

## TVARIŲ INVESTICIJŲ VERTINIMO KONCEPCIJA

VIOLETA VALIULĖ<sup>1</sup>, AURELIJA ZONIENĖ<sup>2</sup>

Klaipėdos universitetas (Lietuva)

### ANOTACIJA

Tvarių investicijų vertinimo klausimas plačiau nagrinėtas globalaus, šalies ar regiono kontekste, tačiau šių investicijų vertinimas investuotojo (organizacijos) požiūriu – gana siaurai. Siekiant užtikrinti Nacionalinės darnaus vystymosi strategijos įgyvendinimą, atsiranda būtinybė sukurti integruotą tvarių investicijų vertinimo metodiką investuotojo (organizacijos) požiūriu, kuri skatintų jį investuoti. Labiausiai esmę atitinkantis tvarių investicijų apibrėžimas galėtų būti: investicijos, kurios padeda įgyvendinti darnaus vystymosi tikslus. Atlikus tyrimą nustatyta, kad tvarias investicijas investuotojo (organizacijos) požiūriu priimtinausia vertinti remiantis trijų ramsčių teorija, kuri integruoja tvarių investicijų vertinimą ekonominėje, aplinkosaugos ir socialinėje srityse.

PAGRINDINIAI ŽODŽIAI: *tvarios investicijos, darnus vystymasis, investicijų vertinimas.*

JEL KLASIFIKACIJA: O16, Q56.

DOI:

### Įvadas

Lietuvos ekonomikos augimui ir pažangai didelę reikšmę turi vidaus ir užsienio investicijos. Jos skatina kurti naujas darbo vietas, didina eksportą ir mokesčines pajamas į valstybės biudžetą, padeda diegti naujas technologijas. Vidaus ir užsienio investicijų skatinimas, investicinės aplinkos gerinimas yra vienas pagrindinių ekonomikos atsigavimo šaltinių ir konkurencingumo didinimo veiksnių (Laurinavičius, 2012). Tvarių investicijų vertinimo klausimas mokslininkų plačiau nagrinėtas globalaus, šalies ar regiono kontekste, tačiau tvarių investicijų vykdytojo požiūriu – gana siaurai, o tai pagrindžia temos svarbą. L. Šimanskienės, A. Petruolio (2014) teigimu, vis svarbesnį vaidmenį pasaulinėje darnaus vystymosi įgyvendinimo politikoje atlieka savanoriškos verslo pastangos, kurias tiesiogiai ir netiesiogiai veikia visuomenės požiūris į verslininkų veiklą. Nors vadovai supranta, kad reikia įvertinti ir prisitaikyti prie naujų pokyčių, nuolat stebėti konkurentus, jų veiklą, ieškoti naujų išteklių, kartu atsižvelgti į aplinkosaugos reikalavimus, organizacijoms tai nelengva. Vis dar esama vadovų, kurie vadovaujasi tik ekonomine, neretai – savanaudiška logika. Tokie vadovai mano, kad bet kuri investicija, reaguojant į aplinkosaugos reikalavimus, nekalbant apie socialinius darbuotojų ar bendruomenės poreikius, yra tik lėšų švaistymas. Todėl tampa svarbus mokslinis klausimas, kaip pagrįsti tvarių investicijų naudą organizacijai.

Problema. Iki šiol tvarias investicijas mokslininkai (Grublienė, Lengvinienė, 2011; Čiegis, Žalevičienė, 2012; Šivickas, Simanavičius, Pukis, 2010) vertina analizuodami, kaip panaudojama parama (dažniausia tai – valstybės parama arba Europos Sąjungos investicijos). Tačiau artėja metas, kada Lietuva paramos gavėjos statusą pakeis į donorės statusą. Taigi atsiranda būtinybė sukurti integruotą metodiką, kuri susietų paramos ir organizacijų savanoriškų investicijų vertinimą, taip užtikrinant Nacionalinės darnaus vystymosi strategijos įgyvendinimą. Dėl to ši mokslinė problema tampa ir praktine problema. Kyla probleminiai klausimai: kokios

<sup>1</sup> Violeta Valiulė – daktarė, docentė, Klaipėdos universiteto Socialinių ir humanitarinių mokslų fakulteto Vadybos katedra  
Moksliniai interesai: verslo modeliavimas, regionų plėtra, jūriniai verslai, darbuotojų motyvacijos kaita  
El. paštas: violeta.valiule@gmail.com

<sup>2</sup> Aurelija Zonienė – Klaipėdos universiteto Socialinių ir humanitarinių mokslų fakulteto vadybos krypties doktorantė  
Moksliniai interesai: investicijos, finansinis vertinimas, darnus vystymasis  
El. paštas: a.zoniene@kvk.lt

priežastys lemia organizacijų sprendimą vykdyti tvarias investicijas; su kokiomis problemomis organizacijos susiduria minėtų investicijų vertinimo procese; kaip pagrįsti tvarių investicijų naudą organizacijoms?

