

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

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь - бакалавр

на тему: «**ДОСЛІДЖЕННЯ ВПЛИВУ ДОТРИМАННЯ ESG-КРИТЕРІЇВ НА
ФІНАНСОВІ ПОКАЗНИКИ КОМПАНІЙ**»

Виконав: студент 4-го року навчання,

Спеціальності:

072 Фінанси, банківська справа та
страхування

Замойський Юрій Васильович

Керівник: Сова Є.С.,

кандидат економічних наук, ст. викладач

Рецензент: Приходько М. А.

Кваліфікаційна робота захищена

з оцінкою « _____ »

Секретар ЕК _____ Донкоглова Н.А.

« ____ » _____ 2023 р.

Київ 2023

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ВИЗНАЧЕННЯ КРИТЕРІЇВ ESG ТА ЇХНЬОГО ВПЛИВУ НА ФІНАНСОВІ ПОКАЗНИКИ КОМПАНІЙ.....	6
1.1 Сутність та характеристика ESG-критеріїв	6
1.2 Огляд джерел і провайдерів ESG даних.....	9
1.3 Методика розрахунку індикаторів ESG та пов’язаних фінансових показників	14
РОЗДІЛ 2. ЕМПІРИЧНА ОЦІНКА ВПЛИВУ ДОТРИМАННЯ ESG-КРИТЕРІЇВ НА ФІНАНСОВІ ПОКАЗНИКИ КОМПАНІЙ	22
2.1 Статистичний аналіз ESG-метрик та фінансових показників обраних компаній	22
2.2 Методологічні засади оцінювання впливу показників ESG на фінансові показники діяльності компаній	26
2.3 Емпіричний аналіз взаємозв’язку між критеріями ESG та фінансовими показниками.....	33
РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ Й РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО ВПРОВАДЖЕННЯ ESG-ПРИНЦИПІВ У ДІЯЛЬНІСТЬ КОМПАНІЙ.....	39
3.1 Роль відповідального інвестування в корпоративному управлінні	39
3.2 Напрями підвищення якості корпоративного управління з метою збільшення вартості компанії	43
3.3 Проблеми та перспективи впровадження стандартизованих ESG-метрик й рейтингів	47
ВИСНОВКИ	50
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	53

ВСТУП

Концепція ESG-критеріїв (Environmental, Social, and Governance), що у перекладі на українську дослівно означає «екологічні, соціальні та управлінські критерії», активно набуває все більшої популярності серед інвесторів та управлінців, які мають на меті дотримуватися у своїй діяльності цих принципів, щоб не завдавати шкоди природі та суспільству. Інвестори різного рівня звертають окрему прискіпливу увагу на дотримання цих критеріїв перед здійсненням інвестиції. Проте, згідно із проблемою агента-принципала, дотримання ESG-критеріїв суперечить першочерговій меті інвестора в примноженні прибутку та збільшення вартості компанії. Емпіричний аналіз між дотриманням ESG-критеріїв та фінансовими показниками дозволить дослідити існування даного зв'язку, зрозуміти його напрям (позитивний чи негативний) та зробити висновки щодо доцільності спрямування фінансових ресурсів на покращення ESG-показників компаніями.

Мета дослідження – дослідити взаємозв'язок між дотриманням ESG-критеріїв та фінансовими показниками компаній, проаналізувати проблеми і перспективи дотримання даних критеріїв та способів оцінки їх виконання.

Основними завданнями дослідження є:

- описати основні характеристики ESG-критеріїв;
- провести аналіз основних компаній-провайдерів ESG даних;
- дослідити взаємозв'язок між фінансовими показниками та дотриманням ESG-критеріїв та проаналізувати його ефект;
- проаналізувати роль відповідального інвестування в управлінні компанією та визначити пріоритетні напрями покращення корпоративного управління;

- проаналізувати проблеми та перспективи впровадження стандартизованих ESG-рейтингів.

Об'єктом дослідження є дотримання ESG-критеріїв.

Предметом дослідження є вплив дотримання ESG-критеріїв на фінансові показники компаній.

Основними методами дослідження у цій роботі є: порівняння, аналіз та синтез, економетричний аналіз на основі моделей панельних даних. У першому розділі було використано аналіз та синтез теоретичної інформації стосовно ESG-критеріїв, основних фінансових показників та основних провайдерів ESG даних. У другому розділі проведено моделювання впливу дотримання ESG-критеріїв на фінансові показники обраних компаній. У третьому розділі здійснено аналіз ролі відповідального інвестування та проблем впровадження стандартизованих ESG-рейтингів, запропоновано методи підвищення якості корпоративного управління.

Інформаційну базу для дослідження становлять наукові доробки міжнародних та українських вчених, аналітичні звіти міжнародних аналітичних компаній, звіти міжнародних наднаціональних організацій, статистичні матеріали міжнародних компаній-провайдерів фінансових та ESG даних, статті на інтернет-ресурсах.

Практичне значення одержаних результатів полягає у розробці рекомендацій щодо покращення ESG-метрик компаніями з метою максимізації власного прибутку та підвищення вартості/капіталізації у довгостроковій перспективі. Вважаємо перспективними подальші дослідження на тему дотримання ESG-критеріїв та можливостей впровадження стандартизованих ESG-рейтингів.

Наукова новизна полягає у розширенні та доповненні відомих теоретичних положень та вдосконаленні практичних методів оцінки дотримання ESG-критеріїв, а також їх впливу на фінансові показники компанії. Розширює відомості про

наявних провайдерів ESG даних та перспективи впровадження стандартизованих ESG-рейтингів.

Кваліфікаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків та списку використаних джерел.

У першому розділі викладено загальне поняття ESG-критеріїв. Проведено аналіз основних компаній-провайдерів ESG даних. Здійснено аналіз методології розрахунку балів за дотримання ESG-метрик обраної компанії-провайдера. Проведено теоретичний огляд основних фінансових показників для подальшого моделювання.

У другому розділі проведено економіко-математичне моделювання впливу дотриманням ESG-критеріїв на фінансові показники компаній. Здійснено аналіз результатів дослідження.

У третьому розділі розглянуто роль відповідального інвестування в корпоративному управлінні. Запропоновано шляхи розвитку корпоративного управління з метою збільшення вартості компанії. Розглянуто проблеми та перспективи впровадження стандартизованих ESG-рейтингів.

РОЗДІЛ 1.

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ВИЗНАЧЕННЯ КРИТЕРІЇВ ESG ТА ЇХНЬОГО ВПЛИВУ НА ФІНАНСОВІ ПОКАЗНИКИ КОМПАНІЙ

1.1 Сутність та характеристика ESG-критеріїв

Із активним розвитком фінансового ринку, зокрема ринку пайових цінних паперів, одним із найважливіших показників, на який звертали увагу інвестори, була очікувана фінансова дохідність. Серед інвесторів спостерігались відмови від інвестицій з етичних міркувань, однак це були швидше поодинокі випадки, аніж загальна практика. У 1970 році М. Фрідман уклав погляди на принципи соціальної складової інвестицій у своїй праці «Доктрина Фрідмана: соціальна відповідальність бізнесу полягає в збільшенні його прибутку», які набули популярності у корпоративному світі. Автор наголошує, що бізнес несе відповідальність тільки перед своїми акціонерами, а також наводить цитату із своєї книги: «Існує одна і тільки одна соціальна відповідальність бізнесу – використовувати свої ресурси і займатися діяльністю, спрямованою на збільшення своїх прибутків, до тих пір, поки він залишається в рамках правил гри, тобто бере участь у відкритій і вільній конкуренції без обману і шахрайства» [1] (прим. переклад автора).

Однак такий погляд на інвестування змінився наприкінці ХХ – початку ХХІ століть. Увагу громадськості все більше почали привертати проблеми екологічної та соціальної діяльності компаній: все активніше у наукових колах почали згадувати та писати про вичерпність природних ресурсів, глобальне потепління та забруднення екології; тема соціальної та гендерної рівності все активніше обговорювалась на міжнародних форумах та конференціях. Інвестори почали активно звертати свою увагу на відповідальність компаній у різних аспектах їх діяльності.

Вперше сучасну назву ESG-критеріям було надано у звіті організації United Nation Global Compact виданому під назвою “Who Cares Wins” (в укр. перекл. “Хто не байдужий, той перемагає”) [2] в 2004 році, який був укладений за підтримки транснаціональних корпорацій. Головною метою цього документу була промоція впровадження етичного підходу в бізнесі до екології, потреб працівників, споживачів та інших сторін, яких стосується діяльність компаній. Відповідно до документу, ESG-критерії – це набір стандартів, які використовуються для оцінки діяльності компанії з точки зору її екологічних, соціальних та управлінських практик.

У 2006 році групою інституційних інвесторів та експертів з міжурядових і громадських організацій за підтримки ООН було розроблено Принципи відповідального інвестування (Principles of Responsible Investments – PRI). Вперше їх було запроваджено на Нью-Йоркській фондовій біржі у цьому ж році. За порівняно невеликий проміжок часу (станом на 2021 рік, 15 років після запуску) до виконання принципів доєднались більше 3 750 підписантів, а загальний розмір активів під їх управлінням перевищує 120 трлн доларів США.

Незважаючи на те, що тема використання ESG-критеріїв не нова, у світі досі не сформовано єдине бачення та визначення кожного з критеріїв. У табл. 1.1 подано основні питання, які покриває кожен з показників.

Екологічна складова

За допомогою екологічної (E) складової індексу оцінюють рівень викидів у атмосферу (викиди CO², різного роду відходи, біорізноманіття, системи управління навколишнім середовищем); вимірюють екологічні інновації (інновації у продуктах, зелені доходи (доходи від продуктів, які приносять користь навколишньому середовищу, наприклад забезпечують чистішу воду або пом'якшують наслідки зміни клімату), дослідження та розробки (R&D) та капітальні витрати (CapEx)); використання ресурсів (використання води, енергії, екологічне пакування продуктів та екологічні ланцюжки поставок) [3].

Соціальна складова

Соціальна складова (S) індексу відображає якість спільноти; дотримання прав людини; відповідальності продукту (наскільки відповідальним був маркетинг, наскільки якісним є самі продукти та дотримання конфіденційності даних користувачів); робочу силу (різноманітність та інклюзія колективу, кар'єрний розвиток та навчання, умови праці, здоров'я та безпека працівників) [3].

Управлінська складова

Управлінська складова (G) індексу оцінює стратегію корпоративної соціальної відповідальності (КСВ); зокрема стежить за звітністю та прозорістю в питаннях дотримання критеріїв ESG; якість управління компанією (її структуру: незалежність, різноманітність та ієрархію а також рівень компенсації усіх працівників); стан та структуру акціонерів (прозорість діяльності акціонерів, їх права та захист від поглинання) [3].

Таблиця 1.1 Основні показники, що покриваються ESG-критеріями

Екологічні	Соціальні	Управлінські
- Кліматичні зміни та вуглецеві викиди	- Здоров'я працівників та безпека	- Права акціонерів
- Використання природних ресурсів та управління енергетичними та водними ресурсами	- Відповідальність перед клієнтами та за якість товарів і послуг	- Склад правління (незалежність і різноманіття)
- Забруднення та відходи	- Різноманітність та розвиток працівників	- Політика щодо винагород менеджменту
- Екодизайн та інновації	- Відносини із громадою та благодійність	- Шахрайство та хабарництво

Джерело: складено автором на основі даних [2].

Даний опис показників розкриває основні теми, які покриває кожен із аспектів. Однак, для проведення досліджень кожен критерій повинен бути представлений у вигляді кількісного індикатора. У світі не сформовано єдиної методології щодо оцінки ступеня дотримання критеріїв, однак існує велика

кількість аналітичних компаній та агенцій, які публікують власні дослідження щодо дотримання ESG-критеріїв. Їх огляд проведено у підрозділі 1.2.

1.2 Огляд джерел і провайдерів ESG даних

Відповідно до трактування SustainAbility, ESG-рейтинги – це оцінка компанії на основі порівняльної оцінки її якості, стандартів або показників з екологічних, соціальних та управлінських питань (ESG) [4]. Рейтинг аналітичного видання фактично є експертним судженням щодо досліджуваної компанії, яке показує те чи інше бачення аналітиків щодо показників діяльності компанії у сфері сталого розвитку. Оцінка позиції компанії дозволяє зробити універсальним її порівняння з компаніями-аналогами і певною мірою є подібною до кредитного рейтингу.

Сьогодні у світі існує понад 600 різноманітних ESG-рейтингів [4]. Кожна аналітична компанія, що публікує рейтинги, розробила власну методологію збору, обробки та аналізу даних. Інформація отримується із річних та квартальних фінансових та нефінансових звітів компаній, презентацій, публікацій у засобах масової інформації, а також шляхом проведення опитувань та анкетувань безпосередньо компанії, що аналізується.

У таблиці 1.2 наведена порівняльна характеристика найбільш відомих провайдерів інформації щодо ESG.

