos suinteresuotosios šalys reikalauja skaidresnės informacijos. Griežtėjant ESG reguliavimui, nefinansinės informacijos integracija į verslo sprendimus tampa neišvengiama, todėl būtina įvertinti, kaip ši tendencija gali paveikti įmonių kapitalo kainą, kuri yra vienas pagrindinių įmonių finansinių sprendimų priėmimo elementų. Nors teorinė prielaida suponuoja nuomonę, kad didesnis socialinės atsakomybės lygis gali mažinti kapitalo kainą dėl mažesnės rizikos, tačiau empirinių tyrimų rezultatai šioje tyrimų srityje nepateikia vienareikšmių rezultatų. Pastebėta, kad šalyse, kuriose yra privalomas įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas, įmonių socialinė atsakomybė kapitalo kainą didina ir, priešingu atveju, šalyse, kuriose socialinės atsakomybės atskleidimas yra savanoriškas, įmonių socialinė atsakomybė tiek nuosavo, tiek skolinto kapitalo kainą mažina. Todėl šiame straipsnyje atliekamas socialinės atsakomybės ir kapitalo kainos ryšio teorinis pagrindimas bei analizuojami mokslininkų atlikti empiriniai tyrimai, kurių metu buvo tirtas įmonių socialinės atsakomybės poveikis kapitalo kainai.

Tyrimo objektas: įmonių socialinės atsakomybės poveikis kapitalo kainai.

Tyrimo tikslas – atskleisti įmonių socialinės atsakomybės poveikį kapitalo kainai teoriniu aspektu.

Iškeltam tikslui pasiekti sprendžiami šie **uždaviniai**:

1. Apibrėžti įmonių socialinės atsakomybės ir kapitalo kainos sampratas bei ryšį tarp tiriamų reiškinių;
2. Identifikuoti pagrindines teorijas, siejančias įmonių socialinę atsakomybę ir kapitalo kainą bei remiantis jomis atskleisti šio ryšio ypatumus;
3. Išanalizuoti ir susisteminti mokslininkų nuomones apie įmonių socialinės atsakomybės poveikį kapitalo kainai ir atskleisti tolesnes mokslinių empirinių tyrimų kryptis.

Tyrimo metodai: mokslinės literatūros analizė ir sintezė, informacijos grupavimo ir palyginimo metodai.

Įmonių socialinės atsakomybės ir kapitalo kainos sampratos bei ryšys tarp jų

Prieš atliekant įmonių socialinės atsakomybės poveikio kapitalo kainai analizę, svarbu atskleisti įmonių socialinės atsakomybės sampratą. Nagrinėjant įvairius mokslinės literatūros šaltinius, dažnu atveju galima pasiklysti tarp kelių panašių, bet tuo pačiu ir skirtingų turinčių sąvokų – įmonių socialinė atsakomybė (angl. Corporate Social Responsibility), ESG (angl. Environmental, Social & Governance) ir įmonių pilietiškumas (angl. Corporate Citizenship). J. G. Park ir kt.

(2023) atlikto tyrimo metu, kuriame buvo nagrinėjamas minėtų sąvokų ryšys ir skirtumai, buvo nustatyta, kad tarp ĮSA, ESG ir įmonių pilietiškumo yra netiesioginių, bet aiškių skirtumų. Įmonių socialinė atsakomybė – tai veikla, apimanti aplinkosaugos, socialinės veiklos ir valdysenos kriterijus, kurioje daugiausia dėmesio skiriama atsakomybei ir įsipareigojimams prieš suinteresuotąsias šalis. Tuo tarpu ESG akcininkams padeda ir kitoms suinteresuotosioms šalims įvertinti įmonių socialinės atsakomybės rezultatus, o įmonių pilietiškumas daugiausia reiškia savanorišką ir etišką įmonės veiklą, kuria siekiama teigiamos socialinės įtakos (Park, 2023). Taigi, nors sąvokose galima įžvelgti skirtumų, tačiau dažniausiai jos įmonės veikloje yra viena kitą papildančios ir neatsiejamos.

Remiantis atlikta mokslinės literatūros analize, kurioje buvo išskirti pagrindiniai skirtumai tarp įmonių socialinės atsakomybės, aplinkosauginės, socialinės ir valdysenos veiklos (ESG) bei įmonių pilietiškumo sąvokų, toliau pasirinkta nagrinėti įmonių socialinės atsakomybės sąvoką, nes įmonių socialinė atsakomybė turi ne tik teorinę ir praktinę tradiciją, tačiau ji pabrėžia įsipareigojimų ir atsakomybės aspektus, kurie yra svarbūs, vertinant socialiai atsakingų iniciatyvų poveikį įmonių veiklos rezultatams.

Pirmą kartą įmonių socialinės atsakomybės sąvoka paminėta H. R. Bowen 1953 m. knygoje „Verslininko socialinės pareigos“ (Bowen et al., 2013). Pasak E. A. Jefimovos ir kt. (2023), tuo metu socialinė atsakomybė buvo nukreipta į įmonės atsakomybę prieš savininkus ir buvo orientuota į pelną ir tik XXI a. pradžioje įmonės pradėjo daugiau prisidėti prie visuomenės gerovės per investicijas į socialinius, aplinkosauginius ir bendruomeniškumą stiprinančius projektus. Siekiant išsiaiškinti įmonių socialinės atsakomybės sampratą, 1 lentelėje pateikiami įvairūs įmonių socialinės atsakomybės apibrėžimai.