Tikslas: teoriškai išanalizavus tvarių investicijų vertinimą, nustatyti tinkamiausius tvarių investicijų vertinimo metodus.

Objektas: tvarių investicijų vertinimas.

Uždaviniai:

1. Išanalizuoti tvarių investicijų sampratą teoriniu aspektu.
2. Teoriškai išnagrinėti tvarių investicijų vertinimo ypatumus.

Metodai: darbe taikoma sisteminė mokslinė literatūros analizė, bendroji ir loginė analizė, lyginimo ir apibendrinimo metodai.

## 1. Darnaus vystymosi koncepcija

Darnų vystymąsi L. Šimanskienė, A. Petrusis (2014) apibrėžia, kaip sisteminiu mąstymu paremtą vystymosi filosofiją, kurios esmė – pamatiniai gamtos dėsniai, kurių žmogus neturėtų pažeisti, siekdamas užtikrinti sistemos patvarumą ir žmogaus tęstinumą šioje planetoje, kartu ir socialinį teisingumą bei ekonominę gerovę. Aplinka ir verslas yra glaudžiai susiję, o ilgalaikė verslo sėkmė priklauso nuo to, kaip organizacija geba darniai integruotis į aplinką ir jausti visuomenės socialines nuotaikas. D. Burgis, E. Ribačionka (2011) teigia, kad efektyvios organizacijos pagrindinis tikslas – sukurti daugiau vertės, naudojant kuo mažiau išteklių, tai pasiekama diegiant naujas išteklius taupančias technologijas ir taikant pažangius valdymo metodus. Todėl analizuoti tvarias investicijas pradedama nuo darnaus vystymosi ypatumų teorinės analizės.

Darnaus vystymosi koncepcijos pagrindą sudaro trys lygiavertė komponentai: aplinkosauga, ekonominis ir socialinis vystymasis. R. Čiegis, A. Dilius ir A. Mikalauskiene (2014), teigia, kad darnaus vystymosi šerdis – sąžiningas gamtos išteklių paskirstymas tiek tarp skirtingų kartų, tiek ir tarp dabartinės kartos pirmojo, antrojo ir trečiojo pasaulio šalių gyventojų bei pozityvaus konsensuso tarp vystymosi aplinkos, socialinės ir ekonominės dimensijų suradimas. Tačiau N. Petkevičiūtė ir A. Balčiūnaitienė (2018) skiria ne tik minėtas dimensijas, bet ir institucinę, etinę, moralinę, dvasingumo, religinę ir pan.

R. Čiegis ir R. Zeleniūtė (2008) teigia, kad demokratija yra darnaus vystymosi prielaida, perėjimas į darnų vystymąsi turėtų ir galėtų vykti tik laikantis demokratijos principų. Vartojimas ir gamybos būdai, miškininkystė ir žemdirbystė, transporto ir energijos sistemos dar nėra darnios. Sutinkant su T. Razausku (2009), darnaus vystymosi klausimai yra visuotini, todėl turėtų būti sprendžiami visais lygmenimis – nuo aukščiausių tarptautinių institucijų iki pavienio individo. Tiriant darnaus vystymosi tikslų įgyvendinimo poveikį paskiroms visuomenės grupėms, suskirstytoms pagal sprendimų galios ir atsakomybės lygius, būtų galima nustatyti šių tikslų nuoseklumą ir kompleksiskumą, pasireiškimo požymius bei visuomenės grupių įtakos ribas (Razauskas, 2009). A. Kutkaitis ir J. Čepinskis (2011) pastebi, kad mokslinėje literatūroje gana mažai dėmesio skiriama kiekybiniam organizacijos darnos vertinimui. Lietuvoje aptikta tik keletas darbų, kuriuose nagrinėjami konkrečios organizacijos darnaus vystymosi aspektai.

Pasak A. Žemeckės (2014), šiandien bendri darnaus vystymosi siekiai konkretinami, transformuojami, atsižvelgiant į žemynų, regionų specifiką. Europos Sąjungos strateginiai dokumentai labiau orientuoti į klimato pokyčių valdymą, darnią gamybą ir vartojimą bei socialinę sanglaudą. Tuo tarpu Jungtinės Amerikos Valstijos laikosi savos „išmaniojo augimo“ (angl. *smart growth*) idėjos.

Jungtinių Tautų 70-ojoje sesijoje 2015 m. rugsėjo 25 d. priimta Generalinės Asamblėjos rezoliucija „Keiskime mūsų pasaulį“. Darbotvarkėje numatyta 17 tikslų, 169 uždaviniai ir daugiau nei 200 rodiklių, kaip juos pasiekti. Minėti tikslai grindžiami trimis darnaus vystymosi aspektais (aplinkos, socialiniu ir ekonominiu), kurie apima skurdo, nelygybės, maisto saugos, sveikatos, tvaraus vartojimo ir gamybos, augimo, užimtumo, infrastruktūros, tvaraus gamtos išteklių valdymo, kovos su klimato kaita, lyčių lygybės, taikios ir įtraukios visuomenės ir kt. sritis.

