

DOI: <https://doi.org/10.32782/2521-666X/2024-86-4>  
УДК 330.34

**Парфентьєва О.Г.**

кандидат економічних наук, доцент,  
доцент кафедри економіки,  
Національний транспортний університет  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5946-9490>

**Parfentieva Olena**

National Transport University

## ІНСТРУМЕНТАРІЙ ВИМІРУ ЦІННОСТЕЙ В СИСТЕМІ ЕКО-СОЦІАЛЬНОГО УПРАВЛІННЯ КОМПАНІЯМИ

### TOOLKIT FOR MEASURING VALUES IN THE SYSTEM OF ECO-SOCIAL MANAGEMENT OF COMPANIES

*Питання оцінювання результатів економічної діяльності та економічного розвитку з урахуванням критеріїв на-вколишнього середовища, соціальної сфери та урядування (ESG), на засадах корпоративної соціальної відповідальності і орієнтуючись на принципи соціально відповідального інвестування стають все більш важливими напрямками досліджень в академічній сфері та посилюють своє значення серед професіоналів. Розгляд питань ESG в практиці інвестування заради економічної цінності не є новим явищем. Багато інвесторів давно розглядають екологічні, соціальні питання та питання урядування у фундаментальному інвестиційному аналізі, включаючи оцінку репутаційного ризику, нормативні зміни або такі мегатренди, як старіння населення. Аналіз ESG вбудовується в традиційні аналітичні системи, такі як «П'ять сил Портера». При цьому ESG-аналітика здебільшого ґрунтується на систематичному розгляді відповідних і суттєвих екологічних, соціальних та урядових питань, а не на побіжному включенню одного або декількох із них. Одним з підходів до побудови структури та формування інструментарію пошуку рішень з урахуванням критеріїв ESG, які відповідають місіям, цінностям або інвестиційному процесу компанії, запропонований Canterbury Consulting. Відповідно до цього підходу фактори ESG ідентифікуються трьома способами: ексклюзивний скринінг (exclusionary screening), відбір найкращих у своєму класі (best-in-class selection) та позитивний вплив (positive impact). Процедура виміру етичних цінностей, що передбачає оцінку суттєвості екологічних, соціальних та урядових протиріч, ESG скорінг та імпакт-інвестування, сприятиме знаходженню ціннісного компромісу, а отже досягненню такого балансу. Розподіл інвестицій за блоками екологічної, соціальної складових, блоком урядування та універсальним блоком дозволить вибудувати зв'язок з цілями сталого розвитку та обґрунтувати вибір джерел зовнішнього фінансування.*

**Ключові слова:** інструментарій, цінності, еко-соціальне управління, критерії ESG, економічний розвиток.

*The question of evaluating the results of economic activity and economic development taking into account environmental, social sphere and governance (ESG) criteria, on the basis of corporate social responsibility and focusing on the principles of socially responsible investing are becoming increasingly important areas of research in the academic field and increasing their importance among professionals. Consideration of ESG issues in the practice of investing for economic value is not a new phenomenon. Many investors have long considered environmental, social and governance issues in fundamental investment analysis, including assessing reputational risk, regulatory changes or megatrends such as an aging population. ESG analysis is embedded in traditional analytical frameworks such as Porter's Five Forces. At the same time, ESG-analytics is mostly based on a systematic consideration of relevant and significant environmental, social and governmental issues, and not on the cursory inclusion of one or more of them. One of the approaches to building a structure and forming a toolkit for finding solutions based on ESG criteria that correspond to the company's missions, values or investment process is proposed by Canterbury Consulting. According to this approach, ESG factors are identified in three ways: exclusionary screening, best-in-class selection, and positive impact. The procedure for measuring ethical values, which involves assessing the materiality of environmental, social and governmental contradictions, ESG scoring and impact investing, will contribute to finding a value compromise, and therefore to achieving such a balance. The distribution of investments by blocks of ecological, social components, the block of governance and the universal block will allow to establish a connection with the goals of sustainable development and justify the choice of sources of external financing. The procedure for measuring ethical values, which involves assessing the materiality of environmental, social and governmental contradictions, ESG scoring and impact investing, will contribute to finding a value compromise, and therefore to achieving such a balance. The distribution of investments by blocks of ecological, social components, the block of governance and the universal block will allow to establish a connection with the goals of sustainable development and justify the choice of sources of external financing.*