1 lentelė. Įmonių socialinės atsakomybės sampratų interpretacijos

Table 1. Interpretations of corporate social responsibility concepts

Samprata Concept	Šaltinis Source
Įmonės gali tapti socialiai atsakingos, integruojant socialinius, aplinkosaugos, etinius, vartotojų ir žmogaus teisių klausimus į savo verslo strategiją ir veiklą, vadovaujantis įstatymais. <i>Companies can become socially responsible by integrating social, environmental, ethical, consumer, and human rights considerations into their business strategy and operations in compliance with the law.</i>	Europos Komisija (2011) <i>European Commission</i>
Įmonių socialinė atsakomybė veikia kaip draudimas, kuris apsaugo suinteresuotąsias šalis, todėl investicijos į ĮSA laikomos draudimo įmoka. <i>CSR acts as insurance that protects stakeholders, so investments in CSR are considered an insurance premium.</i>	K.-H. Bae ir kt. (2019)
Verslo veiksmai, sprendžiantys aplinkos ir socialines problemas, vadinami įmonių socialinė atsakomybė (ĮSA). <i>Business actions addressing environmental and social issues are referred to as corporate social responsibility (CSR).</i>	G. Halkos ir kt. (2022)
Verslo vykdymas, kuomet vienu metu yra įtraukiama aplinkos apsauga, ekonominis augimas, socialinis veiksmingumas, siekiant naudoti įmonę ir visuomenei. <i>Conducting business while simultaneously incorporating environmental protection, economic growth, and social effectiveness to benefit both the company and society.</i>	M. Bai ir L. Ho (2022)

Iš 1 lentelėje pateiktos informacijos matyti, kad įvairūs autoriai įmonių socialinę atsakomybę apibrėžia skirtingai, bet visuose apibrėžimuose dominuojantys aspektai yra šie: aplinkos apsauga, visuomeniniai įsipareigojimai, etiniai vartotojų ir žmogaus teisių klausimai. Autorės nuomone, įmonių socialinė atsakomybė yra verslo strategija, kai laikantis įstatymų ir kitų normų, įmonės savo veikloje įtraukia socialinius bei aplinkosaugos principus.

Analizuojant mokslinius tyrimus, pastebima, kad įmonių socialinė atsakomybė dažniausiai vertinama ESG balu. Tai pagrindinis ir plačiai paplitęs įmonių socialinės atsakomybės vertinimo balas, kuris padeda įvertinti įmonės socialinės atsakomybės lygį (Eliwa et al., 2021; Campbell, Kanjilal, 2021). Taip pat įmonių socialinė atsakomybė gali būti vertinama ir pagal atskirą ESG vertinimo kriterijų, t. y. aplinkosaugą, socialinę veiklą ir valdyseną.

Į aplinkosaugos kriterijų įeina klimato kaitos ir šiltnamio efekto, susidarančio dėl didelio į aplinką išmetamo CO₂ kiekio, aspektai, biologinės įvairovės ir žemės išsaugojimo klausimai, gamtinių išteklių saikingas vartojimas ir jų tvاري gavyba, vandens ir oro taršos mažinimo bei atliekų perdirbimo ir atsinaujinančių gamtos išteklių klausimas (Europos Komisijos Tvarumo ataskaitų direktyva, 2022). Visų šių aspektų vertinimas atskiros bendrovės veikloje yra itin svarbus, norint sumažinti kylančią grėsmę aplinkai ir visai visuomenei.

Antrasis ESG kriterijus apima socialinius klausimus. Bendrovės turi saugoti ir gerinti santykius su darbuotojais ir klientais bendruomenėse, kuriose vykdo veiklą. Remiantis socialiniu kriterijumi, įmonės turi užtikrinti draugišką aplinką ir lygybę darbuotojų lyčių, darbo sąlygų ir darbo užmokesčio aspektais (Europos Komisijos Tvarumo ataskaitų direktyva, 2022). Socialiai atsakingos bendrovės veikloje turi būti užtikrinamos visos reikiamos ir tinkamos sąlygos darbuotojų pareigų vykdymui, turi būti užkirstas kelias priverstiniam vaikų darbiui.

Trečiasis ESG kriterijus apima valdysenos klausimus. Įmonės valdyme turi dalyvauti tinkamą kompetenciją turintys ir tinkamą valdyseną užtikrinantys asmenys. Esant prastai, korumpuoti ir į sukčiavimus linkusiai vadovybės sudėčiai, bendrovė gali susidurti su veiklos tęstinumo problema ir laikui bėgant žlugti. Vadovaujantis trečiuoju ESG kriterijumi, organizacijos turėtų spręsti vadovybės nepriklausomumo ir kontrolės mechanizmų įgyvendinimo klausimus, siekiant užtikrinti etišką verslo veiklą bei tai, kad įmonės vadovybę sudarytų sąžiningi ir nekorumpuoti asmenys.

Išanalizavus įmonių socialinės atsakomybės sampratą, svarbu atskleisti ir kapitalo kainos sampratą. Šiuo tikslu 2 lentelėje pateikiami įvairūs kapitalo kainos apibrėžimai.

