

Міністерство освіти і науки України  
Національний університет «Києво-Могилянська академія»  
Факультет економічних наук  
Кафедра фінансів

**Кваліфікаційна робота**  
освітній ступінь – бакалавр  
на тему: «СУТНІСТЬ І ЗАСТОСУВАННЯ ESG ІНВЕСТИЦІЙ У СВІТІ І В  
УКРАЇНІ»

Спеціальності:

072 Фінанси, банківська справа та страхування

Зіновчук Аліна Вячеславівна

Керівник: Дяковський Д.А.

кандидат економічних наук, ст. викладач

Рецензент \_\_\_\_\_

Кваліфікаційна робота захищена з оцінкою

«\_\_\_\_\_»

Секретар ЕК \_\_\_\_\_

«\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2024 р.

Київ 2024

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. Теоретичні аспекти інвестування в сегменті ESG.....	7
1.1 Економічна сутність, класифікація інвестиційної діяльності та ESG інвестицій.....	7
1.2 Специфіка та правове регулювання інвестиційної діяльності в сегменті ESG.....	11
1.3 Закордонний досвід інвестування в сегменті ESG та етапи його формування .....	17
РОЗДІЛ 2. Аналіз інвестиційної діяльності в сегменті ESG.....	21
2.1 Аналітична оцінка динаміки загальної інвестиційної діяльності та інвестиційної діяльності в сегменті ESG .....	21
2.2. Оцінка інвестиційних характеристик світових компаній в сегменті ESG, індекси ESG.....	30
2.3. Оцінка ризиків в інвестиційній діяльності в сегменті ESG.....	38
РОЗДІЛ 3. Розробка пропозицій щодо покращення інвестиційного клімату в сегменті ESG.....	44
3.1. Можливості застосування закордонного досвіду інвестування в сегменті ESG в Україні.....	43
3.2 Пріоритетні напрямки покращення інвестиційного клімату в сегменті ESG українськими компаніями.....	48
Висновки.....	59
Список використаних джерел.....	65

## ВСТУП

Останнім часом особливої популярності набуває ESG-інвестування, що бере до уваги екологічні, соціальні та управлінські аспекти діяльності компаній. При цьому чіткого розуміння ESG-інвестування на даний момент не існує, що й зумовлює актуальність дослідження даного поняття.

Серед найбільш значущих для інвесторів питань, пов'язаних із ESG-асpekтами, можна виділити:

-проблеми навколишнього середовища: зміна клімату, викиди вуглецю, забруднення повітря та води;

-соціальні фактори та ризики: здоров'я та безпека, права людини, трудові стандарти, залучення співробітників;

-проблеми корпоративного управління: цифрова трансформація бізнесу, винагорода керівників, склад ради директорів, антикорупційна політика.

За минулі десятиліття з'явилася велика кількість фреймворків, які представляють можливі рішення для формування, структурування та розкриття нефінансової інформації, значущої для прийняття фінансових та інвестиційних рішень.

Істотний прогрес у цьому питанні було досягнуто внаслідок активного розвитку стандартів нефінансової звітності, включаючи стандарти сталого розвитку GRI (Global Reporting Initiative) та концептуальні основи інтегрованої звітності IR (Integrating Reporting), а також стандарти у сфері сталого розвитку SASB (Sustainability Accounting Standards Board Standards, або SASB Standards), які регламентують вимоги щодо розкриття інформації компаніями, акції яких котируються на американській біржі. Курс на стандартизацію інформації нефінансового характеру є значним прогресом з погляду змісту та форми подання інформації, значимої для інвесторів та інших зацікавлених сторін.

*Актуальність дослідження* полягає в уникненні ризиків, пов'язаних із тиском зовнішніх та внутрішніх сил та обставин в умовах складності та невизначеності, за допомогою орієнтування на стратегією сталого розвитку та виведення на перший план ESG-факторів (екології, соціальної політики та

корпоративного управління). Оскільки в сучасному світі ця тема часто виводиться на перший план у суспільстві і, відповідно, все більше впливає на розвиток бізнесу і підприємництва.

Найбільш активні дискусії в області, що вивчається, присвячені наступним темам:

- поняття та методи ESG-інтеграції [19-22];
- зв'язок фінансової та ESG-ефективності [23-26];
- ступінь задоволеності інвесторів розкриттям ESG-інформації з урахуванням нових викликів, передусім пов'язаних із пандемією COVID-19 [27-29].

*Метою дослідження є виявлення сутності поняття «ESG-інвестування» та основних особливостей, що відрізняють його від інших видів інвестування. Для цього необхідно, з одного боку, розглядати його з погляду порівняння зі схожими термінами в галузі інвестицій, а з іншого боку, слід вивчити історію виникнення поняття інвестування, що враховує нефінансові показники в принципі, щоб надалі визначити місце ESG-інвестування в ньому, а також зробити висновок про те, є ESG-інвестування новим збірним поняттям або окремим інвестиційним підходом.*

Відповідно до мети дослідження можна виділити такі основні типи досліджень ESG у фінансовій сфері [26].

1. Дослідження, які аналізують, як показники ESG-корпорацій співвідносяться з їхньою фінансовою ефективністю. У цих дослідженнях зазвичай використовується група громадських компаній та показники екологічної / соціальної результативності з метою виявлення того, як ініціативи в галузі сталого розвитку впливають на фінансову ефективність [25, 27, 30].

2. Дослідження, автори яких аналізують ефективність формування інвестиційних портфелів з урахуванням вимог ESG. У більшості інвестиційно-орієнтованих досліджень аналіз співвідношення ESG та фінансових показників проводився на рівні портфеля активів з використанням метрик прибутковості, скоригованої на ризик. У пізніших дослідженнях розглядалися також питання ефективності інвестиційних стратегій [26, 30, 31]. Зростання інтересу інвестиційного співтовариства до інтеграції інформації ESG у процес прийняття

рішень представлено в дослідженнях останніх років [26, 28]. У них зроблено висновок про те, що замість абсолютних показників ESG найкращим індикатором майбутньої інвестиційної вигоди є їхня позитивна динаміка, при цьому оцінка ESG-результативності компанії може бути середньою.

3. Дослідження, в яких предметом вивчення є конкретні теми, наприклад, зміна клімату або соціальні ризики та їх вплив на інвестиційні рішення, які в умовах протікаючої пандемії COVID-19 набувають все більшого значення [4, 27].

Для досягнення поставленої мети було визначено наступні *завдання*:

- дослідити економічну сутність, класифікацію інвестиційної діяльності та ESG інвестицій;

- визначити специфіку та правове регулювання інвестиційної діяльності в сегменті ESG;

- дослідити закордонний досвід інвестування в сегменті ESG;

- здійснити аналітичну оцінку динаміки загальної інвестиційної діяльності та інвестиційної діяльності в сегменті ESG;

- здійснити оцінку інвестиційних характеристик світових компаній в сегменті ESG, індекси ESG;

- здійснити оцінку ризиків в інвестиційній діяльності в сегменті ESG;

- визначити можливості застосування закордонного досвіду інвестування в сегменті ESG в Україні;

- дослідити пріоритетні напрямки покращення інвестиційного клімату в сегменті ESG українськими компаніями.

*Об'єктом дослідження є пріоритетні напрямки покращення інвестиційного клімату в сегменті ESG українськими компаніями.*

*Предметом дослідження є сутність і застосування ESG інвестицій у світі і в Україні.*

При написанні роботи застосовувалася низка *наукових методів* та підходів. Насамперед використовувалася методологія системного аналізу, завдяки якій вдалося зібрати воєдино широкий спектр понять у галузі інвестування, заснованого на обліку нефінансових факторів при прийнятті інвестиційних рішень, та

проаналізувати їхню сутність. Застосовані надалі методи історичного та порівняльного аналізу дозволили відстежити еволюцію досліджуваних понять та виявити смислові перетини та смислові відмінності.

*Базою дослідження є наукові праці вітчизняних та зарубіжних авторів, аналітичні звіти рейтингових агенцій, ESG-фондів; історичні дані фондового ринку щодо аналізованих компаній.*

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ІНВЕСТУВАННЯ В СЕГМЕНТІ ESG

#### 1.1 Економічна сутність, класифікація інвестиційної діяльності та ESG інвестицій

Пандемія коронавірусу вплинула на все життя суспільства. Змінився формат роботи, навчання, ведення бізнесу, управління, а також виявились проблеми, яких практично не фіксували раніше. До таких проблем належать:

- нерівномірний розвиток урбанізованих територій;
- застаріла система освіти з тривалою адаптацією не тільки формату навчання, а й самих матеріалів та методів навчання;
- різниця поколінь з погляду пристосування до нових життєвих умов та ін.

Наслідком пандемії коронавірусу стала зміна уваги людей на соціальні послуги та довкілля. Основними інтересами стала сфера охорони здоров'я, освіти, екології та соціальної підтримки [1, с. 19]. Діючи віддалено, багато працівників відчували на собі нестабільність компанії та організації її роботи. Багато компаній не змогли впоратися з коронавірусною кризою і побачили необхідність зміщення стратегії розвитку у напрямку стійкості [4, с. 32].

У міру зростання значимості нефінансових факторів, пов'язаних з вимогами сталого розвитку, зростає потреба в комплексних та надійних способах оцінки того, як різні аспекти корпоративного управління, екологічні та соціальні ризики та можливості (далі ESG — від environmental, social, governance) впливають на ефективність інвестиційних стратегій та створення цінності.

ESG-інвестування як термін з'явилося нещодавно, і його точного загальноприйнятого визначення в даний час не існує. Незрозумілим на даний момент залишається вплив ESG-факторів на прийняття інвестиційних рішень. При цьому сама аббревіатура ESG (environmental, social, governance) задає досить чіткі межі поняття, акцент у ньому ставиться саме на обліку впливу:

- *діяльності компанії на довкілля (E)* - питання вуглецевого сліду, управління відходами, енергоефективності, біорізноманіття, забруднення води та повітря;

- *впливу компанії на суспільство у широкому значенні (S)* - питання різноманітності, інклюзивності, прав людини, умов праці співробітників, задоволеності клієнтів, впливу на місцеві спільноти;

- *управлінські чинники діяльності компанії (G)* - питання винагороди керівної ланки, незалежності членів ради директорів, структури комітету з аудиту, корупції та хабарництва, відносин з акціонерами.

ESG інвестування можна розглядати через призму двох основних підходів: 1) ESG інвестиції як окремий інвестиційний підхід; 2) ESG-інвестиції як збірний термін.

Наприклад, У. Шервуд і Дж. Поллард є прихильником другого підходу, визначаючи ESG-інвестиції як «концептуальний принцип дослідницької та інвестиційної стратегії, яка оцінює екологічні, соціальні та управлінські фактори як нефінансові аспекти оцінки вартості цінного паперу, динаміки його прибутковості та ризик-профілю» [75].

З іншого боку, Дж. Хілл, навпаки, використовує цей термін для визначення конкретного підходу до портфельного інвестування, в рамках якого інвестор здійснює вкладення в державні боргові зобов'язання та/або акції, часто через пайові фонди або ETF фонди. Як правило, метою такого портфеля є отримання прибутковості не нижче за ринкову при інвестуванні в активи, які мають позитивну оцінку з точки зору ESG-факторів [48, с. 165].

Але термінологія у сфері інвестування, що враховує нефінансові аспекти, не обмежується різними трактуваннями терміна «ESG-інвестування». Ця область включає цілий ряд понять: sustainable investment, ethical investment, socially responsible investment, responsible investment, impact investment, mission investment і може розглядатися як парасолькова теорія. Грань між цими поняттями іноді видається настільки тонкою, що деякі експерти схиляються до того, щоб у принципі її не помічати. Вони вважають, що принципової різниці між

вищезгаданими поняттями немає, оскільки, по суті, всі вони мають те саме значення і, отже, можуть використовуватися як взаємозамінні [76, с. 189].

Інші вчені, дослідники, а також міжнародні організації роблять спроби підібрати повні та точні визначення для кожного терміна. Деякі зрушення в цьому напрямку простежуються: одні терміни отримали закріплення в рамках міжнародних організацій та серед їх членів, для розмежування інших можна підібрати ключові характеристики. Отже, нижче представлені характеристики деяких найвідоміших понять у сфері ESG-інвестування (табл. 1.1).

**Таблиця 1.1** Характеристики деяких найвідоміших понять у сфері ESG інвестування

<b>Поняття</b>	<b>Характеристика</b>
1	2
Соціально відповідальні інвестиції, СОІ	Інвестиції, в основі яких лежать певні морально-етичні міркування. Останні можуть бути пов'язані з релігійними, політичними чи іншими переконаннями. Відмінною особливістю соціально відповідальних інвестицій є той факт, що при такого роду інвестуванні зазвичай застосовується стратегія негативного відбору або «негативного скринінгу» (negative screening) [48, с. 170]). Виключатись можуть, наприклад, компанії-виробники алкогольної продукції, тютюнових виробів, представники грального бізнесу, постачальники озброєння, а також цілі галузі, країни та групи країн.
Стійке інвестування (sustainable investing)	Категорія інвестицій, в рамках якої враховуються екологічні, соціальні та управлінські критерії (ESG-критерії) для забезпечення довгострокової фінансової віддачі та позитивного соціального ефекту
Імпакт-інвестиції	Інвестиції, що спрямовуються в компанії, організації, фонди з метою надання позитивного впливу на суспільство та довкілля поряд з отриманням фінансової доходності.

## Продовження Таблиці 1.1

1	2
Відповідальні інвестиції (responsible investing)	Організація Принципи відповідального інвестування ООН (UNPRI) визначає відповідальні інвестиції (responsible investing) як «підхід до інвестування, спрямований на облік екологічних, соціальних та управлінських (ESG) факторів при прийнятті інвестиційних рішень, з метою кращого управління ризиками та забезпечення стійкої, довгострокової віддачі». Цей підхід передбачає постійний моніторинг, систематичне виявлення, оцінку та управління суттєвими ESG-ризиками. Також у рамках відповідального інвестування враховується не певний вузький аспект (наприклад, відповідність законам шаріату), а широкий спектр факторів (наприклад, вплив діяльності на біорізноманіття та місцеві спільноти, права людини, викиди парникових газів, різноманітність у раді директорів тощо). У тому числі ESG-фактори вважаються обов'язковим елементом інвестування, оскільки значно впливають на прибутковість [48, с. 169].

*Джерело: складено автором на основі даних [48]*

Таким чином, можна зробити наступний висновок. У сфері інвестування, що враховує нефінансові аспекти діяльності підприємства під час прийняття інвестиційних рішень, існує низка схожих термінів, між якими у деяких випадках можна знайти різницю, акцентуючи увагу на окремих аспектах цих значень (наприклад, імпакт-інвестиції, соціально-відповідальні інвестиції та інших). В інших випадках розмежувати поняття виявляється практично неможливо та, ймовірно, недоцільно. Наприклад, поняття стійке інвестування (sustainable investment) та відповідальне інвестування (responsible investment) видаються практично ідентичними.

Що стосується ESG-інвестування, то не можна однозначно визначити його як збиральний термін, зважаючи на його особливу увагу до трьох конкретних аспектів (екологічна, соціальна та управлінська сфери), управління ризиками та фінансової

віддачі. ESG-інвестування по суті близьке до відповідального і стійкого інвестування і, ймовірно, має сенс виділяти його в окремий підхід.

## **1.2 Специфіка та правове регулювання інвестиційної діяльності в сегменті ESG**

Залучення інвестицій є невід'ємною частиною економічної діяльності. Впровадження екологічних, соціальних та управлінських факторів (ESG-фактори, E-environmental, S-social, G-governance) в бізнес-процеси компанії відбивається на її інвестиційній привабливості. Їх узгодження допомагає розробляти і реалізовувати політику та практику відповідального інвестування, формувати портфель з урахуванням цінностей інвестора та зважувати ризики при прийнятті рішень. В даний час багато інвесторів прагнуть використовувати ESG-фактори в інвестиційному процесі поряд із традиційним фінансовим аналізом, приділяючи особливу увагу етичним міркуванням та цінностям. При цьому впровадження принципів ESG у бізнес-процеси компаніями служить для інвесторів індикатором можливості забезпечити стійкий приріст та прибутковість інвестицій.

Зростання інтересу інвесторів до ESG-факторів обумовлюється тим, що ризики, пов'язані з ними (табл. 1.2), можуть вплинути на діяльність емітентів у довгостроковій перспективі. Тому при прийнятті інвестиційних рішень ці ризики повинні ретельно аналізуватися. Оцінка ризиків інвестування за допомогою ESG-факторів, по-перше, стосується впливу компанії на довкілля. При цьому враховується вуглецевий слід її продукції, використання шкідливих речовин у виробничих процесах, рівень вуглеводневих викидів, а також ступінь впровадження екологічних інновацій та відновлюваних технологій у виробництві. По-друге, обговорюються соціальні критерії, у тому числі зміна соціальних умов усередині компанії (охорона праці, розвиток людського капіталу) та у суспільстві в цілому (відповідальність перед клієнтами, безпека продукції). По-третє, розглядаються управлінські ризики у сферах ділової етики, податкової прозорості, різноманітності керуючого складу, прозорості управління та інших.