Таблиця 1.2 Порівняльна характеристика найбільш відомих ESG-рейтингів (станом на січень 2023 року)

Назва рейтингу	Організація, що укладає рейтинг	Рік початку укладення рейтингу	Кількість компаній, що оцінюються	Опис методології
Bloomberg ESG Ratings	Bloomberg (США)	2009	> 10 000	Дані перевіряються та стандартизуються, включаючи 120 показників екологічних, соціальних та управлінських аспектів. Агентство відслідковує більш 800 критеріїв, починаючи із впливу на зміни клімату і завершуючи правами акціонерів Шкала рейтингу варіюється від 0 до 100. Рейтинг фокусується на компаніях із середньою та великою ринковою капіталізацією (понад \$2 млрд).
CDP Scores	CDP Scores (раніше Carbon Disclosure Project) (Сполучене Королівство)	2003	> 18 700	Методика рейтингу CDP оцінює рівень деталізації та повноти відповідей компанії на екологічні проблеми та стимулює їх до зменшення впливу на довкілля. Рейтинг присвоює бали компаніям від А (лідер у сфері) до D (найгірший показник серед сфери), та F тим, хто не надав інформацію компанії.
FTSE Russell's ESG Scores	FTSE Russell's (Сполучене Королівство)	2011	> 7 200	Дані базуються на більш ніж 300 індивідуальних оцінках індикаторів у 14-ти тематичних сферах, які застосовуються до унікальних характеристик кожної компанії. Оцінки ESG розраховуються за допомогою середньозваженого показника впливу, де найбільш суттєвим питанням ESG надається найбільша вага при визначенні балів компанії. Компанії оцінюються за 5-ти бальною шкалою, де 0 означає відсутність інформації, 3 відповідає належній практиці, а 5 – найкращій практиці.
MSCI ESG Ratings	MSCI Inc. (США)	2010	> 6 000	Рейтинги базуються на шкалі AAA - CCC (найкращі - найгірші, відповідно) та оновлюються щотижня. MSCI ESG Research розглядає 37 ключових питань ESG, розділених на три складові (екологічна, соціальна та управлінська) та десять тем.

Продовження таблиці 1.2

ISS ESG Ratings & Rankings	Institutional Shareholder Services Inc. (США)	2013	> 5 600	Рейтингова шкала базується на 1-10-му децилях, де оцінка в 1-му децилі вказує на відносно вищу якість практики управління та нижчий ризик управління, тоді як оцінка в 10-му децилі вказує на відносно вищий ризик управління. Методологія аналізує понад 200 факторів, розділених на чотири складові: структура ради директорів, компенсація/винагорода, права акціонерів, аудит та нагляд за ризиками. Кожному фактору надається певна вага залежно від стандартів корпоративного управління в кожному регіоні та впливу на практику корпоративного управління.
Refinitiv ESG Scores	Refinitiv (Сполучене Королівство)	2002	> 12 500	На основі загальнодоступних даних, бали розраховуються з використанням понад 630 показників ESG на рівні компанії, які згруповані в 10 категорій, що формують бали за трьома основними компонентами. Ці категорії включають викиди, інноваційні екологічні продукти, права людини, акціонерів тощо. Оцінка ESG Refinitiv відображає базову структуру даних ESG, враховуючи суттєвість галузі та упередження, пов'язані з розміром компанії.
RepRisk ESG Rating	RepRisk AG (Швейцарія)	2007	> 225 000 (публічних та приватних компаній)	Рейтингова шкала варіюється від AAA до D, з щоденним оновленням. Методологія компанії передбачає відбір релевантних даних з понад 100 000 джерел ЗМІ та зацікавлених сторін, з акцентом на 101 ESG-питанні, які поділяються на екологічні, зв'язки з громадою, відносини з працівниками та корпоративне управління. Для своєї роботи компанія активно залучає штучний інтелект, який опрацьовує інформацію на 23 бізнес мовах світу, перед публікацією кожна інформація перевіряється людиною.

Продовження таблиці 1.2

S&P Global ESG Scores	S&P Global (США), раніше – RobecoSAM AG (Швейцарія)	1999	> 10 000	Бали вимірюються за шкалою від 0 до 100, де 100 - максимальний бал. Бали присуджуються на основі наявності, якості, відповідності та результативності даних за темами ESG. Ці бали розраховуються в рамках щорічної Глобальної оцінки корпоративної стійкості (CSA) S&P, до участі в якій запрошуються всі компанії з досліджуваного кола. Компанії подають відповіді та підтверджуючі докази через онлайн-портал, а дані оцінюються на основі звітності за останній фінансовий рік. Бали та базові рівні даних оновлюються щомісяця, щоб відобразити зміни, які можуть виникнути в результаті поточних дослідницьких процесів.
Sustainalytics	Sustainalytics, a Morningstar company (Нідерланди)	2018	> 16 000	Рейтингова шкала, яку використовує Sustainalytics, - це оцінка за 100-бальною шкалою, яка базується на порівнянні секторів/галузей. Методологія, що використовується, передбачає аналіз ключових питань та показників ESG, які розділені на три теми: екологічні, соціальні та управлінські. Набір питань та показників, що аналізуються, варіюється залежно від галузі, при цьому кожному питанню надається певна вага.

Джерело: складено автором на основі даних з офіційних сайтів організацій, що укладають рейтинги та на основі джерела [5].

Вищенаведена таблиця демонструє велику насиченість ринку провайдерів інформації щодо ESG-критеріїв. Для систематизації рейтингів за типами О. Тивончук запропонувала класифікувати їх за кількома напрямками (див. рисунок 1.1) [6].

Згідно із запропонованим розподілом, рейтинги розрізняються за рівнем охопленням географічним та галузевим. Окремо виділяють спеціалізацію рейтингів, які можуть фокусуватись винятково на певному аспекті цілей сталого

розвитку (тематичні) або відображати дотримання всіх аспектів сталого розвитку (інтегральні). Аналітичні видання, що публікують звіт не завжди подають відкриту чітку методологію формування рейтингу, тому в окрему групу розподіляють рейтинги з прозорою та непрозорою методологією формування.

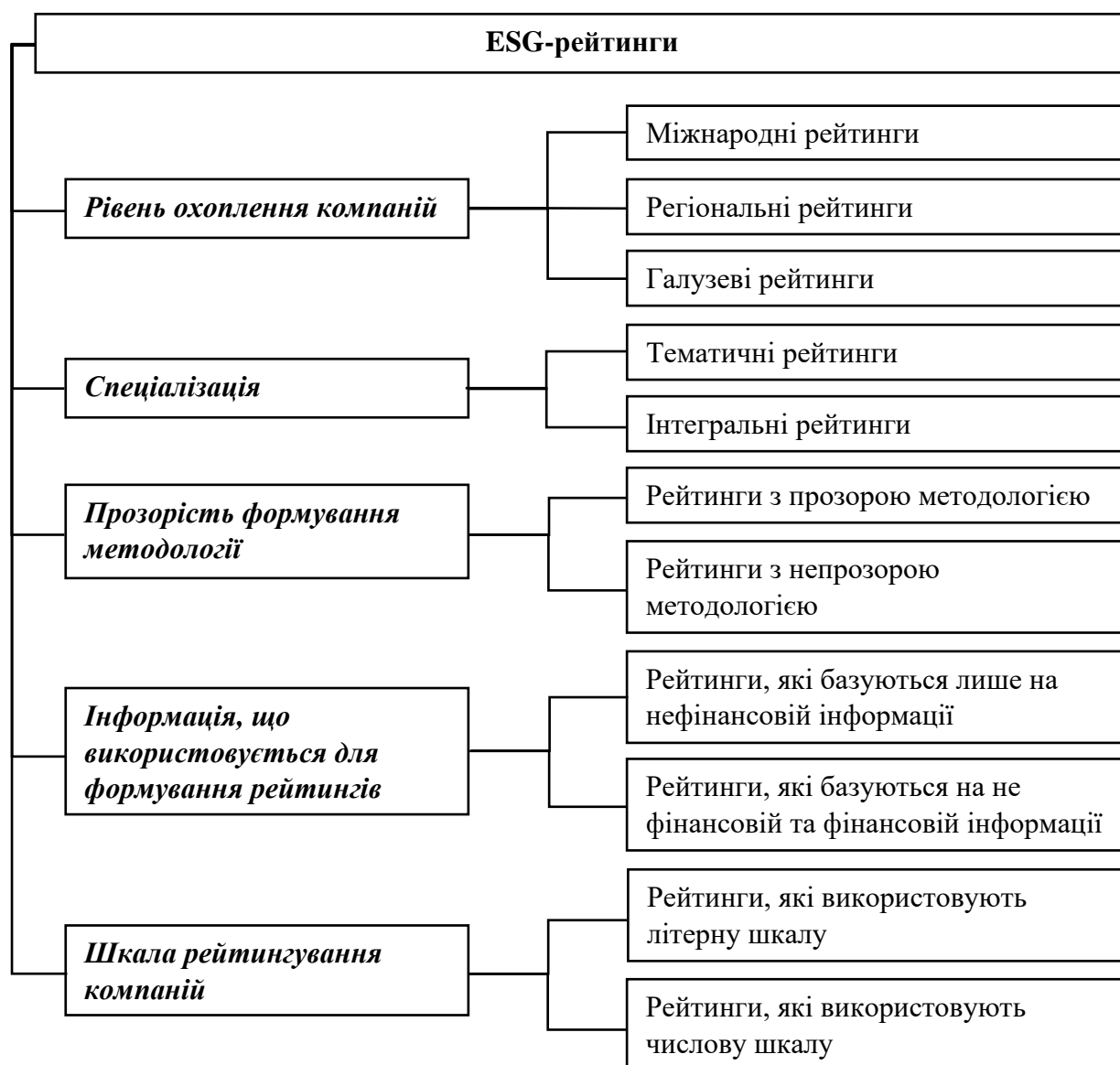


Рисунок 1.1 Класифікація ESG-рейтингів компаній

Джерело: [6].

Рейтинги можуть складатись на основі як фінансової, так і не фінансової інформації. До фінансової інформації можна віднести річні та квартальні звіти компаній, презентації для інвесторів та інша фінансова інформація, яка публікується компанією в різний спосіб. До нефінансової інформації також можна

віднести річні та квартальні звіти компаній щодо дотримання ESG-критеріїв, якості управління, звіти з корпоративної соціальної відповідальності та інші. Сюди також відносять анкети, які надсилаються компанії для заповнення. Окремі рейтинги можуть присвоювати штрафні бали компанії за не заповнення подібних анкет на їхнє прохання.

Рейтинги також різняться шкалою оцінювання. Кожне агентство застосовує власну розроблену шкалу оцінювання. Вона може бути подана у літерному вигляді, до прикладу від «ААА» до «ССС», за аналогією до кредитних рейтингів де потрійне «А» ознака лідера аналізу, а потрійне «С» – найгіршого.

1.3 Методика розрахунку індикаторів ESG та пов'язаних фінансових показників

В рамках проведеного дослідження для відображення ступеня дотримання ESG-критеріїв компаніями відібрано дані, які були розраховані аналітичним агентством Refinitiv. Дана компанія розпочала діяльність із збору інформації про ESG у 2002 році. На основі характеристики різних інформаційних баз щодо ESG-критеріїв (наведено у табл. 1.2), дані цієї компанії були обрані з огляду на порівняно простий доступ, чітко прописану методологію розрахунку, широке охоплення часових рядів та досліджуваних компаній. Також, варто зазначити, що саме це джерело користується великою популярністю серед дослідників даної тематики.

Для обрання досліджуваних фінансових індикаторів, проведено порівняльний аналіз кількох фінансових показників та обрано ті, що на думку автора, будуть найкраще відображати мету дослідження.

Методологія розрахунку ESG-критеріїв від Refinitiv

Refinitiv є міжнародним інтегральним рейтингом з прозорою методологією, який складається на основі фінансової та нефінансової інформації та пропонує

числову: від 1 до 100 (базова), та літерну: A+, A, A-, B+... D, D- (у методології розрахунку наведена таблиця переведення цифрових балів у літерні проміжки), шкали рейтингування. Для обробки інформації Refinitiv залучає понад 700 аналітиків, аналіз проводиться на різних мовах світу. Оновлення загальної бази даних відбувається щотижнево, включно з оновленням оцінок для досліджуваних компаній. Для складання рейтингу аналізується понад 630 показників, які поділені на 186 підгруп, які сукупно становлять 10 категорій (див. Рисунок 1.2).