2 lentelė. Kapitalo kainos sampratų interpretacijos

Table 2. Interpretations of cost of capital concepts

Samprata Concept	Šaltinis Source
Kapitalo kaina – tai grąža, kurios reikalauja investuotojai. <i>The cost of capital is the return that investors demand.</i>	A. Chit ir kt. (2015)
Kapitalo kaina – įmonės patiriamos išlaidos, pritraukiant finansavimą tiek iš nuosavo, tiek iš skolinto kapitalo šaltinių. <i>Cost of capital – the cost incurred by a company to raise finance from both equity and debt sources.</i>	R. Zhang ir kt. (2021)
Kapitalo kaina – svarbus finansų rodiklis, atspindintis finansines išlaidas, kurias patiria įmonės, pritraukdamos lėšas skolintomis lėšomis, nuosavu kapitalu ar kitomis finansinėmis priemonėmis. <i>The cost of capital is an important financial indicator that reflects the financial costs incurred by companies in raising funds through borrowings, equity or other financial instruments.</i>	A. AL-Akheli ir kt. (2025)

Iš 2 lentelėje pateiktų kapitalo kainos apibrėžimų matyti, kad kapitalo kaina iš investuotojų perspektyvos gali būti suprantama kaip investicinė grąža, o iš įmonės pusės – kaip finansavimo išlaidos. Autorės nuomone, kapitalo kaina – tai investuotojų reikalaujama grąža, atspindinti įmonės patiriamas finansines išlaidas, norint pritraukti finansavimą tiek iš nuosavo, tiek iš skolinto kapitalo šaltinių.

Išsiaiškinus įmonių socialinės atsakomybės ir kapitalo kainos sampratas, svarbu suprasti ir išsigryninti, koks ryšys sieja šiuos du tiriamus reiškinius. Pasak S.-C. Hsu ir kt. (2023), įmonės, vykdančios socialiai atsakingą veiklą, ir kurių įmonių socialinės atsakomybės rodikliai geresni, yra linkusios orientuotis į konservatyvesnę kapitalo struktūrą. Vengdamos perteklinio skolinimosi, įmonės patiria mažesnę finansinę riziką, o investuotojai, nusprendę investuoti į įmones, kurių įmonių socialinės atsakomybės rodikliai geresni, susiduria su mažesne investavimo rizika. Tai reiškia, kad investuotojai yra linkę palankiau vertinti socialiai atsakingas įmones, suteikiant joms geresnes finansavimo sąlygas. Kai kuriais atvejais įmonių socialinė atsakomybė gali turėti didinančią poveikį kapitalo kainai, jeigu investuotojai suvokia šią veiklą kaip papildomas išlaidas be tiesioginės finansinės naudos. Tai ypač aktualu privalomam įmonių socialinės atsakomybės atskleidimui, kai tai gali būti traktuojama kaip įmonių pelningumą ribojantis veiksnys (Prasad et al., 2022). Be to, įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas gali padėti mažinti informacijos asimetriją tarp įmonės ir kreditorių, ypač tuo metu, kai kredito sutartyse nėra numatomas įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas. Tokiose situacijose vadovybė gali rinktis įgyvendinti įmonių socialinės atsakomybės iniciatyvas kaip priemonę sumažinti neapibrėžtumą, pagerinti informacijos skaidrumą ir sumažinti skolinto kapitalo kainą (AlKhouri, Suwaidan, 2023). C. F. Alves ir L. L. Meneses (2024) teigimu, ESG balas, apimantis aplinkosauginius, socialinius ir valdymo aspektus, nėra skirtas pakeisti tradicinius kredito rizikos vertinimo rodiklius, tokius kaip pelningumas, išpareigojimų lygis ar pinigų srautai. ESG balas veikia kaip papildomas informacijos šaltinis, padedantis giliau suprasti įmonės vidinius procesus ir veiklos aplinką, nes atskleidžia anksčiau nevertintas ar per įprastinius finansinius rodiklius nematomas rizikas, tokias kaip reputacijos žala, darbuotojų gerovės pažeidimai ar klimato kaitos poveikis, kurios gali turėti esminės įtakos įmonės ilgalaikiam stabilumui ir patikimumui (Alves, Meneses, 2024).

Apibendrinant galima teigti, kad įmonių socialinė atsakomybė – tai verslo strategija, kurioje integruojami socialiniai, aplinkosauginiai ir valdysenos aspektai, laikantis teisės aktų ir reguliacinių reikalavimų. Įmonių socialinę atsakomybę galima vertinti atskirai per tris pagrindinius vertinimo kriterijus: 1) aplinkosaugą, 2) socialinę veiklą bei 3) valdyseną; taip pat ir per bendrą visų šių vertinimo kriterijų konvertuotą ESG atskleidimo balą. Kapitalo kaina apibrėžiama kaip investuotojų reikalaujama grąža arba įmonės patiriamos išlaidos pritraukiant finansavimą. Įmonių socialinę atsakomybę ir kapitalo kainą sieja ryšys: socialiai atsakingos įmonės dažnai turi konservatyvesnę kapitalo struktūrą, mažesnę finansinę riziką ir palankesnes finansavimo sąlygas. Tačiau kai kuriais atvejais įmonių socialinė atsakomybė gali turėti didinančią poveikį kapitalo kainai, jeigu investuotojai tai suvokia kaip papildomas išlaidas be tiesioginės finansinės naudos. ESG balas čia veikia kaip papildomas informacijos šaltinis, padedantis įvertinti įmonės stabilumą ir rizikas.

