МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА

Факультет фінансів

кафедра корпоративних фінансів і контролінгу

ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА ПРОГРАМА	Фінансовий менеджмент і контролінг
Галузь знань	07 Управління та адміністрування
Спеціальність	072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Форма навчання: заочна

КВАЛІФІКАЦІЙНА МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА

на тему **«ESG рейтинг компанії у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень»**

здобувача Крачкової Тетяни Сергіївни

Науковий керівник:
Доктор економічних наук, професор кафедри корпоративних фінансів і контролінгу
Терещенко Олег Олександрович

_____

Робота допущена до захисту перед екзаменаційною комісією з атестації здобувачів вищої освіти (ЕК)

Завідувач кафедри: д.е.н., проф. Терещенко О.О.

_____

Київ 2024

Реферат

Кваліфікаційна магістерська робота містить 72 сторінок, 13 таблиць, 6 рисунків, список використаних джерел з 45 найменувань, 9 додатків

«ESG рейтинг компанії у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень»

Об'єктом дослідження є ESG рейтинг публічних компаній.

Предметом дослідження є теоретико-методичні підходи до оцінки ESG ризиків, розробки та використання ESG рейтингів у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень.

Мета кваліфікаційної магістерської роботи – полягає в дослідженні теоретико-методичних засад ESG-рейтингування та обґрунтування на цій основі рекомендацій щодо удосконалення методики рейтингування та покращення ESG-індексу підприємств.

Відповідно до поставленої мети були визначені такі *завдання:*

- Провести огляд наукових джерел та літератури щодо ESG рейтингів, дослідити теоретичні засади ESG ризиків, їх функції та роль як інструменту зменшення негативних наслідків зовнішніх нефінансових чинників на вартість компанії.
- Навести критичний огляд методичних підходів до розробки ESG рейтингів, які використовуються незалежними рейтинговими агенціями.
- Висвітлити вплив ESG ризиків на фінансово-інвестиційні рішення та наслідки ESG рейтингування для фінансових параметрів підприємства, ціни капіталу та здатності залучати ресурси на фінансовому ринку.
- Дослідити ESG індекси для вибіркової групи компаній від провідних агентств, інших аналітичних установ.
- Провести оцінку впливу ESG ризиків на ціну капіталу та фінансові показники вибіркової сукупності підприємств.
- Застосувати регресійний аналіз для визначення значущості впливу ESG рейтингу на ринкову капіталізацію компаній.
- Обґрунтувати напрямки удосконалення методичних підходів до оцінки ESG ризиків, на основі якої присвоюються ESG рейтинги.
- Визначити шляхи покращення оцінки кліматичних ризиків та соціальної складової ESG рейтингу.
- Визначити альтернативні підходи до оцінки ризиків пов'язаних з корпоративним управлінням.
- Особливу увагу звернути на дослідження динаміки ESG-індексів підприємств, які продовжують діяльність у країні-агресорі.

Практичне значення отриманих результатів. Було проаналізовано ESG індекси обраної групи та отримано результати регресійного аналізу для визначення значущості впливу ESG рейтингу на ринкову капіталізацію компаній.

Рік виконання кваліфікаційної магістерської роботи 2023.

Рік захисту роботи 2024.

Ключові слова: ESG рейтинг компанії, принципи відповідального інвестування, сталий розвиток, вплив ESG ризиків на вартість капіталу, кліматичні ризики, соціальні ризики, ризики пов'язані з корпоративним управлінням.

ЗМІСТ

ВСТУП **3**

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ESG РЕЙТИНГУВАННЯ . **6**

1.1 Теоретичне підґрунтя та необхідність оцінки ESG ризиків 6

1.2 Вплив ESG ризиків на прийняття фінансово-інвестиційних рішень 12

1.3 Методичні підходи та інструменти ESG рейтингування 18

РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ВПЛИВУ ESG ІНДЕКСУ НА РИНКОВУ ВАРТІСТЬ КОМПАНІЙ **28**

2.1 Аналіз ESG індексів вибіркової сукупності компаній 28

2.2 Оцінка впливу ESG ризиків на вартість капіталу та фінансові показники вибіркової сукупності 37

2.3 Регресійний аналіз чутливості ринкової ціни акцій підприємств до ESG-індексів 43

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМКИ УДОСКОНАЛЕННЯ ESG РЕЙТИНГУВАННЯ **49**

3.1 Удосконалення оцінки кліматичних ризиків 49

3.2 Покращення кількісних оцінок «соціальної» складової ESG рейтингу 56

3.3 Обґрунтування альтернативних підходів до оцінки ризиків пов'язаних з корпоративним управлінням 60

ВИСНОВКИ **67**

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ **72**

ДОДАТКИ **78**

ВСТУП

Актуальність теми. Нині все більше уваги приділяється екологічній, соціальній та корпоративній відповідальності компаній. У зв'язку з російською агресією проти України питання ESG-ризиків набуває особливої актуальності. Підприємства, які продовжують діяльність у країні-агресорі, піддаються підвищеному ризику санкцій, репутаційних збитків та інших негативних наслідків. Це може призвести до значного зниження їхньої вартості та ускладнити доступ до фінансування.