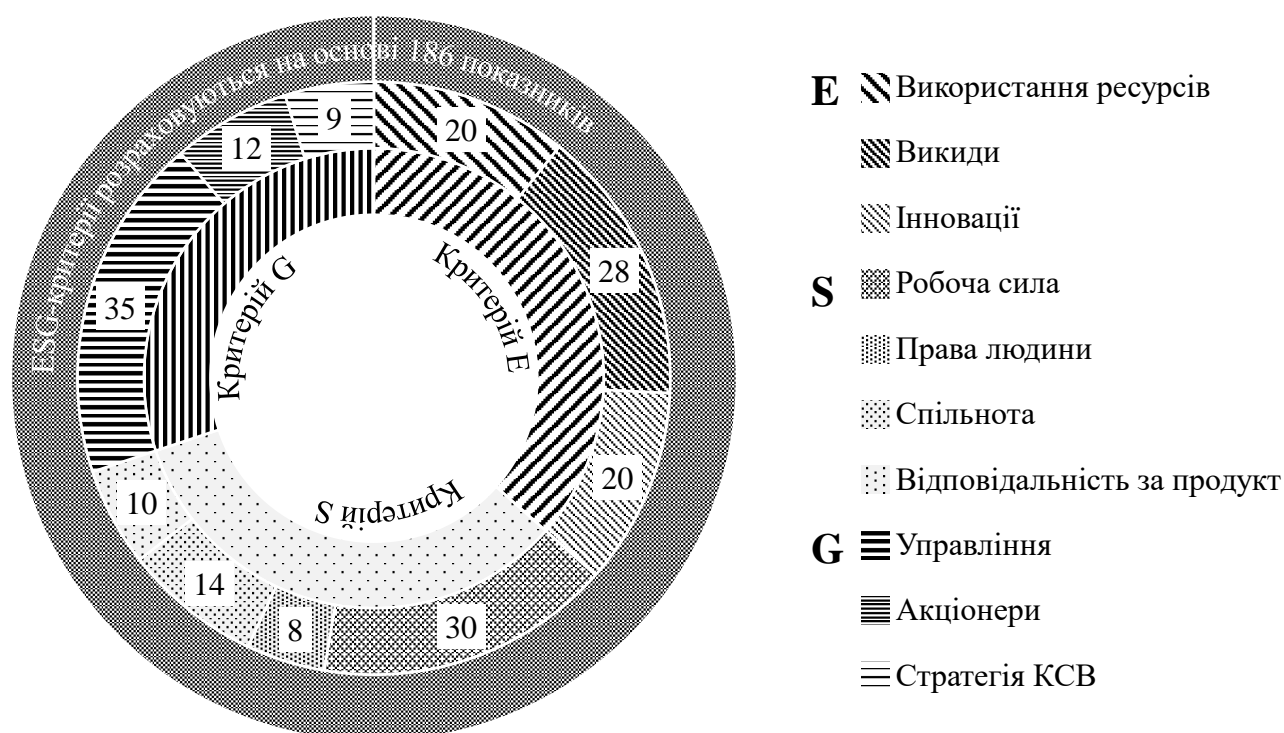


Рисунок 1.2 Структура аналізу показників при складанні ESG-рейтингу аналітичним агентством Refinitiv.

Джерело: складено автором на основі джерела [3]

Оцінки за категоріями зводяться до трьох основних показників - екологічного, соціального та корпоративного управління. Показник ESG є сумою балів за кожною категорією, зважених на відповідні коефіцієнти, які варіюються залежно від галузі для екологічної та соціальної категорій. Для категорії корпоративного управління ваги залишаються однаковими для всіх галузей. Вагомість складових нормується у відсотках в діапазоні від 0 до 100.

Для розрахунку показників Refinitiv використовує булеві вирази та числові дані. До булевих виразів виносять питання, відповідь на які “Так”, “Ні” або “Null”. Наприклад, відповідь на питання: «Чи запровадила компанія політику щодо ефективного використання води?», може бути «Так» (що в цьому випадку буде дорівнювати 1), або «Ні» (що в такому випадку буде дорівнювати 0). Значення «0» також присвоюється при відсутності релевантної інформації. Кожен показник має полярність, що вказує на те, чи він є позитивним або негативним. Наприклад, наявність політики скорочення викидів парникового газу є позитивним (у такому випадку відповідь «Так» дорівнюватиме 1), а наявність екологічних протиріч є негативною (у такому випадку відповідь «Так» або «Null» дорівнюватиме 0) [3].

Числові дані використовуються у тому випадку, коли певний показник публікується у звітах досліджуваною компанією чи іншими компаніями із цієї галузевої групи. За аналогією до булевих виразів, числові дані також мають полярність. Наприклад, більша кількість повторно використаної води є позитивним показником, але більша кількість викидів є негативним показником [3].

Деякі індикатори є галузевими, а отже, не є релевантними для всіх компаній. Якщо індикатор не є релевантним для певного сектору, то він виключається з розрахунку, а його значення вважається нерелевантним (N/R) [3].

Для об'єктивної, неупередженої та достовірної оцінки значимості кожного напрямку ESG для різних галузей, Refinitiv ESG була розроблена та запатентована власна матриця амплітуд яка застосовується на рівні категорій. Важливо зазначити, що значення цих індикаторів є динамічним та автоматично коригується в міру розвитку та зрілості корпоративного розкриття інформації з ESG [3].

Методологія розрахунку фінансових показників

У вже згаданій статті «Доктрина Фрідмана: соціальна відповідальність бізнесу полягає в збільшенні його прибутку» Мілтон Фрідман наголошує на тому, що основна мета компанії – це максимізація прибутку та збільшення вартості компанії [1]. Збільшення прибутку та вартості компанії є основними цілями

бізнесу – тому метою цієї наукової роботи є дослідження впливу ESG-критеріїв на ці метрики компаній. Варто зазначити, що огляд досліджень впливу ESG-критеріїв показав, що саме показники прибутку та дохідності є найбільш затребуваними для вивчення, оскільки відображають основну мету діяльності компанії.

Показники вартості компанії

Базовим показником при розгляді вартості компанії є її ринкова капіталізація. Недоліком показника ринкової капіталізації є його абсолютне значення, що не дозволяє провести порівняльний аналіз із аналогами на ринку. Для приведення до єдиного формату показників застосовуються такі мультиплікатори як, наприклад, відношення ринкової капіталізації до чистого прибутку (Price to Earnings (P/E)), відношення ринкової капіталізації до балансової вартості власного капіталу (Price to Book value of Equity (P/B) або Market to Book (MTB)), Tobins-Q та інші показники.

Розрахунок показника відношення ринкової вартості компанії до її чистого прибутку (P/E) проводиться шляхом ділення ринкової капіталізації компанії на її чистий прибуток. Застосування даного показника накладає певні обмеження для використання у дослідженні. Перш за все, у випадку якщо компанія показала збиток у одному із періодів – це відображається у зміні знаку даного показника на від’ємний. Додатково, розмір отриманого прибутку є чутливою величиною, що сильно залежить від економічної ситуації, основної бізнес-моделі компанії, облікових практик та стандартів складання фінансової звітності, суб’єктивних суджень керівництва та інших факторів, які підвищують ризик завищення/заниження фінансового результату. Економічна стагнація або інші неочікувані фактори, можуть вплинути на розмір отриманого прибутку, що призведе до різкої зміни коефіцієнту, а відтак, то неоднорідності набору даних.

Розрахунок показника відношення ринкової капіталізації компанії до балансової вартості власного капіталу (у даному дослідженні використовується скорочення MTB) здійснюється шляхом ділення ринкової капіталізації на балансову вартість власного капіталу. Інвестори вважають коефіцієнт MTB

корисним, оскільки балансова вартість власного капіталу є відносно стабільним та інтуїтивно зрозумілим показником, який вони можуть легко порівняти з ринковою ціною. Коефіцієнт МТВ також можна використовувати для компаній з позитивною балансовою вартістю і негативним прибутком, оскільки негативний прибуток робить співвідношення ціни до прибутку марним. Компаній з від'ємною балансовою вартістю менше, ніж компаній з від'ємним прибутком.

Однак, коли різняться стандарти бухгалтерського обліку, що застосовуються компаніями, коефіцієнти МТВ можуть бути непорівнянними, особливо для компаній з різних країн. Крім того, коефіцієнт МТВ може бути менш корисним для компаній зі сфери послуг та інформаційних технологій, які мають на своєму балансі мало матеріальних активів. Балансова вартість може стати від'ємною через тривалу серію негативних прибутків, в такому випадку використання коефіцієнту МТВ буде викривляти результати аналізу.

Коефіцієнт Tobins-Q широко застосовується у дослідженнях ESG-критеріїв. Для розрахунку даного показника суму ринкової капіталізації та ринкової вартості зобов'язань ділять на суму балансової вартості власного капіталу та балансової вартості зобов'язань компанії. Розрахунок цього коефіцієнта активно поширював Джеймс Тобін із Єльського університету, однак сам коефіцієнт був запропонований раніше, у 1966 році у праці економіста Ніколаса Калдора. Згідно теорії застосування даного показника, низьке значення, в діапазоні від 0 до 1, означає що витрати на заміщення активів компанії є вищими, аніж ринкова капіталізація, що означає недооцінку вартості компанії. Якщо число вище 1 – це вказує на переоцінку вартості компанії [7].

Недоліком показника Tobins-Q є складність із збором даних, щодо ринкової вартості боргу компанії. У дослідженнях ESG-критеріїв до формули розрахунку цього показника автори часто не додають значення ринкової вартості зобов'язань компанії, через складність розрахунку. Однак даний підхід викривляє першочергову мету цього показника, який таким чином стає відношенням ринкової капіталізації (вартості акціонерного капіталу) до суми активів.

У рамках цього дослідження, для відображення ринкової вартості компанії вирішено взяти показник МТВ. Провівши аналіз позитивних та негативних аспектів кожного із розглянутих показників, МТВ є найбільш вдалим через відсутність проблем із доступом до даних для його розрахунку, а також через достатньо просту його інтерпретацію.

Показники прибутковості компанії

Згідно з класифікацією О. Базилінської, показники прибутковості поділяються на:

- Витратні показники – до цієї категорії показників відносять ті, що характеризують дохідність витрат і показують, скільки прибутку генерує підприємство на кожен грошову одиницю витрат;
- Дохідні показники – ця категорія характеризує ефективність комерційної діяльності та відображають, яку суму прибутку отримує підприємство з кожної грошової одиниці продажу;
- Ресурсні показники описують ефективність використання підприємством ресурсів (активів) та показують величину прибутку, яка припадає на гривню ресурсів [8].

Прикладом витратних показників є рентабельність продукції, яка обчислюється як відношення валового прибутку до собівартості реалізованої продукції. Прикладами дохідних показників є: валова рентабельність, що розраховується як відношення валового прибутку до чистого доходу; операційна рентабельність – відношення операційного прибутку до чистого доходу; чиста рентабельність реалізації – чистий прибуток на чистий дохід; та інші показники. Недоліком згаданих показників є відсутність відображення кількості ресурсів, яка була вкладена у процес виготовлення продукції чи надання послуг.

Для інвестора перш за все важливим показником є дохідність його вкладень. Щоб відобразити дохідність інвестованого капіталу застосовуються ресурсні показники рентабельності. До них відносять: показник дохідності активів (Return

on Assets (ROA)), який розраховується як відношення чистого прибутку до суми активів; показник дохідності власного капіталу (Return on Equity (ROE)) – відношення чистого прибутку до суми власного капіталу; дохідність інвестованого капіталу (Return on Invested Capital (ROIC)), який розраховується як відношення чистого прибутку до суми інвестованого капіталу; та інші показники. Усі 3 згадані показники дохідності ресурсів активно використовуються у дослідженнях ESG-показників. У рамках цього дослідження як незалежні змінні використано показники ROA та ROE. Недоліком показника ROIC є проблема з отриманням достовірних даних щодо інвестованого капіталу, тому цей показник не взято для дослідження.

Опис контрольних змінних

У цьому дослідженні також використані інші фінансові показники, які є контрольними змінними. Контрольні змінні (англ. control variables) – це фактори, які змінюються або регулюються з метою виключення їх впливу на залежну змінну та забезпечення більш точного визначення впливу основних змінних на залежну змінну.

У моделі контрольні змінні включаються як окремі фактори, які можуть впливати на залежну змінну. При цьому, вони не є головними змінними дослідження, а використовуються для управління та мінімізації впливу інших факторів на результати дослідження. Контрольні змінні покликані підвищити внутрішню валідність дослідження, що допомагає встановити кореляційний зв'язок між змінними і уникнути упередженості дослідження.

Для контролю розміру компаній у вибірці взято суму активів компанії. Для приведення її до універсальних величин та з метою зменшення розмірності значень, взято натуральний логарифм цього показника. Обрання цієї змінної як контрольної спостерігається також і у інших дослідженнях впливу показників ESG-критеріїв [9]–[12].

Для додавання фактору фінансового левериджу в дослідження використано показник відношення боргу до власного капіталу (Debt to Equity (D/E)). Цей показник виміряє ступінь фінансування діяльності компанії з боргового капіталу чи власних ресурсів. Коефіцієнт розраховується шляхом ділення суми зобов'язань компанії на суму власного капіталу. У парі із сумою усіх активів, цей показник активно використовується у дослідженнях [9], [10], [12].

Ще одним показником, який застосовується як контрольна змінна є показник інтенсивності капітальних витрат. Обрання даного показника базовано на припущенні, що для розвитку ESG-критеріїв компанії будуть нести додаткові капітальні витрати. Розрахунок цього показника відбувається шляхом ділення суми капітальних витрат на суму всіх активів. Цей показник також використано у дослідженні [9].

Висновки до розділу

В даному розділі розглянуто сутність та основні складові ESG-критеріїв, досліджено методику визначення кожного елементу та зроблено узагальнення різних аспектів діяльності компанії, які цей показник охоплює. Проаналізовано проблему вимірювання та контролю за дотриманням ESG-критеріїв, здійснено огляд ключових аналітичних організацій, що здійснюють комплексну оцінку компаній за низкою ESG-показників.

У п. 1.3 проведено огляд методології розрахунку ступеня дотримання ESG-критеріїв. Зроблено методологічний аналіз фінансових показників, які використовуються у проведеному дослідженні як залежні та контрольні змінні. Надано методологію розрахунку цих показників.

РОЗДІЛ 2.

ЕМПІРИЧНА ОЦІНКА ВПЛИВУ ДОТРИМАННЯ ESG-КРИТЕРІЇВ НА ФІНАНСОВІ ПОКАЗНИКИ КОМПАНІЙ

У цьому розділі проведено загальний статистичний аналіз обраних ESG та фінансових показників для дослідження. Надано опис загальної методології проведеного дослідження на основі моделей панельних даних. В останньому пункті розділу узагальнено результати здійсненого аналізу та економетричного дослідження взаємозв'язку між ESG-критеріями та фінансовими показниками компаній.