Nors *darnumo* sąvoka minima dabartiniuose strateginiuose ir ateities valstybės dokumentuose, konkretaus veiksmų plano, nuoseklumo bei išplėtojimo ir sąsajų tarp paskirų tikslų nustatymo trūksta. Nacionalinė-

je pažangos programoje (2014–2020) tokių svarbių darnaus vystymosi aspektų, kaip diskriminaciją matuojantys rodikliai ar migrantų teisių plėtojimas, nepateikta. Svarbu paminėti ir Nacionalinę darnaus vystymosi strategiją, kuri patvirtinta 2003 m., atnaujinta 2006 m., tačiau jos ataskaitos nebeteikiamos nuo 2014 metų. Tai parodo šio dokumento ribotą veiksmumą (Lietuvos Respublikos Aplinkos apsaugos ministerija, 2018).

A. J. Francesco ir D. Levy (2008) ištyrė Australijos nekilnojamojo turto rinką ir nustatė darnumo (tvarumo) principų svarbą įmonių investavimo strategijoje. Tyrimas atskleidė, kad visišką supratimą apie darnumo (tvarumo) poveikį minėtai rinkai galima susidaryti tik laikantis visa apimančio požiūrio, įskaitant ekonominę, socialinę, ekologinę, politikos ir reguliavimo aplinką. Tačiau kyla klausimas, kas gali užtikrinti vystymosi darną. T. Razausko teigimu (2009), reikia taikyti naujus gamybos būdus, kurti žinių ekonomiką ir žinių visuomenę, švietimą ir mokymą integruojant į visas ekonominio vystymo sritis, nes technologinė pažanga turėtų būti nukreipta ne į gamybos apimčių didinimą, o į gamybos išteklių mažinimą. L. Šimanskienė, A. Petrulis (2014) akcentuoja tai, kad organizacijoms nelengva prisitaikyti prie naujų pokyčių, nuolat stebėti konkurentus, jų veiklą, vis ieškoti naujų išteklių, kartu atsizvelgti į aplinkosaugos reikalavimus. Be to, vis dar esama organizacijų vadovų, kurie vadovaujasi tik ekonomine, neretai – savanaudiška logika. Kyla svarbus mokslinis klausimas, kaip pagrįsti darnios organizacijos naudą ir pakeisti minėtų vadovų mąstymą. Darnus organizacijos vystymas apima organizacijos suformuluotą ateities viziją, prisiimamą misiją, siekiamus tikslus, išsikeltus uždavinius ir numatytus veiksmus, įvertinus alternatyvas, kurie padėtų visa tai paversti tikrove, nauda ne tik konkrečiai organizacijai, bet ir visuomenei.

Atlikus darnaus vystymosi teorinę analizę galima teigti, kad darnaus vystymosi pagrindą sudaro trys lygiaverčiai komponentai – aplinkosauga, ekonominis ir socialinis vystymasis, kurie tiesiogiai susiję su verslu.

## 2. Tvarių investicijų samprata

Angliškas terminas *sustainable investment* į lietuvių kalbą verčiamas įvairiai: tvarus investavimas, darnus investavimas arba tvarios investicijos, darnios investicijos. Pastebima, kad termino vartojimas pagal jo prasmę nėra griežtai apibrėžtas, todėl atsiranda tikimybė jį vartoti netinkamai.

R. Stunžinas (2015) ištyrė daugiau kaip 450 angliško termino *sustainability* vartojimo atvejų daugiau kaip 100-e Europos Sąjungos institucijų dokumentų bazėje „Eurlex“. Tyrimas atskleidė, kad dažniausia terminas *sustainability* į lietuvių kalbą verčiamas kaip *tvarumas*, *darnumas*, *tausumas*.

Neaišku, kaip taisyklingai įvardyti investicijas, kurios apima ekonominius, socialinius ir aplinkosaugos principus. Remiantis R. Stunžinu (2015), *tvarumo* terminas vartojamas ilgalaikiškumui, pastovumui, *darnumo* – pusiausvyrai, dermei žymėti. *Tausumo* terminas – aplinkos tausojimo arba saikingo vartojimo principams apibrėžti. Autorius skyrė sritis, kur kiekvienas terminas vartojamas dažniausiai (1 lentelė).

1 lentelė. Tvarumo, darnumo, tausumo terminų vartojimo kontekstas

Kontekstas	Tvarumas	Darnumas	Tausumas
Aplinkos politika	x	x	x
Bendroji politika	x	x	
Ekologija	x		
Ekonomika	x	x	
Energetika		x	x
Gamyba	x		
Miestai	x	x	
Socialinė politika	x		
Statyba	x		
Transportas	x	x	
Turizmas	x	x	
Žemės ūkis	x	x	
Žuvininkystė	x	x	x

Šaltinis: sudaryta autorių, remiantis R. Stunžinu (2015)

Pastebima (1 lentelė), kad *tvarumo* terminas vartojamas dažniausia, kiek rečiau – *darnumo*, o *tausumo* terminas vartojamas tik aplinkos politikos, energetikos ir žuvininkystės kontekste. Atkreiptinas dėmesys į tai, kad ekologijos, gamybos, socialinės politikos, statybos kontekste vartojamas tik *tvarumo* terminas, jis nevertojamas energetikos kontekste.