Teorijos, siejančios įmonių socialinę atsakomybę ir kapitalo kainą

Analizuojant įmonių socialinės atsakomybės raidos kitimą, buvo pastebėta, kad per pastaruosius du dešimtmečius padaugėjo įmonių, kurios įsitraukia į socialiai atsakingą veiklą, norėdamos patenkinti susijusių šalių lūkesčius. Pagal R. E. Freeman (2023), suinteresuotųjų šalių teorija teigia, kad įmonės sėkmė priklauso nuo gebėjimo efektyviai valdyti savo santykius ne tik su akcininkais, bet ir su įmonės darbuotojais, klientais ir visuomene, kurioje įmonė vykdo veiklą. Tiek mažos, tiek didelės įmonės iš įvairių suinteresuotųjų šalių patiria spaudimą elgtis atsakingai ir siekti ne tik finansinių ar teisinių, bet ir platesnių visuomeninių tikslų. Todėl norėdamos pagerinti savo santykius su suinteresuotomis šalimis, įmonės pradeda vykdyti socialiai atsakingą veiklą (Gull et al., 2023). Galima teigti, kad kai įmonė atsakingai elgiasi su šiomis grupėmis, ji sumažina veiklos riziką ir padidina ilgalaikę vertę. Pagal suinteresuotųjų šalių teoriją, įmonių socialinė atsakomybė gali sumažinti įmonės riziką, nes skaidrus valdymas ir socialinė atsakomybė stiprina investuotojų pasitikėjimą tokiomis įmonėmis (Alsayegh et al., 2020). Mažesnė rizika reiškia, kad investuotojai įmonę vertina kaip

stabilėsnę, todėl reikalauja mažesnės investicinės grąžos. Minėti autoriai taip pat teigia, kad aukšti ESG balai gerina įmonės reputaciją rinkoje. Socialiai atsakingi investuotojai labiau linkę investuoti į tokias įmones, o didesnė investuotojų paklausa gali lemti mažesnę kapitalo kainą (Alsayegh, 2020). A. AL-Akheli ir kt. (2025) taip pat pritaria nuomonei, kad teoriniu požiūriu suinteresuotųjų šalių teorija nustato ryšį tarp įmonių socialinės atsakomybės ir finansinių rezultatų, kurie yra svarbūs suinteresuotosioms šalims. Minėti autoriai teigia, kad įmonių socialinė atsakomybė grindžiama trigubos P koncepcija: pelnas (angl. Profit), žmonės (angl. People) ir planeta (angl. Planet). Trigubos P koncepcija – tai pelno siekimas tausojant aplinką ir užtikrinant visuomenės gerovę.

Agentų teorija aiškina, kad įmonių socialinė atsakomybė gali sumažinti interesų konfliktus tarp vadovų ir investuotojų, tokiu būdu mažindama įmonės riziką ir kapitalo kainą. Investuotojai įmonių socialinę atsakomybę vertina kaip mechanizmą, kuris skatina skaidrumą ir ilgalaikę vertę, mažindamas neapibrėžtumą rinkoje (Fandella et al., 2023). R. AlKhouri ir M. S. Suwaidan (2023) taip pat teigia, kad įmonių vadovai, priimdami investicinius sprendimus, naudojasi nuosavo kapitalo kaina, nes ji įtraukiama į bendrųjų kapitalo sąnaudų skaičiavimą. Taigi, įmonių vadovams taip pat rūpi įmonių socialinės atsakomybės poveikis nuosavo kapitalo kainai.

Signalizavimo teorija aiškina ryšį tarp įmonių socialinės atsakomybės ir kapitalo kainos per informacijos perdavimą rinkai. Pasak K. Prasad ir kt. (2022), įmonės siunčia signalus apie savo veiklą, finansinius rezultatus ir kokybę, o investuotojai šiuos signalus interpretuoja priimdami sprendimus. Be to, mokslininkai pabrėžia, kad norint tiksliau suprasti įmonių skleidžiamus signalus apie socialiai atsakingą veiklą, būtina atskirti, ar įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas yra savanoriškas, ar dėl atitikimo teisiniams reikalavimams, galiojantiems konkrečioje šalyje. Privalomas įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas gali sumažinti jos signalinę vertę, kuri dažnu atveju yra nukreipta į investuotojus (Prasad et al., 2022). Todėl įmonės, kurios yra socialiai atsakingos formaliai ir kurių pagrindinis tikslas iš esmės yra tik atitikti reguliacinius reikalavimus, investuotojų požiūriu gali būti vertinamos skeptiškai. Šis įmonių siunčiamas signalas investuotojams gali būti priimtas neigiamai, o tai gali reikšti padidėjusią kapitalo kainą, lyginant su įmonėmis, kuriose įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas yra savanoriškas.

Įmonių socialinės atsakomybės ryšys su kapitalo kaina grindžiamas suinteresuotųjų šalių, agentų ir signalizavimo teorijomis. Suinteresuotųjų šalių teorija teigia, kad įmonės, atsakingai tvarkydamos santykius su darbuotojais, klientais, akcininkais ir visuomene, mažina veiklos riziką ir didina pasitikėjimą, todėl investuotojai gali reikalauti mažesnės investicinės grąžos, o tai lemia mažesnę kapitalo kainą. Agentų teorija pabrėžia, kad įmonių socialinė atsakomybė gali padėti mažinti interesų konfliktus tarp vadovų ir investuotojų, tokiu būdu įmonių socialinė atsakomybė tampa ne tik vertybiniu, bet ir finansiniu įrankiu, kuris gali padėti sumažinti nuosavo kapitalo kainą. Signalizavimo teorija atskleidžia, kad įmonių socialinė atsakomybė veikia kaip signalas investuotojams apie įmonių veiklos patikimumą. Tačiau signalinė vertė priklauso ir nuo to, ar įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas yra savanoriškas, ar dėl prievolės atitikti konkrečioje šalyje egzistuojantį teisinį reguliavimą. Privalomas įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas dažnai yra suvokiamas kaip įmonės socialinė atsakomybė vykdyti labiau dėl atitikties, o ne vedina vidinių vertybių. Tokios įmonės iš investuotojų perspektyvos gali būti vertinamos nepalankiai, o tai galiausiai gali lemti ir didesnę kapitalo kainą, lyginant su įmonėmis, kurios įmonių socialinę atsakomybę atskleidžia savanoriškai.