2.1 Статистичний аналіз ESG-метрик та фінансових показників обраних компаній

Індекс S&P 500 вважається одним з найбільш популярних показників для дослідження ринку акцій американських компаній з великою капіталізацією. Згідно з дослідженням «Щорічний огляд активів», яке проводиться організацією S&P Dow Jones Indices, сукупна вартість активів, що входять у склад індексу становила приблизно 7,1 трильйона доларів США (станом на 31 грудня 2021 року). Індекс включає 500 провідних компаній США і охоплює приблизно 80% наявної ринкової капіталізації компаній США [13].

Для дослідження була сформована база даних із показниками взятих із фінансової звітності кожної з 500-та компаній у період із 2002 по 2021 роки. Загальна початкова кількість компанія-рік спостережень становить 9 500. Джерелом фінансових даних є ресурс Capital IQ [14].

Для формування бази даних із оцінками ESG: сукупний фактор ESG та окремо екологічний, соціальний та управлінський фактори, використано ресурс

Refinitiv [15]. Часовий проміжок з 2002 по 2021 роки. Загальна кількість спостережень 7 990.

Для проведення дослідження, до вибірки було включено компанії, для яких були присутні дані по усіх змінних у періоді з 2012 по 2020 роки. У той же час, до вибірки не були включені компанії, для яких не були доступні дані мінімум за 1 період, для будь якої змінної. Обрання часового проміжку з 2012 по 2020 роки дозволило зібрати максимально можливу кількість спостережень, які формують збалансований набір панельних даних. Загальна кількість спостережень використаних у дослідженні становить 3 555 (9 років, 395 компанії).

Для розрахунку фінансових показників на основі даних із фінансової звітності було використано формули наведені у пункті 1.3 Розділу 1 даної роботи. У таблиці 2.1 наведені умовні позначення для змінних, що використовуються у дослідженні.

Таблиця 2.1 Умовні позначення змінних

Назва змінної	Позначення змінної у моделі	№ моделей, у яких застосовується
<i>Залежні змінні</i>		
Відношення ринкової капіталізації до балансової вартості власного капіталу	MTB	1 - 4
Дохідність активів	ROA	5 - 8
Дохідність власного капіталу	ROE	9 - 12
<i>Незалежні змінні</i>		
Комплексна ESG-оцінка	ESG	1, 5, 9
Оцінка екологічної складової	ENV	2, 6, 10
Оцінка соціальної складової	SOC	3, 7, 11
Оцінка управлінської складової	GOV	4, 8, 12
<i>Контрольні змінні</i>		
Сума активів (натуральний логарифм)	LN_TOT_ASTS	1 - 12
Показник відношення боргу до власного капіталу	D_E	1 - 12
Показник інтенсивності капітальних витрат	CAP_INT	1 - 12

Джерело: складено автором.

У таблиці 2.2 подано описову статистику змінних, використаних у дослідженні. Для залежних змінних ROE та MTB можна простежити великий розкид даних: медіанне значення для показника ROE складає 0,14, водночас

мінімальне та максимальне -14,29 та 6,22. Для показника МТВ медіанне значення складає 3,03, мінімальне та максимальне -49,74 та 85,48, відповідно. Такий розкид пов'язаний із наявністю кількох нетипових значень. Причиною такого відчуження в усіх випадках є низьке значення показника власного капіталу, що є наслідком накопичення на статі балансу збитків, що в сумі веде до низьких, або й взагалі від'ємних значень власного капіталу. Ще одним показником, який має подібну екстремальну структуру розподілу є контрольна змінна D_E, у якої медіанне значення дорівнює 1,48, а мінімальне та максимальне -68,29 та 67,31, відповідно. Дані відхилення є причиною гетероскедастичності в моделях. Однак, у наукових статтях [9]–[12], у яких використовуються ці ж змінні під час проведення дослідження, виникали подібні труднощі – тому було прийняте рішення продовжити дослідження із цим набором даних, а подальші проблеми, що виникають у моделі вирішувати математичними методами.

Таблиця 2.2 Описова статистика змінних

	Середнє	Медіана	Мінімальне знач.	Максимальне знач.	1-й перцентиль	3-й перцентиль	Стандартне відхилення	Кількість спостережень
ROA	0,06	0,05	-0,57	0,53	0,02	0,09	0,07	3555
ROE	0,15	0,14	-14,29	6,22	0,08	0,23	0,50	3555
MTB	4,36	3,03	-49,74	85,48	1,85	5,29	6,40	3555
ESG	57,54	59,72	1,90	93,82	44,99	71,40	18,03	3555
ENV	51,68	56,96	0,00	98,55	30,60	74,60	27,12	3555
SOC	59,64	60,90	0,26	98,94	45,18	75,81	20,29	3555
GOV	59,76	62,16	0,70	99,48	45,10	75,62	20,25	3555
LN_TOT_ASTS	9,96	9,87	3,89	15,03	8,96	10,79	1,43	3555
D_E	2,36	1,48	-68,29	67,31	0,79	2,81	4,52	3555
CAP_INT	0,23	0,07	0,00	9,21	0,03	0,19	0,49	3555

Джерело: складено автором на основі даних [14], [15].

Аналіз ESG-критеріїв показав, що серед усіх показників найнижчі бали припадають на критерій екології. Медіана екологічного критерію дорівнює 56,96, коли соціальний та управлінський критерії 60,90 та 62,16, відповідно. Аналіз історичної зміни критеріїв показав тренд на загальне зростання показників у період з 2012 по 2020 роки, що може бути поясненим перевагами інвестування в ESG: зростанням прибутковості, зниженням ризиків, доступом до дешевшого фінансування та зростанням пізнаваності бренду. За цей час комплексна середня оцінка ESG серед досліджуваних компаній зросла на 35% з 49 до 67 балів, оцінка екологічної складової показала найвищий темп зростання на 42%, таким чином підвищившись з 44 до 62 балів, соціальна складова – 37% з 51 до 70 балів, а управлінська складова показала найнижчий темп зростання в 23% збільшившись із 53 до 65 балів.

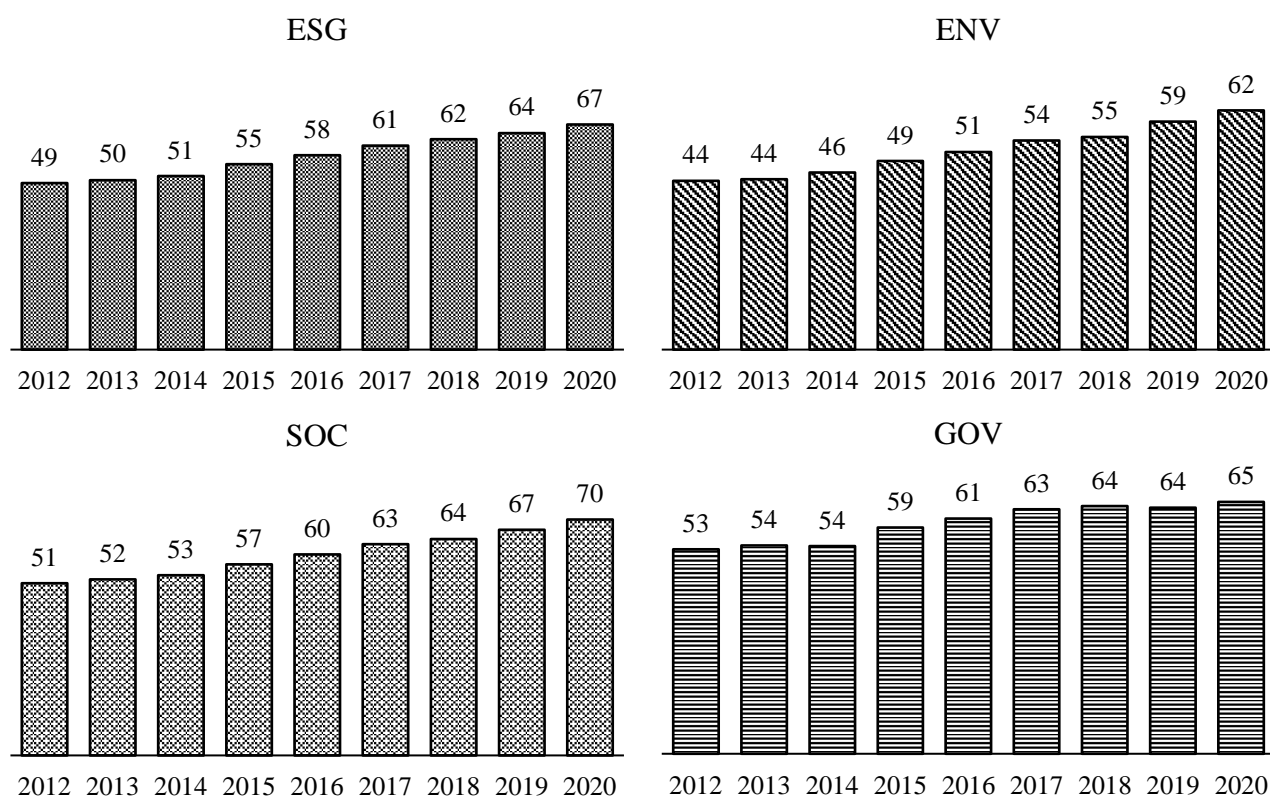


Рисунок 2.1 Зміна середнього значення ESG-критерії по компаніях у часі.

Джерело: складено автором на основі даних [15].

2.2 Методологічні засади оцінювання впливу показників ESG на фінансові показники діяльності компаній

Загальна методологія аналізу панельних даних

Це дослідження має на меті емпірично дослідити вплив дотримання високих ESG-стандартів (показників) на фінансові показники компанії. Інструментом для дослідження обрано лінійну регресію на основі панельних даних. Даний тип моделі широко застосовується у подібних дослідженнях. Однією з основних причин такої розповсюдженості даного підходу до моделювання є короткий часовий ряд ESG-критеріїв та фінансових показників різних компаній.

Панельними можна назвати такі дані, що є спостереженням за певною ознакою об'єктів однієї сукупності (наприклад: індивідууми, домашні господарства, фірми, регіони, країни, компанії тощо) протягом рівновіддалених проміжків часу [16], що фактично є комбінацією варіаційних (крос-секційних) та часових рядів.

Використання моделей панельних даних дозволяє будувати та оцінювати більш складні та більш реалістичні моделі, ніж просто моделі, у яких застосовуються окремо часові або крос-секційні дані [16]. Також обрана модель дозволяє краще враховувати вплив інших змінних на досліджуваний ефект, що зменшує ризик отримання помилкових результатів пов'язаних із ендогенністю та співвідношенням між змінними. При використанні моделі панельних даних зникає проблема недостатньої кількості спостережень, а також з'являється можливість досліджувати зміни факторів на різних рівнях, включаючи індивідуальні або часові ефекти.

В загальному вигляді модель панельних даних може бути представлена у вигляді:

$$Y_{it} = \alpha + X'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

де Y_{it} – значення досліджуваного показника для i -го об'єкта в t -й період часу; ε_{it} збурення для i -го об'єкта в t -й період часу; β_{it} – параметри моделі, що вимірюють часові ефекти від зміни X'_{it} в період t для певного i [16].

Загальне рівняння моделі аналізу панельних даних розподіляється на два напрями: модель із фіксованими ефектами та моделі з випадковими ефектами. Різниця між згаданими типами моделей полягає у розгляді компонентів збурень як фіксовані величини (наприклад: із застосуванням даммі змінних) чи як випадкові величини.

Загальне рівняння моделі панельних даних із фіксованими ефектами (fixed effects models) можна подати у вигляді [16]:

$$Y_{it} = \mu_i + X'_{it} * \beta_{it} + v_{it} \quad (2.2)$$

де μ_i позначає неспостережувані специфічні індивідуальні ефекти для i -го об'єкта; v_{it} – позначає залишкові шуми для i -го об'єкта в t -й період часу. Особливістю цієї моделі є відсутність спільного перетину α , оскільки його наявність веде до пастки досконалої мультиколінеарності.

Загальне рівняння моделі панельних даних із випадковими ефектами (random effects models) можна подати у вигляді [16]:

$$Y_{it} = \alpha + X'_{it} * \beta + \mu_i + v_{it} \quad (2.3)$$

де α є спільним перетином. У даному типу моделей μ_i тлумачиться як випадкові величини, що мають нульове математичне сподівання, а збурення v_{it} некорельованими для різних періодів часу.

Для визначення, який з із двох типів моделі, з фіксованими ефектами чи з випадковими, обирати для застосування в аналізі використовують тест Хаусмана (Hausman test). Нульова гіпотеза тесту – припущення щодо відсутності кореляції між індивідуальними ефектами та пояснюючими змінними моделі [16]. Принцип роботи тесту Хаусмана полягає у порівнянні двох оцінок параметрів регресії: одна з них є ефективною (отримана з моделі з фіксованими ефектами), а інша -

неефективною (отримана з моделі з випадковими ефектами). Значима різниця між даними двома типами оцінок означає, що слід відкинути нульову гіпотезу про відсутність кореляції між індивідуальними ефектами μ_i і пояснюючими змінними X'_{it} моделі [16]. У такому випадку, при відкиданні нульової гіпотези, модель із фіксованими значеннями є більш вдалою до використання в аналізі.