ESG-інвестування створює асиметричні переваги та забезпечує «ефект страхівки», тобто захист від негативних наслідків, особливо під час соціальної чи економічної кризи.

**Таблиця 1.2** Ризики, пов'язані з ESG-факторами

<b>Екологічні фактори</b>	<b>Соціальні фактори</b>	<b>Управлінські фактори</b>
зміна клімату	умови праці	винагорода топ-менеджменту
викиди парникових газів	відносини з місцевими спільнотами	хабарництво та корупція
виснаження природних ресурсів	охорона здоров'я та безпека	політичне лобі та пожертвування
відходи та забруднення навколишнього середовища	гендерний склад працівників	структура та гендерний склад ради директорів

*Джерело: складено автором на основі [70]*

Незважаючи на всі зазначені складнощі, фінансові організації та самі емітенти надають реального імпульсу до вдосконалення системи як фінансової, так і нефінансової інформації, необхідної для прийняття інвестиційних рішень [50].

Аналіз теоретичних поглядів та концепцій, які сприяли формуванню та розвитку стратегій ESG-інвестування, дозволяє краще зрозуміти поширення ініціатив, що мали місце з другої половини ХХ ст., та визначити напрями їх подальшого розвитку.

Виділимо найбільш значущі концепції розвитку принципів відповідального інвестування. До них традиційно відносять концепцію сталого розвитку, теорію стейкхолдерів, концепцію корпоративної соціальної відповідальності бізнесу. Вважаємо, що не менш значущою та історично більш ранньою є концепція зовнішніх ефектів (The concept of externalities), що послідовно розробляється в роботах Henry Sidgwick (1880), Alfred Marshall (1890), Arthur Cecil Pigou (1920) та акцентує увагу на значущості неринкових взаємозалежностей економічних агентів та необхідності врахування впливу на їхню діяльність зовнішніх факторів та ефектів. Таким чином, концепція зовнішніх ефектів лежала в основі розуміння

корпоративних соціальних та екологічних проблем, а також корпоративної соціальної відповідальності.

Концепція сталого розвитку виникла на початку 1970-х років. Ця теорія поставила під сумнів необмежений характер можливостей збільшення виробництва та споживання у зв'язку з обмеженістю природних ресурсів та зростаючої шкоди навколишньому середовищу. Широко відомий звіт Brundtland (1987), у якому було визначено поняття сталого розвитку — «розвиток, що відповідає потребам сьогодення, не ставлячи під загрозу здатність майбутніх поколінь задовольняти власні потреби» [18]. Дане визначення звертає увагу до можливості зростання економічних агентів за умов об'єктивно існуючих обмежень і ризиків, що створює основу розширеного підходу до фінансового аналізу.

У визначенні сталого розвитку, запропонованому у роботі Т. Van Holt, Т. Whelan [79], враховуються такі принципові аспекти концепції: «як мінімум не завдавати шкоди людям чи планеті й у разі створювати цінність для зацікавлених сторін, зосереджуватися на поліпшенні показників стійкості у тих галузях, у яких компанія чи бренд має істотний екологічний чи соціальний вплив (наприклад, в умовах їх діяльності, ланцюжку створення вартості, впливу на зацікавлені сторони та ін.)».

Теорія зацікавлених сторін (стейкхолдерів) виявилася вирішальною у розвитку концепції корпоративного управління та значущості зацікавлених сторін у процесі створення цінності. У 1984 р. Freeman запропонував переосмислити доктрину Friedman (1970), за якою єдина соціальна відповідальність підприємства - збільшення прибутку її акціонерів. Він стверджував, що оскільки прибуток компанії є результатом її діяльності та взаємодії зі своїми зацікавленими сторонами (співробітники, клієнти, постачальники, державними органами, суспільством, навколишнім середовищем тощо), то її мета — задовольнити потреби останніх, що дозволить їй заробити прибуток [66].

Пізніше, в 1997 р., J. Elkington обґрунтував знамениту концепцію Triple Bottom Line [45], яка вийшла за рамки стандартних вимірювань прибутку та передбачала необхідність інтеграції економічних, соціальних та екологічних

аспектів. Також вона містила тезу про те, що організації мають інформувати зацікавлені сторони про свою діяльність. Глобальна ініціатива звітності (GRI) прийняла цю концепцію як основу розробки системи корпоративної звітності.

Під впливом зазначених трендів у широке звернення увійшло поняття «стійкі фінанси» (sustainable finance), безпосередньо пов'язане з процесом обліку екологічних, соціальних та управлінських аспектів при ухваленні інвестиційних рішень у фінансовому секторі. Schueth S. у своїй роботі [76] виділяють стадії розвитку концепції стійких фінансів та її практичної реалізації. Відповідно до цієї концепції, у світі та суспільстві з часом відбувається поступовий перехід від акціонерної до стейкхолдерської вартості. З розвитком принципів стійких фінансів економічні, точніше фінансові, критерії інвестиційних рішень відступатимуть на другий план перед критеріями екологічними і соціальними [76].

Для зручності сприйняття та підвищення якості наукового дослідження автором підготовлено таблицю, що відображає основні етапи еволюції підходів до визначення корпоративної соціальної відповідальності бізнесу та трактування ESG-принципів (табл. 1.3).

Отже, узагальнюючи наведені вище думки можна визначити, що ESG дозволяє знайти баланс між фінансовою та соціальною складовою. З однією сторони, ESG-питання забезпечують компанію хорошим іміджем та довгостроковою цінністю. З іншого боку, відповідність ESG-критеріям знаходить позитивний відгук серед суспільства та позитивно впливає на навколишнє середовище [8].

**Таблиця 1.3** Основні етапи еволюції підходів до визначення корпоративної соціальної відповідальності бізнесу та трактування ESG -принципів

Хронологічний етап	Визначення корпоративної соціальної відповідальності бізнесу	Особливості трактування ESG-принципів
1	2	3

## Продовження Таблиці 1.3

1	2	3
1914-1920 рр. Соціальна програма Г. Форда	Закладена ідея про участь бізнесу в забезпеченні соціальних гарантій перед персоналом компанії. КСВ носила одиничний характер і обмежувалася розширенням грошових виплат персоналу.	Фордом застосовувалася лише G-компонента принципів, і лише в рамках власного підприємства
1950-1970 р.р. книга «Соціальна відповідальність бізнесу» Х.Р. Боуена	Х.Р. Боуен в науковій публікації довів, що концепція КСВ може і повинна масштабуватися на все суспільство, а підприємництво може отримати реальні економічні вигоди від фінансування соціальних проектів і вирішення проблем	Х.Р. Боуен фактично перший сформулював майбутні ESG-принципи, описавши кожен з них спозиції посилення конкурентних переваг бізнесу, що підтримує ідею КСВ
1971 Теорія корпоративного егоїзму	КСВ бізнесу повинна обмежуватися тільки сплатою податків. Бізнес не може бути альтруїстом, а значить, вирішення соціальних проблем не може бути його завданням.	Фрідман фактично відкидав можливе практичне втілення ESG-принципів як шкідливе для бізнесу «захоплення»
1980 р. Теорія корпоративного альтруїзму К. Девіса, Р. Фрімена	Бізнес повинен бути повноцінним учасником вирішення актуальних проблем соціуму. Більш того, держава фінансово нездатна забезпечувати всі соціальні потреби, а таке партнерство є конструктивним і ознакою зрілості бізнесу	К. Девіс і Р. Фрімен активно пропагували ESG-принципи як механізм забезпечення збалансованого і стійкого розвитку соціуму

Продовження Таблиці 1.3

1	2	3
1980-2000 рр. Теорія розумного егоїзму В. Фредеріка	Реалізація політики КСВ має бути збалансованою з інтересами бізнесу: соціальні інвестиції повинні приносити економічні вигоди в довгостроковій перспективі, тобто робота повинна бути орієнтована на результат, а не просту благодійність	В. Фредерік акцентував увагу на комерційному використанні ESG-принципів як інструменту стратегічного управління ринковою владою бізнесу
2000-2008 рр. Теорія корпоративної совісті К. Годпастера	Бізнес - суб'єкт господарювання і моралі, і при реалізації комерційних інтересів топ-менеджмент повинен враховувати його вплив на соціум, зміна культурно-цінних парадигм і можливі конфлікти	На думку К. Годпастера, ESG-принципи повинні виступати своєрідним моральним кодексом і арбітром, що не допускає «токсичної поведінки» бізнесу щодо суспільства

*Джерело: складено автором на основі [20-23]*

Стейкхолдери розглядають компанії через призму ESG [76]. Якщо компанія змінює свої корпоративні цінності та політику під ESG-принципи, вона створює відповідальний та надійний імідж компанії. Так компанія підвищує свою репутацію у очах стейкхолдерів [2, 4].

Інвестори, будучи одним із стейкхолдерів, аналізують ESG-фактори для оцінки життєздатності підприємства [4, с. 32]. Для інвесторів ESG – це показник страхування та захисту своїх вкладень під час соціальної чи економічної кризи [5]. Інвестори аналізують ризики компаній щодо ESG. ESG-ризики – це екологічні, соціальні та управлінські бар'єри, що перешкоджають сталому розвитку, виходу компанії ринку чи залученню інвестицій [2, 11].

Таким чином, для виходу на шлях сталого розвитку компанії формують та використовують методи та інструменти для досягнення екологічних, соціальних та управлінських цілей, а також скорочують ESG-ризики [2].

Для інвестора привабливіша та компанія, у якої найменше ESG-ризиків, що говорить про її надійність та стабільність. Виникають кризові ситуації, що підштовхують бізнес до реалізації стратегії сталого розвитку через ESG-фактори. Дотримуючись принципів в охороні навколишнього середовища, соціального та корпоративного управління, забезпечується надійність та стабільність підприємства. ESG-фактори вже є показником підвищення ділової репутації та основною перевагою для залучення інвестицій.

У ситуації війни України проти Росії ESG-орієнтовані компанії стають найпривабливішими в інвестиційному плані. Інвестор оцінює потенційну для інвестицій компанію через призму ESG-факторів, тобто розглядає чи дотримується компанія дій, що відповідають ESG. Особлива увага приділяється ESG-ризикам.

### **1.3 Закордонний досвід інвестування в сегменті ESG та етапи його формування**

Сама по собі концепція інвестування на основі обліку нефінансових факторів не є новою: історично її зародження пов'язується з питаннями етичних норм, цінностей та релігійних переконань [75].

Наприклад, у християнстві методисти, квакери та інші конфесії свідомо уникали інвестування в «акції гріха» (sin stocks), які включали цілу низку галузей і товарів, таких як алкоголь, тютюн, азартні ігри та продукція військового призначення [19; 76; 82]. Також квакери ще у XVIII ст. діяли відповідно до своїх релігійно-етичних переконань і при здійсненні інвестицій використовували методику негативного відбору, на знак протесту проти работоргівлі. Однак вважається, що основні принципи соціально відповідального інвестування, що з'явилося пізніше, були викладені в проповіді керівника методистського руху Джона Візлі «Використання грошей», яку він виголосив у 1872 р. [75]. Відповідно до цієї проповіді, кошти слід інвестувати таким чином, щоб не нашкодити іншим людям.

Інший приклад впливу віри на інвестиційні процеси є мусульманські релігійні розпорядження. Тлумачення Корану значно вплинуло на практику інвестування та надалі привело до появи ісламського інвестування (інвестування відповідно до законів шаріату). Так, в ісламському інвестуванні існують норми для частки позикових коштів, якими виплачуються відсотки; частки об'єктів інвестування в інвестиційному портфелі, які не відповідають шаріату; частки прибутку, що отримується від інвестицій, що не відповідають шаріату [81]. Крім того, ісламські інвестори застосовують практику негативного відбору, крім компаній, пов'язаних з виробництвом тютюнової та алкогольної продукції, озброєння, переробкою свинини, а також з азартними іграми, музикою, готельним бізнесом, кінотеатрами та традиційними фінансами.

Великий поштовх етичне інвестування отримало з середини ХХ ст., у період після Другої світової війни, в умовах холодної війни, посилення антивоєнних настроїв, руху за громадянські права, розширення прав і свобод жінок та інших соціально-політичних ініціатив, динамічного культурного та економічного розвитку, просування екологічного порядку денного на міжнародній арені і т. д. [55]. В цей час відбувається зміщення акценту з питання необхідності етичного інвестування як такого на проблему методів обліку нефінансової інформації в теорії прийняття інвестиційних рішень. А в 1970-х рр., на думку ряду дослідників, етичне інвестування починають розглядати як загальну (а не нішеву) інвестиційну філософію [56] та одне з основних актуальних питань [16; 76].

У 1960-1970-ті рр. ідеї інвестування на основі цінностей починають отримувати інституційне оформлення: наприклад, створюються ісламський інвестиційний фонд Lembaga Tabung Haji у Малайзії (1962 р.), фонд Aktie Ansvar Myrberg у Швеції (1965 р.), The Pax World Fund у США (1972 р.) [77].

Дещо пізніше, на тлі геополітичної нестабільності в Африці, безпрецедентних масштабів досягає використання негативного відбору при здійсненні інвестицій. Під впливом "Принципів Саллівана", покликаних служити керівництвом для ведення діяльності в ПАР, у 1972 р. членами профспілки Longshoremen and Warehouse Union було ухвалено рішення не інвестувати пенсійні

накопичення в акції південноафриканських компаній на знак протесту проти режиму апартеїду. Це рішення є одним із перших документально підтверджених прикладів негативного відбору такого масштабу [80].

Паралельно соціально-відповідальне інвестування одержує і теоретичне підкріплення. Якщо в рамках неокласичної школи традиційно вважалися непорушними положення про раціональну та егоїстичну природу Homo economicus, що прагне максимізувати свою вигоду (корисність) та реалізувати власні інтереси, то в середині ХХ ст. широкого поширення набувають ідеї поведінкової економіки, які привносять елементи когнітивної психології в класичну економічну теорію та ірраціональності поведінки у модель Людини економічної.

Прихильники поведінкової економіки (А. Тверські, Д. Канеман, Г. Беккер, Г. Саймон, Д. Аріелі, Р. Талер і т. д.) продемонстрували вплив людської природи на економічну сферу, піддаючи сумніву тезу про те, що людина ухвалює раціональні рішення, керуючись виключно власними інтересами. Іншими словами, прихильники поведінкової економіки приходять до висновку, що людина або керується не лише власними інтересами, або сфера її інтересів набагато ширша, ніж виключно її особиста вигода. У кожному разі, цей висновок (своєчасно) становить теоретичну базу для потенційного включення у питання інвестування ширшого кола цінностей, ніж особиста матеріальна вигода.

Нарешті, у ХХІ ст. питання відповідального інвестування одержують новий імпульс за рахунок наступних факторів:

- посилення фінанціалізації економіки та зростання значимості інвестування як такого;
- просування концепції сталого розвитку як гармонійного поєднання економічного, екологічного та соціального розвитку у всіх сферах, включаючи фінансовий сектор;
- зміни переваг ряду споживачів та інвесторів (в основному покоління міленіанів);

- продовження розвитку теоретичної бази (оформлення ідей поведінкової економіки в економічній теорії, «теорії співучасників» та «концепції зацікавлених сторін (стейкхолдерів)» в теорії корпоративного управління).

У 2000-х рр. поширення набуває аббревіатура ESG і пов'язані з нею ESG-критерії, ESG-ризиків, ESG-інвестування. Виникнення та впровадження терміну часто пов'язується з ім'ям Генерального секретаря ООН Кофі Аннана, за ініціативою якого спільно з низкою фінансових організацій у 2004 р. була випущена доповідь Who Cares Wins. У доповіді не наводиться визначення ESG-інвестування, проте розставлені акценти на екологічних, соціальних та управлінських факторах, які, за словами авторів доповіді, можуть не тільки зробити внесок у сталий розвиток суспільства, а й надати позитивний вплив на репутацію та капіталізацію компанії за допомогою більш ефективного управління ризиками.

Подальший розвиток принципи ESG отримали у роботі «Принципи відповідального інвестування» (PRI, тобто Principles for Responsible Investment, далі – Принципи), виконаної у 2005 р. під керівництвом Генерального секретаря ООН та групи великих інституційних інвесторів. Вперше цю ініціативу було представлено у квітні 2006 р. на Нью-Йоркській фондовій біржі.