Įmonių socialinės atsakomybės poveikio kapitalo kainai tyrimų rezultatų analizė

Vis didėjanti įmonių socialinės atsakomybės svarba investuotojams ir įmonių vadovams turi įtakos finansiniams sprendimams. Atsižvelgiant į tai, kad vis daugiau suinteresuotųjų šalių reikalauja tvarumo ir atsakingo verslo praktikos, socialiai atsakingos įmonės stengiasi tapti patrauklesnėmis tiek investuotojams, tiek kitiems finansų rinkų dalyviams. Todėl šioje straipsnio dalyje bus nagrinėjama, ar įmonės, vykdančios socialiai atsakingą veiklą, yra patrauklesnės investuotojams ir kreditoriams. Taip pat analizuojami mokslininkų gautų tyrimų rezultatai dėl įmonių socialinės atsakomybės poveikio nuosavo ir skolinto kapitalo kainai.

C. Mio ir kt. (2023), atlikę tyrimą, nustatė teigiamą ryšį tarp bendrojo ESG balo ir nuosavo kapitalo kainos JAV ir Europos rinkose. Minėti autoriai nustatė, kad du pagrindiniai ESG veiksniai – valdysenos charakteristikos (t. y. direktorių valdybos struktūra ir atlyginimas) ir pagarba žmogaus teisėms – investuotojų suvokiami kaip didžiausia ESG rizika, todėl įmonės, kurių šių veiksmų rodikliai aukšti, gauna naudos iš sumažėjusios nuosavo kapitalo kainos.

B. Chen ir A. Zhang (2021) atliko tyrimą, kurio metu buvo tiriama, ar yra reikšminga neigiama koreliacija tarp įmonių socialinės atsakomybės ir nuosavo kapitalo kainos, ir nustatė, kad įmonių socialinė atsakomybė turi reikšmingą neigiamą koreliaciją su nuosavo kapitalo kaina. Minėti autoriai teigia, kad jų tyrimas turi apribojimų ir yra būtinas tarpkultūrinis palyginimas, nes reguliavimo sistemos kitose šalyse gali skirtis, o tyrimo imtį sudarė tik Kinijos akcinės bendrovės, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama vertybinių popierių biržose.

K. Prasad ir kt. (2022) atliktame tyrime, kurio metu buvo tiriamas įmonių socialinės atsakomybės poveikis kapitalo kainai kartu su privalomu įmonių socialinės atsakomybės atskleidimu, nustatė, kad įmonių socialinė atsakomybė mažina skolinto kapitalo kainą ir didina nuosavo kapitalo kainą. Svarbu pabrėžti, kad autorių tyrimo išvadose atskleidžiama prielaida, jog esant privalomam įmonių socialinės atsakomybės atskleidimui Indijoje, Japonijoje ir Kinijoje, nėra pasirinkimo teisės, siekiant priimti sprendimus dėl signalo investuotojams tikslingumo, o išvados rodo galimus įmonių socialinės atsakomybės poveikio kapitalo kainai skirtumus dėl reguliacinės aplinkos, todėl svarbus aspektas tas, kad įmonės elgtųsi nuosekliai ir būtų užtikrintos, dėl įmonių socialinės atsakomybės skleidžiamų signalų investuotojams.

R. AlKhouri ir M. S. Suwaidan (2023) tyrė įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikį vidutinei svertinei kapitalo kainai (WACC) Jordanijos pramonės įmonėse, kurių vertybiniais popieriais yra prekiaujama Amano vertybinių popierių biržoje 2009–2019 m. laikotarpiu ir nenustatė jokio bendro įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo poveikio

vidutinei svertinei kapitalo kainai. Autoriai gautus rezultatus interpretuoja dvejopai, visų pirma, jie teigia, kad tyrimui pasirinktas laikotarpis laikomas Jordanijos ekonomikos nuosmukio laikotarpiu, todėl labai tikėtina, kad dėl ekonomikos nuosmukio poveikio padidėjo nuosavo kapitalo savininkų reikalaujama investicijų grąža. Kadangi įmonės pelningumas mažėjo kartu su investicijų grąža, tai skatino investuotojus perkelti savo santaupas į nerizikingų indėlių sąskaitas, už kurias buvo mokamos didesnės palūkanos negu už akcijas. Autoriai taip pat mano, kad įmonės, kurios vykdo socialiai atsakingą veiklą, yra labai rizikingos ir investuotojai gali manyti, kad vadovybė per daug investuojanti į įmonių socialinę atsakomybę siekia naudoti sau.