Специфікація

Для дослідження впливу дотримання ESG-критеріїв на фінансові показники компаній використано 3 показники МТВ (Market to Book ratio): відношення ринкової вартості акціонерного капіталу до балансової вартості акціонерного капіталу, ROA (Return on Assets): дохідність активів та ROE (Return on Equity): дохідність власного капіталу. Дані показники широко застосовуються в дослідженнях [10], [12], [17]–[19].

Для незалежних змінних застосували сукупний показник ESG (познач. ESG), а також окремо показники дотримання екологічних, соціальних та управлінських критеріїв (познач. ENV, SOC, GOV відповідно). Оскільки, сукупний показник ESG розраховується на основі середньозваженого показників екологічного, соціального та управлінського аспектів для уникнення кореляції побудовано окремі моделі для кожної незалежної змінної. Для наочного спостереження кореляції побудовано матриці кореляції, які наведено у таблицях 2.3 – 2.5.

Для контрольних змінних використано показник сукупної вартості активів, який поданий у вираженні натурального логарифму (познач. LN_TOT_ASTS), показник фінансового левериджу (Debt-to-Equity ratio) (познач. D_E) та показник інтенсивності капітальних витрат (познач. CAP_INT).

Таким чином, загальні рівняння досліджуваних моделей наступні:

$$1. \text{MTB}_{it} = \alpha + \text{ESG}'_{it} * \beta_{it} + \text{LN_TOT_ASTS}'_{it} * \beta_{it} + \text{D_E}'_{it} * \beta_{it} + \text{CAP_INT}'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.4)$$

$$2. \text{MTB}_{it} = \alpha + \text{ENV}'_{it} * \beta_{it} + \text{LN_TOT_ASTS}'_{it} * \beta_{it} + \text{D_E}'_{it} * \beta_{it} + \text{CAP_INT}'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.5)$$

$$3. \text{MTB}_{it} = \alpha + \text{SOC}'_{it} * \beta_{it} + \text{LN_TOT_ASTS}'_{it} * \beta_{it} + \text{D_E}'_{it} * \beta_{it} + \text{CAP_INT}'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.6)$$

$$4. \text{MTB}_{it} = \alpha + \text{GOV}'_{it} * \beta_{it} + \text{LN_TOT_ASTS}'_{it} * \beta_{it} + \text{D_E}'_{it} * \beta_{it} + \text{CAP_INT}'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.7)$$

$$5. ROA_{it} = \alpha + ESG'_{it} * \beta_{it} + LN_TOT_ASTS'_{it} * \beta_{it} + D_E'_{it} * \beta_{it} + CAP_INT'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.8)$$

$$6. ROA_{it} = \alpha + ENV'_{it} * \beta_{it} + LN_TOT_ASTS'_{it} * \beta_{it} + D_E'_{it} * \beta_{it} + CAP_INT'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.9)$$

$$7. ROA_{it} = \alpha + SOC'_{it} * \beta_{it} + LN_TOT_ASTS'_{it} * \beta_{it} + D_E'_{it} * \beta_{it} + CAP_INT'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.10)$$

$$8. ROA_{it} = \alpha + GOV'_{it} * \beta_{it} + LN_TOT_ASTS'_{it} * \beta_{it} + D_E'_{it} * \beta_{it} + CAP_INT'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.11)$$

$$9. ROE_{it} = \alpha + ESG'_{it} * \beta_{it} + LN_TOT_ASTS'_{it} * \beta_{it} + D_E'_{it} * \beta_{it} + CAP_INT'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.12)$$

$$10. ROE_{it} = \alpha + ENV'_{it} * \beta_{it} + LN_TOT_ASTS'_{it} * \beta_{it} + D_E'_{it} * \beta_{it} + CAP_INT'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.13)$$

$$11. ROE_{it} = \alpha + SOC'_{it} * \beta_{it} + LN_TOT_ASTS'_{it} * \beta_{it} + D_E'_{it} * \beta_{it} + CAP_INT'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.14)$$

$$12. ROE_{it} = \alpha + GOV'_{it} * \beta_{it} + LN_TOT_ASTS'_{it} * \beta_{it} + D_E'_{it} * \beta_{it} + CAP_INT'_{it} * \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.15)$$

Кореляційний аналіз

Кореляційний аналіз показав, що між усіма незалежними змінними існує позитивна статистично значуща в 100% інтервалі кореляція. Зв'язок більше 0,7 простежується між змінними ESG та ENV, ESG та SOC, ESG та GOV (зв'язок близький до 0,7), ENV та SOC, що свідчить про сильну кореляцію. Серед інших незалежних змінних простежується слабка кореляція.

Таблиця 2.3 подає кореляційний аналіз для залежної змінної МТВ. Залежна змінна позитивно, однак не значущо, корелює із залежними змінними ESG, ENV, SOC. Для змінної GOV із незалежною змінною існує негативна кореляція, яка є значуща (в 10% інтервалі довіри). Кореляційний зв'язок між залежною та незалежними змінними є дуже слабким. Із контрольними змінними існує слабка позитивна залежність у D_E, яка є значущою (в 0,1% інтервалі довіри). Із змінною LN_TOT_ASTS існує слабка негативна статистично значуща (в 0,1% інтервалі довіри) залежність. Змінна CAP_INT має дуже слабку негативну кореляцію із залежною змінною, зв'язок значущий (в 5% інтервалі довіри).

У табл. 2.4 зображено матриця кореляції для залежної змінної ROA. Результати аналізу свідчать про наявність дуже слабкого зв'язку між залежною та незалежними змінними. Для незалежних змінних: ESG зв'язок статистично незначущий, ENV – значущий (в 1% інтервалі довіри) та SOC – значущий (в 10% інтервалі довіри), кореляція є негативною. Для змінної GOV простежується позитивний кореляційний статистично значущий зв'язок (в 5% інтервалі довіри).

Із контрольною змінною LN_TOT_ASTS існує слабкий негативний зв'язок, із змінними D_E та CAP_INT зв'язок є дуже слабким. Із усіма контрольними змінними зв'язок є статистично значущий (в 0,1% інтервалі довіри).

Таблиця 2.3 Аналіз кореляції залежної змінної MTB

	MTB	ESG	ENV	SOC	GOV	LN_TOT_ ASTS	D_E	CAP_INT
MTB	1							
ESG	0.004	1						
ENV	0.021	0.850***	1					
SOC	0.018	0.881***	0.722***	1				
GOV	-0.029°	0.660***	0.364***	0.344***	1			
LN_TOT_ASTS	-0.213***	0.202***	0.231***	0.194***	0.081**	1		
D_E	0.381***	0.014	0.057**	0.019	-0.012	0.302***	1	
CAP_INT	-0.085**	0.029°	0.072**	-0.017	0.029°	0.026	-0.037*	1

Примітка: р-значення статистично значуще: *** – 0.001, ** – 0.01, * – 0.05, ° – 0.1

Джерело: розрахунки автора на основі даних [14], [15].

Таблиця 2.4 Аналіз кореляції залежної змінної ROA

	ROA	ESG	ENV	SOC	GOV	LN_TOT_ ASTS	D_E	CAP_INT
ROA	1							
ESG	-0.013	1						
ENV	-0.044**	0.850***	1					
SOC	-0.031°	0.881***	0.722***	1				
GOV	0.036*	0.660***	0.364***	0.344***	1			
LN_TOT_ASTS	-0.272***	0.202***	0.231***	0.194***	0.081**	1		
D_E	-0.189***	0.014	0.057**	0.019	-0.012	0.302***	1	
CAP_INT	-0.153***	0.029°	0.072**	-0.017	0.029°	0.026	-0.037*	1

Примітка: р-значення статистично значуще: *** – 0.001, ** – 0.01, * – 0.05, ° – 0.1

Джерело: розрахунки автора на основі даних [14], [15].

Кореляційний аналіз для залежної змінної ROE поданий у таблиці 2.5. По аналогії із іншими залежними змінними кореляційний зв'язок ROE із незалежними змінними є дуже слабким. Для ESG, SOC та GOV кореляція є негативною, із ENV кореляція є позитивною, зв'язок статистично незначущим. Із контрольною змінною

D_E простежується позитивний слабкий статистично значущий зв'язок (в 0,1% інтервалі довіри). Із контрольними змінними LN_TOT_ASTS та CAP_INT простежується негативний статистично значущий зв'язок (в 0,1% інтервалі довіри) із залежною змінною.

Таблиця 2.5 Аналіз кореляції для залежної ROE

	ROE	ESG	ENV	SOC	GOV	LN_TOT_ ASTS	D_E	CAP_INT
ROE	1							
ESG	-0.003	1						
ENV	0.022	0.850***	1					
SOC	-0.011	0.881***	0.722***	1				
GOV	-0.018	0.660***	0.364***	0.344***	1			
LN_TOT_ASTS	-0.074**	0.202***	0.231***	0.194***	0.081**	1		
D_E	0.231***	0.014	0.057**	0.019	-0.012	0.302***	1	
CAP_INT	-0.061**	0.029°	0.072**	-0.017	0.029°	0.026	-0.037*	1

Примітка: р-значення статистично значуще: *** – 0.001, ** – 0.01, * – 0.05, ° – 0.1

Джерело: розрахунки автора на основі даних [14], [15].

Результати тестів

Перед початком проведення регресійного аналізу на основі зібраних даних був проведений тест Хаусмана на специфікацію моделей для кожної змінної. Для усіх регресійних рівнянь тест показав, що модель із фіксованими ефектами краще підходить для опису взаємозв'язків між змінними. Результати тесту подані у таблицях із результатами моделювання (таблиці 2.6 – 2.8).

Для визначення наявності автокореляції в моделі застосовано тест Бреуша-Годфрі/Вулдріджа. Нульова гіпотеза цього тесту – відсутність автокореляції в усіх порядках. Результати тесту показали наявність автокореляції для усіх регресійних рівнянь. Проблема автокореляції може бути значною для інтерпретації результатів у моделях із великими наборами часових рядів, однак вона не є проблемою для моделей із короткими наборами часових рядів (у цьому дослідженні часовий ряд становить 9 років, що можна вважати коротким часовим проміжком).

Для визначення наявності гетероскедастичності (нерівномірного розподілу залишків регресії) в моделі проведено тест Бреуша-Пагана. Нульовою гіпотезою тесту є відсутність гетероскедастичності. Для усіх регресійних рівнянь цей тест показав її наявність. Гетероскедастичність є серйозною проблемою для інтерпретації результатів регресії. Варто зазначити, що її наявність є доволі поширеною для дослідження впливу ESG-критеріїв на фінансові показники компаній.

Автори досліджень по-різному підходять до її вирішення, застосовуючи тести, які враховують проблему гетероскедастичності в моделі панельних даних, або використовують інший тип моделей у своєму аналізі. Так, наприклад, автори дослідження [12] для вирішення проблеми застосували корекцію Вайта (White robust correction (vcovHC)); автори ще одного дослідження [20], щоб виправити проблеми, двічі кластеризували стандартну похибку на основі фірми та року; в дослідженні [10] автори застосували узагальнений метод найменших квадратів, для отримання більш точних результатів та подолання проблеми гетероскедастичності.

Для врахування проблеми гетероскедастичності, у цьому дослідженні, була застосована корекція Вайта (White robust correction (vcovHC)). Корекція Вайта полягає у коригуванні дисперсії за допомогою «надійного оцінювача» (прим. автора, від слова robust), що дозволяє нівелювати проблему автокореляції та гетероскедастичності. Цей оцінювач є "надійним", оскільки він коригує нерівну дисперсію та серійну кореляцію в помилках, що є типовими у панельних даних. Корекція Вайта бере ці фактори до уваги, використовуючи змінений оцінювач дисперсії, який коригує нерівну дисперсію та автокореляцію в помилках.

Таким чином, результати тесту Хаусмана для усіх досліджуваних моделей показали, що застосування моделі із фіксованими ефектами краще підходить для обраного набору даних. Проведені статистичні тести свідчать про наявність автокореляції та гетероскедастичності. Для нівелювання проблеми автокореляції та гетероскедастичності застосовано корекцію Вайта.

2.3 Емпіричний аналіз взаємозв'язку між критеріями ESG та фінансовими показниками

У таблиці 2.6 подано результати регресійного аналізу для змінної МТВ. Результати усіх 4-х рівнянь показали значущість незалежних змінних.

Таблиця 2.6 Результати регресійного аналізу для залежної змінної МТВ

№ моделі	Залежна змінна: МТВ			
	1	2	3	4
ESG	0.0108***			
	1.085			
ENV		0.0132°		
		1.942		
SOC			0.0127**	
			2.666	
GOV				-0.0075°
				-0.879
LN_TOT_ASTS	-1.7376***	-1.7649***	-1.7437***	-1.7081***
	-10.212	-10.142	-10.132	-10.162
D_E	0.7029***	0.7014***	0.7031***	0.7005***
	7.213	7.221	0.000	7.195
CAP_INT	-0.7499***	-0.7896***	-0.7286***	-0.7326***
	-4.109	-4.263	-4.063	-4.049
Кл. спостережень	3555	3555	3555	3555
R-квадрат скор.	0.2822	0.2843	0.2829	0.2820
Тест Хаусмана	0.0000	0.0000	0.0008	0.0000
Примітка: р-значення статистично значуще: *** – 0.001, ** – 0.01, * – 0.05, ° – 0.1 Значення t-статистики подане під коефіцієнтом при змінній				

Джерело: розрахунки автора на основі даних [14], [15].