**Key words:** tools, values, eco-social management, ESG criteria, economic development.

**Постановка проблеми.** Питання оцінювання результатів економічної діяльності та економічного розвитку з урахуванням критеріїв навколишнього середовища, соціальної сфери та урядування (ESG), на засадах корпоративної соціальної відповідальності і орієнтуючись на принципи соціально відповідального інвестування стають все більш важливими напрямками досліджень в академічній сфері та посилюють своє значення серед професіоналів. У дослідженні, зосередженому на кількості активів, інвестованих відповідно до принципів ESG, повідомляється, що у світі серед активів, що знаходяться під управлінням, понад чверті (загальною вартістю 88 трильйонів дол. США) орієнтовано на екологічні, соціальні критерії та критерії урядування [1]. За Sorensen M., Yasuda A. станом на березень 2020 року 3038 організацій, які представляють активи під управлінням на суму 103,4 трильйона доларів США, стали підписантами Принципів відповідального інвестування ООН (UNPRI), що свідчить про зростання попиту на інвестиційні практики з урахуванням ESG. Принципи соціально відповідального інвестування стверджують, що підписанти зобов'язуються включати питання ESG в інвестиційний аналіз, у політику та практику власності та мають вимагати належного розкриття інформації щодо питань ESG суб'єктами господарювання. Хоча дослідження екологічних, соціальних і урядових факторів є доповненням (а не заміною) традиційного фундаментального аналізу, питання ESG постійно залишаються актуальними протягом усього інвестиційного процесу (від початкового аналізу до рішення про купівлю, продаж, утримання і до поточної практики власності).

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Вчені звертають увагу, що існує все більше доказів зв'язку між економічною діяльністю, критеріями ESG і корпоративною соціальною відповідальністю, зокрема щодо ціноутворення та фінансової безпеки (Dhaliwal D.S., et al. [2], Christensen D.M. [3], Christensen H.B., et al. [4]), проте порівняно мало відомо про засоби впливу факторів ESG на вартість активів (Servaes H., Tamayo A. [5]). Хоча при цьому наголошується на першочерговій важливості цієї сфери та необхідності пошуку відповіді на запитання чи мають інвестиції таку соціально-економічну цінність для інвесторів, що перевищує очікуваний ризик і атрибути прибутку, і який вибір зробили б інвестори у випадку пропозиції активів з ідентичними ризиком і прибутковістю, але високим або низьким рівнем за критеріями ESG (Larcker D.F., Watts E.M. [6]). Як наслідок, розбіжності у вартості між зеленими та звичайними (незеленими) активами є однією з областей, які найбільш інтенсивно аналізуються в емпіричних дослідженнях (Cortellini G., Panetta I.C., Dervi U.D. [17], Dervi U.D., et al. [18], Arat E., et al. [19]).

Хоча стандартні аргументи вказують, що подібні активи повинні мати однакову вартість, зростає кількість наукових доказів та експертних висновків, у яких стверджується протилежне. Низка науковців подає теоретичні моделі, згідно з якими інвестори готові відмовлятися від економічних (фінансових) вигід, надаючи перевагу інвестуванню в екологічно чисті та/або соціально відповідальні активи (Friedman H.L., Heinle M.S. [7], Heinkel R., Kraus A. [8], Geczy C., et al. [9], Pastor L., et al. [10]). Деякі дослідники, вивчають пріоритети інвесторів щодо активів із певними характеристиками, які можуть впливати на прийняття рішень (Fama E.F., French K.R. [11], Hong H., Kasperczyk M. [12]). Надаються докази того, що інвестори і менеджмент компаній цінують екологічні інвестиції за створення ними суспільних (нематеріальних) вигід (Martin P.R., Moser D.V. [13]).

Розглядаючи досліджувану проблему з позиції економічного управління, варто звернути увагу на виявлену закономірність, за якою компанії з меншими фінансовими обмеженнями витрачають більше на корпоративну соціально відповідальну діяльність (Hong H., Kubik J.D., Scheinkman J.A. [15]), а також що соціально відповідальні активи мають більш високі рейтинги за виключенням періодів рецесії (Bansal R., Wu D., Rayon A. [16]).

Як зазначають Larcker D.F., Watts E.M., експериментальні результати доводять, що інвестори позитивно реагують на повідомлення про екологічні інвестиції, навіть якщо це не залежить від майбутніх грошових потоків і ризику (Larcker D.F., Watts E.M. [6]), як би мовити, обмінюють багатство на суспільні вигоди (Larcker D.F., Watts E.M. [6], Martin P.R., Moser D.V. [13]). Між тим, у підсумку дослідження стверджують, що існує мало доказів різниці у вартості між зеленими та незеленими активами. Використовуючи вибірку майже ідентичних зелених і незелених муніципальних цінних паперів, Larcker D.F., Watts E.M. зазначають, що одержана модель стійка до уявних відмінностей у ліквідності або інституційній власності, стверджують, що інвестори не бажають жертвувати доходами заради інвестицій у зелені активи, а також наголошують на тому, що одержані висновки суперечать тому, що це пов'язано з зеленим вимиванням (greenwashing). Проте Larcker D.F., Watts E.M. наводять і сумніви щодо того, чи можна результати, отримані для муніципального ринку, застосовувати до ринку корпоративних активів.