Grįžtant prie (angl.) *sustainable investment* termino tinkamiausio vertimo, manytina, kad priimtinausias terminas yra tvarus investavimas arba tvarios investicijos, atsižvelgiant į tai, į ką orientuojamasi – procesą ar objektą. Kadangi šio tyrimo tikslas – teoriškai išanalizavus tvarių investicijų vertinimą, nustatyti tinkamiausius tvarių investicijų vertinimo metodus, toliau apsiribojama tvarių investicijų analize.

V. Tomaševič'iaus ir J. Mackevičiaus (2010) teigimu, investicijos svarbios kiekvienos šalies ekonomikos plėtrai ir visuomenės gerovei, ne mažiau svarbios jos ir įmonėms. Investicijos yra vienas svarbiausių veiksnių, turinčių įtakos įmonių finansinei būklei, veiklos tęstinumui, plėtrai ir konkurencingumui. Lietuvos autorių moksliniuose straipsniuose *tvarių investicijų* sąvoka neaptinkama, didesnis dėmesys joms skiriamas užsienio autorių darbuose, kuriuose dažnu atveju vadinamos *socialiai atsakingomis investicijomis* (angl. *socially responsible investment*). Socialiai atsakingos investicijos – tai investicinis procesas, į kurį įtraukiami socialiniai, aplinkos ir etiniai aspektai (Vargas, Vicente, Munoz, 2014).

Pasak D. Štreimikienės ir R. Kovaliovo (2007), prie minėtų investicijų plėtros daug prisidėjo Amy Domini, kurios vardu vadinami svarbiausi socialinių investicijų fondai. Amy Domini dirbdama brokere vertybinių popierių biržoje patyrė, kad daugelis jos klientų nenorėjo investuoti į kompanijas, kurių vykdomai veiklai nepri-tarė: tabako, alkoholinių gėrimų, ginklų gamybos ir kt. Bendraudama su klientais ji pastebėjo, kad visuomenėje ryškėja naujas požiūris į investicijas, tai privertė ją tapti socialiai atsakingo investavimo šalininke ir propaguo-toja. Šiuolaikiniame pasaulyje vis daugiau individų investicijas sieja su savo asmeniniais principais, viltimis ir nori investuoti ne tik siekdami pelno, bet ir norėdami, kad vyktų nenutrūkstamas tobulinimo procesas.

Ph. Kimmet'as (2009) atliko tyrimą: palygino komercinės nuosavybės socialiai atsakingą (angl. *socially responsible commercial property investment*) ir darnų (angl. *sustainable commercial property investment*) investavimą. Nors nuo minėto tyrimo praėjo beveik dešimt metų, minėtos sąvokos dar ir šiandien nėra visiškai aiškios, dažnu atveju vartojamos kaip sinonimai. Tai dar kartą pagrindžia tyrimo aktualumą.

Taigi atlikta teorinė analizė atskleidė, kad *tvarių investicijų* samprata lietuvių autorių darbuose neaptinkama, o užsienio šalių mokslinėje literatūroje dažnu atveju ji traktuojama kaip socialiai atsakingo investavimo sinonimas. Labiausiai atitinkantis esmę tvarių investicijų apibrėžimas galėtų būti – investicijos, kurios padeda įgyvendinti darnaus vystymosi tikslus.

### 3. Tvarių investicijų vertinimo ypatumai

Pagrindinis tvarių investicijų skiriamasis bruožas – jos orientuotos ne tik į kuo greitesnę investuotojo laukiamą grąžą, t. y. ne tik į ekonominius, bet ir į socialinius bei aplinkosaugos rezultatus. Todėl būtina sukurti tvarių investicijų vertinimo metodiką, kuri sudarytų galimybę jas įvairiapusiškai įvertinti. Tai akcentuoja ir L. M. Lausesen (2018), kurios teigimu, tvariems (darniems) investuotojams (angl. *sustainability investors*) šiuo metu ypač reikia atnaujintų standartų, indeksų ir instrumentų, kurie palengvintų informacijos perdavimą apie įmonės vykdomos veiklos poveikį žmonėms, planetai, pelnui.