Сторони, які підписали ініціативу PRI, зобов'язуються прийняти та реалізувати таке. По-перше, включати питання ESG в інвестиційний аналіз та процеси прийняття рішень. По-друге, екологічні, соціальні аспекти та питання управління мають бути частиною корпоративної політики та практичної діяльності. По-третє, слід вимагати від одержувачів інвестицій належного розкриття інформації з питань ESG. По-четверте, треба сприяти впровадженню принципів у межах своєї галузі. При цьому передбачається, що сторони, що підписали, співпрацюватимуть одна з одною з метою підвищення ефективності здійснення Принципів. Нарешті, передбачається звітність про свою діяльність та хід реалізації Принципів [81]. Число компаній, які офіційно визнали «Принципи відповідального інвестування», збільшилося з 63 у 2006 р. до 3826 у 2021 р., а сукупна вартість активів, керованих відповідно до принципів ESG, за цей період зросла з 6,5 трлн до 121,3 трлн дол. [13].

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В СЕГМЕНТІ ESG

#### 2.1 Аналітична оцінка динаміки загальної інвестиційної діяльності та інвестиційної діяльності в сегменті ESG

Дослідження, що фокусуються на взаємозв'язку між ESG-характеристиками та корпоративними фінансовими показниками, демонструють, що акції компаній, що дотримуються принципів ESG, відрізняються нижчою волатильністю. Впровадження практик ESG робить компанію менш уразливою для репутаційних, політичних та нормативних ризиків і, таким чином, призводить до зниження волатильності грошових потоків та прибутковості [33]. При посиленні регулювання в галузі розкриття нефінансової інформації фірми з хорошими нефінансовими показниками та високим рівнем розкриття інформації отримують додаткову вигоду. Наприклад, зростання прибутковості інвестиційного портфеля та зниження його волатильності в цілому. Навпаки, це негативно впливає на компанії, які мають суттєві проблеми з ESG-критеріями, а також на їхніх інвесторів, на яких чекають майнові та політичні витрати [61].

Мотивація інвесторів у використанні даних ESG у своїй діяльності обумовлена в основному стратегічними фінансовими причинами, серед яких зростаючий попит клієнтів та розвиток інвестиційних продуктів. Також має значення етична складова та ефективність принципів ESG для зміни поведінки компаній. Інформація щодо ESG застосовується інвесторами в основному для взаємодії з компаніями та інтегрована у моделі оцінки для перевірки інвестиційного портфеля (особливо негативної, на відміну від позитивної чи відносної перевірки). Хоча інвестори зазначають, що збирання та аналіз відповідних даних потребує великих матеріальних і тимчасових витрат, а також зовнішнього підтвердження і часто не містить необхідних подробиць. Крім того, ряд показників важко виміряти кількісно [15].

Тим не менш, частка інвестиційних процесів і продуктів на основі принципів ESG, а також практик їх інтегрування в бізнес-процеси неухильно зростає. Коронакриза 2020-2021 рр. поставив ESG-інвестування, особливо в галузі корпоративного управління, перед новими викликами. Компанії вирішували питання, пов'язані із зміною своїх стратегій; відстеженням ширшого набору операційних показників та показників ефективності; спостереженням за новим списком ризиків; осмисленням політики, яка регулює компенсації; переоцінкою значення стану здоров'я та професійної перепідготовки співробітників [35]. Незважаючи на невизначеність, приплив коштів до фондів ESG зберігався. При цьому інвестори надавали перевагу фондам з низьким рівнем ризику ESG, а пріоритет отримали екологічні фактори [67].

Більше того, пандемія COVID-19 стала каталізатором для ESG-інвестицій. На думку американської фінансової компанії MSCI, пандемія створила потужний наратив навколо ESG-інвестування, а інвестиції у фонди ESG досягли рекордного рівня. Так, 78% американських інвесторів у відповідь на COVID-19 готові збільшувати ESG-інвестиції. При цьому 55% інвесторів з активами понад 200 млрд дол. вже значно збільшили їх [82].

За даними Глобальної асоціації стійких інвестицій, обсяг активів ESG у 2020 р. перевищив 35 трлн дол., тоді як у 2018 р. він становив 30,6 трлн дол., а у 2016 р. – 22,8 трлн дол. Очікується, що сумарна вартість активів ESG перевищить 50 трлн дол. до 2025 р., що становитиме понад третину від прогнозованих 140,5 трлн дол. загального обсягу глобальних активів, що знаходяться під керуванням (AUM) [30].

Однією з основних перешкод для ефективного використання інформації щодо ESG є відсутність стандартів звітності та науково обґрунтованої методології складання ESG-рейтингів. Кожна з дослідницьких (рейтингових, консалтингових і т.д.) фірм, що спеціалізуються на оцінці інвестування за допомогою ESG-факторів, розробляє та підтримує свою власну систему, алгоритми, показники, визначення та джерела нефінансової інформації, більшість з яких є непрозорими. Найбільш відомі з таких фірм – Bloomberg, S&P Dow Jones Indices, JUST Capital, MSCI та Refinitiv. Оцінка зазвичай проводиться за бальною шкалою; що вона вище, то краще

компанія відповідає різним критеріям ESG. Причому бали можуть змінюватись в залежності від методик, що застосовуються: показників і схем їх вимірювання [31]. Таким чином, та сама компанія може мати різні ESG-рейтинги від різних агентств.

Bloomberg зазначає, що зрештою такі рейтинги вимірюють не вплив компанії на природу та суспільство, а, навпаки, вплив навколишнього світу на компанію та її акціонерів. Наприклад, вивчення рейтингу, складеного компанією MSCI для однієї хімічної корпорації, свідчить, що його підвищення, що ґрунтується на показнику «водного стресу», не передбачає вимірювання впливу на водопостачання угруповань, на території яких виробляються хімікати. Швидше він вимірює, чи достатньо у співтовариств води для подібних заводів. Як стверджує Bloomberg, це так працює, навіть коли аналітики MSCI знаходять докази спроб корпорації обмежити скидання до місцевих систем водопостачання [79].

Консалтингова компанія Bain вказує, що інвесторам часто доводиться покладатися на досить загальні ESG-рейтинги, методологія яких непрозора. Проблема полягає в тому, що у існуючих підходах відсутні стандартні визначення та показники результатів для ініціатив у рамках ESG. Аналіз ESG-рейтингу трьох різних агентств показав, що їхня кореляція становить у середньому 0,61, тоді як кореляція між кредитними рейтингами компаній досягає 0,99. У цьому найнижча кореляція (0,3) спостерігається між оцінками агентствами чинника корпоративного управління [12].

Крім того, рейтинги агенцій оновлюються відносно рідко і не відображають прогресу компаній. Їхні підходи зазвичай дозволяють інвесторам уникати несприятливих інвестицій, але не пропонують певних висновків з погляду цілеспрямованого впливу. У результаті інвестори змушені спиратися на дослідження, які часто не відповідають їхнім цінностям та перевагам [12].

При цьому методологія та результати оцінки за допомогою ESG-факторів ніяк не контролюються регулюючими органами, що створює можливості для маніпулювання ESG-рейтингами. У свою чергу, це призводить до виникнення ситуації «грінвошінга» (greenwashing), коли проекти маскуються під «зелені», ігноруючи при цьому загальний внесок у боротьбу зі зміною клімату та/або Цілі

сталого розвитку ООН. «Грінвошинг» має дві основні форми. По-перше, вибіркового розкриття позитивної інформації про екологічні характеристики продукту/компанії, тоді як негативна інформація свідомо замовчується. По-друге, символічних дій, які привертають увагу до незначних проблем за відсутності будь-яких серйозних кроків. Наприклад, банк може компенсувати власні невеликі викиди в атмосферу, ігноруючи при цьому суттєвий вплив свого інвестиційного портфеля на клімат [49].

За обставин, що склалися, великі фірми з управління активами і банки починають розробляти власні методології ESG-оцінки. Технологічні компанії створюють спеціальні математичні моделі, а нові цифрові технології, що поширюються, допомагають підвищити своєчасність і точність збору, аналізу та перевірки даних. Це знижує залежність оцінки від добровільного розкриття інформації компаніями та забезпечує достовірну основу для подальшого дослідження ESG-факторів.

Однак для зіставлення показників діяльності різних компаній з різних напрямків необхідна певна стандартизація, причому на міжнародному рівні. Усвідомлюючи цю проблему, на 26-й Конференції учасників Рамкової конвенції ООН зі зміни клімату (COP26) у 2021 р. у Глазго (Великобританія) було ухвалено рішення про створення Ради з міжнародних стандартів звітності зі сталого розвитку (International Sustainability Standards Board – ISSB). Її мета полягає у розробці комплексної глобальної бази високоякісних стандартів розкриття інформації в галузі сталого розвитку для задоволення інформаційних потреб інвесторів. Ця база дозволить національним та регіональним юрисдикціям спиратися на неї для вироблення додаткових стандартів, що відповідають їх конкретним потребам [70].

Причому на тлі коронакризи розміри «зелених» бюджетів європейських країн та інвестицій у сталий розвиток збільшились. Нові законодавчі ініціативи ЄС мають велике значення для ухвалення та структурування інвестиційних рішень.

Представлений громадськості у 2019 р. «Європейський зелений курс» (European Green Deal) має намір зробити Європу до 2050 р. першим кліматично нейтральним континентом і націлений на розвиток сучасної, ресурсоефективної та

конкурентоспроможної економіки. Фінансування його заходів здійснюється у рамках програми InvestEU, на реалізацію якої держави-члени ЄС витратять протягом наступного десятиліття 1 трлн євро. Підготовлений Європейською комісією у 2021 р. масштабний пакет заходів "Fit for 55" спрямований на юридично обов'язкове скорочення викидів парникових газів на 55% до 2030 р. (порівняно з 1990 р.), передбачає механізми ціноутворення на викиди парникових газів та прикордонного вуглецю, а також збільшення виробництва відновлюваної енергії, стимулювання сталого розвитку транспорту та обмеження імпорту продуктів, що сприяють обезлісненню [39].

Для фінансування цих змін планується застосовувати нові механізми. Зокрема, План дій у сфері фінансування стійкого зростання (Action Plan: Financing Sustainable Growth) покликаний переорієнтувати потоки капіталу у бік стійких інвестицій замість секторів, які сприяють глобальному потеплінню, таких як видобуток та використання викопного палива. Передбачається також управління фінансовими ризиками, пов'язаними із зміною клімату, виснаженням природних ресурсів та погіршенням стану навколишнього середовища; сприяння більшій прозорості та довгостроковості фінансової та економічної діяльності (з метою досягнення сталого та інклюзивного зростання) [48]. Цей план включає Положення про розкриття інформації про стійке фінансування (Sustainable Finance Disclosure Regulation), в якому наведено класифікацію показників стійкості інвестиційних фондів та встановлюються зобов'язання щодо розкриття інформації в галузі стійкості кінцевим інвесторам для виробників фінансових продуктів та фінансових консультантів [52].

При адміністрації Дж. Байдена кліматична повістка набуває у США дедалі більшого значення. Свідченням серйозності намірів нового президента стало підписання відразу після його інавгурації указу про повернення США до Паризької угоди щодо клімату 2015 р. та блокування будівництва нафтопроводу Keystone XL з Канади. На початку 2021 р. було оголошено про створення Цільової групи з клімату та ESG, до завдань якої входить виявлення будь-яких суттєвих прогалин чи спотворень у розкритті емітентами кліматичних ризиків (відповідно

до чинних правил), а також розробка ініціатив щодо запобіжного виявлення неправомірних дій з ESG [73]. У листопаді 2021 р. було підписано закон про інвестиції в інфраструктуру, що передбачає виділення коштів на розвиток систем передачі екологічно чистої енергії та енергомереж, а також на розробку водневих технологій, електрифікацію транспортних засобів, промислову декарбонізацію та програми уловлювання та утилізації вуглецю [68].

Кліматичну політику США значно посилює прийняття програми Дж. Байдена щодо розвитку інфраструктури та боротьби зі зміною клімату, так званий акт "Build Back Better" («Відновимо краще, ніж було»). У листопаді 2021 р. Палата представників Конгресу США схвалила цей законопроект. Закон, що обговорюється, передбачає інвестиції соціальної та екологічної спрямованості на суму 1,9 трлн дол., створення до 2035 р. енергетичного сектора, що не забруднює навколишнє середовище викидами вуглецю, досягнення США до 2050 р. вуглецевої нейтральності і скорочення наполовину вуглецю [19]. Однак плани адміністрації Байдена можуть бути порушені через опір з боку бізнесу, республіканської партії та губернаторів штатів, які залежать від видобутку нафти.

З метою покращення звітності щодо ESG для побудови інвестиційних портфельів та верифікації «зелених» проектів у 2020 р. в ЄС набули чинності правила «зеленої» таксономії (EU Taxonomy). Вони описують, які види економічної діяльності відповідають Паризькій угоді щодо клімату (2015). «Книга правил таксономії» запроваджує систему маркування інвестицій та охоплює 13 секторів, включаючи відновлювані джерела енергії, транспорт, лісове господарство, виробництво, будівництво та ін. [52].

Енергійні та послідовні дії ЄС у сфері сталого розвитку та боротьби зі змінами клімату стимулюють інші країни, у тому числі США та Китай, активізувати свою діяльність у цих напрямках.

Наприклад, кількість компаній з ESG-рейтингом у США збільшилася з 20 2000 р. до 800 2021 р. [36]. Обсяг інвестицій у сталий розвиток, зареєстрованих у країні, зріс до 17,1 трлн дол. на початку 2020 р., тоді як двома роками раніше він становив 12 трлн дол. З грудня 2019 р. до фондів ESG надійшло майже 1,5 трлн дол

., а загальний обсяг цих активів, які перебувають під управлінням, перевищив 3 трлн дол. [37]

У свою чергу Китай розраховує досягти піку викидів вуглекислого газу до 2030 р., а до 2060 р. дійти вуглецевої нейтральності, що зумовлює прискорений перехід на відновлювані джерела енергії. Центральний банк країни має намір збільшити свою підтримку «зелених» фінансів, а також оцінити вплив зміни клімату на фінансову стабільність і грошово-кредитну політику. Китай також продовжить збільшувати частку «зелених» облігацій у своїх валютних резервах, одночасно контролюючи інвестиції в активи з високим рівнем забруднення [23].

У країні спостерігається значне зростання ESG-інвестицій. За останні роки все більше китайських компаній стало надавати звітність щодо ESG. Як і на інших ринках, що розвиваються, основним фактором зростання був попит з боку міжнародних інвесторів. Однак для зовнішніх інвесторів серйозну проблему становить недостатність конкретних та порівнянних даних щодо ESG китайських компаній. У звітах ESG переважають якісні дані, а кількісні показники, необхідні для інвестиційного аналізу, дуже обмежені. Складність полягає також у відсутності даних та інформації англійською мовою, що призводить до значних прогалин у створеній картині [78]. Включення китайського ринку акцій класу А до основних міжнародних індексів розширює охоплення даних та спонукає національні компанії формувати бази даних за ESG [40].

Перспективи сталого розвитку Китаю та його кліматичний порядок денний визначають два опубліковані в жовтні 2021 р. документи. По-перше, «Посібник з вуглецевої нейтральності», що передбачає дотримання принципів загальнонаціонального планування, створення нової системи мобілізації нації для стимулювання технологічних та інституційних інновацій та прискорення революції в «зелених» і низьковуглецевих технологіях, а також координацію зусиль на національному та міжнародному [69]. По-друге, «План дій зі скорочення викидів вуглекислого газу до 2030 року», що включає завдання щодо переходу до «зеленої» та низьковуглецевої енергетики, енергозбереження та підвищення ефективності; з пікових викидів вуглекислого газу у міських та сільських районах; з просування

екологічного та низьковуглецевого транспорту, інновацій у галузі екологічно чистих та низьковуглецевих технологій; по створенню суспільства з «зеленими» та «низьковуглецевими» цінностями та ін. зелених фінансів [69].

Україна пройшла шлях від скептицизму до початку впровадження принципів ESG. Сьогодні жодна країна вже не може ігнорувати екологічний та кліматичний порядок денний. Після конференції COP26 у Глазго Україна взяла на себе зобов'язання досягти вуглецевої нейтральності до 2060 р. Однак країна знаходиться тільки на початку шляху формування культури відповідального інвестування та регулювання в галузі ESG. У міру її просування у цьому напрямі відбувається ускладнення та збільшується різноманітність інструментів сталого розвитку.

Ресурсноорієнтована структура економіки зумовила відставання України у «зеленій» трансформації. Однак заходи у сфері сталого розвитку, що вживаються іншими країнами і торкаються українського імпорту товарів, призводять до зрушення у внутрішній політиці. Хоча культура відповідального інвестування та регулювання ESG в Україні перебуває поки що на етапі свого формування.