Такі сумніви є певною мірою виправданими, зважаючи на висновки іншого дослідження, згідно з якими, зелена премія може існувати на ринках з вищим рівнем інституційної власності, при цьому існує зв'язок між акціонерним капіталом інституцій країни та показниками ESG на рівні компанії

(Dyck A., et al. [14]). Інші вчені повідомляють про вищу ліквідність зелених облігацій корпоративних емітентів із рейтингом екологічності і вказують на наявність різних груп інвесторів для облігацій, які характеризуються різними рівнями екологічності (Dorflleitner G., Eckberg J., Utz S. [20]). Досліджуючи зелені облігації та їх звичайні аналоги протягом регулярних ринкових періодів, у порівнянні з періодом спалаху всесвітньої пандемії, викликаної COVID-19, Arat E., Nachenberg B., Kiesel F., Schiereck D. доводять до висновку, що дохідність понад десяти тисяч спостережень показує негативну премію в 1,6 базисних пунктів у звичайний час, і роблять висновок, що, незважаючи на те, що ринок страждає від зовнішнього шоку, екологічний фактор є доволі значним і зелені облігації торгуються щільніше, ніж їхні звичайні аналоги, перевершуючи їх навіть в екстремальних ринкових ситуаціях (Arat E., et al. [19]).

Такого роду дискусія безумовно вказує на наявність певних «білих плям» у науковій проблематиці, відсутність остаточних загальноприйнятих висновків і продовження академічного пошуку, проте і не заперечує фундаментальної необхідності врахування орієнтирів сталого розвитку, а отже в критеріїв ESG, у відбудові траєкторій довгострокового економічного зростання буд-якими суб'єктами господарювання незалежно від сфери діяльності та пропонованих продуктів, товарів, робіт і послуг. Як наслідок, було поставлено за мету за результатами теоретико-методологічного пошуку та узагальнення сформованого інструментарію прийняття інвестиційних рішень запропонувати процедуру виміру цінностей в системі еко-соціального управління і обґрунтування стратегії довгострокового інклюзивного економічного зростання.

**Виклад основного матеріалу.** Як стверджується у посібнику для інвестиційних професіоналів, розгляд питань ESG в практиці інвестування заради економічної цінності не є новим явищем [21]. Багато інвесторів давно розглядають екологічні, соціальні питання та питання урядування у фундаментальному інвестиційному аналізі, включаючи оцінку репутаційного ризику, нормативні зміни або такі мегатренди, як старіння населення. Аналіз ESG вбудовується в традиційні аналітичні системи, такі як «П'ять сил Портера» [22; 23]. При цьому ESG-аналітика здебільшого ґрунтується на систематичному розгляді відповідних і суттєвих екологічних, соціальних та урядових питань, а не на побіжному включенню одного або декількох із них.

Хоча дослідження екологічних, соціальних і урядових факторів є доповненням (а не заміною) традиційного фундаментального аналізу, питання ESG постійно залишаються актуальними протягом усього інвестиційного процесу (від початкового аналізу до рішення про купівлю, продаж, утримання і до поточ-

ної практики власності). Як зазначають експерти, через значущість великих корпорацій у світовій економіці та значну частку корпоративних цінних паперів, якими володіють довірчі інвестори, а також виклик довіри до фінансів, існує постійний інтерес до факторів ESG в інвестуванні з боку громадянського суспільства, політиків і засобів масової інформації [24].