C. F. Alves ir L. L. Meneses (2024) atlikto tyrimo metu nustatė, kad įmonių, kurių ESG balai yra aukštesni, skolos sąnaudos paprastai yra mažesnės, net ir atsižvelgiant į tradicines rizikos priemones. Todėl, kaip ir kiti, šis tyrimas padeda pagrįsti teiginį, kad įmonės, kurių ESG rodikliai yra geresni, yra linkusios gauti naudos iš mažesnių skolos sąnaudų. Minėtieji autoriai taip pat mano, kad aukštesni ESG balai yra susiję su mažesne skolinto kapitalo kaina, o tai rodo, kad ESG veiksniai, aiškinant skolinto kapitalo kainą suteikia papildomos informacijos, pranokstančios tradicines rizikos priemones. Be to, ESG balų reikšmė ypač didelė įmonėms, kurių skolos lygis yra didesnis, nepriklausomai nuo to, ar jos vertinamos pagal absoliučią ilgalaikės skolos sumą ar pagal skolos ir turto santykį. Aukštas ESG balas mažina skolos kainą labai įsiskolinusioms įmonėms nei įmonėms, turinčioms mažesnę skolos lygį. Šis rezultatas rodo, kad ESG balų informacijos turinio svarba nėra vienoda visoms įmonėms. Taip pat atlikto tyrimo metu nustatyta, kad ESG rodiklių poveikis įvairiuose regionuose ir finansų sistemose yra nevienodas. Iš tiesų, jame ne tik parodoma, kad Jungtinių Amerikos Valstijų įmonės poveikis yra mažesnis nei kitų regionų, bet ir pabrėžiama, kad ESG balų poveikis priklauso nuo finansų sistemos tipo. Neigiamas ESG balo poveikis skolinto kapitalo kainai yra mažesnis šalyse, kurių finansų sistemos pagrįstos rinka, palyginti su šalimis, kurių finansų sistemos pagrįstos bankais. Bankais grįstose finansų sistemose aukštesnis ESG balas yra naudingesnis, nes padeda sumažinti skolinto kapitalo kainą.

V. Aleknevičienė ir S. Stralkutė (2023) atliko tyrimą, kurio metu buvo tiriama ESG poveikis skolinto kapitalo kainai Skandinavijos šalių akcinėse bendrovėse ir nustatė, kad Skandinavijos šalių įmonių, kurioms taikomi ESG atskleidimo balai, skolinto kapitalo kaina yra reikšmingai mažesnė. Socialiai atsakingos įmonės yra skaidresnės, o tai susiję su didesniu informacijos apie jų veiklą atskleidimu, todėl jos palankesnės kreditoriams. Be to, šios įmonės dalį savo įsipareigojimų, susijusių su socialine atsakomybe, perkelia kreditoriams.

Apibendrinant galima teigti, kad įmonių socialinė atsakomybė turi poveikį nuosavo kapitalo kainai ir nors atliktų tyrimų rezultatai yra kontraversiški, tačiau daugumos mokslininkų nuomone, įmonių socialinė atsakomybė mažina nuosavo kapitalo kainą, kas reiškia, kad įmonės, aktyviai įgyvendinančios aplinkosaugos, socialinės atsakomybės ir valdysenos (ESG) kriterijus savo veikloje, gali pritraukti kapitalą palankesnėmis sąlygomis ir sumažinti investuotojų reikalaujamą grąžą. Mokslininkai, tyrę įmonių socialinės atsakomybės poveikį skolinto kapitalo kainai, nustatė, kad įmonių socialinė atsakomybė mažina skolinto kapitalo kainą, kas leidžia suprasti, kad socialiai atsakingoms įmonėms kreditoriai yra palankesni, tokioms įmonėms taikoma mažesnė skolinto kapitalo kaina. Pastebima, jog tarp atliktų tyrimų pasigendama atskirų įmonių socialinės atsakomybės vertinimo kriterijų poveikio skolinto kapitalo kainai tyrimų, todėl tai suponuoja tolimesnę tyrimų kryptį, kuomet galėtų būti tiriama aplinkosaugos, socialinės veiklos, valdysenos poveikis skolinto kapitalo kainai. Taip pat analizuoti tyrimai atskleidžia, kad mokslininkai tyrė Indijos, Kinijos, Japonijos, Europos Jungtinių Amerikos valstijų, Skandinavijos šalių rinkas, tačiau tarp analizuotų tyrimų nebuvo aptikta Baltijos šalių, tai yra Lietuvos, Latvijos bei Estijos rinkos, kurioms kaip ir visoms kitoms Europos Sąjungos valstybėms narėms nuo 2024 metų sausio 1 dienos keliama nauji reikalavimai tvarumo atskleidimo klausimais (Europos Parlamento ir Tarybos direktyva, 2022), kas iš esmės skatina dar labiau įsitraukti į socialiai atsakingą veiklą. Taip pat tyrimo poreikį Baltijos šalyse suponuoja tai, kad būtų įdomus tarpkultūrinis palyginimas, nes reguliavimo sistemos skirtingose šalyse gali skirtis.

Išvados

1. Įmonių socialinė atsakomybė – tai verslo strategija, į kurią yra integruojami socialiniai, aplinkosauginiai ir valdysenos klausimai, vadovaujantis įstatymais ir kitais teisės aktais, reglamentuojančiais įmonės socialinės atsakomybės vykdymą ir atskleidimą. Įmonių socialinė atsakomybė galima atskirai vertinti per tris pagrindinius vertinimo kriterijus: aplinkosaugą, socialinę veiklą bei valdyseną; taip pat ir per bendrą visų šių vertinimo kriterijų konvertuotą ESG atskleidimo balą. Kapitalo kaina apibrėžiama kaip investuotojų reikalaujama grąža arba įmonės patiriamos išlaidos pritraukiant finansavimą. Socialiai atsakingos įmonės dažnai turi konservatyvesnę kapitalo struktūrą, mažesnę finansinę riziką ir palankesnes finansavimo sąlygas. Tačiau kai kuriais atvejais įmonių socialinė atsakomybė gali padidinti kapitalo kainą, jeigu investuotojai ją suvokia kaip papildomas išlaidas be tiesioginės finansinės naudos.