Зацікавленість держави у диверсифікації економіки для стабільному розвитку в середньо- та довгостроковій перспективі зумовлює зростаючу увагу до принципів ESG та їх впровадження. Проте структурні та геополітичні фактори, а також недостатньо сприятливий в цілому інвестиційний клімат перешкоджають розвитку відповідального інвестування в країні та залученню іноземних відповідальних інвесторів. Підвищення попиту на ESG-інвестування, в тому числі з боку іноземних акторів, сприятимуть конкретні заходи та дії щодо реалізації екологічного порядку денного компаній, чітке регулятивне середовище та систематична державна підтримка

## **2.2 Оцінка інвестиційних характеристик світових компаній в сегменті ESG, індекси ESG**

Технологічні інновації зробили енергетичний перехід і декарбонізацію світової економіки економічно досяжними - завдяки собівартості відновлюваної

енергії, що знижується. У свою чергу, зміна клімату прискорила трансформацію суспільних цінностей та звичок у бік відповідального споживання та турботи про довкілля. Водночас усе це призводить до поширення концепції відповідального інвестування. ESG -інвестування сприяє подальшому поліпшенню якості життя та умов праці, підвищенню етичності методів ведення бізнесу. Дотримуючись цих принципів, світові фінансові фонди змінюють формат і спрямування своїх інвестицій, дедалі більше при цьому ігноруючи компанії, які не дотримуються імперативів сталого розвитку. Доведено зв'язок між характеристиками ESG та корпоративними фінансовими показниками, що впливають на прибутковість, а також формуванням інвестиційного портфеля.

Коронакриза, що виявила вразливі місця національних економік та соціальних систем, привела до повсюдного усвідомлення необхідності впровадження принципів ESG для сталого розвитку. Проте трансформація у цьому напрямі пов'язана з певними ризиками та перешкодами. Так, відсутні єдині стандарти нефінансової звітності та методологія оцінки, а її результати не контролюються регулюючими органами. Це положення призводить до маніпуляцій, «грінвошингу» та перекосів рейтингів. виправлення ситуації передбачає формування на світовому рівні стандартів розкриття інформації, здатних більш точно верифікувати «зелені» інструменти, та гармонізацію національних характеристик ESG з міжнародними. Особливу роль для збору, аналізу та перевірки даних по ESG відіграють нові цифрові технології.

Багато країн світу вже оголосили про свою відданість цілям сталого розвитку та обрали шлях досягнення вуглецевої нейтральності, що призводить до посилення ролі відповідального інвестування. Переслідуючи заявлені цілі, ЄС значно збільшує «зелене» фінансування та розробляє нові механізми управління фінансовими ризиками. Повернення США до Паризької угоди та прийняття законів у сфері енергетичної інфраструктури, декарбонізації та використання екологічно чистої енергії свідчить про активізацію кліматичної політики на національному та міжнародному рівнях. Як наслідок, обсяг інвестицій у сталий розвиток біля США неухильно зростає. Серйозні наміри кліматичної політики демонструє Китай.

Інтеграція кліматичних цілей у систему державного планування дає інвесторам чітке уявлення про перспективні галузі для формування свого портфеля. Незважаючи на те, що у звітності щодо ESG китайських компаній переважають якісні дані, відбувається поступове поліпшення відповідних баз даних, що також допомагає у створенні портфеля інвестицій.

Розкриття нефінансової інформації за принципом триєдиного підсумку, тобто за екологічними, соціальними та економічними аспектами діяльності, відбувається більшою мірою добровільно, здійснюється в річному звіті, в нефінансовому звіті, на офіційному сайті компанії і з використанням інших доступних засобів комунікації [1, с. 263]. Оцінка інвестування за допомогою ESG-факторів в останні роки набирає обертів. Зокрема, у 2017 р. британська компанія Schroders провела опитування серед 22 тис. інвесторів з усього світу. Результати дослідження показали, що для 80% опитаних вкладення коштів у компанії, які дотримуються принципів соціально-відповідальної поведінки, стало набагато важливіше, ніж п'ять років тому [41].

Наприкінці 2018 р. компанією Ernst & Young проведено дослідження, яке було спрямоване на вивчення зв'язку між нефінансовими факторами (ESG-факторами) та прийняттям інвестиційних рішень та охопило понад 200 інвесторів з усього світу. Отримані дані показали, що при оцінці інвестиційних проектів більшість інвесторів покладаються саме на нефінансові показники (у 2018 р. близько 97 % інвесторів оцінювали інвестиційні проекти за допомогою ESG-критеріїв, тоді як у 2017 р. це значення становило 78 %). Дослідження також виявило, що у 2018 р. лише 3 % інвесторів взагалі не цікавилися ESG-критеріями при оцінці інвестиційних проектів, тоді як у 2017 р. цей показник становив 22 %, а у 2015 р. – 48 %, що говорить про широке поширення та застосування ESG-критеріїв [42].

У 2019 р. американська компанія BlackRock провела опитування серед своїх клієнтів (понад 230 організацій у сфері державних та приватних пенсійних фондів, страхових компаній та благодійних організацій, під управлінням яких перебувають понад 7 трлн дол.) 51% респондентів відповіли, що вони вирішили переглянути

свою інвестиційну політику в 2020 р., 27% заявили про зростаючу важливість ESG-критеріїв при оцінці інвестиційних проектів. Якщо в 2006 р., коли були сформульовані «Принципи відповідального інвестування ООН (PRI)», налічувалося лише 63 інвестиційні компанії (під управлінням яких перебувало 6,5 трлн дол. США), які підписали зобов'язання враховувати фактори ESG при прийнятті інвестиційних рішень, то в 2018 р. таких організацій налічувалося вже 1715 (під їх управлінням перебувало понад 81,7 трлн дол.) [11]

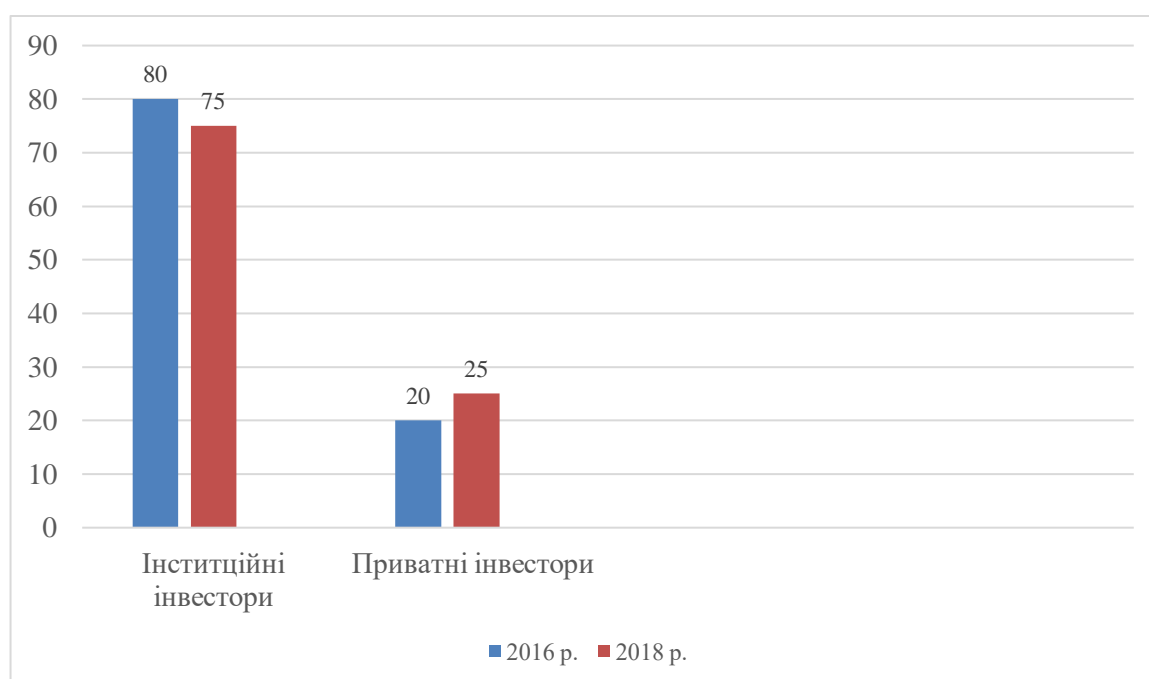
За даними дослідження FTSE Russell, у 2018 р. близько половини всіх світових інвесторів використали принципи ESG при інвестуванні [43]. Слід звернути увагу, що оцінки різних рейтингових агентств і консалтингових компаній відрізняються, це може бути викликано тим, що дані організації беруть до уваги різний набір даних при аналізі фінансової інформації компаній.

У 2018 р. Amundi Asset Management з'ясувала, що відносна значущість факторів ESG залежить від регіону. Так, у США велику роль приділяють проблемі захисту навколишнього середовища, а в країнах Європи - якості управління. У 2019 р. компанія PwC опитала 165 провідних інвесторів з 35 країн і дійшла висновку, що найголовнішими факторами, які впливають на їх інвестиційне рішення, стали бізнес-етика (89%), корупція та крадіжка (87%), а також охорона та пожежна безпека (83 %). Найменш значущим фактором стала робота з волонтерами (13%) [13].

У 2019 р. французька компанія Natixis Investment Managers надала результати дослідження, в якому брали участь 9,1 тис. індивідуальних інвесторів, 2,7 тис. фахівців у сфері фінансів, 500 інституційних інвесторів, 200 інвестицій, що представляють інвестиційні фонди з 28 країн світу. Результати дослідження показали, що всі ці інвестори приділяють значну увагу екологічним, соціальним факторам, а також факторам корпоративного управління при прийнятті рішень про інвестування. Згідно з Глобальним оглядом сталого інвестування (GSIA) за 2018 р. активи стійкого інвестування на початку 2018 р. перевищили 30 трлн дол. США у всьому світі, тобто зросли на 34 % з 2016 р.

Відповідно до Глобального огляду стійкого інвестування (GSIA) за 2018 р. активи стійкого інвестування на початку 2018 р. перевищили 30 трлн дол. США у всьому світі, тобто зросли на 34 % з 2016 р. Станом на листопад 2019 р. вже більше організацій підписали «Принципи відповідального інвестування ООН (PRI)», причому лише в 2018–2019 рр., згідно з річним звітом PRI за 2019 р., до «Принципів» приєдналося понад 500 нових організацій [66].

У структурі інвесторів переважають інституційні, але їх частка на ринку відповідальних інвестицій поступово скорочується. Так, у 2012 р. вони акумулювали 89% ринку, тоді як на початку 2018 р. їхня частка знизилася до 75%. Найчастіше для цілей відповідального інвестування використовується виключний скринінг, який при цьому є провідною стратегією тільки в Європі, тоді як для США, Канади, Австралії та Нової Зеландії в основному характерна ESG-інтеграція, а для Японії – залучення акціонерів [58] (рис. 2.1).



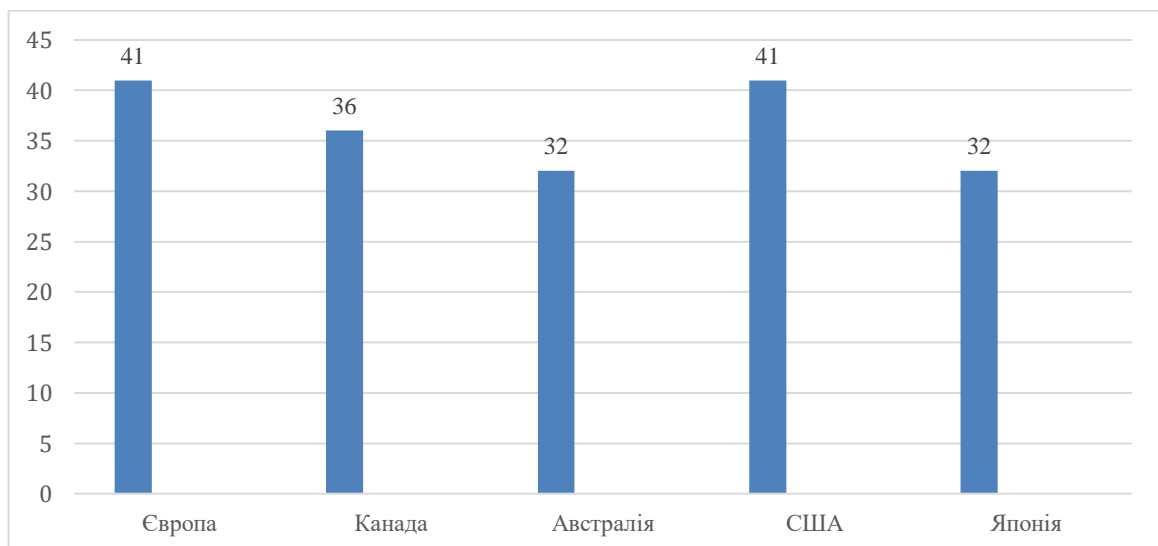
**Рисунок 2.1** - Співвідношення приватних та інституційних відповідальних інвестицій

*Джерело: складено автором на основі [58]*

Отже, сьогодні на частку інвестицій в ESG припадає близько чверті всіх професійно-керованих фондів по всьому світу. У суспільстві зростає розуміння того, що рейтинги ESG є показником як довгострокової діяльності компанії,

включаючи прибутковість і ризик, так і морально-етичних цінностей, яким слідує компанія. Тема соціально орієнтованого інвестування за кордоном важлива не тільки для приватних, але і для державних інвесторів. Так, у 2019 р. Державний пенсійний фонд Центрального банку Нідерландів вирішив знизити «вуглецевий слід» свого інвестиційного портфеля на 10%, а також відмовитися від вкладень в акції виробників тютюну та зброї. Цей приклад наслідував і Норвезький державний пенсійний фонд. Перед укладанням угоди відповідальний інвестор проводить аналіз з допомогою ESG-факторів. Даний підхід дозволяє оцінити ризики, пов'язані з інвестиціями, а також можливості компанії у довгостроковій перспективі. Приймаючи рішення про вкладання коштів, інвестори звертають увагу на дотримання Паризької угоди та наявність нефінансової звітності, яку згідно з директивою Європейського союзу повинні мати всі публічні компанії ЄС, кількість співробітників у яких перевищує 500 осіб.

Згідно з даними Global Sustainable Investment Review у 2022 р. більше 25% інвестицій у США можна віднести до соціально відповідального інвестування (рис. 2.2).



**Рисунок 2.2** - Частка стійких інвестицій по відношенню до загального обсягу керованих активів у 2022 р.

*Джерело: складено автором на основі [58]*

Майже половина інвестицій розвинених країн Європи належить до соціально відповідальних. І хоча цей показник для країн Європи знизився порівняно з 2016 р. (58,8 % у 2016 р. порівняно з 48,8 % у 2022-му), це швидше пов'язано зі зміною стандартів і посиленням правил віднесення інвестицій до розряду відповідальних, чим з падінням інтересу до цього типу інвестування.

Великобританія є однією з найбільших країн, які займаються відповідальним інвестуванням. У 2012 р. створено Зелений інвестиційний банк (GreenInvestment Bank, GIB), який займається співфінансуванням «зелених» проектів спільно з приватними інвесторами. У 2022 р. банк виділив більше 20 млрд фунтів стерлінгів на рециркуляцію води, морську вітроенергетику і енергозбереження.

Близько 96% всіх соціальних інвестицій Австралії спрямовуються на захист навколишнього середовища. У 2015 р. керуючий інвестиційний фонд Social Ventures Australia спільно з пенсійним фондом HESTA створили найбільший фонд, який займається ESG-інвестуванням. Сукупний обсяг «зелених» облігацій Австралії становить 15,6 млрд дол. Пріоритетними сферами інвестування є енергетика, водні ресурси та переробка відходів.

З 2015 по 2017 р. обсяг соціальних інвестицій Канади збільшився з 8,15 млрд дол. 2017 р. в країні була створена відкрита платформа OpenImpact, яка пов'язує інвесторів, які бажають вкласти кошти для отримання не тільки доходу, але й соціального, а також екологічного ефекту. У 2022 р. на цій платформі було зареєстровано близько 107 фондів, які займаються інвестуванням на основі ESG-критеріїв.

Ринок соціального інвестування Німеччини представлений переважно приватними корпораціями. Найбільшими фондами, які вкладають грошові кошти на основі ESG-критеріїв, є такі фонди, як BMW Stiftung Herbert Quandt і BonVenture. За даними дослідження Forum Nachhaltige Geldanlagen, обсяг соціальних інвестицій Німеччини у 2018 р. склав 13 млрд дол. США. Кошти в основному йдуть на вирішення соціальних та екологічних проблем, а також на благодійність [65]

Слід зазначити, що новий формат інвестування формує реакцію компаній, які прагнуть залучити позикові кошти. Вони починають стежити за тенденціями на світовому ринку, настроями приватних і корпоративних інвесторів і, відповідно, змінюють свою стратегічну поведінку. Австралійська енергокомпанія AGL оголосила про припинення функціонування вугільних електростанцій до 2025 р. Британський некомерційний фонд ShareAction проводив опитування серед 500 великих інвесторів. Більше 50% респондентів відповіли, що соціально відповідальне інвестування може сприяти зростанню прибутковості інвестицій, а також принести користь для репутації компанії [74].