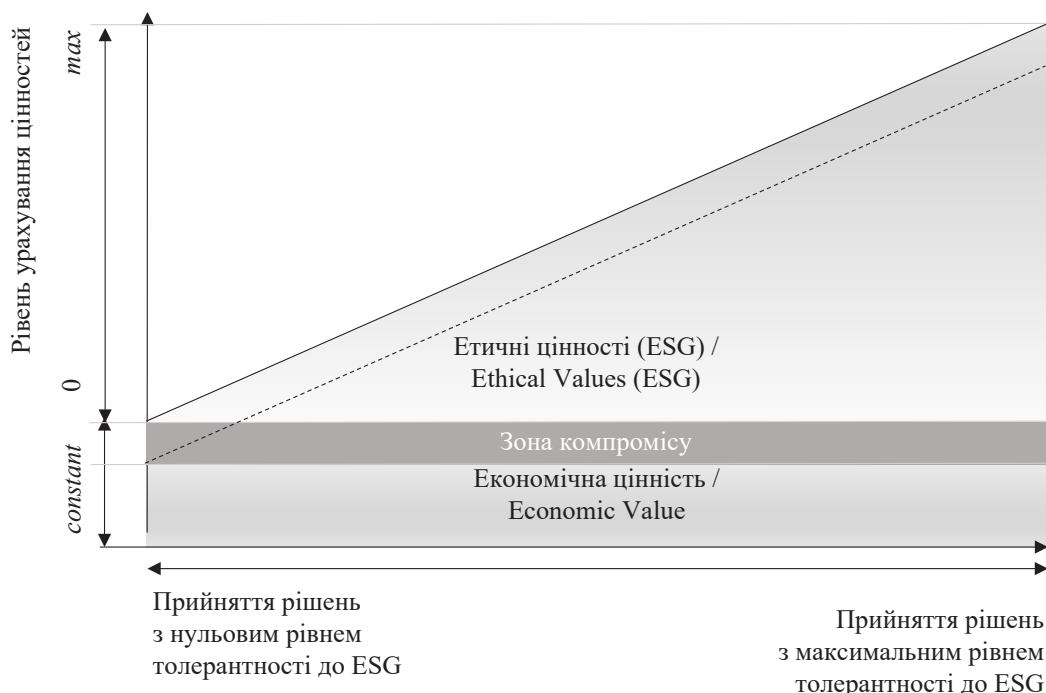
Інвестори звертають увагу на питання ESG з різних причин. По-перше, можуть розглядати соціальні, екологічні та урядові фактори з позицій економічних ризиків та можливостей та, відповідно, як джерело економічної цінності. По-друге, можуть розглядати питання ESG так само як ризики та можливості, але фокусуватись при цьому на моральних цінностях, не брати участі у небажаній діяльності, що суперечить відповідним критеріям, або через свої рішення щодо вибору активів намагатися справити позитивний вплив на суспільство та/або навколишнє середовище [21].

Як наслідок виникає дискусія щодо цінності проти цінностей (*value versus values*), фундаментальним моментом якої є те, що всі інвестори прагнуть до *однакової економічної цінності* (Economic Value) навіть якщо мають різні інвестиційні цілі та ураховують різні часові горизонти, але вони неминуче мають *різні етичні цінності* (Ethical Values). Відмінність *екранів виключення* (Exclusionary Screens), що використовуються у соціально відповідальному інвестуванні, допомагає пояснити диференціацію цінностей в інвестуванні загалом [21]. Екстраполюючи таку концепцію на систему прийняття рішень з урахуванням критеріїв ESG і поширюючи її дію не тільки на інвесторів (власників), а й на менеджмент, можна у загальному вигляді подати *модель прийняття рішень в системі еко-соціального управління компаніїю*. Відповідно до цієї моделі:

– економічні цінності (Economic Value) є базовими критеріями, вбудованими в економічну систему, на які орієнтується будь-який представник бізнес-середовища, раціонально діючий на ринку товарів і послуг;

– етичні цінності (Ethical Values), які описує сукупність екологічних, соціальних критеріїв і критеріїв урядування, є надбудовою, зміст і потужність використання якої в системі прийняття рішень визначається рівнем толерантності до ESG (від нульового до максимального) з відповідним рівнем урахування цінностей (виключно економічних або економічних разом із максимальним урахуванням етичних (не-економічних) цінностей).

Слід додати, що у випадку виявлення певного рівня протиріч між економічними і етичними (не-економічними) критеріями, суб'єкт прийняття рішення стикається із необхідністю пошуку *ціннісного компромісу*. І, таким чином, у випадку необхіднос-



**Рис. 1. Модель прийняття рішень в системі еко-соціального управління компанією**

Джерело: складено автором

ті здійснення вибору потрапляє в так звану «зону компромісу». Досягнення компромісу у короткостроковому горизонті обумовлюватиме втрату певного рівня економічних, передусім фінансових, вигід (головним чином в наслідок додаткових витрат) на користь досягнення неекономічних (нефінансових) вигід. А у довгостроковому горизонті сприятиме мінімізації ризиків, пов'язаних із потенційною можливістю виникнення втрат (в частині суперечливості неекономічних цінностями). Водночас, такий компроміс збільшуватиме можливість одержання потенційних довгострокових вигід (як наслідку дотримання неекономічних цінностей).