ESG рейтинги можуть допомогти інвесторам та кредиторам приймати більш обґрунтовані фінансово-інвестиційні рішення. ESG фактори можуть впливати на довгострокову успішність компаній, а також на їхню вартість капіталу. ESG рейтинги можуть сприяти підвищенню ефективності ринку капіталу та допомогти перерозподілити капітал від компаній з низьким рівнем ESG-відповідальності до компаній з високим рівнем ESG-відповідальності. Це, у свою чергу, може сприяти сталому розвитку економіки. Інвестори, які стурбовані екологічними проблемами, можуть використовувати ESG рейтинги для того, щоб уникнути інвестицій у компанії з високим рівнем викидів парникових газів. Кредитори, які хочуть підтримати соціально відповідальні компанії, можуть використовувати ESG рейтинги для того, щоб надавати кредити компаніям з високим рівнем соціальної відповідальності. Регуляторні органи можуть використовувати ESG рейтинги для того, щоб оцінити відповідність компаній вимогам законодавства.

У міру того, як важливість відповідального інвестування зростає, тема ESG рейтингів буде ставати все більш актуальною.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Важливе місце в розвитку ESG рейтингування займають методичні аспекти формування оцінки ризиків, їх визначення, та методи підрахунку загального балу в системі оцінювання та аргументація обраних шляхів оцінювання. У цій сфері працювали видатні зарубіжні вчені, такі як: Годфрі, Меррілл, Хансен, Вебер, Якобссон ван Стам, а також вітчизняні Дєленін та Терещенко.

Мета роботи полягає в дослідженні теоретико-методичних засад ESG-рейтингування та обґрунтування на цій основі рекомендацій щодо удосконалення методики рейтингування та покращення ESG-індексу підприємств.

Відповідно до поставленої мети були визначені такі *завдання*:

– Провести огляд наукових джерел та літератури щодо ESG рейтингів, дослідити теоретичні засади ESG ризиків, їх функції та роль як інструменту зменшення негативних наслідків зовнішніх нефінансових чинників на вартість компанії.

– Навести критичний огляд методичних підходів до розробки ESG рейтингів, які використовуються незалежними рейтинговими агенціями.

– Висвітлити вплив ESG ризиків на фінансово-інвестиційні рішення та наслідки ESG рейтингування для фінансових параметрів підприємства, ціни капіталу та здатності залучати ресурси на фінансовому ринку.

– Дослідити ESG індекси для вибіркової групи компаній від провідних агентств, інших аналітичних установ.

– Провести оцінку впливу ESG ризиків на ціну капіталу та фінансові показники вибіркової сукупності підприємств.

– Застосувати регресійний аналіз для визначення значущості впливу ESG рейтингу на ринкову капіталізацію компаній.

– Обґрунтувати напрямки удосконалення методичних підходів до оцінки ESG ризиків, на основі якої присвоюються ESG рейтинги.

– Визначити шляхи покращення оцінки кліматичних ризиків та соціальної складової ESG рейтингу.

– Визначити альтернативні підходи до оцінки ризиків пов’язаних з корпоративним управлінням.

– Особливу увагу звернути на дослідження динаміки ESG-індексів підприємств, які продовжують діяльність у країні-агресорі.

Об’єктом дослідження є ESG рейтинг публічних компаній.

Предметом дослідження є теоретико-методичні підходи до оцінки ESG ризиків, розробки та використання ESG рейтингів у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень.

Методи дослідження. Теоретична та методична основа цього дослідження ґрунтується на зарубіжних публікаціях агенцій ESG рейтингування та звітах Організації економічного співробітництва та розвитку (OECD). Також в даному дослідженні було враховано актуальні введення Європейської Союзу щодо відповідального інвестування. При виконанні дослідження використовувалися такі загальнонаукові методи: аналітичний, графічний, описовий, порівняння. Також використовувалися регресійний аналіз для дослідження окремих складових та логічних узагальнень.

Інформаційною базою дослідження є підручники та навчальні посібники вітчизняних та зарубіжних авторів, а також аналітичні та наукові статті, та ESG рейтинги та фінансова звітність обраної сукупності підприємств за останні три роки.

Структура роботи. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків.

У першому розділі проведено аналіз теоретичних засад формування ESG рейтингів, їх підходи та методи. Наведено критичний огляд досліджень про вплив ESG ризиків на фінансово-інвестиційні рішення, а також розглядаються наслідки ESG рейтингування для фінансових параметрів підприємства, цін на капітал та здатності залучати ресурси на фінансовому ринку.

У другому розділі роботи проведено детальний аналіз ESG рейтингів обраної сукупності компаній, а також їх зміна протягом останніх трьох років. В практичній часті було застосовано регресійний аналіз для визначення значущості впливу ESG рейтингу на ринкову капіталізацію компаній.

У третьому розділі роботи було обґрунтовано напрямки удосконалення методичних підходів до оцінки ESG ризиків, на основі якої присвоюються ESG рейтинги.

РОЗДІЛ 1.