Siekiant įvertinti tvarias investicijas, pirmiausia reikia suvokti *darnaus verslo* sąvoką. *Darnios organizacijos* sąvokos interpretacijų moksliniuose šaltiniuose aptinkama nemažai. Vienas paprasčiausių darnios organizacijos apibrėžimų – tai tokia organizacija, kuri tenkina joje dirbančių žmonių poreikius, o organizacijos kuriamas produktas tenkina galutinių produktų vartotojų poreikius (Lodienė, 2011). Vis dėlto vertinimo metodų gausa nepateikia atsakymo į esminį klausimą, ar įmonės plėtra yra darni. Pasak D. Oželienės ir R. Drejerio (2015), šiuo metu nėra visuotinai priimtino universalus, visiems atvejams tinkamo rodiklių rinkinio. Kuriamas naujas verslas gali iš karto būti pripažintas darniu, tačiau įprasto verslo transformacija į darnų verslą yra sudėtingas procesas. Šį procesą nagrinėjo R. Čiegis ir R. Grunda (2007), jie susistemino įmonių darnaus vystymosi principus, modelius, strategijas, priemones, sistemas ir standartus, taikydami trijų etapų pokyčių valdymo modelį, kuriuo galima apibrėžti įmonės keitimosi į darnią įmonę procesą. Pirmame

etape apibrėžiama, kuo norima tapti, t. y. nustatoma, kas yra darni įmonė. Nusprendus, kad tikrai norima tapti darnia įmone, antrame etape formuojamas supratimas, kaip tai galima pasiekti, t. y. kaip galima tapti darnia įmone. Tada veikiama. Kitas yra rezultatų įvertinimo etapas, nes tik įvertinus rezultatus galima atsakyti, ar tapta tuo, kuo norėta tapti, t. y. ar įmonė yra darni (Čiegis, Grunda, 2007).

Dauguma investicijų vertinimo sistemų neapėria socialinių, institucinių ir technologinių darnumo aspektų, neatsižvelgia į kriterijų reikšmingumą. N. Petkevičiūtė ir A. Balčiūnaitienė (2018) atliko kokybinį tyrimą – apklausė įvairių lygių vadovus Lietuvoje. Tyrimu siekta išsiaiškinti vadovų požiūrį į darnumo vystymo patirtis ir iššūkius organizacijose. Tyrime dalyvavo 15 skirtingo lygio vadovų. Autorės, apibendrinusios atliktą tyrimą, įvardijo pagrindines vadovų paminėtas darnumo puoselėjimo organizacijose problemas: iniciatyvos nebuvimas; žinių apie darnumą ir vystymą stoka; lėšų trūkumas; darnumo vystymo skyrių ar atsakingo asmens nebuvimas. Tyrimas atskleidė, kad dėl žinių ir lėšų trūkumo darnumas organizacijose puoselėjamas lėčiau.

Užsienio šalių mokslinėje literatūroje (Liesen, Figge, Hahm, 2013) aptinkamas tvarių investicijų vertinimo metodas yra grynosios dabartinės darnios vertės metodas (angl. *net present sustainable value* – NSPV) – modifikuotas grynosios dabartinės vertės metodas (angl. *net present value*). NSPV nustato tikėtiną ateities grąžą, kurią investicija sukuria naudodama finansinius, socialinius ir aplinkos išteklius, palyginus su minimalia įmonės grąžos norma. Tada būsimoji vertė perskaičiuojama į dabartinę vertę. Taigi norint apskaičiuoti NSPV reikia žinoti ne tik minimalią grąžos normą, bet ir pagrįstą diskonto normą pinigų laiko vertei nustatyti. Tačiau nustatyti minimalią grąžos normą, įvertinus finansinius, aplinkos ir socialinius išteklius, labai sudėtinga, todėl neretai ši grąžos norma sutampa su įprastų investicijų laukiama grąža, o tai iškreipia tvarių investicijų tikrąją vertę. Tai pavienis metodas, neapimantis kompleksinio tvarių investicijų vertinimo, todėl aiškėja, kad tvarių investicijų vertinimas turi būti integruotas – apimti ne tik tradicinius investicijų vertinimo metodus, bet ir šiuolaikinius, nestandartinius.

V. Jusčius ir A. Šneiderienė (2013), nagrinėdami įmonių ir regionų tarpusavio santykius, paaiškinimus susiejo su dviem teorijomis, kuriomis galima argumentuoti ir tvarių investicijų plėtrą:

1. Savanaudiško racionalumo teorija (angl. *The inflight and self-interest rationale theory*).
2. Augimo teorija (angl. *the growth machine theory*).

Tvarių investicijų vertinimas sietinas ir su dar viena – trijų ramsčių teorija (TRT) (angl. *Triple bottom line arba* – TBL). Šią teoriją įmonių socialinės atsakomybės vertinimo finansuotojų požiūriu nagrinėjo R. Slapikaitė (2017). Ji pažymi, kad trijų ramsčių teorija nuo pat jos atsiradimo (1990 m. sukūrė Elkingtonas) iki šių dienų yra tarsi rėmai, leidžiantys įvertinti įmonės veiklos rezultatus. P. Goel'is (2010) trimatį veiklos minimumą apibūdina kaip valdymo ir veiklos vertinimo metodą, kuris pabrėžia veiklos rezultatų ekonominėje, aplinkosaugos ir socialinėje srityse svarbą. Minėtą teoriją R. Vilkė (2013) aiškina per 3E (ekonominę, etinę ir ekologinę) arba 3P (angl. *profit, people, planet*) prizmę. Galima teigti, kad visi trijų ramsčių komponentai gali būti pritaikomi ir tvarių investicijų vertinimo procese. Kaip teigia R. Slapikaitė (2017), mokslininkai praktinį trijų ramsčių teorijos įgyvendinimą dažniausia analizuoja keliais pagrindiniais aspektais:

- tam tikrame pramonės sektoriuje;
- tam tikroje įmonės veiklos grandyje;
- atlikdami konkrečių įmonių / situacijų analizę.