Одним з підходів до побудови структури та формування інструментарію пошуку рішень з урахуванням критеріїв ESG, які відповідають місіям, цінностям або інвестиційному процесу компанії, запропонува-

ний Canterbury Consulting. Відповідно до цього підходу фактори ESG ідентифікуються трьома способами: (1) ексклюзивний скринінг (exclusionary screening), (2) відбір найкращих у своєму класі (best-in-class selection) та (3) позитивний вплив (positive impact).

Як свідчать дослідження, ексклюзивний скринінг (exclusionary screening) є одним з поширених методів для формування соціально відповідальних портфелів. У широкому розумінні він передбачає видалення з інвестиційного портфеля компаній та/або секторів, які суперечать соціальним та/або моральним цінностям клієнта, застосовуючи екрани виключення (exclusionary screens), про які було згадано вище [21]. По відношенню до економічної діяльності компанії в контексті її довгострокового інклюзивного зростання ексклюзивний скринінг може означати виключення з сукупності прийнятих рі-

Таблиця 1

**Інструментарій прийняття рішень в системі еко-соціального управління**

<b>Ексклюзивний скринінг / Exclusionary screening</b>	<b>Відбір найкращих у класі / Best-in-class selection</b>	<b>Позитивний вплив / Positive impact</b>
Виключення з сукупності прийнятих рішень тих, які суперечать ESG цінностям, цілям сталого розвитку, засадам корпоративної соціальної відповідальності та принципам відповідального інвестування та/або погіршують ESG параметри	Розробка і прийняття рішень ESG з орієнтацією на компанію лідера за результатами порівняння ESG параметрів з метою пошуку кращих практик, стратегічних орієнтирів і формування конкурентних переваг	Розробка і реалізація інвестиційних проектів позитивного ESG впливу, спрямованих на одержання подвійних фінансових і нефінансових вигід і залученням ширшого переліку джерел фінансування і співпраці із стейкхолдерами

Джерело: складено автором

шень тих, результати яких не відповідають принципам еко-соціального управління, протирічать цілям сталого розвитку, суперечать засадам корпоративної соціальної відповідальності та ідуть в розріз принципам відповідального інвестування, отже здійснюють негативний вплив на ESG-критерії.

В загалі Bollen N., Renneboog L. та інші дослідники розрізняють декілька типів скринінгу. Негативний скринінг (negative screening), який по суті є ексклюзивним скринінгом, є основним методом (типом екрану) та дозволяє уникнути інвестування у компанії, що продають такі товари, як алкоголь, тютюн, зброя, ліки, які пов'язані з абортми і порнографією. Позитивний скринінг (positive screening) відбирає компанії, що відповідають сучасним етичним стандартам в таких сферах, як захист навколишнього середовища і прав людини та сталість інвестицій на рівні вище середнього. Негативні та позитивні екрани часто поєднуються, утворюючи третій тип – так званий поперечний (transversal), сталий (sustainable) або екран потрібного результату (люди, планета та прибуток, triple bottom line) [30]. Ще один (четвертий) підхід поєднує в собі підхід сталого інвестування (третій тип) з активністю акціонерів. У такому підході здійснюється вплив на політику компаній через пряму взаємодію з менеджментом та/або радою директорів або через використання права голосу на щорічних зборах акціонерів. Таким чином дотримання етичних цінностей реалізується через виключення певних компаній (тобто відчуження) з інвестиційних портфелів або через активність власників в економічній діяльності, яка може бути реалізована в наслідок голосування за довіреністю, широке обговорення екологічних і соціальних питань та питань урядування з основними зацікавленими сторонами, та призводить до цілеспрямованих змін у компанії.

В наслідок застосування компанією ексклюзивного скринінгу формується можливість появи тематичних інвестиційних стратегій та формування загальної стратегії довгострокового інклюзивного економічного зростання, які виключають види та напрями економічної діяльності, заходи та рішення менеджменту, що не відповідають етичним цінностям та протирічать цілям сталого розвитку. При цьому ключові питання ESG можуть змінюватися, але еко-соціальне мислення, засноване на етичних цінностях, залишатиметься, виявлятиметься на практиці, буде широким, охоплюватиме E, S та G складові загальної системи еко-соціального управління.

Таким чином, ексклюзивний скринінг можна використовувати як один з інструментів досягнення конкретного ESG-результату.