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ESG РЕЙТИНГУВАННЯ

1.1 Теоретичне підґрунтя та необхідність оцінки ESG ризиків

Поняття екологічних, соціальних та управлінських ризиків (ESG) стосовно фінансів з'явилося у 2004 році і є результатом співпраці між фінансовою індустрією та Глобальним договором ООН, який підготував звіт під назвою "Хто дбає, той перемагає". Метою було розглянути та інтегрувати питання ESG в управління активами, брокерські послуги та дослідження. Результатом стало впровадження універсальних принципів у бізнес шляхом встановлення зв'язку між питаннями ESG та інвестиційними рішеннями, пов'язаними з цими факторами. Усвідомлення факторів ESG існувало задовго до цього звіту, але не було єдиної глобальної системи через їхню складність. У звіті стверджується, що економіка залежить від здорового громадянського суспільства, яке залежить від сталої планети. Таблиця 1 показує, як Цілі сталого розвитку поділяються на категорії та підкатегорії спрямованні на подолання бідності, захисту планети та забезпечення добробуту для всіх до 2030 року. Тому інвестиційні рішення повинні мати чіткий власний інтерес у сприянні кращому управлінню соціальними та екологічними впливами. Враховуючи фактори ESG, у звіті стверджується, що прозорість може сприяти створенню більш стабільних і передбачуваних фінансових ринків.[2]

Таблиця 1.1 – Складові категорій ESG оцінки зі звіту ООН.

Навколишнє середовище	Соціальна складова	Корпоративне управління
• Використання ресурсів • Викиди • Інновації • Шкідливість продукції	• Охорона праці • Захист прав споживачів • Внесок у суспільство	• Склад менеджменту • Захист інтересів акціонерів • Корпоративна стратегія

Джерело: розроблено автором на основі [1]

Концепція вимірювання корпоративної соціальної відповідальності (КСВ) зазвичай стосується екологічних, соціальних та управлінських (ESG) характеристик компанії. В останні роки використання ESG-показників акціонерами (зацікавленими сторонами) та особливо інвесторами зросло. Компанії також побачили можливість для підвищення конкурентоспроможності в результаті посилення тиску зацікавлених сторін на екологічні проблеми, такі як зміна клімату, забруднення та відходи.

Для того, щоб кількісно оцінити концепції ESG, компанії з допомогою ESG-рейтингів за трьома різними складовими: екологічною, соціальною та управлінською. Ці індикатори були введені для вимірювання поза фінансової інформації та ілюстрації частини вартості компанії, яку неможливо пояснити за допомогою традиційної фінансової звітності. Екологічні показники в основному охоплюють питання, пов'язані з викидами CO2 та споживанням води. Соціальні питання стосуються взаємовідносин компанії з внутрішніми та зовнішніми зацікавленими сторонами, зосереджуючись на таких питаннях, як корпоративна соціальна політика та права людини, наприклад, заборона праці неповнолітніх та примусової праці, а також регулювання заробітної плати та робочого часу. З іншого боку, управління стосується всіх характеристик ради директорів, включаючи винагороду та незалежність.

Часто, коли згадують про компоненти ESG у медійному середовищі, то можуть нехтувати висвітленням корпоративних ризиків, помилково вважаючи, що це лише описує наскільки досвідченим є менеджмент. Але насправді, корпоративне управління розуміють як сукупність структурних механізмів або гарантій, які захищають інтереси акціонерів. Таким чином, належне корпоративне управління може бути важливим інструментом для оптимізації діяльності та збільшення вартості компанії. Дослідження показують, що слабке корпоративне управління пов'язане зі значно нижчою вартістю компанії та меншою прибутковістю акцій.

Останніми роками все більшої популярності набуває термін "управління корпоративною відповідальністю", що означає наявність у компанії спеціальних систем управління стійким розвитком. Це відповідає висновкам останніх досліджень, які показують, що належне корпоративне управління та сталий

розвиток не можна розглядати окремо. Ще одним фактором, який може перешкоджати встановленню належного управління відповідальністю, є розбіжність інтересів різних зацікавлених сторін. Стейкхолдери можуть по-різному оцінювати соціальну діяльність компаній залежно від своїх інтересів, різного сприйняття принципів соціальної відповідальності. Наприклад, власник контрольного пакету акцій може бути більш зацікавлений у підвищенні ціни акцій у короткостроковій перспективі, ніж у покращенні репутації компанії в довгостроковій перспективі. Тому такий акціонер може не керуватися принципом суспільної відповідальності або управлінського розсуду, а отже, може не поділяти надмірну соціальну політику та програми компанії, яка бере активну участь у таких ініціативах. З іншого боку, ці практики можуть поділяти стейкхолдери з довгостроковою перспективою.

Компанії реагують на результати досліджень і змінюють свої практики управління репутаційними, юридичними та регуляторними ризиками. Однією з причин є те, що погане управління дорого обходиться акціонерам і зацікавленим сторонам. Як наслідок, все більше компаній призначають жінок до складу правління, щоб збільшити різноманітність та покращити процес управління. Яскравим прикладом є присутність жінок у радах директорів компаній S&P 500, яка становила 21,2% у 2016 році порівняно з 15,7% у 2010 році та 13,6% у 2003 році. Іншими механізмами, що використовуються для пом'якшення проблем корпоративного управління, є узгодження інтересів менеджерів та акціонерів через належну розробку контрактів на винагороду, моніторинг менеджерів незалежними аудиторами та надання акціонерам права голосу.[5]

Важливо розуміти, що ESG – це стратегія управління зовнішніми ризиками, які можуть вплинути на конкурентні позиції компанії. І є різні способи реалізації та визначення пріоритетів стратегії. У межах стандартних управлінських стратегій можна реалізувати ESG-стратегію. Деякі стратегії покладатимуть значну або всю вагу рішення на ESG або тільки складову ESG, деякі можуть просто використовувати його для додаткової інформації в аналізі ризику.