У той же час, суперечність принципам ESG може призводити до падіння вартості акцій компанії, як це сталося в 2013 р. з акціями BarrickGold. Компанія займається видобутком золота. Влада Чилі виявила, що компанія зливає виробничі відходи в річку, і оштрафувала проект на 16 млн дол. При відповідальному інвестуванні найчастіше використовується стратегія виключення, суть якої полягає у позбавленні від активів, які пов'язані з гральним бізнесом, виробництвом тютюну, алкоголю, зброї і так далі.

Так, у 2016 р. французька страхова компанія AXA повідомила про продаж належних їй цінних паперів тютюнових компаній на суму 1,8 млрд євро і припинення інвестування в тютюнову промисловість. У 2017 р. перестраховальна компанія SwissRe заявила про те, що її інвестиційний портфель розміром 130 млрд дол. США буде спрямований на проекти, які відповідають ESG-критеріям. У 2018 р. 985 інституційних інвесторів з 37 країн у рамках відповідального інвестування виключили зі своїх портфелів цінні папери суму 6,24 трлн дол. У деяких країнах, наприклад у Швеції, Іспанії, діють законодавчі вимоги до держпідприємств публікувати нефінансові звіти - До великих компаній і компаніям з держучастю. Окремі закордонні фондові біржі ввели вимоги до правил лістингу (Йоханнесбурзька фондова біржа) або рекомендації для емітентів з публікації окремих показників у галузі нефінансової інформації за принципом «дотримуйся або поясни» (Лондонська фондова біржа та ін.) [1, с. 26]. Облік ESG-факторів дозволяє фондам, які займаються ESG-інвестиціями, прийняти виважене рішення

про інвестування в цінні папери будь-якої компанії. Це означає, що інвестиційні фонди, які оцінюють проекти за допомогою ESG-критеріїв, сприяють здійсненню соціально орієнтованого бізнесу, опосередковано піклуються про навколишнє середовище, а також відрізняються якісним управлінням. Все це позитивно впливає на репутацію інвестиційного фонду.

### **2.3 Оцінка ризиків у інвестиційній діяльності у сегменті ESG**

На сьогоднішній день важливість ESG пов'язана не так з конкретними законами або нормативними актами, що визначають корпоративні дії, як з більш широкими ризиками, пов'язаними з репутаційними, фінансовими та юридичними наслідками поганого управління ESG факторами. ESG ризики зосереджені на потенційному впливі, який можуть надати зацікавлені стейкхолдери на компанію, і, навпаки, на вплив, який компанія може здійснити на стейкхолдерів та навколишнє середовище в результаті своєї діяльності.

Ризики ігнорування ESG ініціатив поділяються на:

- Екологічні фізично ризики та ризики перехідного періоду. Фізичні ризики виникають, якщо економічна діяльність або її цінність перебувають під прямою загрозою через нездатність досягти цілей, пов'язаних зі стійким розвитком та дбайливим ставленням до навколишнього середовища. Вони можуть виявлятися як гострі ризики (тобто індивідуальні, нерегулярні події фізичного ризику) або як хронічні ризики (тобто постійне погіршення досягнення цілей ESG із тривалими несприятливими наслідками для власної економічної діяльності). Ризики перехідного періоду виникають, якщо бізнес-модель, на якій заснована економічна діяльність, постійно наражається на небезпеку через системні зміни.

- Соціальні ризики неприйняття ESG практики виражаються у: недотриманні трудових норм, неадекватній оплаті праці, відсутності гарантій дотримання стандартів промислової безпеки та охорони здоров'я працівників.

- Управлінські ризики полягають у: не дотриманні податкового законодавства, корупції та відсутності належних гарантій захисту даних.

Якщо ризики ігнорування ESG ініціатив матеріалізуються, вони обходяться дуже дорого. У квітні 2010 року в Мексиканській затоці стався вибух на нафтовій платформі BP Deepwater Horizon, що спричинило екологічну катастрофу та суттєво вплинуло на біорізноманіття. Загальні витрати перевищили 65 млрд. дол. на штрафи та очищення [27]. У 2011 році сильна повінь у Таїланді порушила роботу автомобільних та технологічних ланцюжків поставок. Світовий банк оцінив економічні збитки та збитки внаслідок цієї повені в 46,5 млрд. дол. [28]. Погане керування призвело до того, що мільйони автомобілів Volkswagen були відкликані після того, як компанія визнала фальсифікацію тестів на викиди. Станом на середину 2020 року скандал обійшовся Volkswagen у 31,3 млрд. дол. у вигляді штрафів, неустойок, фінансових розрахунків та витрат на викуп [29].

Натомість суттєвою проблемою стало маніпулювання ESG-принципами, а точніше інформацією, що впливає на ESG-рейтинг. Так, нездатність впровадити належні механізми контролю для перевірки справжності інвестицій ESG може мати серйозні наслідки для регулювання. Однак у довгостроковому періоді все складніше маніпулювати інформацією щодо прийняття компанією ESG-принципів. А введення в оману клієнтів та потенційних інвесторів щодо пропозицій, пов'язаних із ESG, може негативно позначитися на репутації компанії. При цьому недостатня обґрунтованість зусиль у галузі ESG призводить до потенційних штрафів за порушення нормативних вимог. Так, банки, які надали кредитування на пільгових умовах для ESG-ініціатив, можуть підвищити ставку кредитування, якщо заявлені ініціативи не будуть виконані. І, зрештою, ігнорування потенційних підводних каменів, пов'язаних з дотриманням вимог ESG, може мати руйнівний вплив на довгострокові стратегічні перспективи компанії (Таблиця 2.1).

**Таблиця 2.1** Области ESG-ризиків

Области ESG-ризиків	Опис
Корпоративні ризики	Ризики, безпосередньо пов'язані з помилками організацій, їхніх старших менеджерів під час виконання ними своїх обов'язків як лідерів.
1	2

## Продовження Таблиці 2.1

1	2
Операційні ризики	Ризики, що виникають у результаті виробничого процесу кожного підприємства, включаючи аспекти ланцюжка створення вартості, ланцюжка постачання та логістики.

*Джерело: складено автором на основі [20-27]*

Підприємства повинні знати профіль своїх ризиків, тобто. мати уявлення про їх структуру та зміст, розуміти, як здійснюється управління ризиками та чи відповідає воно потребам компанії. Але в реальному світі цього не відбувається з кількох причин. По-перше, корпоративна екологічна, соціальна та управлінська звітність залежить від оцінок та суджень, наприклад, про викиди парникових газів, які можуть сильно відрізнятись від правильних. По-друге, стандартні показники для звітності ESG, призначені для порівняння компаній, можуть не повністю відображати масштаби або спектр оцінки, що призводить до неофіційних показників, пов'язаних зі своїми власними проблемами. По-третє, менеджери та керівники регулярно стикаються із серйозними стимулами для того, щоб навмисно спотворювати інформацію чи неправильно розуміти масштаб проблеми. Тому більш темна сторона подання ESG полягає не у фінансових показниках, а в операційних рішеннях, що впливають на прагнення досягти короткострокових результатів максимізації прибутку.

Є різні типи ESG-стратегій та відповідних їм інвестицій. Так Топ-10 активів найбільшого у світі ESG фонду ETF в основному складається з технологічних компаній з обмеженим впливом на навколишнє середовище, які, як правило, не займаються діяльністю, яку можна вважати значущою для досягнення цілей вуглероднонейтральної економіки. Хоча зусилля Apple зі скорочення свого вуглецевого сліду заслуговують на похвалу, їх вуглецевий слід у 2022 році склав всього 25 мільйонів метричних тонн CO<sub>2</sub> або 0,5% від усіх викидів CO<sub>2</sub>, пов'язаних з енергетикою в США в 2022 році, що дозволяє припустити, що Apple не істотно впливає на клімат. Оскільки мета ESG фонду не нашкодити, можна з повним

правом сказати, що мети досягнуто. Але якщо інвестори хочуть змінити ситуацію на краще, потрібно переглянути компанії для інвестування. Оскільки поточні вкладення компанії, - це гроші, вкладені над декарбонізацію, а скоріш у інформаційні технології та соціальні мережі.

Індустріальні підприємства стикаються з технологічним, соціальним і нормативним тиском, що потребує змін. І реальні інвестиції у зміну процесів коштують дорого, тож для короткострокової максимізації прибутку допомагає грінвошинг.

Як було визначено у першому розділі, грінвошинг визначається як перетин двох моделей поведінки фірми: поганих екологічних показників та позитивного інформування про екологічні показники [30]. Тобто це екологічний маркетинг, в якому широко застосовується «зелений» піар і методи, мета яких - ввести споживача в оману щодо цілей організації в екологічності та виставити себе у сприятливому світлі. Так грінвошинг використовується сумнівними виробниками для створення іміджу екологічно орієнтованої компанії та збільшення продажів. Європейською комісією в результаті перевірки веб-сайтів для аналізу онлайн-заявок на екологічність з різних секторів бізнесу, включаючи одяг та моду, косметику та побутову техніку, виявлені докази того, що в 42% випадків заяви були перебільшені, помилкові або вводили в оману і могли кваліфікуватися як грінвошинг [31].

Ризики грінвошингу пов'язані з компенсацією викидів вуглецю стають дедалі очевиднішими. Якщо компанія не може підкріпити свої заяви про нешкідливість для клімату реальними показниками, шкода репутації майже неминуча і становить серйозну загрозу для операційної стійкості.

Грінвошингу можна уникнути за допомогою деяких інструментів:

1. Стандартизація ESG-рейтингів та прозорість оцінки. Відсутність правил щодо звітності ESG полегшує компаніям створення помилкового враження та надання інформації, що вводить в оману, про свої продукти та послуги. Щоб запобігти грінвошингу, Європейський Союз заклав основу Регламенту про стійке розкриття фінансової інформації як основи для сприяння стійким інвестиціям.

Одна й та ж компанія не може отримувати діаметрально протилежну оцінку в різних рейтингах. Критерії та методологія рейтингових оцінок має бути прозорою.

2. Включення до оцінки аналізу історичних даних. Історичні дані показують, які ініціативи приймала компанія у сфері сталого розвитку за останні кілька років. Це може дати уявлення про те, як довго компанія практикує сталий розвиток та чи відповідають інші її дії маркетинговим кампаніям. Якщо історичні дані збігаються з рейтингами, це показник того, що компанія чесна у своїх ініціативах у галузі ESG та сталого розвитку.

3. Юридична експертиза. Інвестори та фінансові консультанти можуть уникнути ризиків, пов'язаних з грінвошингом, шляхом аналізу даних та проведення комплексної перевірки. Вони можуть зробити це, досліджуючи та оцінюючи інформацію, яку компанії надають про продукти та послуги з маркуванням ESG. Крім того, оскільки не існує стандартизованих вимог до звітності, інвестори та консультанти можуть зрозуміти практику ESG організації, побачивши, чи компанія використовує стандартизовану структуру для вимірювання ефективності та впливу ESG.

## РОЗДІЛ 3

### РОЗРОБКА ПРОПОЗИЦІЙ ЩОДО ПОКРАЩЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КЛІМАТУ В СЕГМЕНТІ ESG

#### 3.1 Можливості застосування закордонного досвіду інвестування в сегменті ESG в Україні

В даний час в українській практиці корпоративного менеджменту відбувається практично тотальний «імпорт» методології організації та впровадження ESG-принципів. Аргументами на користь такої досить сміливої заяви виступають такі:

- по-перше, прийнятий до використання на території України Державний Стандарт України ISO 26000:2019 «Настанови щодо соціальної відповідальності» (Наказ від 29.12.2020 № 523 Про прийняття національних стандартів) [3] є відповідно ст. 4 ідентичним міжнародному стандарту ISO 26000:2010 «Керівництво із соціальної відповідальності» (ISO 26000:2010 «Guidance on social responsibility») [6];

- по-друге, корпоративна методологія впровадження практик відповідальної поведінки відкрито спирається на рекомендації Глобальної ініціативи щодо стандартизації рейтингів у сфері сталого розвитку – GISR [2] та Стратегії сталого розвитку України до 2030 р. [9];

- по-третє, при складанні річних звітів про реалізацію ESG-принципів український корпоративний бізнес переважно (за даними за 2015 р. -85,7%; за даними за 2022 р. - 64,7%) відзначає, що дотримуються їх у повній мірі тільки за «відповідності довгостроковій корпоративній стратегії».

Це означає, що компанії розглядають такі принципи, як інструмент отримання, перш за все, власних економічних вигод і тільки потім – участь у забезпеченні сталого розвитку регіону присутності або ведення бізнесу;

- по-четверте, за станом на кінець 2023 р. в Україні відсутній універсальний і широко використовуваний документ, розроблений самим бізнесом і такий, що має юридичну силу. Розроблені документи: Стратегії сталого розвитку України до 2030 р., Меморандум про принципи корпоративної соціальної відповідальності - носять виключно добровільний характер, а крім цього, не оновлювалися протягом останніх років, що дозволяє засумніватися в актуальності їх фундаментальних положень.

Для розуміння особливостей реалізації ESG-принципів у складі КСВ бізнес-сектора в Україні та за кордоном автором була підготовлена таблиця результатів компаративного аналізу підходів до розробки та інкорпорації ESG-принципів у бізнес-стратегію компанії (табл. 3.1). Як випливає з наведених у таблиці результатів компаративного аналізу, у вітчизняній практиці КСВ бізнесу ESG-принципи розглядаються переважно як інструмент розвитку регіонів присутності бізнесу, забезпечення розвитку інфраструктури, в т.ч. соціальної, і навіть зниження витрат при експорті продукції на зовнішні ринки.

**Таблиця 3.1** Результати компаративного аналізу підходів до розробки та інкорпорації ESG-принципів у бізнес-стратегію компанії в Україні та за кордоном

Критерії компаративного аналізу	Україна	Зарубіжна практика (США, ЄС, КНР)
1	2	3

## Продовження Таблиці 3.1

1	2	3
<p>Основні мотиватори використання ESG-принципів у політиці КСВ</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- делегування державними регуляторами бізнесу питань розвитку регіонів присутності, забезпечення розвитку інфраструктури тощо;</li> <li>- посилення міжнародних вимог до екологічності та соціальної відповідальності бізнесу;</li> <li>- ратифікація Україною міжнародних норм у сфері зниження впливу бізнесу на екологію;</li> <li>- підвищення рейтингу довіри інвесторів і лояльності клієнтів з країн ЄС, Великобританії</li> </ul>	<p><i>США:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- інструмент маніпуляції в торговельних війнах проти КНР і РФ;</li> <li>- інструмент залучення інвестицій і зниження частоти і глибини державного контролю;</li> <li>- інструмент зміцнення позицій на ринках Близького Сходу, що розвиваються, Африки, Індії і т.п.</li> </ul> <p><i>ЄС:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- інструмент залучення бізнесу у фінансування екологічних програм;</li> <li>- наднаціональний ринковий механізм управління впливом бізнесу на соціум і навколишнє середовище</li> <li>- популярний інструмент win-win партнерства держави та бізнесу у питаннях реалізації соціальних інвестицій.</li> </ul> <p><i>КНР:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- державний інструмент делегування обов'язків з розвитку регіонів, в яких базується бізнес;</li> <li>- загострення екологічних конфліктів національного</li> </ul>

		<p>бізнесу з суспільством і світовим співтовариством;</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- посилення міжнародних екологічних стандартів до продукції;</li><li>- державні програми екологізації та відповідального природокористування</li></ul>
--	--	--

Продовження Таблиці 3.1

1	2	3
<p>Основні учасники (стейкхолдери)</p>	<p>- держава як регулятор і бенефіціар;          - бізнес як виконавець і бенефіціар;          - соціум як бенефіціар (набагато рідше – ініціатор); - НКО та НДО як ініціатори практично не представлені;          - ЗМІ та галузеві СРО носять точково-включений характер</p>	<p><i>США:</i> стейкхолдери ESG-принципів чітко прописуються в КСВ корпорації: акціонери, інвестори, найбільші ЗМІ, індивіди-інфлюенсери ринку (блогери, амбасадори брендів), місцеві НКО та НУО, які знаходяться під впливом бізнесу</p> <p><i>ЄС:</i> стейкхолдери закріплюються в державних рамкових програмах / стратегіях та переважно носять мезорівневий характер (регіон, екологічна зона, конкретний проект). Активним стейкхолдером є екологічні НУО та громадянські об'єднання.</p> <p><i>КНР:</i> стейкхолдери КСВ та ESG-принципів тісно пов'язуються з пріоритетами державних регуляторів і фактично базуються на програмах розвитку провінцій Китаю</p>