Відбір найкращих у класі (best-in-class selection) спрямований на компанії з найкращими характерис-

тиками ESG або компанії, які мають потенціал покращити свій ESG статус. Оцінка може відбуватися двома методами: шляхом (1) абсолютної оцінки через порівняння ESG рейтингів компаній; (2) відносної оцінки, коли компанії оцінюються відносно аналогів у відповідних галузях за ESG-критеріями. Такі порівняння обумовлені тим, що найкращий у своєму класі оптимально інтегрує фактори ESG в економічну діяльність та стратегії розвитку і демонструє додаткову цінність для інвестора та/або прибутковість з поправкою на ризик. Як зазначає Asmus L., процес інтеграції є інклюзивним і зосереджений на кількісній оцінці вартості або фінансової суттєвості критеріїв ESG. Рейтингові агентства та платформи даних надають показники та здійснюють ESG аналіз, щоб допомогти визначити найкращі компанії у певній галузі або секторі. При цьому рейтинги ESG здебільшого базуються на літерних оцінках від AAA (найвищий рейтинг) до CCC (найнижчий рейтинг) (MSCI).

З позиції еко-соціального управління відбір найкращих у класі може означати порівняння сукупності ESG параметрів компанії з аналогічними ESG параметрами компанії лідера з метою пошуку кращих практик, стратегічних орієнтирів, напрямів формування конкурентних переваг на ринку порівняно із компаніями, що не належать до категорії зразкових.

При формуванні інвестиційних портфелів, інтегруючи суттєві ESG фактори, інвестори можуть узгодити свої інвестиції зі своїми цінностями, зберігаючи при цьому очікувані прибутки та ризики такі самі як у традиційного портфеля. В такому разі процес інтегрування включає збільшення ваги компаній із сприятливими показниками ESG і зменшення ваги компаній із несприятливими показниками ESG. Як зазначає Cote S., такий процес відбору підмножини найефективніших компаній із визначеної галузі та набору характеристик для інвестування по суті є реалізацією стратегії позитивного скринінгу.

У випадку прийняття рішень щодо стратегічного розвитку компанії відбір найкращих у класі дозволяє порівнювати ESG характеристики з ESG характеристиками компаній аналогів на засадах традиційного та/або орієнтованого на ESG бенчмаркінгу і тим самим перевіряти: (1) якість процесів еко-соціального управління або сформовану здатність керувати ключовими ризиками та можливостями, пов'язаними з факторами ESG, (2) місце у розподілі ESG рейтингів, оцінюючи стан компанії відносно компаній, класифікованих як лідери, середні або відстаючі, (3) тенденції зміни ESG параметрів відносно відповідних контрольних показників щодо сформованих трендів підвищення або зниження ESG рейтингів. Таке уявлення може допомогти визначити, чи повинна компанія мати надлишкову або недостатню вагу відносно оцінки ESG на основі еталон-

ного аналізу (benchmark-based ESG scoring) за інших рівних умов.

Відбір кращих у своєму класі може здійснюватися за допомогою активного або пасивного підходів.

Активний підхід передбачає визначення фінансової суттєвості шляхом інтеграції дослідження ESG в процес прийняття рішень, передусім інвестиційних. В наслідок цього при прийнятті рішень менеджмент орієнтується на компанії, які демонструють потенціал факторів ESG, тобто обіцяють зменшення довгострокових ризиків та створення сталої альфа-версії (sustainable alpha). Стала альфа-версія компанії означає такий стан компанії, у якому вона може постійно збільшувати вартість, яку створює, водночас зменшуючи ресурси, які споживає. Іноді такий підхід практики підносять до рівня інвестиційної філософії, що стає підґрунтям стратегічного цілепокладання, говорячи про необхідність дотримання правила, за яким гроші мають працювати краще та створювати значні прибутки від інвестицій, що залишатимуться стабільними протягом тривалого часу. Незважаючи на те, що активні стратегії можуть демонструвати позитивні характеристики ESG, головна мета зводиться до отримання високої прибутковості з поправкою на ризик.

Пасивний підхід означає стратегію інвестування, спрямовану на максимізацію прибутку шляхом мінімізації купівлі-продажу активів з метою поступового нарощування багатства. Найпоширенішою формою інвестування за пасивним підходом є індексне інвестування, за допомогою якого інвестори прагнуть відтворити та утримувати широкий ринковий індекс або індекси, придбати цінні папери у добре диверсифікованих портфелях, щоб володіти ними в довгостроковій перспективі. Екстраполюючи таке бачення до рішень в системі еко-соціального управління можна говорити про орієнтацію за сукупністю результатів на практику компанії аналога, яка демонструє кращий досвід. Відмежовуючи пасивний підхід від активного, мова може йти про фрагментарне впровадження існуючого досвіду та про системне формування власної сталої альфа-версії.