Отже, ESG можна визначити як добровільну корпоративну стратегію, яка покращує соціальний добробут і виходить за межі законодавчих та регуляторних

вимог. Це означає, що компанії беруть на себе більше відповідальності, ніж це суворо вимагається, щоб задовольнити зростаючі соціальні вимоги «стейкхолдерів». Беручи участь у ESG стратегії, компанії покращують свою репутацію завдяки чому в результаті підвищує попит, лояльність клієнтів, утриманню працівників тощо. З іншого боку, впровадження ESG також може бути зумовлене стратегічними стимулами або ринковою кон'юнктурою. Таким чином, компанії краще підготовлені до збереження своєї конкурентоспроможності перед обличчям потенційних нових регуляторних актів, а також до запобігання майбутнім регуляторним актам, маючи на увазі, що ринки вже надають адекватні стимули. [6]

По інший бік корпоративних відносин існує ESG-інвестування, тобто особи або група осіб, що мають капітал орієнтуються не тільки на можливість компанії генерувати грошовий потік, а також нівілювати ESG ризики. Виникнення ESG-інвестування почалося ще в 1960-х роках як соціально відповідальне інвестування (CBI), коли інвестори виключали деякі компанії або цілі галузі зі своїх інвестиційних портфелів через їхню ділову активність. Подальший інтерес до соціально відповідального інвестування виник у 1980-х роках, коли значно зросла кількість наукових статей про CBI. Поряд з термінами «соціально відповідальне інвестування» та «корпоративна і соціальна відповідальність», практики, науковці та засоби масової інформації використовують абревіатуру "ESG". Цей термін почав використовуватись для опису сфери інвестування, яка враховує соціальний добробут на додаток до фінансової вигоди при розробці інвестиційної стратегії. Сам термін ESG став загальновживаним у 2005 році, і дедалі частіше інвестори почали приймати концепцію використання ESG-критеріїв для прийняття інвестиційних рішень. Концепція "ESG-інвестування" є розвитком руху "соціально відповідального інвестування", але ESG забезпечує ширшу основу для вивчення соціального впливу, ніж просто уникнення компаній, пов'язаних з несприятливими наслідками. [7]

Принципи відповідального інвестування визначають, що відповідальне інвестування має на меті включення ESG-факторів в інвестиційні рішення для кращого управління ризиками та отримання довгострокових стійких прибутків.

Таким чином, ці ESG-заходи можуть спрямувати капітал досвідчених інвесторів у сталий розвиток до компаній з кращою КСВ. Репутаційні переваги – ще одна перевага ESG. Показники ESG, наприклад, через філантропічну діяльність, можуть бути потужним маркетинговим інструментом для компанії, оскільки вони можуть допомогти збільшити продажі компанії за рахунок побудови бренду в соціально відповідальному вимірі. Цю теорію підтримують науковці Годфрі, Меррілл та Хансен, які порівнюють інвестиції в екологічні, соціальні та управлінські питання зі страхуванням від репутаційних ризиків. Зараз, як ніколи раніше, компанії усвідомлюють, що розкриття інформації з ESG компонентами є критично важливим для їхньої репутації та іміджу.

Існують також дослідження, які критикують той факт, що показники ESG не повною мірою корелюють із впливом продуктивності, а отже, з її привабливістю для інвесторів. Насправді, результати показують, що компанії з низькими показниками ESG мають високі обсяги продажів. Ці протиріччя, що виникли в попередній літературі, можуть бути результатом двох важливих аспектів. З одного боку, це побудова індикаторів, оскільки критерії, які складають показники ESG, можуть бути не тими, що становлять найбільший інтерес для інвесторів. З іншого боку, багато компаній та інвесторів ігнорують показники ESG та не беруть до уваги той факт, що вони є невикористаним джерелом для збереження конкурентоспроможності.

Починаючи з 2009 року, концепція ESG набула все більшого значення у сфері інвестування, адже найбільші гравці фондових ринків з усього світу почали активно інвестувати у рейтингові агентства та розвивати методики оцінювання ESG-індексів:

Таблиця 1.2 – Вибрані операції злиттів та поглинань, що вплинули на ринок ESG агентств за період 2009-2021рр.

Рік	Подія	Компанії, що брали участь
2009	Придбання Innovest та Jantzi Research	RiskMetrics Group
2010	Придбання RiskMetrics Group	Thomson Reuters
2011	Злиття The Corporate Library та GMI	The Corporate Library, GMI
2014	Придбання GMI Ratings	MSCI

2015	Придбання Ethix SRI Advisors	ISS
2016	Увійшло в ESG індустрію, придбавши Trucost	Standard & Poor's
2017	Придбання Vigeo та EIRIS	ISS
2018	Придбання активів Solaron Sustainability та поглинування Oekom Research	Sustainalytics
2019	Придбання контрольного пакета акцій Vigeo Eiris	Moody's
2019	Отримання 40% акцій Sustainalytics	Morningstar
2020	Придбання Refinitiv	MSCI
2021	Придбання Refinitiv	Deutsche Borse Group

Джерело: розроблено автором на основі [10]

А вже з 2019 року пошукові запити "ESG" в Інтернеті зросли у п'ять разів порівняно з 2009 роком. Компанії почали виділяти все більше ресурсів на розробку своїх ESG-стратегій, тому, наприклад, зараз ESG-звітність є стандартною для понад 90% компаній зі списку S&P 500. [11]

Крім того, продовжують з'являтися та розвиватися правила і норми у цій сфері. Наприклад, у деяких країнах компоненти ESG є обов'язковими, тоді як в інших країнах відповідне законодавство перебуває на стадії розгляду. Зростання ESG також можна спостерігати у сфері сталого інвестування, яке значно зросло за останні роки.