## Продовження Таблиці 3.1

1	2	3
<p>Основні форми реалізації ESG-принципів</p>	<p>1. Соціальні інвестиції (корпорації створюють соціально значущі об'єкти власним коштом).</p> <p>2. Соціальне партнерства (корпорації компенсують вплив бізнесу на суспільство та екологію)</p> <p>3. Зелені інвестиції (створення та придбання зелених технологій та проведення захисних заходів)</p>	<p><i>США</i>: ключове місце займають соціальні інвестиції та заміщаючі інфраструктурні партнерства (наприклад, відшкодування збитків екології шляхом створення заповідних зон); другим за популярністю виступають партнерства з екологічними НУО/НКО, а також проведення PR/IR-компаній у ЗМІ</p> <p><i>ЄС</i>: ключове місце займають екологічні програми державних регуляторів та фінансування цивільних ініціатив НУО/НКО у сфері екології, безбар'єрного середовища та зеленого виробництва у формі пожертвувань (спонсорства).</p> <p><i>КНР</i>: інфраструктурні інвестиції у розвиток територій присутності бізнесу; угоди з місцевими органами влади щодо розвитку соціальної інфраструктури; екологічні проекти, погоджені з профільними міністерствами</p>

Продовження Таблиці 3.1

1	2	3
<p>Основні вигоди від реалізації ESG-принципів</p>	<p>- підвищення довіри зі сторони галузевих державних регуляторів за рахунок ведення прозорії корпоративної політики обліку та звітності про діяльність компанії;</p> <p>- підвищення інвестиційного рейтингу корпорації та здешевлення вартості запозичень;</p> <p>- отримання переваг у доступі до державних програм і тендерів енергетичного сектору ;</p> <p>-формування екологічно відповідального бренду на зовнішніх ринках</p>	<p><i>США:</i></p> <p>- посилення конкурентних переваг бізнесу на світовому ринку;</p> <p>- вплив на ринкову вартість корпорації та котирування акцій;</p> <p>- досягнення статусу «ринкового лідерства» у сфері екологічності та відповідального природокористування;</p> <p>- формування нових технологічних стандартів обладнання та розвиток трансферту «зелених технологій».</p> <p><i>ЄС:</i></p> <p>- отримання податкових преференцій в частині екологічних зборів і платежів;</p> <p>- пільгування та перевага в отриманні ліцензій;</p> <p>- підвищення інвестиційної привабливості корпорацій з розвиненою КСВ.</p> <p><i>КНР:</i></p> <p>-зниження частоти державних перевірок;</p> <p>- податкові пільги при впровадженні екологічних стандартів та реалізації зелених інвестицій;</p>

		<p>- зниження витрат на подолання бар'єрів при виході з продукцією на закордонні ринки або придбання обладнання / технологій;</p> <p>- отримання пріоритету в доступі до державних тендерів і закупівель в енергетичній сфері</p>
--	--	---

*Джерело: складено автором за даними [22–25]*

Такий стан справ свідчить, по-перше, про те, що КСВ і відповідні ESG-принципи орієнтовані на економічні вигоди для самого бізнесу, і тільки потім - для соціуму; по-друге, в Україні ESG-принципи практично всі узгоджуються та уніфікуються з державними програмами розвитку галузі та територій розміщення самих компаній за рахунок приватних інвестицій, тобто строго кажучи, вони не є ініціативою самих компаній.

Проведений аналіз застосування ESG-принципів в українських корпораціях не є вичерпним, тому що для нього потрібно набагато більше даних, у тому числі закритих для публічної презентації, але навіть за наявною інформацією були встановлені наступні проблемні аспекти застосування ESG-принципів:

1. Яскраво виражена комерційна зацікавленість корпоративних стейкхолдерів при реалізації ESG-принципів – керівництво корпорацій досить відкрито декларує комерційний інтерес та очікування економічних вигод вже у короткостроковому періоді. У той самий час реальний внесок у забезпечення сталого розвитку самої компанії та регіонів її присутності відкладається на «другий план».

2. Сильним мотивуючим фактором використання ESG-принципів є тиск з боку державних регуляторів і західних ринків - імпортерів продукції - активізація керівництва ряду компаній тісно пов'язана з прийняттям Україною міжнародних екологічних угод і посиленням вимог і стандартів екологічної безпеки з боку ринків

ЄС, що призводить до зростання витрат на приведення бізнес-процесів до відповідних параметрів і правил.

Зарубіжна практика застосування ESG-принципів більш диференційована:

- для США це інструмент лобіювання корпоративних інтересів галузі всередині країни та на світовому ринку, а також засіб захисту при веденні торгових воєн та трансферту зелених технологій;

- для ЄС це переважно інструмент залучення корпоративних інвестицій в екологічні проекти та зелені технології;

- для Китаю – це комбінований інструмент захисту власних інтересів у торговельних війнах зі США та підвищення екологічної культури та відповідальності бізнесу за вплив, що надається ними на природу та соціум, а також розвиток інфраструктури у регіонах його присутності.

### **3.2 Пріоритетні напрямки покращення інвестиційного клімату в сегменті ESG українськими компаніями**

Доцільно представити вітчизняні напрями ESG-інвестування та окреслити їх роль з точки зору реалізації Плану відновлення України, який матиме найбільшу державну, громадську та міжнародну підтримку у післявоєнні часи. Тому впровадження ESG-принципів у фінансово-господарську діяльність підприємств стає ключовим принципом успішного інвестування в український бізнес, що матиме як локальне значення у післявоєнній відбудові, так і забезпечить масштабні переваги для реінтеграції України на міжнародній економічній арені. У цьому контексті власники бізнесу все більше розуміють, що ESG є невід'ємною складовою системи управління ризиками та запорукою стабільності та конкурентоспроможності фірми в майбутньому (табл. 3.2).

**Таблиця 3.2** Узгодженість пріоритетних напрямків ESG-інвестування з державними цілями Плану Відновлення України в повоєнний період

Пріоритетні напрямки ESG-інвестування	Державні цілі відповідно до Плану Відновлення України	Отримувані вигоди для бізнесу
1	2	3
Виснаження природних ресурсів (води, лісів, ґрунту)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Будівництво лісонасінневих центрів.</li> <li>-Перехід на механізований спосіб заготівлі лісоматеріалів з використанням харвестерів та форвардерів.</li> <li>-Відновлення інфраструктури сталого лісокористування.</li> <li>- Відновлення та налагодження гідротехнічних об'єктів і споруд, що використовуються для задоволення потреб населення і галузей економіки у водних ресурсах</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Можливості чистих технологій.</li> <li>-Доступ до капіталу «зелених інвестицій».</li> <li>- Підвищення лояльності клієнтів до фірми як соціально-відповідального продуцента.</li> </ul>
Забруднення довкілля	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Екомодернізація великих спалювальних установок, що відіграють роль критичної інфраструктури для теплопостачання міст.</li> <li>- Ренатуралізація територій пошкоджених під час бойових дій та розширення екомережі</li> </ul>	Конкурентна перевага в довгостроковій перспективі.
Умови праці	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Спрощення доступу для національного ринку праці.</li> <li>- Міжнародна стандартизація діяльності приватних агентств зайнятості.</li> <li>- Сприяння мобільності робочої сили.</li> <li>- Удосконалення системи колективно-договірного регулювання соціально-трудова відносин</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Мінімізація ризиків, пов'язаних з персоналом.</li> <li>-Підвищення конкурентоспроможності підприємства</li> </ul>

## Продовження Таблиці 3.1

1	2	3
Охорона здоров'я і безпека	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Імплементация норм Європейського законодавства в сфері безпеки та здоров'я працівників.</li> <li>- Екомодернізація промислових підприємств</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Репутація відповідального, прогресивного та надійного роботодавця.</li> <li>-Підвищення конкурентоспроможності</li> </ul>
Хабарництво і корупція	Організація спільної роботи НАЗК з міжнародними партнерами (Американською торговельною палатою тощо) щодо розробки та імплементції антикорупційної програми на термін до 2030 року	Транспарентність діяльності та зростання інвестиційної довіри
Розкриття інформації	Приведення у відповідність українського законодавства про відкриті дані, доступ до публічної інформації, управління державними даними та порядку їх використання до законодавства ЄС	Стабільний і швидкий розвиток бізнесу

*Джерело: складено автором на основі [8]*

З метою протидії глобальним викликам та забезпечення цілей сталого розвитку України, регіону та світу, формування стійкої конкурентоспроможності підприємств у повоєнний час, побудованої на принципах забезпечення безпеки, охорони навколишнього середовища, соціальної відповідальності бізнесу та вдосконалення корпоративного управління, яке є основою ESG-інвестування, має особливе значення. Незважаючи на обмежену популярність цього підходу в Україні, позитивні тенденції цього виду імпаکت-інвестування у світі дозволяють позитивно оцінити роль і місце ESG-інвестування у сфері залучення вільних фінансових коштів бізнесом. Визначення перспектив впровадження ESG-інвестування в рамках повоєнної відбудови суб'єктів господарювання України є важливим показником розвитку економіки країни, здатним забезпечити конкурентоспроможність українського сектору економіки, формувати

багатофункціональну незалежність держави у післявоєнні роки та сприяти досягненню державою в цілому Цілей сталого розвитку.

На основі виявлених проблем застосування ESG-принципів у розробці стратегії розвитку бізнесу за підсумками дослідження були вироблені наступні пропозиції:

1. Прийняття на рівні галузевих регуляторів єдиного закону або кодексу, в якому буде описано пакет преференцій та систематизованих вигод для компаній, які дотримуються ESG-принципів, – в даний час практика оцінки винагороди за застосування ESG-принципів має досить виражений територіальний та суб'єктивний характер, що створює передумови корупційним проявам як з боку компанії, так і місцевих органів влади.

2. Популяризація методології ESG серед компаній шляхом їх внесення в окремий котирувальний список, а також надання підтримки та надання податкових преференцій при розміщенні таких цінних паперів на зарубіжних фондових майданчиках.

3. Формування спеціальних корпоративних фондів фінансування інвестиційних проектів та критеріїв їх відбору, розроблених з урахуванням методології ESG, а також надання більш вигідних умов корпоративного кредитування.

Як методологічне підґрунтя оцінювання інвестиційної привабливості державних компаній України у 2021-2022 рр. обрано модель оцінювання фінансової стійкості компаній – моделі Piotroski F-score (Д. Піотроскі), що враховує як абсолютні, так і відносні показники ефективності компаній в динаміці за вимірами: прибутковість, ліквідність та операційна діяльність [83]. До переваг вказаної моделі оцінювання інвестиційної привабливості компаній можна віднести однозначність інтерпретації як 9 розрахункових критеріїв (1 бал у разі відповідності державної компанії критерію; 0 – у разі невідповідності), так і загальної оцінки інвестиційної привабливості (при значенні F-score 8–9 компанію можна віднести до фінансово стійкої та інвестиційно привабливої; при значенні F-

score 0–2 компанію можна віднести до фінансово нестійкої та інвестиційно непривабливої).

Модель базується на розрахунку таких показників: –  $ROA > 0$  в поточному році. Позитивна рентабельність активів (Return on Assets) в поточному році. –  $OCF > 0$  в поточному році. Позитивний грошовий потік від операційної діяльності (Operating Cash Flow) в поточному році.

–  $ROAt > ROAt-1$ . Рентабельність активів в цьому році більше ніж в попередньому.

–  $OCF / TA > ROA$ . Відношення грошового потоку від операційної діяльності до загальних активів (Total Assets) більше значення рентабельності активів в цьому році.

–  $LTDt < LTDt-1$ . Коефіцієнт довгострокової заборгованості (Long Term Debt) в цьому році нижче, ніж в попередньому.

–  $CR_t > CR_{t-1}$ . Коефіцієнт поточної ліквідності (Current Ratio) в цьому році більше ніж в попередньому.

– Нові акції не випускалися (не додаткової емісії) (Additional emission AE).

–  $GMt > GMt-1$ . Валовий прибуток (Gross Margin) цього року більше, ніж попереднього.

–  $ATRt > ATRt-1$ . Коефіцієнт оборотності активів (Asset Turnover Ratio) цього року більше ніж в попередньому [83].

Продовжуючи дослідження зарубіжних та вітчизняних науковців та рейтингових організацій у сфері інвестиційної привабливості, прозорості та КСВ компаній державного сектору як ключових агентів держави на ринку ВІ, проведемо оцінювання їх інвестиційної привабливості з подальшим співставленням з їх діяльністю у сфері КСВ та рівнем прозорості.

Для дослідження відібрано 25 найбільших державних підприємств України за 2017-2018 рр. за часткою активів серед державних компаній за даними Міністерства економіки, торгівлі та сільського господарства з регулярних звітів “Топ -100 державних компаній” [84; 85].

**Таблиця 3.3** Результати оцінювання фінансової складової інвестиційної привабливості державних компаній за моделлю F-score

Галузь	Назва	ROA <sub>0</sub> >	OCF <sub>0</sub> >	ROA <sub>t</sub> > ROA <sub>t-1</sub>	OCF/ TA >ROA	LTD <sub>t</sub> < LTD <sub>t-1</sub>	CR <sub>t</sub> > CR <sub>t-1</sub>	AE	GM <sub>t</sub> > GM <sub>t-1</sub>	ATR <sub>t</sub> > ATR <sub>t-1</sub>	(Fscore)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
X	ПАТ “Державна продовольчо-зернова корпорація України”	0	0	0	0	0	0	1	0	1	2
ХП	ПАТ”Одеський припортовий завод”	0	0	0	0	0	1	1	0	0	2
I	ДП “Східний гірничозбагачувальний комбінат”	1	0	0	0	0	0	1	0	1	2
E	ДП “Національна енергетична компанія “Укренерго”	1	0	1	0	0	0	1	0	0	3
T	ПАТ “Укрпошта”	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
I	Державна іпотечна установа	1	0	0	0	1	0	0	1	0	3
H	Публічне акціонерне товариство “Національна акціонерна компанія “Нафтогаз України”	1	0	0	0	1	0	1	1	0	4
I	ДП “Фінансування інфраструктурних проєктів”	0	1	0	1	0	1	1	0	0	4
E	ДП “Регіональні електричні мережі”	0	1	0	1	0	0	1	0	1	4
E	ПАТ “Центренерго”	1	0	0	0	1	0	1	0	1	4
T	ДП “Украерорух”	0	1	0	1	1	0	1	0	0	4
T	Публічне акціонерне товариство “Державна акціонерна компанія “Автомобільні дороги України”	0	1	0	1	0	0	1	0	1	4

Продовження Таблиці 3.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Е	АК “Харківобленерго”	1	1	0	1	0	0	0	0	1	4
Т	ПАТ “Укрзалізниця”	1	0	1	0	1	0	1	0	1	5
І	Державне підприємство “Національний спортивний комплекс “Олімпійський”	0	0	0	0	1	1	1	1	1	5
М	ДП “Конструкторське бюро “Південне” імені М.К.Янгеля	1	1	0	0	0	1	0	1	1	5
М	ДП “Виробниче об’єднання “Південний машинобудівний завод ім. О.М. Макарова”	0	1	0	1	0	0	1	1	1	5
Е	ДП “Національна атомна енергогенеруюча компанія “Енергоатом”	1	0	1	0	1	0	1	1	1	6
Е	ДП “Енергоринок”	1	1	1	1	0	0	1	1	0	6
Е	Державне спеціалізоване підприємство “Чорнобильська атомна електростанція”	1	0	1	0	0	1	1	1	1	6
Т	ДП “Адміністрація морських портів України”	1	1	0	1	1	1	1	0	0	6
Т	ДП “Міжнародний аеропорт Бориспіль”	1	1	0	0	1	0	1	1	1	6

Продовження таблиці 3.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
E	ПрАТ “Укргідроенерго”	1	1	1	0	0	1	1	1	1	7
M	ПАТ “Турбоатом”	1	1	1	1	0	1	1	0	1	7
X	ПАТ “Аграрний фонд”	1	1	1	0	1	0	1	1	1	7

Джерело: розрахунки автора

Обґрунтування вибору цих 25 компаній на дослідження інвестиційної привабливості державних компаній для ESG-інвестицій полягає в тому, що зазначена вибірка сукупність відповідає критерію репрезентативності.

Частина активів зазначених компаній сягає 92,5% від сукупних активів компаній державного сектору.

Проведення співставлення показників інвестиційної привабливості та рейтингових оцінок в сфері КСВ та прозорості державних компаній України (табл. 3.4) дозволило зробити висновок про відсутність достатніх умов для врахування КСВ діяльності та прозорості цих компаній як детермінант їх фінансової стійкості, ефективності та інвестиційної привабливості.