Позитивний вплив (positive impact) або імпаکت-інвестування (impact investing) являє собою підхід, що шукає конкретні засоби для вирішення проблем, пов'язаних із факторами ESG, і ґрунтується на ідеї, що партнери отримують нематеріальну вигоду від створення позитивних зовнішніх ефектів через свої інвестиції. Такий тип відповідального інвестування ще називають подвійною ціллю (dual-objective) або подвійним підсумком (double-bottom), оскільки інвестори прагнуть отримати як фінансову віддачу, так і позитивний вплив на суспільство. Підхід зосереджується на навмисності інвестицій і прагне виміряти вплив бажаних результатів. Позитивний

вплив, як правило, цілеспрямовані та безпосередньо пов'язані з цілями, орієнтованими на суспільство. За свідченням Nachyła P., Justo R. імпакт-інвестування з'явилося в останні роки як інноваційна форма інвестування, яка створює соціальний та екологічний вплив поряд з фінансовими прибутками.

Відповідно до висновків Центру сталого фінансування та приватного багатства Цюрихського університету до секторів імпакт-інвестування належать: (1) доступ до фінансів, (2) сільське господарство та продовольство, (3) базове обслуговування, (4) освіта, (5) працевлаштування та розширення можливостей, (6) енерго- та ресурсоефективність, (7) охорона навколишнього середовища, (8) охорона здоров'я та оздоровлення, (9) розвиток житла та громади, (10) інфраструктура, (11) засоби масової інформації та соціальна мобілізація, (12) сталі споживчі товари, (13) екологічна мода, (14) безпека та захист, (15) вода. З яких три сектори мають найвищий рівень поточної інвестиційної активності серед респондентів проведеного дослідниками Центру опитування: (1) енергоефективність та ресурсоефективність, (2) доступ до фінансування та (3) охорона здоров'я та оздоровлення.

Слід наголосити, що імпакт-інвестування передбачає спрямування фінансових потоків благодійних організацій, заможних приватних осіб та інституціональних фондів (пенсійних фондів, страхових компаній, тощо) у соціальні підприємства, соціальні інновації або екологічні ініціативи, спрямовані на створення нових робочих місць, скорочення бідності, надання соціальних послуг та активізацію діяльності громад.

Імпакт-інвестування також може розглядатися безпосередньо через цілі сталого розвитку. Компанії можуть використовувати цілі сталого розвитку як орієнтир, щоб узгодити свою місію з реальними інвестиційними напрямками. Asmus L. пропонує розглядати такі напрями імпакт-інвестування у взаємозв'язку із цілями сталого розвитку: викиди вуглецю та відновлювана енергія – цілі 7, 12, 13, 14 і 15, здоров'я та розвиток громади – цілі 1, 2, 3, 4, 6, 8 та 11, права людини та врядування – цілі 5, 10 і 16.

Таке бачення органічно вписується в концепцію еко-соціального управління, зорієнтовану на забезпечення відповідності екологічним, соціальним критеріям та критеріям урядування. У моделі Asmus L. залишились поза увагою такі цілі як «Ціль 9. Створення стійкої інфраструктури, сприяння всеохоплюючій і сталій індустріалізації та інноваціям» та «Ціль 17. Зміцнення засобів реалізації Глобального партнерства в інтересах сталого розвитку та активізація його діяльності», що за великим рахунком зрозуміло, зважаючи на надто загальний формат їхнього подання. Проте універсальний характер зазначених цілей дозволяє їх розглядати через призму

усіх складових еко-соціального управління залежно від конкретних проєктів та засобів реалізації.

Інвестиції у відповідні напрями з урахуванням цілей сталого розвитку охоплюють різні класи активів та передбачаються використання різних інвестиційних засобів. З точки зору вимірювання, менеджменту та власникам слід

**Висновки.** У підсумку слід підкреслити, що дискусії стосовно урахування ESG у прийнятті рішень суб'єктами господарювання продовжуються і їх доволі ґрунтовний контекст свідчить про фундаментальний характер досліджуваної тематики. Для власників і менеджменту сучасних компаній знахо-

дження балансу між економічними та етичними цінностями стає важливим аспектом обґрунтування стратегії довгострокового інклюзивного економічного зростання. Процедура виміру етичних цінностей, що передбачає оцінку суттєвості екологічних, соціальних та урядових протиріч, ESG скорінг та імпаکت-інвестування, сприятиме знаходженню ціннісного компромісу, а отже досягненню такого балансу. Розподіл інвестицій за блоками екологічної, соціальної складових, блоком урядування та універсальним блоком дозволить вибудувати зв'язок з цілями сталого розвитку та обґрунтувати вибір джерел зовнішнього фінансування.