У 2020 році було задекларовано «зелену угоду» ЄС, яка має на меті скоротити викиди парникових газів щонайменше на 55% до 2030 року та зробити ЄС кліматично нейтральним до 2050 року, а також економічне зростання, не пов'язане з використанням ресурсів. Європейський Союз дійсно встановлює стандарт для урядів щодо того, як протистояти викликам майбутнього. І впроваджує регулювання та стимули для більш «зеленого» ЄС у всіх галузях, включаючи галузь інвестування.

Іншим прикладом є норвезький «Oljefondet», найбільший у світі суверенний фонд добробуту, що також робить кроки для відповідального інвестування. NBIM встановлює стандарти того, що він очікує від компаній і хоче бачити реалізованим на всіх ринках. NBIM також використовує ESG у процесі оцінки та допомагає визначити ризики. Вони мають очікування щодо того, на що мають звертати увагу компанії з їхнього портфеля. Наприклад, права дітей, зміни клімату, управління

водними ресурсами, права людини, податки, прозорість, боротьба з корупцією, морська стійкість, біорізноманіття та екосистеми, щоб гарантувати, що їхні інвестиції є сталими. Учасники фонду хочуть використовувати свої гроші, щоб творити добро і зменшити свій вплив на глобальне потепління. NBIM, як суверенний фонд добробуту, подає приклад, стаючи доказом соціально-відповідального інвестування для всіх інших фондів. [34]

1.2 Вплив ESG ризиків на прийняття фінансово-інвестиційних рішень

Протягом останніх двох десятиліть капіталізація ESG є важливою темою досліджень. Багато досліджень зосереджені на питанні, чи впливає ESG на вартість компанії. Незважаючи на численні дослідження, немає єдиної думки щодо взаємозв'язку між ESG та вартістю компанії. Як наслідок, теорії, що описують взаємозв'язок між ESG та фінансовими показниками компанії, демонструють широке розмаїття. Згідно з традиційним неокласичним підходом, соціально відповідальне інвестування накладає на компанію додаткові витрати. У довгостроковій перспективі на конкурентоспроможність компанії можуть вплинути вищі витрати, що матиме вплив на грошові потоки. Зменшення прибутків і доходів не узгоджується з відомою теорією акціонерів Фрідмана. У цій теорії Фрідман стверджує, що єдиною соціальною відповідальністю фірми є максимізація акціонерної вартості.

Згідно з більшістю останніх ринкових досліджень, впровадження ефективних практик ESG збільшує корпоративні прибутки. Це пояснюється тим, що такі практики створюють і підтримують конкурентні переваги для компаній шляхом побудови довготривалих відносин з ключовими зацікавленими сторонами. Деякі дослідники стверджують, що звітність ESG знижує вартість капіталу та збільшує загальну вартість компанії. Теоретичні дебати щодо ефективності ESG можна пояснити теорією організаційної легітимності. Згідно з Ешфортом і Гіббсом, фірми застосовують два підходи до екологічної та соціальної звітності: (1) змістовний

підхід, за якого зміни в розкритті екологічної та соціальної інформації відображають фактичну діяльність фірми; і (2) символічний підхід, за якого поведінка фірми відповідає суспільним нормам, тоді як її фактична діяльність і політика залишаються незмінними. Фірми здебільшого застосовують другий метод, щоб переконати своїх ключових стейкхолдерів, незалежно від їхньої фактичної позиції, що вони віддані екологічним і соціальним стандартам. Як видно з нещодавньої літератури про ESG, мало уваги приділяється підходу до звітності (змістовному чи символічному), який використовується компаніями для представлення своїх соціальних та екологічних показників. З іншого боку, ринкові дослідження пов'язують розкриття екологічної та соціальної інформації із змістовним підходом.[12]

З іншого боку, різні теорії припускають, що активна політика КСВ може також генерувати додаткові переваги для компанії. Наприклад, Годфрі, Меррілл та Хансен стверджують, що інвестиції в ESG оцінку можна розглядати як "страхування" від репутаційних ризиків. Нещодавні скандали, пов'язані з British Petroleum, Hennes & Mauritz та Rabobank, є чітким свідченням цінності інвестицій у ці фактори. На додаток до страхування від репутаційних ризиків, інвестиції в КСВ можуть покращити репутацію компанії. Ще одним наслідком гарної репутації є те, що вона підвищує прихильність зацікавлених сторін. Постачальники та партнери з більшою ймовірністю діятимуть на користь фірми, що така підтримка стейкхолдерів може призвести до збільшення капіталу та більшої готовності надавати ресурси фірмі. Позитивна репутація підвищує задоволеність працівників та їхнє бажання працювати на фірму і працювати довше в одній і тій самій фірмі. Вважається, що задоволеність працівників також позитивно впливає на фінансові показники фірми.