2. Suinteresuotųjų šalių teorija pagrindžia, kad įmonių socialinė atsakomybė stiprina suinteresuotųjų šalių pasitikėjimą įmonėmis, mažina veiklos riziką ir kapitalo kainą. Tuo tarpu agentų teorija pabrėžia, kad įmonių socialinė atsakomybė gali padėti mažinti interesų konfliktus tarp vadovų ir investuotojų, veikdama kaip pasitikėjimą stiprinantis mechanizmas. Todėl įmonių socialinė atsakomybė tampa ne tik vertybiniu, bet ir finansiniu įrankiu, kuris gali padėti sumažinti nuosavo kapitalo kainą. Visgi analizuotų tyrimų rezultatai parodo, kad signalinė įmonių socialinės atsakomybės vertė priklauso nuo jos įgyvendinimo motyvų. Įmonės, kurios yra socialiai atsakingos formaliai ir kurių pagrindinis tikslas iš esmės yra tik atitikti reguliacinius reikalavimus, investuotojų požiūriu gali būti vertinamos skeptiškai, o tai gali didinti kapitalo kainą. Tuo tarpu savanoriškas įmonių socialinės atsakomybės atskleidimas dažniau interpretuojamas kaip įmonės vertybėmis grįstas įsipareigojimas, kuris prisideda prie didesnio pasitikėjimo ir palankesnių finansavimo sąlygų, mažesnės kapitalo kainos.

3. Įmonių socialinė atsakomybė turi poveikį nuosavo kapitalo kainai. Nors atliktų tyrimų rezultatai yra kontraversiški, tačiau daugumos mokslininkų gautų tyrimų rezultatai atskleidžia, kad įmonių socialinė atsakomybė mažina nuosavo kapitalo kainą. Socialiai atsakingos įmonės gali pritraukti kapitalą palankesnėmis sąlygomis ir sumažinti investuotojų reikalaujamą grąžą. Mokslininkai, tyrę įmonių socialinės atsakomybės poveikį skolinto kapitalo kainai, nustatė, kad įmonių socialinė atsakomybė mažina ir skolinto kapitalo kainą. Analizuojant mokslininkų atliktus tyrimus ir jų gautus rezultatus buvo pastebėta, kad tarp atliktų tyrimų pasigendama atskirų įmonių socialinės atsakomybės kriterijų poveikio skolinto kapitalo kainai tyrimų, todėl analizuoti mokslininkų tyrimai suponuoja tolimesnę tyrimų kryptį, kuomet galėtų būti tiriamas aplinkosaugos, socialinės veiklos, valdysenos poveikis skolinto kapitalo kainai. Analizuojant mokslinius tyrimus, pasigendama tyrimų, kuriuose būtų analizuotas įmonių socialinės atsakomybės poveikis kapitalo kainai Baltijos šalių įmonėse, todėl tema išlieka aktuali. Taip pat tyrimo naujumą ir aktualumą lemia tai, kad įsigaliojo nauji tvarumo atskleidimo reikalavimai ir tai, kad skirtingose šalyse skiriasi reguliacinė aplinka.

Literatūra

1. AL-Akheli, A., Tan, H., A. Hazaea, S., ELfarra, B., & Al-Zubairi, A. (2025). Mapping the Literature Trends of Corporate Social Responsibility and Cost of Capital: A Systematic Literature Review. *Corporate Social-Responsibility and Environmental Management*. <https://doi.org/10.1002/csr.3137>
2. Aleknevičienė, V., & Stralkutė, S. (2023). Impact of corporate social responsibility on cost of debt in Scandinavian public companies. *Oeconomia Copernicana*, 14(2), 585–608. Prieiga per internetą: <https://portalcris.vdu.lt/server/api/core/bitstreams/fc461448-509c-458e-8674-123bd37df765/content>
3. AL-Akheli, A., Tan, H., A. Hazaea, S., ELfarra, B., & Al-Zubairi, A. (2025). Mapping the Literature Trends of Corporate Social Responsibility and Cost of Capital: A Systematic Literature Review. *Corporate Social-Responsibility and Environmental Management*. <https://doi.org/10.1002/csr.3137>
4. AlKhouri, R., & Suwaidan, M. S. (2023). The impact of CSR on the financing cost of Jordanian firms. *Social Responsibility Journal*, 19(3), 460–473. <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0358>
5. Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., & Homayoun, S. (2020). Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. *Sustainability*, 12(9), 3910-. <https://doi.org/10.3390/su12093910>
6. Alves, C. F., & Meneses, L. L. (2024). ESG scores and debt costs: Exploring indebtedness, agency costs, and financial system impact. *International Review of Financial Analysis*, 94. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103240>
7. Bae, K.-H., El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Zheng, Y. (2019). Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market interactions. *Journal of Banking & Finance*, 100, 135–150. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.007>
8. Bai, M., & Ho, L. (2022). Corporate social performance and firm debt levels: Impacts of the covid-19 pandemic and institutional environments. *Finance Research Letters*, 47, 102968–102968. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102968>
9. Bowen, H. R., Gond, J.-P., & Bowen, P. G. (2013). *Social Responsibilities of the Businessman* (1st ed.). Chicago: University of Iowa Press.
10. Chen, B., & Zhang, A. (2021). How does corporate social responsibility affect the cost of equity capital through operating risk? *Borsa Istanbul Review*, 21, S38-S45. Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect-com.ezproxy.vdu.lt:2443/science/article/pii/S2214845021000053?via%3Dihub>
11. Chit, A., Chit, A., Papadimitropoulos, M., Krahm, M., Parker, J., & Grootendorst, P. (2015). The Opportunity Cost of Capital: Development of New Pharmaceuticals. *Inquiry (Chicago)*, 52, 1–5. <https://doi.org/10.1177/0046958015584641>
12. Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097-. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
13. Europos Komisija (2011). Komisijos komunikatas Europos Parlamentui, tarybai, Europos ekonomikos ir socialinių reikalų komitetui ir regionų komitetui. Atnaujinta 2011–2014 m. ES įmonių socialinės atsakomybės strategija. Prieiga per internetą: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0681>
14. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva (ES) 2022/2464 2022 m. gruodžio 14 d. kuria iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 537/2014, Direktyva 2004/109/EB, Direktyva 2006/43/EB ir Direktyva 2013/34/ES dėl įmonių informacijos apie tvarumą teikimo (Tekstas svarbus EEE). Prieiga per internetą: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464>
15. Fandella, P., Sergi, B. S., & Sironi, E. (2023). Corporate social responsibility performance and the cost of capital in BRICS countries. The problem of selectivity using environmental, social and governance scores. *Corporate Social-Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1712–1722. <https://doi.org/10.1002/csr.2447>
16. Freeman, R. E. (2023). The politics of stakeholder theory: Some future directions. In R. Edward Freeman's Selected Works on Stakeholder Theory and Business Ethics (pp. 119-132). Cham: Springer International Publishing.
17. Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands)*, 66, 101889-. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>