Коефіцієнт при незалежній змінній ESG дорівнює 0,0108 (значуща в 0,1% інтервалі довіри), що свідчить про прямий вплив на показник МТВ. Незалежні змінні ENV (значуща в 10% інтервалі довіри) та SOC (значуща в 5% інтервалі довіри) також мають прямий вплив на показник МТВ. Обидві змінні сильніше впливають на МТВ аніж сукупний показник ESG. Причиною цього є незалежна змінна GOV (значуща в 10% інтервалі довіри), яка має обернений зв'язок із залежною змінною.

У згаданих дослідженнях, в пункті 1.3 розділу 1, зв'язок показника GOV із ринковою капіталізацією має прямий напрям, однак його абсолютний вплив є

незначним (менше 0,01 в середньому). Поясненням негативного зв'язку в цьому дослідженні може бути недосконалість показника МТВ, на який діють як ринкові фактори (за формулою ринкова вартість власного капіталу) так і внутрішні фактори діяльності компанії (за формулою балансова вартість власного капіталу). Пошук більш детального пояснення негативного зв'язку потребує проведення додаткового дослідження.

Усі контрольні змінні є значущими в 0,1% інтервалі довіри. Обидві змінні LN_TOT_ASTS та CAP_INT мають стійкий обернений вплив в усіх 4-х рівняннях з коефіцієнтами в діапазонах 1.7 – 1.8 та 0,7 – 0,8 відповідно. Водночас змінна D_E здійснює прямий позитивний вплив на показник МТВ: в усіх 4-х рівняннях коефіцієнт при змінні становить 0,7. Вплив контрольних змінних на показник МТВ (залежну) є значно більшим аніж вплив незалежних факторів.

Регресійний аналіз для залежної змінної ROA, що поданий в таблиці 2.7, показав слабку пряму залежність між показниками ESG. Значення коефіцієнта при ESG (змінна значуща в 0,1% інтервалі довіри) дорівнює 0,0001. Таке ж значення і для коефіцієнта при ENV (змінна значуща в 5% інтервалі довіри). Коефіцієнт при змінні GOV становить 0.0002 (значуща в 10% інтервалі довіри). Змінна SOC є статистично незначущою.

Коефіцієнти при контрольних змінних також знизились порівняно із результатами для залежної змінної МТВ. Усі змінні показали обернений зв'язок із залежною змінною ROA. Коефіцієнт при LN_TOT_ASTS (значуща в 100% інтервалі) в усіх 4-х рівняннях становить близько 0,012. Коефіцієнт при D_E дорівнює 0,0019 (статистична значущість в 10% інтервалі) в усіх рівняннях. Коефіцієнт при CAP_INT дорівнює 0.022 (значущість в 0,1% інтервалі) для усіх рівнянь.

Таблиця 2.7 Результати регресійного аналізу для залежної змінної ROA

№ моделі	Залежна змінна: ROA			
	5	6	7	8
ESG	0.0001***			
	1.056			
ENV		0.0001**		
		0.811		
SOC			0.0000	
			0.221	
GOV				0.0002°
				1.711
LN_TOT_ASTS	-0.0120***	-0.0120***	-0.0118***	-0.0119***
	-4.836	-4.764	-4.655	-4.743
D_E	-0.0019**	-0.0019**	-0.0019**	-0.0019**
	-2.999	-3.026	0.000	-2.975
CAP_INT	-0.0222***	-0.0224***	-0.0221***	-0.0223***
	-6.505	-6.478	-6.465	-6.341
Кл. спостережень	3555	3555	3555	3555
R-квадрат скор.	0.1101	0.1096	0.1091	0.1117
Тест Хаусмана	0.0188	0.0227	0.0000	0.0326
Примітка: р-значення статистично значуще: *** – 0.001, ** – 0.01, * – 0.05, ° – 0.1 Значення t-статистики подане під коефіцієнтом при змінній				

Джерело: розрахунки автора на основі даних [14], [15].

Результати аналізу залежної змінної ROE показали, що зв'язок із незалежними є сильнішим, аніж при змінній ROA, однак коефіцієнти при змінних є малими. Результат при незалежній змінній SOC не є значущим, що також спостерігалось для залежної змінної ROA. Такі результати можуть свідчити про відсутність впливу соціального критерію на показники прибутковості. Коефіцієнт при незалежній змінній ESG становить 0,0006 (значуща в 1% інтервалі довіри). Коефіцієнт при змінній ENV становить 0,0008 (значуща в 5% інтервалі довіри). Змінна GOV має обернений зв'язок, що простежувалось для залежної змінної MTB, коефіцієнт при змінній 0,0002 (значуща в 1% інтервалі довіри).

Контрольні змінні LN_TOT_ASTS (значуща в 1% інтервалі довіри) та CAP_INT (значуща в 0,1% інтервалі довіри) мають обернений зв'язок. Коефіцієнти при змінних знаходяться у діапазоні 0,055 – 0,059 та 0,047 – 0,050, відповідно.

Змінна D_E (значуща в 10% інтервалі довіри) має прямий зв'язок із залежною змінною ROE, коефіцієнти при змінні дорівнюють 0,030.

Таблиця 2.8 Результати регресійного аналізу для залежної змінної ROE

№ моделі	Залежна змінна: ROE			
	9	10	11	12
ESG	0.0006**			
	1.144			
ENV		0.0008*		
		2.393		
SOC			0.0002	
			0.389	
GOV				-0.0002**
				-0.329
LN_TOT_ASTS	-0.0571**	-0.0590**	-0.0563**	-0.0558**
	-2.753	-2.829	-2.706	-2.723
D_E	0.0306°	0.0305°	0.0306°	0.0305°
	1.654	1.652	0.000	1.651
CAP_INT	-0.0478***	-0.0504***	-0.0472***	-0.0472***
	-4.161	-4.357	-4.164	-4.085
Кл. спостережень	3555	3555	3555	3555
R-квадрат скор.	0.0766	0.0781	0.0763	0.0763
Тест Хаусмана	0.0077	0.0085	0.0310	0.0083
Примітка: р-значення статистично значуще: *** – 0.001, ** – 0.01, * – 0.05, ° – 0.1 Значення t-статистики подане під коефіцієнтом при змінній				

Джерело: розрахунки автора на основі даних [14], [15].

Результати регресійних рівнянь показали наявність статистично значущого, але несуттєвого в абсолютному вираженні зв'язку між ESG-критеріями та обраними фінансовими показниками. При цьому, вплив ESG-критеріїв на змінну МТВ є сильнішим аніж на змінні ROA та ROE. Незалежна змінна SOC була статистично незначуща в рівняннях з залежними змінними ROA та ROE. В усіх проведених рівняннях контрольні змінні показали свою значущість.

Висновки до розділу 2

У цьому розділі проведено економетричне дослідження впливу дотримання ESG-критеріїв на фінансові показники компаній, що входять до фондового індексу

ринку США S&P 500. До фінальної вибірки було відібрано дані 395 компаній за період із 2012 по 2020 рік. У цьому наборі даних спостерігається проблема автокореляції та гетероскедастичності, які були враховані у кінцевій специфікації моделі. Для оцінювання впливу факторів ESG, ENV, SOC та GOV на фактори МТВ, ROE та ROA було обрано модель із фіксованими ефектами.

Результати проведеного регресійного аналізу показали, що існує статистично значущий, але несуттєвий в абсолютному вираженні, зв'язок між балами за дотримання стандартів ESG та фінансовими показниками. Такі результати співпадають із дослідженнями інших авторів, огляд яких був проведений у цій роботі. Було визначено, що дотримання показників ESG має більш вплив на показник вартості компаній, аніж на показники прибутковості. Найсильніший прямий вплив на показник вартості компаній простежується з показниками екологічного та соціального критерію. Управлінський критерій показує обернену залежність, що можливо спричинено недосконалістю показника МТВ.

Серед показників прибутковості визначено, що дотримання соціального аспекту не має значного впливу на обидва досліджувані показники: дохідності активів (ROA) та дохідності власного капіталу (ROE). Управлінський критерій здійснює непрямий вплив тільки на показник дохідності власного капіталу, водночас на показник дохідності активів вплив є прямим. Аналіз також показав, що ESG-критерії (окрім соціального аспекту) мають сильніший вплив на показник дохідності власного капіталу, аніж на показники дохідності активів.

Причиною сильнішого впливу ESG-критеріїв на показник вартості компанії можуть бути ринкові фактори. Велика частина інвесторів звертає увагу на дотримання компанією ESG-критеріїв, що у свою чергу впливає на попит на фінансові інструменти цієї компанії. Разом із тим, великі корпоративні клієнти також слідкують за дотриманням ESG-критеріїв їхніх постачальників і бізнес-партнерів, що впливає на вартість компанії (зростання кількості клієнтів веде до зростання прибутковості, що в свою чергу підвищує вартість компанії).

Поясненням сильнішого впливу екологічних критеріїв поміж усіма іншими може бути викривленість інформації. Інвестори та клієнти досліджуваних компаній в силу популяризації екологічного руху, який є більш наочним аніж соціальні чи управлінські проблеми, концентрують більше уваги саме на цьому аспекті, надаючи йому більшої ваги при прийнятті рішення щодо інвестування.

Варто зазначити, що обмеженням даного дослідження є концентрація на невеликій групі компаній, офіси яких розміщені на території однієї країни. Це закладає певні ліміти на інтерпретацію результатів цього дослідження.

РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ Й РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО ВПРОВАДЖЕННЯ ESG- ПРИНЦИПІВ У ДІЯЛЬНІСТЬ КОМПАНІЙ

3.1 Роль відповідального інвестування в корпоративному управлінні

Бізнесмени та науковці єдині у своєму погляді, що діяльність менеджерів у корпоративному управлінні компанією полягає у максимальному примноженні її прибутку, а збільшення вартості компанії (чи вартості її акцій), є основною метою. Такий погляд ґрунтується на двох стовпах економічного мислення: до економічної ефективності призводить відстоювання своїх інтересів з боку і клієнтів, і корпорацій, та держава несе відповідальність за коригування збоїв на ринку, негативних впливів зовнішніх чинників та нерівність [21].

Як вже згадувалось у цьому дослідженні, найкраще думку про необов'язковість дотримання вимог корпоративної соціальної відповідальності сформував М. Фрідман. У ті часи вважалось, що дотримання ESG-критеріїв та розвиток корпоративної соціальної відповідальності призводить до проблеми агента-принципала: коли управлінці інвестують і спрямовують кошти у ту сферу, яка може не бути цікава власнику чи акціонерам.

Однак, у своїй книзі «ESG-принципи та відповідальне інституційне інвестування у світі: Критичний огляд досліджень» Педро Матос провів огляд досліджень, які підтверджують протилежну думку в реаліях сучасного світу. Автор наводить думку, що чимало з досліджень про менеджмент описують те, що компанія має нести відповідальність не лише перед акціонерами, але й перед своєю громадою, працівниками та клієнтами [21].

У своєму дослідженні Р. Бенабу та Ж. Тіроль [22] розкривають ідею корпоративної соціальної відповідальності як відповідь на неспроможність

держави (або політичних представників суспільства) ефективно реагувати на ринкові шоки та негативний вплив зовнішніх факторів. Однак у цього погляду також є інша сторона: компанії своєю політикою щодо дотримання корпоративної соціальної відповідальності та ESG-критеріїв навпаки просувають ідеї, які не є популярними серед політиків, таким чином стимулюючи зміни до законодавства. Автори також запропонували 3 альтернативні візії корпоративної соціальної відповідальності, яка також включає у себе дотримання ESG-критеріїв:

- перша передбачає модель win-win, яку автори також окреслили як «бути успішним, роблячи добро». Відповідно до цієї моделі, дотримання соціальної відповідальності також може максимізувати прибутки компанії в довгостроковій перспективі. Таким чином, інвестор який себе позиціонує як відповідальний інвестор, повинен концентруватись на довгострокових цілях та постійно перевіряти менеджмент, щоб не допустити концентрації на короткострокових інтересах, які часто йдуть всупереч відповідального інвестування;
- друга передбачає модель делегованої філантропії (фірма як канал вираження громадянських цінностей). Відповідно до її ідей, компанія все ще може максимізувати свої прибутки та вартість для її акціонерів, за умови якщо сама дотримується стандартів соціальної відповідальності від імені соціально відповідальних акціонерів. Відповідно до цієї моделі, клієнти погоджуються сплачувати вищу ціну за товар чи послуги, торгівля якими здійснюється відповідно до принципів соціальної відповідальності;
- третя описує ситуацію корпоративної благодійності, ініційованої інсайдерами. Згідно цього підходу, основний мотив здійснювати корпоративну соціальну відповідальність ґрунтується на бажанні менеджменту отримати неправомірну вигоду (матеріальну, політичну та іншу) шляхом залучення до виконання запланованих програм тільки зацікавлених організацій.

Завдяки активному розвитку інформаційних технологій, з'явилася можливість емпірично дослідити вплив та проаналізувати роль відповідального інвестування у діяльності компаній. Зокрема, дослідження проведене у цій роботі, показує наявний зв'язок між дотримання ESG-критеріїв (які входять до принципів відповідального інвестування, хоч ведеться дискусія щодо того, чи варто їх окремо виділяти) та зростанням вартості компаній.