### Список літератури:

1. Bernow S., Klempner B., Magnin C. From why to why not: Sustainable investing as the new normal. McKinsey & Company. 2017. 11 p. URL: <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/from-why-to-why-not-sustainable-investing-as-the-new-normal#/>
2. Dhaliwal D.S., Li O.Z., Tsang A., Yang Y.G. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review*. 2011. No. 86. P. 59–100. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
3. Christensen D.M. Corporate accountability reporting and high-profile misconduct. *Accounting Review*. 2016. Vol. 91. No. 2. P. 377–399. DOI: <https://ssrn.com/abstract=2636627>
4. Christensen H.B., Floyd E., Liu L.Y., Maffett M. The real effects of mandated information on social responsibility in financial reports: Evidence from mine-safety records. *Journal of Accounting and Economics*. 2017. Vol. 64. No. 2–3. P. 284–304. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2680296>
5. Servaes H., Tamayo A. The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science*. 2013. No. 59. P. 1045–1061. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>
6. Larcker D.F., Watts E.M. Where's the greenium? *Journal of Accounting and Economics*. April–May 2020. Vol. 69. No. 2–3. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2020.101312>
7. Friedman H.L., Heinle M.S. Taste, information, and asset prices: implications for the valuation of CSR. *Review of Accounting Studies*. 2016. Vol. 21. P. 740–767. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2635057>
8. Heinkel R., Kraus A. The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2001. Vol. 36. P. 431–449. DOI: <https://doi.org/10.2307/2676219>
9. Geczy C., Stambaugh R.F., Levin D. Investing in Socially Responsible Mutual Funds. Unpublished working paper. University of Pennsylvania. 2005. P. 1–47. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.416380>
10. Pastor L., Stambaugh R.F., Taylor L.A. Sustainable investing in equilibrium. National bureau of economic research, Working Paper 26549, December 2019. 55 p. DOI: <https://doi.org/10.3386/w26549>
11. Fama E.F., French K.R. Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol. 83. P. 667–689. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.502605>
12. Hong H., Kacperczyk M. The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*. 2009. Vol. 93. P. 15–36. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.001>
13. Martin P.R., Moser D.V. Managers' green investment disclosures and investors' reaction. *Journal of Accounting and Economics*. 2016. Vol. 61. P. 239–254. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.08.004>
14. Dyck A., Lins K.V., Roth L., Wagner H.F. Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics in Press*. 2018. Vol. 131. No. 3. P. 693–714. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
15. Hong H., Kubik J.D., Scheinkman J.A. Financial Constraints on Corporate Goodness. Columbia University, Syracuse University, and Princeton University Unpublished working paper, October 2012. P. 1–48. DOI: <https://doi.org/10.3386/w18476>
16. Bansal R., Wu D., Rayon A. Is Socially Responsible Investing a Luxury Good? Duke University, University of Michigan, and University of Pennsylvania, Unpublished working paper, November 2018. P. 1–34. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3259209>
17. Cortellini G., Panetta I.C. Green bond: A systematic literature review for future research agendas. *Journal of Risk and Financial Management*. 2021. Vol. 14(12). P. 1–29. DOI: <https://doi.org/10.3390/jrfm14120589>
18. Dervi U.D., Khan A., Saba I., Hassan M.K., Paltrinieri A. Green and socially responsible finance: Past, present and future. *Managerial Finance*. 2022. Vol. 48(8). P. 1250–1278. DOI: <https://doi.org/10.1108/MF-11-2021-0561>
19. Arat E., Hachenberg B., Kiesel F., Schiereck D. Greenium, credit rating, and the COVID-19 pandemic. *Journal of Asset Management*. 2023. Vol. 24. P. 547–557. DOI: <https://doi.org/10.1057/s41260-023-00320-5>
20. Dorfleitner G., Eckberg J., Utz S. Greenness ratings and green bond liquidity. *Finance Research Letters*. July 2023. Vol. 55. Part A. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103869>

21. Environmental, social, and governance issues in investing. A Guide for Investment Professionals. CFA Institute, 2015, 52 p. URL: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.ashx>
22. Tylenda E. Sustainability and the Five Forces Model. International Sustainability Standards Board, SASB, September 2, 2014. URL: <https://sasb.org/blog/five-forces/>
23. Porter M., Serafeim G., Kramer M. Where ESG Fails. Institutional Investor. October 2019. URL: <https://www.institutionalinvestor.com/article/2bswdin8nvg922puxdzwg/opinion/where-esg-fails>
24. Enhancing Investors' Trust 2022. CFA Institute, Investor Trust Study. 2022. 25 p. URL: <https://cfas.org.au/2022-investors-trust-survey/>