Структура капіталу має значний вплив на фінансовий, корпоративний та соціальний стан компаній. Було досліджено, що чим більш соціально відповідальною є компанія, тим більше вона покладається на власний капітал порівняно з борговим фінансуванням. Крім того, схильність фірм до соціальних елементів виграє від надійного акціонерного фінансування; екологічні міркування також впливають на структуру капіталу. Також, теорія агентів і принципалів

підтримує компонент управління, стверджуючи, що чим вища якість управління, тим менша ймовірність виникнення суперечок, що в кінцевому підсумку призводить до зниження агентських витрат і рівня боргу. [13]

Існує все більше, але відносно невелика кількість досліджень, присвячених розкриттю інформації з ESG та її впливу на фінансовий леверидж організацій. Вважається, що компанії, які дотримуються інвестиційних принципів ESG, а саме нівелювання ризиків пов'язане з корпоративним управлінням, мають більші можливості для зменшення ризиків і можуть генерувати стабільні та стійкі фінансові прибутки. Для забезпечення теоретичного підґрунтя використовуються дві фундаментальні фінансові теорії. Перша – це гіпотеза компромісу, яка визначає структуру капіталу фірми та ступінь фінансового левериджу (Міллер та Модільяні). На противагу цьому, теорія ієрархії підкреслює схильність до використання внутрішніх фондів за сприятливих і несприятливих умов. Згідно з останніми дослідженнями, на структуру капіталу компаній впливають різні фактори, включаючи інституційне середовище, трансакційні витрати і макроекономічні умови. Ефективне управління може принести користь зацікавленим сторонам, допомагаючи оптимізувати леверидж і скоригувати структуру капіталу фірми. Крім того, у випадку ризику банкрутства фірма може не вливати додаткові кошти для захисту своєї репутації, оскільки фірма, яка цінує своїх працівників і репутацію, швидше за все, працюватиме з більшим власним капіталом, а не з високим борговим навантаженням. [14]

Також, деякі дослідження показують, що соціально та екологічно відповідальні організації, як правило, мають нижчі коефіцієнти заборгованості. Це позитивно впливає на соціальний внесок компаній, оскільки нижчий рівень боргового навантаження дозволяє компаніям використовувати свій вільний грошовий потік на користь акціонерів. Варто зазначити, що зусилля компаній з управління екологічними ризиками також можуть бути винагородженні зниженням вартості капіталу. Теоретично, зниження вартості капіталу призведе до негативного зв'язку між розкриттям ESG-інформації та фінансовим важелем, і в цьому контексті існують узгоджені результати, які можна знайти в різних дослідженнях.[15]

На додаток до негативних і позитивних теорій, деякі дослідження дають пояснення більш змішаним результатам, виявленим у взаємозв'язку між КСВ і фінансовими показниками компанії. Вебер представляє теорію, яка тісно пов'язана з методом дисконтування грошових потоків. Вона стверджує, що творити добро вигідно доти, доки фінансові вигоди від цього перевищують фінансові витрати. Загальна цінність творення добра визначається шляхом дисконтування додаткових грошових потоків. Інша теорію припускає перевернуту U-подібну залежність між КСВ та ефективністю. Цей перевернутий U-подібний зв'язок пояснюється тим, що інвестиції в КСВ можуть додавати вартість лише доти, доки вартість компанії не буде максимізована.

Інша теорія змішаних результатів, що зустрічається в недавній літературі, базується на "гіпотезі навчання". Ця гіпотеза припускає, що здатність генерувати альфа-фактори з ESG-факторів стає складнішою, оскільки ринок звертає на них увагу і в результаті коригує поточні рівні цін. Ефект навчання, теорія дисконтованих грошових потоків та перевернута U-подібна залежність є можливими причинами відсутності консенсусу в сучасній літературі щодо впливу ESG на фінансові показники компаній.[17]

В дослідженнях про вплив ESG-оцінок на фінансові показники компаній також не має одностайної думки, причиною цьому науковці вважають складність вимірювання та оцінки нефінансових впливів. Підтвердженню цьому є наявність суперечливих результатів між існуючими емпіричними дослідженнями. Більшість досліджень – це портфельні дослідження, які, як правило, складаються з портфелів, що є взаємовиключними на основі різних ESG-критеріїв, та аналізують відмінності у результативності портфелів протягом певних інвестиційних горизонтів. Деякі дослідження показують позитивну кореляцію між показниками ESG та фінансовими показниками компанії: компанії з високими показниками ESG, як правило, мають значно кращі фінансові показники, ніж компанії з низькими показниками ESG.

На противагу цьому, інші дослідження далеко не переконують у тому, що компанії з найкращими показниками ESG отримують вищі прибутки в майбутньому, оскільки деякі дослідження задокументували нижчі прибутки в

майбутньому для компаній з найкращими показниками ESG, а інші не зафіксували суттєвих відмінностей у прибутках. Аннер і Якобссон ван Стам досліджували вплив показників ESG на дохідність акцій на шведському фондовому ринку за допомогою регресії і дійшли висновку, що аномальні прибутки, які генеруються стратегією довгих позицій у компаніях з кращими показниками ESG, і коротких позицій у компаніях з гіршими показниками ESG, є статистично незначущими. [8]

Водночас є дослідження, які показують нейтральний або негативний зв'язок. Наприклад, в дослідженні про вплив ESG на фінансові показники італійських компаній, автори виявили, що корпоративна і соціальна відповідальність демонструють зростаючий інтерес серед менеджерів, однак автори також виявили, що інвестори, які впровадили ESG-критерії у свої акції, не мають позитивного впливу на покращення прибутковості інвестиційного портфелю. Тому автори дослідження зазначають, що хороший ESG-рейтинг не повинен бути єдиною підставою для прийняття фінансових рішень.[13]

Незважаючи на відсутність консистентного аналізу кореляції ESG оцінки на фінансову та економічну діяльність компаній, інвестори все одно обирають звертати на ESG компоненти при прийнятті фінансово-інвестиційних рішень.