Дослідження інших науковців також констатують наявність відповідного зв'язку, що зокрема підтверджується мета-аналізом, який був проведений Г. Фрідеа, Т. Бушбом та А. Бассеном. У своєму дослідженні «ESG і фінансова ефективність: сукупні дані з понад 2 000 емпіричних досліджень», автори провели дослідження понад 2 000 публікацій та дійшли висновку, що орієнтація на довгострокове відповідальне інвестування має бути важливою для всіх видів раціональних інвесторів, щоб виконувати довірені їм обов'язки та краще узгоджувати інтереси інвесторів із ширшими цілями суспільства. Це вимагає детального та глибокого розуміння того, як інтегрувати критерії ESG в інвестиційні процеси, щоб отримати повний потенціал факторів ESG, що підвищують вартість [23].

Візії, що запропоновувано Р. Бенабу та Ж. Тіроль яскраво описують можливу мотивацію інвесторів та менеджменту дотримуватись принципів відповідального інвестування та ESG-критеріїв, що є інтегровані у принципи. Проведене у цій роботі, а також інші, дослідження дозволяють впевнитись у тому, що є певна позитивна кореляція між дотриманням ESG-критеріїв та принципів відповідального інвестування. Характер цієї мотивації можна описати як «бути успішним, роблячи добро», згідно запропонованої класифікації.

Особливу увагу варто звернути на взаємозв'язок між ESG-критеріями та вартістю компаній, де простежується більш сильний зв'язок (порівняно із показниками прибутковості). Проінтерпретувати це можна наступним чином: якщо компанія дотримується критеріїв ESG або загалом показує високий рівень

відповідальності своєї діяльності та інвестицій і на ринку про це дізнаються – цей факт відобразиться у ринковій ціні (а саме у її зростанні).

Таким чином, інвестор отримає вигоду від дотримання критеріїв ESG та принципів відповідального інвестування у вигляді зниження вартості залучення капіталу. Для компанії стане простіше залучати нових інвесторів у капітал (якщо це не публічна компанія), або ж її акції стануть більш популярними на відкритому ринку (якщо це публічна компанія). Також кредитори готові давати таким компаніям позики під нижчі відсотки, а на ринку навіть сформувався окремий клас «зелених облігацій», випуск яких націлений на підвищення дотримання ESG.

Для порівняння, «гріховні» (до яких входять тютюнові, алкогольні та гральні) компанії мають вищу вартість залучення капіталу. До такого висновку дійшли Г. Гонг та М. Кацперчик у своєму дослідженні [24]. Автори стверджують, що такого роду компанії характеризуються вищою вартістю залучення капіталу та, відповідно, вищою дохідністю. У таких компаній є менше покриття інвестиційними аналітиками та менше зацікавлення збоку великих інституційних інвесторів. Хоч метою цього дослідження є дослідження впливу соціальних норм (у вигляді принципів відповідального інвестування) на фінансові ринки, і напряду не пов'язане із ESG-критеріями, однак його результати збігаються з уже згаданими науковими роботами, що безпосередньо стосуються критеріїв.

Зважаючи на наведені приклади досліджень та проведений аналіз, можна констатувати, що відповідальне інвестування здійснює позитивний вплив на діяльність компаній. Акціонерам та менеджменту компанії, при виборі стратегії управління, краще дотримуватись принципів відповідальності, оскільки це призводить до вищих прибутків та зростання вартості самої компанії у довгостроковій перспективі.

3.2 Напрями підвищення якості корпоративного управління з метою збільшення вартості компанії

Корпоративне управління відіграє важливу роль у діяльності компанії. Ефективне корпоративне управління може привести до підвищення прибутковості, а відтак, вартості компанії. Водночас, погане управління може привести до втрати клієнтів, зниження прибутковості та вартості компанії.

У сучасному бізнес середовищі багато уваги приділено екологічним та соціальним критеріям розвитку компанії. Порівняно нижчий рівень уваги приділено управлінському, що відобразилось на недооцінці важливості цього аспекту серед інших. Будучи одним із 3-х ESG-критеріїв, управлінський аспект водночас відіграє ключову роль в прийнятті рішень щодо впровадження екологічного та соціального аспекту.

Із зростанням уваги до ESG-критеріїв та принципів відповідального інвестування, поняття «ефективного» управління еволюціонувало. Відбулися зміни у підходах та способах ведення бізнесу, про що згадувалось у попередніх розділах цієї роботи. Для систематизації усіх підходів організації «Світовий економічний форум», яка проводить щорічну конференцію у Давосі, запропонувала перелік факторів (див. табл. 3.1), дотримання яких допоможе підвищити якість корпоративного управління та забезпечить належне представлення цього показника у системах рейтингів та звітності [25].

Автори також звертають увагу, що незважаючи на подання факторів у вигляді списку, розглядати їх як контрольні точки, які потрібно обов'язково виконати – не варто. Кожна компанія різниться індустрією, у якій вона проводить свою діяльність, а також регіональним розміщенням, у якому переважають певні культурні та суспільні норми. На ці та інші аспекти потрібно звертати увагу при формуванні ефективного корпоративного управління: акціонери та управлінці

повинні адаптувати свої підходи до управління до норм індустрії чи географічного розміщення компанії.

Таблиця 3.1 Фактори, що здійснюють позитивний вплив на розвиток управлінських критеріїв у компанії

Фактори	Приклади субфакторів, ключових показників
Бізнес-етика	Мета, цінності, культура, доброчесність, що виходить за рамки відповідальності, інтеграція ESG, досягнення та звітування за КПЕ
Склад правління	Компетенції, різноманітність, структура, комітети, можливості нагляду, незалежність
Корпоративне лідерство	Характер, знання, досвід, розподіл повноважень, компенсація, процеси прийняття рішень, незалежність і розширення повноважень функції дотримання вимог
Управління ризиками та кризовими ситуаціями	Готовність, пом'якшення наслідків, минулі результати діяльності, дотримання нормативних вимог, розподіл обов'язків, незалежність аудиту, права акціонерів, управління інформацією, кібербезпека
Розподіл ресурсів	Розподіл капіталу, розподіл персоналу, злиття та поглинання
Структури заохочень	Компенсація, просування по службі, структури звітності, визначення забороненої поведінки, дисциплінарні заходи
Політична відповідальність	Лобіювання, дружні записки, фінансування виборчих кампаній, політичні внески
Прозорість	Власність, дочірні компанії/холдинги, відкриті контракти, лобіювання, благодійні пожертви, країни діяльності, можливість перевірки розкриття інформації
Боротьба з корупцією та доброчесність	Навчання та комунікації, протоколи для викривачів, належна перевірка, оцінка ризиків, державні закупівлі, зв'язки з урядом, подарунки та розваги, конфлікти інтересів, винагороди та процедури оплати, ведення обліку, фінансовий контроль, звітність та бухгалтерський облік, договірні зобов'язання, публічні зобов'язання, минулі інциденти, внутрішні розслідування та виправлення ситуації
Податкова стратегія	Дотримання податкового законодавства, боротьба з ухиленням від сплати податків, розкриття податкової інформації
Чесна конкурентна практика	Протидія змовам, виключенням, антимонопольним діям, примусу, ринковому ціноутворенню
Взаємодія із зацікавленими сторонами	Розуміння корпоративного впливу та пріоритетів зацікавлених сторін, впровадження практик, орієнтованих на інтереси зацікавлених сторін
Управління ланцюжком постачання/створення вартості	Інтеграція ESG, прозорість, договірні зобов'язання, країни присутності

Джерело: складно автором на основі джерела [25].

Провівши аналіз запропонованих факторів з табл. 3.1, можна виділити наступні основні напрями розвитку напрямку корпоративного управління:

По-перше, для забезпечення відповідності до екологічних, соціальних та управлінських (ESG) критеріїв компанії слід чітко визначити свою місію, цінності та корпоративну культуру. Ці складові бізнес-етики повинні бути спрямовані на досягнення певних цілей відповідно до ESG-критеріїв. Це допоможе зосередити зусилля всіх працівників на спільній меті, збільшити координацію та підвищити загальну продуктивність.

Розвиток корпоративної культури може бути корисним інструментом для створення відчуття причетності працівників до спільного впливу та позитивної робочої атмосфери. Ініціативи, спрямовані на розвиток відкритого спілкування, прозорості та підзвітності впливають на підвищення довіри всередині компанії.

По-друге, впровадження ефективних систем управління продуктивністю, лідерства в компанії та справедливих систем розподілу заохочень та винагород можуть позитивно вплинути на продуктивність персоналу. Якісні системи управління повинні включати механізми зворотного зв'язку між співробітниками, що сприятиме покращенню комунікації та співпраці всередині компанії.

Заохочення лідерства в компанії може привести до розвитку навичок працівників та стимулювання їх ініціативності, що в свою чергу може позитивно вплинути на ефективність та розвиток компанії. Справедлива система розподілу заохочень та винагород може збільшити мотивацію персоналу та відчуття важливості своєї ролі в компанії, що може позитивно вплинути на їх продуктивність та задоволеність роботою.

По-третє, принципи прозорості, підзвітності, відсутності корупції та доброчесності є важливими для забезпечення успіху та стійкості компанії. Взаємовідносини, побудовані на чесності та довірі між усіма сторонами, включаючи акціонерів, управлінців, працівників, постачальників, конкурентів та

клієнтів, можуть знизити ризики, пов'язані з діяльністю компанії, та сприяти збільшенню її прибутковості.

Прозорість управління та фінансової звітності компанії може збільшити довіру акціонерів та інших зацікавлених сторін, що може позитивно вплинути на їхню інвестиційну активність та довгострокові плани. Підзвітність управлінців перед акціонерами може забезпечити ефективне управління компанією та підтримку її розвитку.

Зменшення корупції та підтримка доброчесності можуть допомогти компанії уникнути негативних наслідків, пов'язаних з порушенням законодавства, а також зберегти репутацію компанії. Це може вплинути на зниження непередбачених витрат та збільшення ефективності діяльності компанії, що може мати позитивний вплив на її прибутковість та конкурентоспроможність.

Підсумовуючи, управлінський аспект ESG-критеріїв, є одним із 3-х аспектів і, водночас, має безпосередній вплив на інші 2 аспекти: екологічний та соціальний. Покращення якості корпоративного управління має ключове значення для підвищення прибутковості та вартості компанії. Щоб досягти цієї мети, компаніям варто створити чітку місію, розвиток міцну корпоративну культуру, інвестувати в навчання та розвиток співробітників, впроваджувати ефективні системи управління продуктивністю, будувати стосунки із усіма зацікавленими сторонами на принципах чесності та прозорості.

Управлінцям варто не забувати, що немає універсальних шляхів розвитку, тому кожен із аспектів необхідно пристосовувати до умов індустрії та суспільно-культурних норм. Зосередившись на згаданих напрямках, компанії зможуть підвищити свою прибутковість та вартість, а також підвищити свої позиції у системах рейтингів та звітності.

3.3 Проблеми та перспективи впровадження стандартизованих ESG-метрик й рейтингів

Як вже згадувалось у цій роботі, інтерес до дотримання ESG-критеріїв компаніями набуває все більшого поширення серед інвесторів. Така ситуація породжує попит на інформацію, що стосується дотримання критеріїв, а також різного роду рейтингів, які оцінюють їх дотримання. Якщо раніше, на початку становлення принципів відповідального інвестування, кількість провайдерів подібної інформації була невеликою – то зараз, у відповідь на попит інвесторів, з'являється все більше організацій, що пропонують оцінювати дотримання ESG-критеріїв.

Подібне динамічне зростання доступності даних ESG породжує запитання щодо якості надаваних даних. Зроблений огляд провайдерів даних ESG, який зображений у 1-му розділі, показує, що для більшості організацій першоджерелом інформації про дотримання екологічних, соціальних та управлінських стандартів є фінансові та нефінансові звіти, а також окремі звіти про сталість корпоративного управління чи дотримання ESG-критеріїв. Поясненням зростання розкриття інформації такого типу може бути зростання вимог з боку регуляторів фондового ринку або бірж, на яких торгуються цінні папери компаній. Однак, подібні джерела та метрики можуть стати предметом «зеленого» піару та заангажованості, про що йдеться в дослідженні Руоке Янг з Університету Колумбії [26]. На даному етапі мова йде про публічні компанії, що публікують свою інформацію періодично та мають певного роду публічну відповідальність за її не публікацію. Проте, іншим великим викликом є непублічні компанії, або компанії, що знаходяться в країнах, що розвиваються або малорозвинених країнах, для яких розкриття ESG-критеріїв є меншим.

Крім того, організації, що публікують рейтинги дотримання ESG-критеріїв стоять перед проблемою якісного аналізу історичної інформації. Окрім різних

звітів, провайдери також використовують іншу інформацію таку як: власні опитування, що розсилаються представникам компаній, урядові або регуляторні документи, звіти інших організацій, інформацію з онлайн-ресурсів та з інших відкритих та закритих джерел. Достовірність отриманої інформацію буває важко перевірити, що може відобразитись в неповному висвітлені усіх процесів, пов'язаних із дотриманням ESG-критеріїв. Також, варто взяти до уваги, що подібного роду пошук може висвітлювати лише «екстремальні» події, що може призвести до суб'єктивного судження.