Pagrindinė mokslinė ir praktinė problema, su kuria susiduriama vertinant TRT, yra vieno matavimo vienetų nebuvimas, pavyzdžiui, pilną galima įvertinti doleriais ar kita valiuta, o kaip įvertinti socialinį kapitalą? Galimi keli TRT vertinimo metodai: paverčiant pinigais (kuria nors konkrečia valiuta) ar indeksuojant kriterijus. Tačiau tiek vienas, tiek kitas vertinimo metodas ne visiškai tinka, nes neaišku, kaip reikėtų pinigine išraiška įvertinti filosofinius ar kitus sunkiau apibrėžiamus dalykus. Kalbant apie indeksus, neaišku, kaip reikėtų nustatyti, kuris iš jų svarbiausias. Taigi bendros ir universalios TRT kriterijų vertinimo sistemos kol kas nėra. Nesukurta ir visuotinai priimta sistema, kuria galima būtų įvertinti TRT kriterijus. Kita vertus, tai galima vertinti kaip galimybę, leidžiančią naudotojui (vartotojui) adaptuoti TRT struktūrą pagal individualius poreikius; įvairiems projektams ar politikoms (pvz., investicijos į infrastruktūrą ar švietimo programos), skirtingoms geografinėms riboms (miestui, regionui ar šaliai).



Apibendrinant galima teigti, kad priemonių rinkinys, kuriuo bus vertinami TRT parametrai, nustatomas individualiai, atsižvelgiant į:

- tai, kas svarbu interesų šalims;
- eksperto, atliekančio tyrimą, tikslus;
- galimybes surinkti duomenis tyrimui.

Visos trys TRT sudarančios dimensijos skatina ekonominį augimą.

Aukščiau tvarių investicijų vertinimas aptartas iš investuotojo pozicijos (organizacijos), vis dėlto daug plačiau literatūroje aprašomas darnumo, tvarių investicijų vertinimas regiono ar valstybės lygmenimis. Štai B. Ness'as (2007) teigia, kad darnaus vystymosi vertinimo tikslas – pateikti integruotų gamtos ir visuomenės sistemų (pradedant globaliomis ir baigiant vietinėmis) įvertinimą ilgalaikiu ir trumpalaikiu požiūriu, kuris padėtų nustatyti, kokių veiksmų imtis ar nesiimti siekiant visuomenės darnumo.

Globaliu, nacionaliniu ir regioniniu lygmenimis tvarumui (darnai) vertinti naudojami tarptautinių organizacijų sudaryti rodiklių rinkiniai. D. Oželienė ir R. Drejeris (2015) pateikė susistemintus indeksus ir nustatė jų privalumus bei trūkumus. Pateikti tvarios (darnos) plėtros vertinimo indeksai skaičiuojami ir šiandien. Štai Lietuvos statistikos departamentas su ministerijomis ir kitomis institucijomis parengė nacionalinį darnaus vystymosi rodiklių sąrašą, į kurį įtraukti tik Lietuvai aktualūs rodikliai. Dalis rodiklių šalyje skaičiuojami jau šiandien, kitus numatoma skaičiuoti ateityje. Rodiklių reikšmės paimtos iš įvairių šaltinių: oficialiosios statistikos portalo, šalies institucijų duomenų bazių, Jungtinių Tautų darnaus vystymosi tikslų duomenų bazės ir kitų tarptautinių organizacijų duomenų bazių.

Apibendrinant galima teigti, kad tvarių investicijų vertinimas yra sudėtingas procesas. Atlikta teorinė analizė atskleidė, kad tvarių investicijų vertinimas galimas investuotojo (organizacijos) požiūriu ir globalaus, valstybės ar regiono lygmeniu kaip viso darnaus vystymosi vertinimo proceso sudėtinė dalis. Manoma, kad tvarias investicijas investuotojo (organizacijos) požiūriu priimtinausia vertinti remiantis trijų ramsčių teorija, kuri apima tvarių investicijų vertinimą ekonominėje, aplinkosaugos ir socialinėje srityse.

## Išvados

Angliško termino *sustainable investment* priimtinausias vertimas yra tvarus investavimas arba tvarios investicijos, tai priklauso nuo to, į ką orientuojamasi – procesą ar objektą. Jeigu orientuojamasi į procesą, tada vartotinas terminas *tvarus investavimas*, jeigu į objektą – *tvarios investicijos*. Tvarių investicijų samprata lietuvių autorių darbuose neaptikta, o užsienio literatūroje dažnu atveju traktuojama kaip socialiai atsakingų investicijų sinonimas. Labiausiai esmę atitinkantis tvarių investicijų apibrėžimas galėtų būti – investicijos, kurios padeda įgyvendinti darnaus vystymosi tikslus.