**Таблиця 3.4** Співставлення показників інвестиційної привабливості та рейтингових оцінок в сфері КСВ та прозорості державних компаній України

№	Галузь	Назва	Fscore	TI	CSR	CSR	Рейтинг	
				2019 (53)	2020 (60)	2020- 2021 (100)	прозорості 2021 (46)	
1	2	3	4	5	6	7	8	
1	X	ПАТ “Державна продовольчо-зернова корпорація України”	2	13	14	-	D-	25 %
2	XП	ПАТ”Одеський припортовий завод”	2	31	30	-	C+	50 %

Продовження Таблиці 3.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9
3	I	ДП “Східний гірничо-збагачувальний комбінат”	2	-	-	-	D	35 %
4	E	ДП “Національна енергетична компанія “Укренерго”	3	14	4	5	D+	39 %
5	T	ПАТ “Укрпошта”	3	8	21	-	C	47 %
6	I	Державна іпотечна установа	3	-	-	-	C-	43 %
7	H	Публічне акціонерне товариство “Національна акціонерна компанія “Нафтогаз України”	4	7	11	7	D+	38 %
8	I	ДП “Фінансування інфраструктурних проєктів”	4	-	-	-	F	0 %
9	E	ДП “Регіональні електричні мережі”	4	-	-	-	D-	27 %
10	E	ПАТ “Центренерго”	4	24	-	28	C	50 %
11	T	ДП “Украерорух”	4	10	-	-	C+	51 %
12	T	Публічне акціонерне товариство “Державна акціонерна компанія “Автомобільні дороги України”	4	15	-	-	C	49 %
13	E	АК “Харківобленерго”	4	-	-	-	C	49 %
14	T	ПАТ “Укрзалізниця”	5	26	16	38	C+	53 %
15	I	Державне підприємство “Національний спортивний комплекс “Олімпійський”	5	-	-	-	D-	27 %
16	M	ДП “Конструкторське бюро “Південне” імені М.К.Янгеля	5	-	-	-	D+	38 %
17	M	ДП “Виробниче об’єднання “Південний машинобудівний завод ім. О.М.Макарова”	5	-	-	-	D+	39 %
18	E	ДП “Національна атомна енергогенеруюча компанія “Енергоатом”	6	1	1	3	B-	55 %

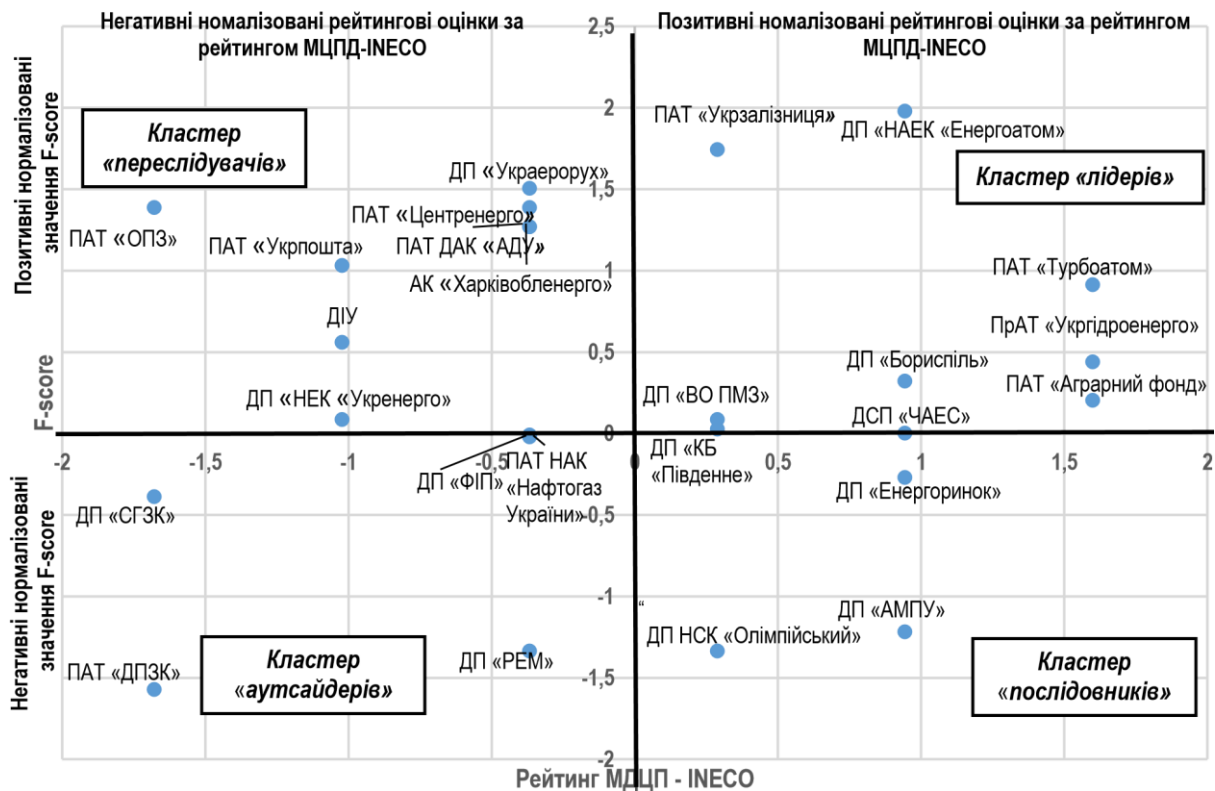
Продовження Таблиці 3.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9
19	Е	ДП “Енергоринок”	6	-	21	79	D+	36 %
20	Е	Державне спеціалізоване підприємство “Чорнобильська атомна електростанція”	6	-	-	-	D+	38 %
21	Т	ДП “Адміністрація морських портів України”	6	-	3	38	D-	28 %
22	Т	ДП “Міжнародний аеропорт Бориспіль”	6	-	15	23	C-	41 %
23	Е	ПрАТ “Укргідроенерго”	7	3	8	64	C-	42 %
24	М	ПАТ “Турбоатом”	7	15	6	64	C	46 %
25	Х	ПАТ “Аграрний фонд”	7	28	-	-	C-	40 %

*Джерело: складено автором*

Примітка. Т- Транспорт, М – М, Х – харчова промисловість і с/г, Е – Електроенергетика, І – Інше, Н – нафта і газ, ХП – хімічна промисловість

З метою узагальнення отриманих результатів та кластеризації державних компаній України із точки зору їх інвестиційної привабливості для ВІ запропоновано двокомпонентний індикатор. Він базується на двох параметрах: 1) рівні економічної результативності (для обчислення взято модель Piotroski Fscore, що враховує як абсолютні, так і відносні показники ефективності компаній у динаміці за вимірами: прибутковістю, ліквідністю та операційною діяльністю); 2) рівні прозорості й сприйняття компанією корпоративної соціальної відповідальності, що свідчить про рівень інкорпорації EESGE-критеріїв у систему управління бізнесом (визначені на основі рейтингу МЦПД – ІНЕКО, сформованого за економічними, соціальними (кадрова політика, етика, благодійна політика) та екологічними вимірами діяльності компаній). Лінійна нормалізація оцінок фінансової ефективності та економічної результативності, а також прозорості та сприйняття КСВ дала можливість визначити 4 кластери досліджуваних компаній за рівнем їх інвестиційної привабливості для ESG-інвестицій (рис. 3.1).



**Рисунок 3.1** – Результати кластеризації державних компаній за показниками економічної ефективності, прозорості та сприйняття КСВ у 2022 р.

*Джерело: складено автором*

Для кожного кластеру: “лідерів”, “послідовників”, “переслідувачів”, “аутсайдерів” необхідна диференційована система заходів підвищення їх інвестиційної привабливості для ESG-інвестицій. В першу чергу, вона повинна бути спрямована на інкорпорацію в їх діяльність ESG -критеріїв [4, с. 310-323].

Кластер “лідерів” - моніторинг економічної результативності та досягнення інкорпорованих ESG -критеріїв у діяльності компаній. Формування бази взірцевих практик та бенчмарків ESG-інвестицій у державному секторі економіки.

Кластер “послідовників” - Забезпечення консультативної підтримки щодо перебудови стратегій корпоративного управління на засадах КСВ.

Створення системи стимулів до провадження відповідальної діяльності та здійснення ESG-інвестицій.

Формування вимог щодо складання і подання звітності зі сталого розвитку

Створення системи стимулів до провадження відповідальної діяльності та здійснення ESG-інвестицій. Формування вимог щодо складання і подання звітності зі сталого розвитку.

Кластер “аутсайдерів” - забезпечення консультативної підтримки щодо перебудови стратегій корпоративного управління на засадах КСВ. Розроблення методичних рекомендацій щодо інкорпорації ЦСР у діяльність компаній. Посилення економічної результативності компаній засобами державної підтримки.

## ВИСНОВКИ

За результатами проведеного дослідження можна зробити наступні висновки.

1. Компаніям важливо бути стійкими. Досягнення сталого розвитку здійснюється через ESG-фактори – екологія, соціальне та корпоративне управління. Для інвесторів найбільш привабливі компанії, які дотримуються ESG-принципів. Щоб вибрати компанію для інвестування, інвестор оцінює ESG-ризиків. Чим більше значних ризиків виявить інвестор, тим більше ймовірність втрат.

Визначено, що стійкий розвиток передбачає задоволення потреб нинішнього покоління без шкоди майбутнім поколінням. Тому перспективним підприємством можна вважати те, що [7]:

- 1) прагне до досягнення стійкого до кліматичних змін зростання;
- 2) прогнозує мегатренди;
- 3) аналізує фактори, здатні запобігти майбутнім ризикам;
- 4) залучає зацікавлені сторони до спільного та сталого процесу

створення вартості.

Компанії керують своїм стійким напрямком розвитку через ESG принципи (environment, social, governance), що включають:

*Екологічний аспект* – зміна клімату, керування водними ресурсами, відходи, використання ресурсів, екологічна відповідність, викиди вуглецю, забруднення повітря та води.

*Соціальний аспект* – трудові відносини та стандарти, здоров'я та безпека, охорона праці, права людини, соціальний вплив, інтереси споживачів, залучення співробітників.

*Управлінський аспект* – корпоративне управління, управління ризиками, взаємодія з клієнтами, конфіденційність інформації, цифрова трансформація бізнесу, винагорода керівників, антикорупційна політика.

В результаті зроблено висновок про те, що, незважаючи на комплексний характер і актуальність, ESG-інвестування не можна вважати універсальним збірним терміном для всіх видів інвестування, що враховують нефінансові

фактори. Пов'язано це зі смисловим акцентом концепції на трьох групах ESG-факторів, ESG-ризиках та їх вплив на фінансовий результат. У цьому передбачається, що зростання частотності вживання подібних термінів «ESG-інвестування», «стійке інвестування» і «відповідальне інвестування» відбиває інтерес різних зацікавлених груп у характерних рисах цих понять.

2. Визначено, що оцінка діяльності компаній за допомогою ESG-факторів не єдиний підхід для відповідального інвестування. Так, соціально-відповідальне інвестування (SRI, Socially responsible investing) допомагає інвесторам узгоджувати економічно виправданий вибір зі своїми особистими цінностями. У той час як ESG-підхід враховує, як методи та політика компанії впливають на прибутковість та доходи в майбутньому, SRI-підхід фокусується на тому, наскільки точно інвестиції відповідають цінностям окремого інвестора. У свою чергу, соціально-перетворююче або імпакт-інвестування (Impact investing) орієнтоване скоріше на намір, ніж на дохід. При цьому інвестиційні цілі включають сегменти ринку, призначені для вирішення нагальних проблем. У порівнянні з ESG-підходом імпакт-інвестування може приносити нижчий прибуток (залежно від сектора), але пропонує для інвесторів, щиро зацікавлених у забезпеченні соціальної справедливості, можливість прямо впливати на зміни за допомогою цілеспрямованих інвестицій [Environmental, Social And . . . , 2021].

Необхідно підкреслити тісний зв'язок концепції ESG-інвестування з концепціями сталого розвитку та корпоративної соціальної відповідальності. В основі сталого розвитку лежать економічні, екологічні та соціальні напрямки діяльності, в рамках яких компанії можуть робити свій внесок у благополуччя нинішніх та майбутніх поколінь. Концепція корпоративної соціальної відповідальності передбачає готовність компаній реалізовувати соціальні інвестиції та благодійність понад те, що наказують норми законодавства. Використання показників ESG для оцінки впливу компаній на довкілля та соціальну сферу відрізняє концепцію ESG від концепції корпоративної соціальної відповідальності та водночас поєднує її з концепцією сталого розвитку. Загалом усі

три концепції орієнтовані не так на досягнення корпоративних цілей, як на їх узгодження з інтересами суспільства та збереженням природи.

3. У XXI ст. питання відповідального інвестування одержують новий імпульс за рахунок наступних факторів:

- посилення фінанціалізації економіки та зростання значимості інвестування як такого;

- просування концепції сталого розвитку як гармонійного поєднання економічного, екологічного та соціального розвитку у всіх сферах, включаючи фінансовий сектор;

- зміни переваг ряду споживачів та інвесторів (в основному покоління міленіанів);

- продовження розвитку теоретичної бази (оформлення ідей поведінкової економіки в економічній теорії, «теорії співучасників» та «концепції зацікавлених сторін (стейкхолдерів)» в теорії корпоративного управління).

4. Технологічні інновації зробили енергетичний перехід і декарбонізацію світової економіки економічно досяжними - завдяки собівартості відновлюваної енергії, що знижується. У свою чергу, зміна клімату прискорила трансформацію суспільних цінностей та звичок у бік відповідального споживання та турботи про довкілля. Водночас усе це призводить до поширення концепції відповідального інвестування. ESG -інвестування сприяє подальшому поліпшенню якості життя та умов праці, підвищенню етичності методів ведення бізнесу. Дотримуючись цих принципів, світові фінансові фонди змінюють формат і спрямування своїх інвестицій, дедалі більше при цьому ігноруючи компанії, які не дотримуються імперативів сталого розвитку. Доведено зв'язок між характеристиками ESG та корпоративними фінансовими показниками, що впливають на прибутковість, а також формуванням інвестиційного портфеля.

5. Коронакриза, що виявила вразливі місця національних економік та соціальних систем, привела до повсюдного усвідомлення необхідності впровадження принципів ESG для сталого розвитку. Проте трансформація у цьому напрямі пов'язана з певними ризиками та перешкодами. Так, відсутні єдині

стандарти нефінансової звітності та методологія оцінки, а її результати не контролюються регулюючими органами. Це положення призводить до маніпуляцій, «грінвошингу» та перекосів рейтингів. Виправлення ситуації передбачає формування на світовому рівні стандартів розкриття інформації, здатних більш точно верифікувати «зелені» інструменти, та гармонізацію національних характеристик ESG з міжнародними. Особливу роль для збору, аналізу та перевірки даних по ESG відіграють нові цифрові технології.

6. На сьогоднішній день важливість ESG пов'язана не так з конкретними законами або нормативними актами, що визначають корпоративні дії, як з більш широкими ризиками, пов'язаними з репутаційними, фінансовими та юридичними наслідками поганого управління ESG факторами. ESG ризики зосереджені на потенційному впливі, який можуть надати зацікавлені стейкхолдери на компанію, і, навпаки, на вплив, який компанія може здійснити на стейкхолдерів та навколишнє середовище в результаті своєї діяльності.

7. Проведений аналіз застосування ESG-принципів в українських корпораціях не є вичерпним, тому що для нього потрібно набагато більше даних, у тому числі закритих для публічної презентації, але навіть за наявною інформацією були встановлені наступні проблемні аспекти застосування ESG-принципів:

- Яскраво виражена комерційна зацікавленість корпоративних стейкхолдерів при реалізації ESG-принципів – керівництво корпорацій досить відкрито декларує комерційний інтерес та очікування економічних вигод вже у короткостроковому періоді. У той самий час реальний внесок у забезпечення сталого розвитку самої компанії та регіонів її присутності відкладається на «другий план».

- Сильним мотивуючим фактором використання ESG-принципів є тиск з боку державних регуляторів і західних ринків - імпортерів продукції - активізація керівництва ряду компаній тісно пов'язана з прийняттям Україною міжнародних екологічних угод і посиленням вимог і стандартів екологічної безпеки з боку ринків ЄС, що призводить до зростання витрат на приведення бізнес-процесів до відповідних параметрів і правил.

8. На основі виявлених проблем застосування ESG-принципів у розробці стратегії розвитку бізнесу за підсумками дослідження були вироблені наступні пропозиції:

- Прийняття на рівні галузевих регуляторів єдиного закону або кодексу, в якому буде описано пакет преференцій та систематизованих вигод для компаній, які дотримуються ESG-принципів, – в даний час практика оцінки винагороди за застосування ESG-принципів має досить виражений територіальний та суб'єктивний характер, що створює передумови корупційним проявам як з боку компанії, так і місцевих органів влади.

- Популяризація методології ESG серед компаній шляхом їх внесення в окремий котирувальний список, а також надання підтримки та надання податкових преференцій при розміщенні таких цінних паперів на зарубіжних фондових майданчиках.