До прикладу, на період з 2018 по 2020 рік інвестиції у фонди сталого розвитку зросли з $5 млрд до $50 млрд. У першому та другому кварталах 2022 року обсяг інвестицій у фонди сталого розвитку сягнули рекордних $120 млрд. І порівняно із загальним ринком, активи що відносять до категорії сталого розвитку зазнали меншого падіння під час загального ринкового спаду в першому кварталі 2022 року.

До того, найвпливовіша спільнота в фінансово-інвестиційному середовищі, CFA, рекомендує розглядати ESG рейтинг компаній при виборі цільової компанії для інвестування, а також виділяє шість способів включення ESG-параметрів в інвестиції:

- Виключний або негативний скринінг – на основі певних показників інвестори приймають рішення про виключення компаній зі своїх інвестицій.

- Вибір найкращих у своєму класі або позитивний скринінг – на основі ESG-критеріїв інвестори вирішують продовжувати інвестувати в компанії, які демонструють найкращі показники порівняно з аналогами.
- Активна участь – діалог з компаніями-об'єктами інвестицій, який дозволяє інвесторам впливати на їхню діяльність відповідно до обраних ними критеріїв ESG. Це може бути через право голосу, щоб впливати на компанію в "правильному" напрямку.
- Тематичне інвестування – фокусування на інвестиціях, які відповідають певним тенденціям у сфері ESG.
- «Імпакт-інвестування» – інвестування із задекларованим наміром побачити результати діяльності компанії у сфері ESG.
- Інтеграція ESG – явна інтеграція ESG-критеріїв в інвестиції.[20]

Згідно з рекомендацій CFA спільноти лише два методи слід розглядати за допомогою ESG рейтингів. По-перше, за допомогою ESG рейтингів можна здійснювати виключний скринінг, оскільки він не вимагає від інвестора активних дій. Це один із найстаріших методів врахування показників ESG в інвестиційних рішеннях. У 2018 році «Eurosif» опублікував список основних критеріїв виключення для інвесторів, які є загальноприйнятими в Європі та світі: зброя, тютюн, азартні ігри, порнографія, ядерна енергетика, алкоголь, ГМО (генетично модифіковані організми) та тестування на тваринах.[38]

Другий метод, який можуть використовувати ESG рейтинги, – це підхід найкращих у своєму класі. Для порівняння компаній-аналогів методологія ґрунтується на регіоні та секторі, в якому працює компанія. Оцінка ESG дає можливість порівняти кілька компаній за чіткими критеріями, що призводить до прийняття остаточного рішення про вибір тієї, яка має найкращі показники з точки зору рейтингу сталого розвитку. Дані ESG є важливими для інвесторів, які покладаються на найкращий у своєму класі/позитивний скринінг при прийнятті рішень. Для решти методологій рейтинги поки що не дуже підходять, оскільки вони вимагають від інвесторів більш глибокого аналізу інвестиційних можливостей і критеріїв ESG, що лежать в їх основі. Однак у найближчому майбутньому

підвищення якості ESG-даних сприятиме підвищенню надійності ESG-рейтингів у багатьох інвестиційних методологіях.[21]

Як позитивні, так і негативні аспекти цієї сфери сприяють тому, що ESG є актуальним питанням, значення якого постійно зростає. За останні декілька років було проведено понад 2000 академічних досліджень, і приблизно 70% з них дійшли висновку, що індекси ESG мають позитивний зв'язок з фінансовими показниками.[22]

Взаємозв'язок між показниками ESG та корпоративними фінансовими показниками є предметом широких досліджень з початку 1970-х років. Однак, незважаючи на велику кількість літератури на цю тему, дослідники досі не дійшли спільної згоди щодо наслідків цього зв'язку. Більше того, з появою нових досліджень часто виникають нові невизначеності на цю тему, що призводить до фрагментарності знань і непереконливих результатів. З вищезазначених причин ESG та її (потенційна) кореляція з фінансовими показниками є важливою темою для подальшого вивчення з різних точок зору.[23]

1.3 Методичні підходи та інструменти ESG рейтингування

Щоб визначити загальний рейтинг ESG, рейтингові агентства оцінюють три компоненти ESG - E (навколишнє середовище), S (соціальна сфера) та G (корпоративне управління) – окремо, а потім об'єднують їх для розрахунку загального балу. Агентство оцінює ці компоненти, беручи до уваги ключові фактори, що впливають на кожну з них. Під компоненти E, S та G можуть бути достовірно визначені за допомогою статистичного аналізу історичних даних або теоретичних співвідношень.