Tvarių investicijų vertinimas yra sudėtingas procesas. Teorinė analizė atskleidė, kad jis galimas investuotojo (organizacijos) požiūriu ir globalaus, valstybės ar regiono lygmeniu, kaip viso darnaus vystymosi vertinimo proceso sudėtinė dalis. Artėja metas, kada Lietuva Europos Sąjungos paramos gavėjos statusą pakeis į donorės statusą, todėl siekiant užtikrinti Nacionalinės darnaus vystymosi strategijos įgyvendinimą, būtina sukurti integruotą tvarių investicijų vertinimo metodiką investuotojo (organizacijos) požiūriu, kuri skatintų jį investuoti į darnią (tvarią) plėtrą. Manoma, kad tvarias investicijas investuotojo (organizacijos) požiūriu priimtinausia vertinti remiantis trijų ramsčių teorija, kuri apima tvarių investicijų vertinimą ekonominėje, aplinkosaugos ir socialinėje srityse.

## Literatūra

- Burgis, D., Ribačonka, E. (2011). Koordinavimo sistemos sąsajos su darniu vystymusi tinklinėje organizacijoje. *Management theory and studies for rural business and infrastructure development*, Nr. 1(25), p. 70–76.
- Čiegis, R., Grunda, R. (2007). Įmonės transformavimo į darnią įmonę procesas. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*, Nr. 44, p. 19–34.

- Čiegis, R., Žalevičienė, A. (2012). Darnus miestų vystymasis ir Europos Sąjungos investicijų įsisavinimas. *Management Theory and Studies for Rural Business and Infrastructure Development*, Nr. 1 (30), p. 42–52.
- Čiegis, R., Dilius, A., Mikalauskienė, A. (2014). Darna vystymosi sričių dinamikos vertinimas Lietuvoje. *Regional formation and development studies*, No. 1 (11), p. 45–59.
- Čiegis, R., Zeleniūtė, R. (2008). Ekonomikos plėtra darnaus vystymosi aspektu. *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai*, Nr. 2, p. 11–28.
- Darnios Lietuvos link: darnaus vystymosi tikslų integravimas į valstybės strateginius dokumentus. (2018). *Lietuvos Respublikos Aplinkos apsaugos ministerija*.
- Francesco, A. J., Levy, D. (2008). The impact of sustainability on the investment environment. *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 1, p. 72–87.
- Goel, P. (2010). Triple Bottom Line Reporting: An Analytical Approach for Corporate Sustainability. *Journal of Finance, Accounting and Management*, Nr. 1(1), p. 27–42.
- Grublienė, V., Lengvinienė, S. (2011). Valstybės parama kaip smulkiojo ir vidutinio verslo darnaus vystymosi prielaida. *Management theory and studies for rural business and infrastructure development*, Nr. 1(25), p. 107–115.
- Jusčius, V., Šneiderienė, A. (2013). Įmonių socialinės atsakomybės įtaka regioninei plėtrai. *Regional formation and development studies*, Nr. 9, p. 66–78.
- Kimmet, Ph. (2009). Comparing “socially responsible” and “sustainable” commercial property investment. *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 27, Issue 5, p. 470–480.
- Kutkaitis, A., Čepinskis, J. (2011). Jūrų uosto plėtra darnaus vystymosi kontekste. *Management theory and studies for rural business and infrastructure development*, Nr. 2 (26), p. 121–129.
- Lauesen, L. M. (2018). Sustainable investment evaluation by means of lifecycle assessment. *Social responsibility Journal*. Prieiga internete: <https://doi.org/10.1108/SRJ-03-2018-0054>.
- Laurinavičius, A. (2012). Investicijų skatinimas Lietuvoje: perspektyvūs strateginiai sprendimai. *Valstybės politika ir viešasis valdymas: nauji požiūriai ir strateginiai sprendimai*, Vol. 2, p. 38–49.
- Liesen, A., Figge, F., Hahn, T. (2013). Net present sustainable value: a new approach to sustainable investment appraisal. *Strategic change*, Vol. 22, Issue 3/4, p. 175–189.
- Lietuvos Respublikos Aplinkos ministerija. (2018–2019). *Darnios Lietuvos link: darnaus vystymosi tikslų integravimas į valstybės strateginius dokumentus*. Prieiga internete: <http://kurkl.lt/projektai/darna-vystymosi-tikslu-integravimas-i-nacionalini-pazangos-plana-2020-2030/>.
- Lietuvos Respublikos Investicijų įstatymas. (1999). *Valstybės žinios*, Nr. 66-2127.
- Lodienė, D. (2011). Progreso ciklą skatinantys veiksniai darnioje organizacijoje. *Management theory and studies for rural business and infrastructure development*, Nr. 1(25), p. 163–170.
- Ness, B., Urbel-Piirsalu, E., Anderberg, S., Olsson, L. (2007). Categorising tools for sustainability assessment. *Ecological Economics*, Vol. 60, p. 498–508.
- Oželienė, D., Drejeris, R. (2015). Įmonių darnios plėtros vertinimo metodinio potencialo analizė. *Mokslas: Lietuvos ateitis*, Nr. 7 (2), p. 189–198.
- Petkevičiūtė, N., Balčiūnaitienė, A. (2018). Darnumo vystymas organizacijose: problemos ir iššūkiai. *Visuomenės saugumas ir viešoji tvarka*, Nr. 20, p. 232–260.
- Razauskas, T. (2009). Darnus vystymasis: problemos ir iššūkiai šiuolaikiniame pasaulyje. *Globalizacija ir ekonomikos internacionalizavimas: nauji iššūkiai viešajai vadybai*, Nr. 3/4 (23/24), p. 6–14.
- Slapikaitė, R. (2017). *Įmonių socialinės atsakomybės vertinimas finansuotojo požiūriu*. Daktaro disertacija. Vilniaus Gedimino technikos universitetas.
- Stunžinas, R. (2015). Tvarumas, darnumas, tausumas ir kiti angl. sustainability atitikmenys Europos Sąjungos institucijų dokumentuose. *Terminologija*, Nr. 22, p. 110–126.
- Šimanskienė, L., Petrulis, A. (2014). Darnumas ir jo teikiama nauda organizacijoms. *Regional formation and development studies*, Nr. 1 (11), p. 221–229.
- Šivickas, G., Simanavičius, A., Pukis, A. (2010). Paramos smulkiam ir vidutiniam verslui įtakos darniam vystymuisi vertinimas. *Ekonomika ir vadyba*, Nr. 15, p. 792–799.
- Štreimikienė, D., Kovaliov, R. (2007). Verslas ir darnaus vystymosi įgyvendinimas. *Organizacijų vadyba*, Nr. 41, p. 151–167.
- Tomaševič, V., Mackevičius, J. (2010). Materialiųjų investicijų analizė ir jų įtakos vertinimas. *Verslo ir teisės aktualijos*, Nr. 5, p. 186–203.
- Vargas, M., Vicente, R., Munoz, F. (2014). Searching for the most profitable and sustainable investment strategy: evidence from sovereign bond funds. *Journal of business economic and management*, Vol. 15 (5), p. 1034–1053.
- Vilkė, R. (2013). Socialinė atsakomybė, kokybė ir standartai: veiksmingas, akivaizdus, bet neįvertintas ryšys. *Atsakymas verslas*, Nr. 2, p. 1–3.
- Žemeckė, A. (2014). Darna vystymosi realizavimo indikacijos problematika. *Visuomenės saugumas ir viešoji tvarka*, Nr. 11, p. 255–268.