- Формування спеціальних корпоративних фондів фінансування інвестиційних проектів та критеріїв їх відбору, розроблених з урахуванням методології ESG, а також надання більш вигідних умов корпоративного кредитування.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Бортніков Г., Любіч О. Управління ESG-ризиками в українських банках. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2022. № 6(47). С. 19–33. URL: <https://doi.org/10.55643/fcaptr.6.47.2022.3885>(дата звернення: 16.02.2024).
2. Глобальної ініціативи щодо стандартизації рейтингів у сфері сталого розвитку – GISR. URL: <http://green-economics.org.ua/1408-2/#:~:text=%D0%D1%80%D0%B3%D0%B0%D0%BD%D1%96%D0%B7%D0%B0%D1%86%D1%96%D0%B9>).
3. Державний Стандарт України ISO 26000:2019 Настанови щодо соціальної відповідальності (ISO 26000:2010, IDT). Наказ від 29.12.2020 № 523 Про прийняття національних стандартів. URL: [https://online.budstandart.com/ua/catalog/doc-page.html?id\\_doc=91617](https://online.budstandart.com/ua/catalog/doc-page.html?id_doc=91617)
4. Єльнікова Ю. В. Відповідальне інвестування у контексті реалізації державної інвестиційної політики – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису. Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.03. Економіка та управління національним господарством. Сумський державний університет, Суми, 2021. 530 с.
5. Кононенко О. ESG-рейтинги: чи актуальні для українських компаній? *Практика МФСЗ*. 2022. № 3. URL: <https://ibuhgalter.net/material/1298/25905> (дата звернення: 16.02.2024)
6. Міжнародний стандарт ISO 26000:2010 «Керівництво із соціальної відповідальності» (ISO 26000:2010 «Guidance on social responsibility») URL: <https://aop.nmu.org.ua/ua/metodicki/specialist/opg/lzi/zakon/%D0%A1%D1%82%D0%B0%D0%BD%D0%B4%D0%B0%D1%80%D1%82%20ISO%2026000.pdf>
7. Тивончук О. ESG рейтинги компаній – сутність та особливості формування. *Галицький економічний вісник*. 2020. № 6 (67). С. 104–113. URL: [https://doi.org/10.33108/galicianvisnyk\\_tntu2020.06](https://doi.org/10.33108/galicianvisnyk_tntu2020.06) (дата звернення: 16.02.2024).

8. Пшенична, М. (2023). Роль і місце ESG-інвестування в механізмі формування сталої конкурентоспроможності українських підприємств у повоєнний період. *Scientific Collection «InterConf+»*, (29(139), 7–16. URL: <https://doi.org/10.51582/interconf.19-20.01.2023.001>(дата звернення: 16.02.2024).

9. Стратегія сталого розвитку Україні до 2030 р. URL: [https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/migration/ua/UNDP\\_Strategy\\_v06-optimized.pdf](https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/migration/ua/UNDP_Strategy_v06-optimized.pdf) (дата звернення: 16.02.2024).

10. Фінтех тренди 2022. Українська асоціація фінтех та інноваційних компаній. URL: <https://drive.google.com/file/d/1vQ-mu9Jvb7gcT1bKOFHADJC6ZwS6NIJR/view> (дата звернення: 16.02.2024).

11. 2020 Institutional Rebalancing Survey. URL: <https://www.blackrock.com/institutions/en-ch/insights/rebalancing-survey> (дата звернення: 16.02.2024).

12. An "Open Source" Approach to Liberate ESG Investing // Bain & Company. 2021. 17.02. URL: <https://www.bain.com/insights/an-open-source-approach-to-liberate-esg-investing/> (дата звернення: 16.02.2024).

13. About the PRI // Principles for Responsible Investment. 2021. URL: <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri> (дата звернення: 16.02.2024).

14. Adams C. A., Abhayawansa S. Connecting the COVID-19 pandemic, environmental, social and governance (ESG) investing and calls for ‘harmonisation’ of sustainability reporting. *Critical Perspectives on Accounting*. 2022. Vol. 82. P. 13.

15. Amel-Zadeh A., Serafeim G. Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Harvard Business School Working Paper*. 2017;(79). URL: <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/30838135/17-079.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (дата звернення: 16.02.2024).

16. Berry T.C., Junkus J.C. Socially responsible investing: an investor perspective // *Journal of Business Ethics*. 2012. Vol. 112. No. 4. Pp. 707-720.

17. Berg F., Kölbel J., Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *SSRNElectronic Journal*. 2019.

18. Brundtland G. H. Our common future. Report of the International Commission on Environment and Development. 1989. URL: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf> (дата звернення: 16.02.2024).

19. Brimble M., Smark C. Financial planning and financial instruments: 2013 in review, 2014 in prospect // Australasian Accounting, Business and Finance Journal. 2013. Vol. 7. No. 3. Pp. 1-4.

20. Busch T., Bauer R., Orlitzky M. Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues. *Business and Society*. 2016;55(3):303-329.

21. De Freitas Netto S.V., Sobral M.F.F., Ribeiro A.R.B. Concepts and forms of greenwashing: a systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 2020, vol. 32 (19). <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>

22. Dhaliwal D. S. et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*. 2011;86(1):59-100.

23. China to require financial institutions to move towards green finance // Reuters. 2021. 20.04. URL: <https://www.reuters.com/world/china/china-requre-financial-institutions-move-towards-green-finance-cbank-governor-2021-04-20/> (дата звернення: 16.02.2024).

24. Cheng B., Ioannou I., Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*. 2014;35(1)1-23.

25. Clark G. L., Feiner A., Viehs M. From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. *SSRNElectronic Journal*. 2015.

26. Cappucci M. The ESG integration paradox. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2018;30(2):22-28. DOI: 10.1111/jacf.12296

27. Egorova A. A., Grishunin S. V., Karminsky A. M. The Impact of ESG factors on the performance of Information Technology Companies. *Procedia Computer Science*. 2022. Vol. 199. Pp. 339-345

28. Efimova O. Integrating sustainability issues into investment decision. *Journal of Reviews on Global Economics*. 2018;7:668-681. DOI: 10.6000/1929-7092.2018.07.61

29. Eccles R. G., Kastrapeli M. D. The investing enlightenment. Boston, MA: State Street Corp.; 2017. 40 p. URL: [https://arabesque.com/research/Final\\_The\\_Investing\\_Enlightenment.pdf](https://arabesque.com/research/Final_The_Investing_Enlightenment.pdf)(дата звернення: 16.02.2024).

30. ESG Assets Rising to \$50 Trillion Will Reshape \$140.5 Trillion of Global AUM by 2025, Finds Bloomberg Intelligence // Bloomberg. 2021. 21.07. URL: <https://www.bloomberg.com/company/press/esg-assets-rising-to-50-trillion-will-reshape-140-5-trillion-of-global-aum-by-2025-finds-bloomberg-intelligence/>(дата звернення: 16.02.2024).

31. Environmental, Social And Governance: What Is ESG Investing? // Forbes. 2021. 01.03. URL: <https://www.forbes.com/advisor/investing/esg-investing/>

32. Eccles R.G., Ioannou I., Serafeim G. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance // NBER Working Paper. 2012. N 17950. URL: <https://www.nber.org/papers/w17950> (дата звернення: 16.02.2024).

33. ESG factors and risk-adjusted performance: a new quantitative model / Kumar N.C.A., Smith C., Badis L., Wang N., Ambrosy P., Tavares R. // Journal of Sustainable Finance & Investment. 2016. Vol. 6, N 4. PP. 292-300.

34. ESG Disclosure and Portfolio Performance / Bermejo C.R., Garrigues F.-F.I., Paraskevopoulou I., Santos A. // Risks. 2021. Vol. 9, N 172. URL: <https://doi.org/10.3390/risks9100172> (дата звернення: 16.02.2024).

35. ESG investing in the time of COVID-19 // World Economic Forum. 2021. 22.01. URL: <https://www.weforum.org/agenda/2021/01/esg-investing-covid19/> (дата звернення: 16.02.2024).

36. ESG Data: Dazed and Confused // Factor Research. 2021. URL: <https://insights.factorresearch.com/research-esg-data-dazed-and-confused/> (дата звернення: 16.02.2024).

37. ESG Investing: Momentum Moves Mainstream // J.P. Morgan. 2021. 20.01. URL: <https://www.jpmorgan.com/insights/research/build-back-better-esg-investing> (дата звернення: 16.02.2024).

38. Environmental, Social And Governance: What Is ESG Investing? // Forbes. 2021. 01.03. URL: <https://www.forbes.com/advisor/investing/esg-investing/> (дата звернення: 16.02.2024).

39. European Green Deal: Commission proposes transformation of EU economy and society to meet climate ambitions // European Commission. 2021. 14.07. URL: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_21\\_3541](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_3541)(дата звернення: 16.02.2024).

40. ESG Integration in China: Guidance and Case Studies // CFA Institute. Principles for Responsible Investment (PRI). 2019. 92 p. URL: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/esg-integration-china.ashx> (дата звернення: 16.02.2024).

41. EY Global Financial Accounting and Advisory Services (FAAS) corporate reporting survey, 2018. URL: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/assurance/assurance-pdfs/2018-EY-Global-Financial-Accounting-Advisory-Services-Corporate-Reporting-Survey.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/assurance/assurance-pdfs/2018-EY-Global-Financial-Accounting-Advisory-Services-Corporate-Reporting-Survey.pdf). (дата звернення: 16.02.2024).

42. EY Global Financial Accounting and Advisory Services (FAAS) corporate reporting survey, 2018.

43. ESG Ratings. URL: <https://www.ftserussell.com/data/sustainability-and-esg-data/esg-ratings> (дата звернення: 16.02.2024).

44. Efimova O., Rozhnova O. Covid-19: Financial impact and disclosure. *Comprehensible Science*. 2021; 186:205-213.

45. Elkington J. Enter the triple bottom line. In: Henriques A., Richardson J., eds. *The triple bottom line: Does it all add up?* London, New York: Routledge; 2013:23-38.

46. European Commission. Screening of websites for 'greenwashing': half of green claims lack evidence. 2021. URL: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_21\\_269](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_269) (дата звернення: 16.02.2024).

47. Haraguchi M. and Lall U. Flood risks and impacts: A case study of Thailand's floods in 2011 and research questions for supply chain decision making // *International*

Journal of Disaster Risk Reduction, 2015, Vol. 14. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ijdrr.2014.09.005> (дата звернення: 16.02.2024).

48. Hill, R.P., Ainscough, T., Shank, T., & Manullang, D. (2006). Corporate social responsibility and socially responsible investing: A global perspective. *Journal of Business Ethics*, 70(2), 165-174.

49. How to spot greenwashing - and how to stop it // World Economic Forum. 2021. 20.05. URL: <https://www.weforum.org/agenda/2021/05/how-spot-greenwashing/> (дата звернення: 16.02.2024).

50. Pallardy R. Deepwater Horizon oil spill. *Encyclopedia Britannica*. 2022. URL: <https://www.britannica.com/event/Deepwater-Horizon-oil->(дата звернення: 16.02.2024).

51. Reuters Staff . Volkswagen says diesel scandal has cost it 31.3 billion euros. 2020. URL: <https://www.reuters.com/article/us-volkswagen-results-diesel-idUSKBN2141JB> (дата звернення: 16.02.2024). *Global Sustainable Investment Review 2022*, с. 8. URL: [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/03/GSIR\\_Review2023.3.28.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/03/GSIR_Review2023.3.28.pdf). (дата звернення: 16.02.2024).

52. Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector / The European Parliament and the Council of the European Union. 2019. 09.12. 16 p. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=EN> (дата звернення: 16.02.2024).

53. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088 / The European Parliament and the Council of the European Union. 2020. 22.06. 31 p. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=EN> (дата звернення: 16.02.2024).

54. Renshaw A. A. ESG's evolving performance: First, do no harm. Frankfurt: Axioma, Inc.; 2018. 17 p.

55. Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723-1742.

56. Revelli C. Re-embedding financial stakes within ethical and social values in socially responsible investing (SRI) // *Research in International Business and Finance*. 2016. Vol. 38. Pp. 1-5.

57. Gilbert K. The managers: money from trees: asset managers are finding an unlikely new source of alpha: responsible investing // *Institutional Investor*. 2010. Vol. 44. No. 9. P. 42.

58. Global Sustainable Investment Review 2018, с. 12. URL: [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR\\_Review2018.3.28](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28). (дата звернення: 16.02.2024).

59. Goss A., Roberts G. S. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*. 2011;35(7):1794-1810.

60. Gregory A., Tharyan R., Whittaker J. Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth. *Journal of Business Ethics*. 2014;124(4):633-657.

61. Grewal J., Riedl E.J., Serafeim G. Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure // *Management Science*. 2017. Vol. 65, N 7. P. 3061-3084, URL: <https://ssrn.com/abstract=2657712>

62. Khan M., Serafeim G., Yoon A. Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*. 2015;91(6):1697-1724.

63. Lobe, S., Roble, F., & Walkshausl, C. (2012). The price of faith: Performance, bull and bear markets, and screening effects of Islamic investing around the globe. *Journal of Investing*, 21(4), 153-164.

64. MSCI Investment Insights 2021. Global institutional investor survey // MSCI. 2021. URL: <https://www.msci.com/documents/1296102/22910163/MSCI-Investment-Insights-2021-Report.pdf> (дата звернення: 16.02.2024).

65. FNG Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen, 2018. URL: <https://www.forum-ng.org/de/> (дата звернення: 16.02.2024).

66. Freeman R. E. Strategic management: A stakeholder approach. Cambridge: Cambridge University Press; 2010. 292 p.

67. Ferriani F., Natoli F. ESG risks in times of Covid-19 // Applied Economics Letters. 2021. Vol. 28, N 18. - PP. 537-1541.

68. Fact Sheet: The Bipartisan Infrastructure Deal // The White House. 2021. 06.11. URL: <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/11/06/fact-sheet-the-bipartisan-infrastructure-deal/> (дата звернення: 16.02.2024).

69. Full Text: Action Plan for Carbon Dioxide Peaking Before 2030 // Xinhua. 2021. -27.10. URL: [http://www.news.cn/english/2021-10/27/c\\_1310270985.htm](http://www.news.cn/english/2021-10/27/c_1310270985.htm) (дата звернення: 16.02.2024).

70. Full Text: Working Guidance For Carbon Dioxide Peaking And Carbon Neutrality In Full And Faithful Implementation Of The New Development Philosophy // Xinhua. 2021. 24.10. URL: [http://www.news.cn/english/2021-10/24/c\\_1310265726.htm](http://www.news.cn/english/2021-10/24/c_1310265726.htm) (дата звернення: 16.02.2024).

71. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance and Investment, 2015;5(4):210-233.

72. Schoenmaker D., Schramade W. Principles of sustainable finance. Oxford, New York: Oxford University Press; 2018. 432 p.

73. SEC Announces Enforcement Task Force Focused on Climate and ESG Issues // U.S. Securities and Exchange Commission. 2021. 04.03. URL: <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-42> (дата звернення: 16.02.2024).

74. ShareAction / Annual Review 2016. URL: <https://shareaction.org/resources/annual-review-2016/> (дата звернення: 16.02.2024).

75. Sherwood W., Pollard J. Responsible investing: an introduction to environmental, social, and governance investments. New York: Routledge, 2019. 270 p.

76. Schueth S. Socially responsible investing in the United States // Journal of Business Ethics. 2003. Vol. 43. No. 3. Pp. 189-194.

77. Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 189-194.

78. Overcoming the ESG data challenge in China // J.P. Morgan Asset Management. 2021. URL: <https://am.jpmorgan.com/be/en/asset-management/institutional/investment-strategies/sustainable-investing/esg-china/>(дата звернення: 16.02.2024).

79. Van Holt T., Whelan T. Research frontiers in the era of embedding sustainability: Bringing social and environmental systems to the forefront. *Journal of Sustainability Research*. 2021;3(2): e210010.

80. Waring, P., & Lewer, J. (2004). The impact of socially responsible investment on human resource management: A conceptual framework. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 99-108

81. What are the Principles for Responsible Investment? // Principles for Responsible Investment. 2021. URL: <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

82. Waring, P., & Lewer, J. (2004). The impact of socially responsible investment on human resource management: A conceptual framework. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 99-108.

83. Piotroski J. D. Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. The University of Chicago Graduate School of Business. 2002. URL: <http://www.chicagobooth.edu/~media/FE874EE65F624AAEBD0166B1974FD74D.p d>

84. 100 найбільших державних підприємств України за 2017 рік: звіт. URL : <https://www.me.gov.ua/Documents/Download?id=0a6ff86b-5bce-4fa5-b06a-511d2a29d0d0>

85. 100 найбільших державних підприємств України за 2018 рік: звіт. URL : [https://issuu.com/mineconomdev/docs/\\_\\_\\_100\\_-\\_2022](https://issuu.com/mineconomdev/docs/___100_-_2022)