18. Gull, A. A., Hussain, N., Khan, S. A., Khan, Z., & Saeed, A. (2023). Governing Corporate Social Responsibility Decoupling: The Effect of the Governance Committee on Corporate Social Responsibility Decoupling. *Journal of Business Ethics*, 185(2), 349–374. <https://doi.org/10.1007/s10551-022-05181-3>
19. Halkos, G., Nomikos, S., & Tsilika, K. (2022). Evidence for Novel Structures Relating CSR Reporting and Economic Welfare: Environmental Sustainability—A Continent-Level Analysis. *Computational Economics*, 59(2), 415–444. <https://doi.org/10.1007/s10614-020-10091-5>
20. Hsu, S.-C., Wu, K.-T., Wang, Q., & Chang, Y. (2023). Is capital structure associated with corporate social responsibility? *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 8(1), 1–20. <https://doi.org/10.1186/s40991-023-00081-9>
21. Jefimova, E. A., Kalniūtė, D., & Bachtijeva, D. (2023). Įmonių socialinės atsakomybės informacijos atskleidimo lygis Lietuvos įmonėse, prekiaujančiose akcijomis Nasdaq Baltic vertybinių popierių biržoje. Buhalterinės apskaitos teorija ir praktika., (28), 1-18. Prieiga per internetą: <https://www.journals.vu.lt/BATP/article/view/33657/32385>
22. Mio, C., Fasan, M., & Scarpa, F. (2023). Materiality investor perspectives on utilities' ESG performance. An empirical analysis of ESG factors and cost of equity. *Utilities Policy*, 82, 101555-. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2023.101555>
23. Park, J. G., Park, K., Noh, H., & Kim, Y. G. (2023). Characterization of CSR, ESG, and Corporate Citizenship through a Text Mining-Based Review of Literature. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 15(5), 3892-. <https://doi.org/10.3390/su15053892>
24. Prasad, K., Kumar, S., Devji, S., Lim, W. M., Prabhu, N., & Moodbidri, S. (2022). Corporate social responsibility and cost of capital: The moderating role of policy intervention. *Research in International Business and Finance*, 60, 101620. Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect.com.ezproxy.vdu.lt:2443/science/article/pii/S0275531922000083?via%3Dihub>
25. Saeed, A., Gull, A. A., Rind, A. A., Mubarik, M. S., & Shahbaz, M. (2022). Do socially responsible firms demand high-quality audits? An international evidence. *International Journal of Finance and Economics*, 27(2), 2235–2255. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2270>
26. Zhang, R., Li, Y., & Liu, Y. (2021). Green bond issuance and corporate cost of capital. *Pacific-Basin Finance Journal*, 69, 101626-. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101626>

THE IMPACT OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY ON THE COST OF CAPITAL

Abstract

This article examines the concepts of corporate social responsibility and the cost of capital, and analyses scholarly insights into the impact of corporate social responsibility on the cost of capital. The general methods of scientific research, such as analysis and synthesis of scientific literature, grouping and comparison of information, were applied to the study of the concept of corporate social responsibility. In order to assess the impact of corporate social responsibility on the cost of capital, an analysis and synthesis of the empirical research results of scholars who have studied the impact of corporate social responsibility on the cost of capital was carried out, which showed that corporate social responsibility can both reduce and increase the cost of capital. To analyse the relationship between CSR and the cost of capital, scholars have explained the relationship through stakeholder, agency and signalling theories. Stakeholder theory argues that socially responsible companies reduce operational risk and increase trust by ensuring sustainable and ethical relationships with employees, customers, shareholders and the public, and that investors may therefore demand lower investment returns, leading to a lower cost of capital. Agency theory emphasises that CSR can help reduce conflicts of interest between managers and investors by acting as a trust-building mechanism that can reduce the cost of capital. Signalling theory argues that voluntary disclosure of CSR can reduce the cost of capital, while mandatory disclosure can increase investor distrust and increase it. An analysis of the results of research studies on the impact of corporate social responsibility on the cost of capital has shown that corporate social responsibility has an impact on the cost of capital. It was found that in countries with mandatory CSR disclosure, CSR increases the cost of capital, while conversely, in countries where CSR disclosure is voluntary, CSR decreases the cost of capital. This suggests that socially responsible companies can raise capital on more favourable terms and thus reduce the return required by investors.

Keywords: corporate social responsibility, ESG criteria cost of capital, impact.