## THE CONCEPT OF EVALUATION OF SUSTAINABLE INVESTMENT

VIOLETA VALIULĖ, AURELIJA ZONIENĖ  
Klaipėda University (Lithuania)

### Summary

The issue of sustainable investment assessment by researchers is more widely explored in a global, national or regional context, however very narrow in terms of sustainable investment, which justifies the relevance of the topic. The concept of sustainable development is based on three equivalent components – environmental protection, economic and social development. The concept of sustainable investment is not found in the scientific articles of Lithuanian authors, yet foreign authors pay much more attention to this concept, often referring to it as socially responsible investments. The theoretical analysis has shown that the assessment of sustainable investment is possible from the point of view of the investor/organization and at the global, state or regional level as an integral part of the whole process of sustainable development assessment.

In foreign literature, the method of valuing sustainable investment is the Net Present Value (NSPV) approach. This method is a modified net present value method. NSPV determines the likely future return that the investment generates using financial, social, and environmental resources compared to a minimum return of investment. Then the future value is recalculated to present value. To calculate NSPV, one needs to know not only the minimum rate of return, but also the reasonable discount rate for estimating the time value of money. However, setting a minimum rate of return in terms of financial, environmental and social resources is very difficult, so often this rate of return coincides with the expected return on normal investment, which distorts the true value of sustainable investment. This is only an isolated approach, which is not covered by a complex assessment of sustainable investment, and it is clear that the assessment of sustainable investments must be integrated – not only with traditional investment valuation methods but also with modern, non-standard ones.

The assessment of sustainable investment is also linked to another theory – Triple Bottom Line (TBL). The main scientific and practical problem and challenge facing TBL is the lack of a single unit of measurement. For example, the profit can be estimated in dollars or another currency, but how can social capital be measured? Several TBL assessment methods are available – money (in a specific currency), indexing criteria. However, both methods of evaluation are not considered appropriate, as it is not clear how to quantify philosophical things or other more difficult definitions in monetary terms.

In conclusion, from the point of view of an investor/organization, it is preferable to consider sustainable investment based on the Triple Bottom Line theory, which integrates the assessment of sustainable investment in economic, environmental and social fields.

**KEYWORDS:** *sustainable investment, sustainable development, investment evaluation.*

**JEL CODES:** O16, Q56.