Іншим виміром впровадження стандартизованих ESG-критеріїв є відсутність єдиного вичерпного переліку усіх параметрів, а також складність виміру окремих показників. У своїй книзі П. Мандрос описує, що деякі критеріїв можуть бути оцінені об'єктивно, наприклад вуглецеві викиди, однак інші об'єктивно оцінити складно. Чимало ESG-критеріїв вимагають від їх оцінювачів суб'єктивних рішень, як-от поставити «галочки» [21]. Окрім того, велика кількість екологічних показників залежить від суб'єктивних обставин та може трактуватись по різному в різних ситуаціях. Щодо соціальних та управлінських критеріїв, інтерпретація також є суб'єктивною та у великій кількості випадків залежить від культурних особливостей країн.

Практики також виділяють фактори, які можуть мати вплив на спотворення ESG-рейтингів:

- а) Обсяг: більші компанії мають більше можливостей для укладання власних ESG-звітів, а також використовують більшу кількість ресурсів для контролю за репутаційними ризиками;
- б) Географія: результати показують, що вищі бали за дотримання ESG-критеріїв у регіонах з вищими вимогами до звітності;
- в) Заангажованість за галуззю: нормалізація показників за галузями може спотворити їх [21];

Різниця в інтерпретації балів за дотримання ESG-критеріїв серед різних аналітичних організацій була емпірично підтверджена у дослідженні Р. Гібсон, Ф. Крюгер, П. Шмідт «Розбіжності в рейтингах ESG і повернення акцій», у якому автори дійшли висновку, що середня кореляція між оцінкою ESG-критеріїв 6-ти різних провайдерів становить нижче 50%. Цікавим також є те, що середня кореляція була найвищою серед екологічних критеріїв та найнижчою серед управлінських аспектів. Для проведення порівняння автори перевели усі бали провайдерів у діапазон від 0 до 1 [27].

Поясненням високої кореляції серед екологічних критеріїв може бути в відносній простоті уніфікації критеріїв серед цієї категорії, водночас коли бачення соціальних та управлінських аспектів різняться серед різних провайдерів. Автори А. Чаттерджі, Р. Дюран, Д. Левін, С. Тубул у своєму дослідженні підтвердили гіпотезу різного інтерпретування для соціальних аспектів [28].

Проведений аналіз вказує на проблеми у наявній системі визначення балів для ESG-критеріїв. Складності додає можливість суб'єктивного судження певних аспектів ESG-критеріїв. При використанні ESG-рейтингів інвесторам варто брати до уваги усі проблеми, що пов'язані із цим типом даних.

Серед інвесторів також виникає занепокоєння, що з певним часом та при розширенні масштабу аналізу, бали за дотримання ESG-критеріїв можуть набути такої ж ваги, як кредитні рейтинги. Оскільки, кредитні рейтинги маю значну вагу в сучасному фінансовому світі: інвестори схильні звертати увагу на рейтинг активу під час прийняття інвестиційного рішення, ESG-рейтинги маю можливість набути такого ж впливу. Проте, зважаючи на сказане, щоб таке стало можливим різниця між судженнями провайдерів ESG-даних має мінімізуватись. Скоріш за все, це стане можливим шляхом скорочення кількості провайдерів на ринку, а також через збільшення кількості регулювання. Варто також не забувати, що рейтинги мають вирішити проблему із врахуванням різниці між компаніями з різних географічних регіонів, культурних традицій та індустрій. У випадку із кредитними рейтингами, подібного роду різниці не мають вагомого впливу на результат оцінки.

ВИСНОВКИ

Активне впровадження ESG-критеріїв та зростання вимог до їх дотримання породило попит на дослідження їх реального впливу на фінансові показники компаній. Теоретичні аспекти проблеми агента-принципала вказують на те, що для акціонера вкладення в дотримання ESG-критеріїв може йти в розріз із його основною метою відповідно до традиційної теорії фінансів: підвищення прибутку та вартості компанії. У цій кваліфікаційній дипломній роботі проаналізовано вплив дотримання ESG-критеріїв на фінансові показники прибутковості та вартості компанії.

В роботі проведено огляд основних теоретичних аспектів ESG-критеріїв: звернено увагу на відсутність єдиного усталеного підходу щодо інтерпретації кожного із аспектів ESG. Огляд аналітичних компаній, які займаються присвоєнням балів за дотримання ESG-критеріїв, показав, що у світі існує понад 600 різних провайдерів, які використовують різні підходи та методи до оцінки компаній.

Проведений аналіз також продемонстрував, що більшість концентрується на дослідженні великих публічних компаній, що зосереджені передусім в розвинених країнах, і лише незначна частина аналітиків сконцентрована на інших компаніях. Причиною цього є труднощі із доступом до даних для проведення оцінки: публічні компанії згідно законодавства зобов'язані розкривати більше інформації; також вони є зацікавлені у кращому представленні своєї корпоративної соціальної відповідальності – тому з власної ініціативи публікують більше інформації; приватні компанії не зобов'язані публікувати велику кількість інформації; до приватних компаній також менші вимоги із подачі різного роду інформації в державні установи.

Дослідження впливу від дотримання ESG-критеріїв на фінансові показники компанії підтвердило існування статистично значущого зв'язку для розглянутої вибірки організацій, однак такий зв'язок є несуттєвим в абсолютному вираженні. Даний висновок підтверджується дослідженнями інших авторів. Результати моделювання також показали, що дотримання ESG-критеріїв має більший вплив на показник вартості компанії, аніж на показники прибутковості. Для показника вартості, простежується негативний зв'язок із показником дотримання управлінських критеріїв, поясненням чого може бути недосконалість самого показника вартості, який було використано у даному дослідженні.

Аналіз ролі відповідального інвестування на основі моделювання та огляду робіт інших науковців показав важливість дотримання та розвитку ESG-критеріїв у сучасному корпоративному управлінні. Компанії, що відповідають критеріям показують вищі показники прибутковості та вищу вартість компанії в довготерміновій перспективі. Для таких компаній відкривається можливість отримання дешевшого фінансування, як боргового так і акціонерного, порівняно із компаніями, що не дотримуються принципів. Відтак було доведено, що дотримання високих показників ESG-метрик не суперечить традиційній меті підприємницької діяльності – максимізації акціонерної вартості.

Огляд літератури та досліджень інших авторів показав, що попри негативний зв'язок між управлінським аспектом та зростанням вартості компанії, для акціонерів та управлінців важливим є розвиток цього напрямку ESG, який водночас є самостійним критерієм і здійснює вплив на прийняття рішень щодо екологічного та соціального аспектів. Компаніям варто сформулювати чітку мету, місію, цінності та корпоративну культуру навколо ESG-критеріїв. Керівникам компанії варто будувати ефективні системи управління продуктивністю, які будуть підсилювати і розвивати працівників, та будувати стосунки із усіма зацікавленими сторонами на принципах чесності та прозорості. Дотримання цих та інших підходів, згаданих у пункті 3.2, сприятиме підвищенню оцінки за дотримання управлінської складової критерію ESG.

Однак, перед бізнесом та інвесторами залишається проблема у відсутності уніфікованої та стандартизованої інтерпретації окремих показників, що відображають ступінь дотримання ESG-критеріїв. Аналіз показав, що кореляція між оцінками різних аналітичних компанії є меншою за 50%. Наразі, немає загальноприйнятого рішення щодо зменшення наслідків цієї проблеми. Також варто зазначити, що це питання потребує подальших досліджень: ESG-рейтинги можуть стати аналогом кредитних рейтингів, проте для цього потрібно розробити механізм стандартизації ESG-критеріїв та підходів до їх оцінки, щоб уникнути проблем, які пов'язані з різною інтерпретацією рейтингів (наприклад, врахувавши різні культурні норми, галузеві та географічні особливості).

Отже, розвиток ESG-критеріїв, який є породжений зміною в ставленні людей до навколишнього середовища, змінив підходи до управління та сформував нові вимоги до компаній зі сторони усіх зацікавлених сторін. Проведений аналіз показує, що дотримання ESG-критеріїв має позитивний вплив на ключові фінансові показники компаній. Відповідно, керівникам вищої ланки необхідно розбудовувати корпоративну культуру навколо дотримання високих стандартів ESG, що сприятиме не лише покращенню фінансових показників компанії у короткостроковій перспективі, а й посиленню її стратегічної позиції на ринку та зміцненню довгострокових відносин з усіма партнерами – державою, постачальниками, клієнтами й суспільством.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Friedman M., “The social responsibility of business is to enhance its profits,” *New York Times* №32 (13), pp. 122–126, 1970.
2. The Global Compact. “Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world.”, 2004.
3. Refinitiv. “ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE SCORES FROM REFINITIV”, May 2022.
4. SustainAbility. “Rate of Raters 2020: Investor Survey and Interview Results,” Березень 2020.
5. “A Beginner’s Guide to ESG Rating Agencies and Methodologies,” Team IRIS CARBON. URL: <https://iriscarbon.com/a-beginners-guide-to-esg-rating-agencies-and-methodologies/> (дата звернення: 19.04.2023).
6. О. Tyvonchuk, “Esg company ratings – the nature and features of formation,” *Galic’kij ekonomičnij visnik*, vol. 67, no. 6, pp. 104–113, 2020, URL: https://doi.org/10.33108/galicianvisnyk_tntu2020.06.104.
7. Eric B. Lindenberg and Stephen A. Ross, “Tobin’s q Ratio and Industrial Organization,” *The Journal of Business*, vol. 54, pp. 1–32, Jan. 1981.
8. О. Я. Базилінська, *Фінансовий аналіз: теорія та практика*. Київ: Центр учбової літератури, 2009.
9. I. Shaikh, “ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE (ESG) PRACTICE AND FIRM PERFORMANCE: AN INTERNATIONAL EVIDENCE,” *Journal of Business Economics and Management*, vol. 23, no. 1, pp. 218–237, Jan. 2022, URL: <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>.
10. A. M. Habib and N. Mourad, “The Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Practices on US Firms’ Performance: Evidence from the Coronavirus Crisis,” *Journal of the Knowledge Economy*, Mar. 2023, URL: <https://doi.org/10.1007/s13132-023-01278-w>.

11. B. Ademi and N. J. Klungseth, “Does it pay to deliver superior ESG performance? Evidence from US S&P 500 companies,” *Journal of Global Responsibility*, vol. 13, no. 4, pp. 421–449, Oct. 2022, URL: <https://doi.org/10.1108/JGR-01-2022-0006>.
12. M. Aydoğmuş, G. Gülay, and K. Ergun, “Impact of ESG performance on firm value and profitability,” *Borsa Istanbul Review*, vol. 22, pp. S119–S127, Dec. 2022, URL: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>.
13. “S&P 500. Official page” <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500/#overview> (дата звернення: 07.04.2023).
14. “CapitalIQ,” URL: <https://www.capitaliq.spglobal.com>. (дата звернення: 05.04.2023).
15. “Refinitiv.” URL: <https://www.refinitiv.com/en>. (дата звернення: 05.04.2023).
16. Ірина Лук’яненко and Юрій Городніченко, *Сучасні економетричні методи у фінансах*. Київ: Літера ЛТД, 2002.
17. S. Kim and Z. (Frank) Li, “Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance,” *Sustainability*, vol. 13, no. 7, p. 3746, Mar. 2021, URL: <https://doi.org/10.3390/su13073746>.
18. K. Hamdi, H. Guenich, and M. Ben Saada, “Does corporate financial performance promote ESG: Evidence from US firms,” *Cogent Business & Management*, vol. 9, no. 1, Dec. 2022, URL: <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2154053>.
19. H. Liu, K. Wu, and Q. Zhou, “Whether and How ESG Impacts on Corporate Financial Performance in the Yangtze River Delta of China,” *Sustainability*, vol. 14, no. 24, p. 16584, Dec. 2022, URL: <https://doi.org/10.3390/su142416584>.
20. Charlotte Breitz and Per Jonas Partapuoli, “How is ESG Affecting Stock Returns? A Portfolio- and Panel Data Analysis of US Firms in the S&P 500,” Lund University, 2020.

21. Педро Матос, ESG-принципи та відповідальне інституційне інвестування у світі : Критичний огляд досліджень. Львів: Видавництво Львівської політехніки, 2020.
22. R. BANABOU and J. TIROLE, “Individual and Corporate Social Responsibility,” *Economica*, vol. 77, no. 305, pp. 1–19, Jan. 2010, URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x>.
23. G. Friede, T. Busch, and A. Bassen, “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies,” *Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 5, no. 4, pp. 210–233, Oct. 2015, URL: <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>.
24. H. Hong and M. Kacperczyk, “The price of sin: The effects of social norms on markets,” *J financ econ*, vol. 93, no. 1, pp. 15–36, Jul. 2009, URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.001>.
25. World Economic Forum, “Defining the ‘G’ in ESG Governance Factors at the Heart of Sustainable Business,” Jun. 2022.
26. R. Yang, “The Market of Environmental, Social, and Governance (ESG),” *SSRN Electronic Journal*, 2017, URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3165783>.
27. R. Gibson, P. Krueger, N. Riand, and P. S. Schmidt, “ESG Rating Disagreement and Stock Returns,” *SSRN Electronic Journal*, 2019, URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3433728>.
28. A. K. Chatterji, R. Durand, D. I. Levine, and S. Touboul, “Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers,” *Strategic Management Journal*, vol. 37, no. 8, pp. 1597–1614, Aug. 2016, URL: <https://doi.org/10.1002/smj.2407>.