До прикладу, MSCI виділяє наступні під компоненти E, S та G:

- Навколишнім середовищем: зміна клімату, включаючи внесок компанії у викиди та шкоду від них, а також регуляторні дії, пов'язані з кліматом; Оцінка природного капіталу базується на залежності компанії від потенційно

вразливих природних ресурсів; Виробництво та утилізація товарів компанії, що може призводити до утворення відходів, включаючи упаковку, матеріали та токсини.

- Соціальна сфера: управління людським капіталом включає практику працевлаштування, розвиток талантів, безпеку та трудові стандарти постачальників; Відповідальність за якість продукції охоплює проблеми з якістю, безпекою, фінансові збитки, порушення конфіденційності або витік даних, хімічну шкоду та інші ризики для здоров'я або демографічні ризики.
- Корпоративне управління: стосується якості корпоративного нагляду. Сюди входять структура і склад ради директорів, структура власності акціонерів і контроль над ними, практика оплати праці генерального директора та якість бухгалтерського обліку; Корпоративна поведінка стосується етичної поведінки компанії, включаючи анти конкурентні практики, корупцію, податкове ухилення та прозорість.[24]

Варто підкреслити, що деякі рейтингові агентства з оцінки ESG ризиків принципово відрізняються в тому сенсі, що деякі з них фокусуються на окремих питаннях, тоді як інші є комплексними. Це означає, що вони ґрунтуються або на глибокій експертизі з конкретного питання ESG, або на широкій експертизі, вираженій у загальному рейтингу сталого розвитку. У Таблиці 1.3 нижче порівнюються результати рейтингових оцінок за ключовими показниками:

Таблиця 1.3 – Порівняння проаналізованих рейтингових агенцій з оцінювання ESG ризиків.

Рейтингова агенція	Фокус	Покриття	Дані джерела	Основні питання, виявлені	Шкала рейтингу
MSCI ESG	Оцінка компанії	Глобальна база	Аналітичний,порівняння галузей та аналогів	Ризики та можливості ESG, матеріальність галузі, цілковите охоплення	AAA до CCC
Sustainalytics	Звіти компанії	Глобальна база	Аналітичний,порівняння галузей та аналогів	37 ключових питань ESG, матеріальність галузі, цілковите охоплення	0 до 100

RobecoSAM	Оцінка корпоративної стійкості для DJSI	Глобальна база	Анкетування,керований інвесторами	Питальник галузевої специфікації	Золото, срібло, бронза
ISS ESG	Оцінка компанії	Глобальна база	Аналітичний,зосереджений на секторному аналізі	100 індикаторів, п'ять галузево-специфічних питань	
CDP	Оцінка компанії з питань зміни клімату, водної безпеки та лісів	Глобальна база	Анкетування, секторний аналіз	175 індикаторів	A до F (або D-)

Джерело: розроблено автором на основі [24,25,35]

Для детального ознайомлення з фреймворками ESG рейтингування різних агентств дивитись у Додатках.

ESG-рейтинги подаються у вигляді літерних або цифрових показників, що відображають абсолютний або відносний ESG-ризик чи результати діяльності компанії. Різні компанії використовують різні шкали ESG-рейтингів.

MSCI використовує 7-бальну шкалу від AAA до CCC, подібно до кредитно-рейтингових агентств. ISS використовує 12-бальну шкалу від A+ до D-, подібно до системи освіти. Також поширені перцентильні оцінки від 1 до 100, де 100 може означати або високу якість ESG, або високий ESG-ризик.

Багато агентств рейтингів вимірюють якість ESG або відносно галузі, або в абсолютному вираженні. Галузеві рейтинги дозволяють інвесторам порівнювати ризики або показники ESG серед компаній однієї галузі. Це дозволяє виявити енергетичну компанію, яка є більш схильною до екологічних ризиків порівняно з іншими компаніями. Хоча рейтинги, скориговані на галузеву приналежність, не дозволяють проводити міжгалузеве порівняння компаній, важливо зазначити, що на рейтинг компанії значною мірою впливає її галузева приналежність. Варто також враховувати, що рейтингові компанії, які стверджують, що пропонують універсальні рейтинги, можуть не враховувати галузеві фактори, які впливають на результати діяльності компанії.[24]

На відміну від кредитних рейтингів, рейтинги ESG частіше запрошуються менеджерами з активів чи інвестиційних фондів, а також розробниками індексів. Ця величезна різниця порівняно з моделлю "замовник платить" виводить на

перший план основну відмінність від кредитних рейтингових агентств. Це можна розглядати як велику перевагу, оскільки це може усунути конфлікт інтересів, що виникає, коли самі компанії платять за рейтинг.[19]

Рейтингові агентства, що займаються оцінкою ESG ризиків, мають на меті забезпечити розуміння якості ESG індексу. Однак їхні підходи різняться, про що свідчать відмінності в заявлених цілях.

Спільною темою серед постачальників послуг ESG оцінювання є зниження інвестиційних ризиків. Якість ESG індексу покращує фінансові показники шляхом пом'якшення соціальних та екологічних факторів, які становлять ризик для бізнес-моделі або діяльності компанії. Наприклад, одна з найпрестижніших агенцій, MSCI стверджує, що його рейтинги ефективно знижують ESG-ризики та сприяють створенню довгострокової вартості. [24]

Важливо зазначити, що зниження ризиків – не єдина вимога провайдерів ESG-рейтингів, оскільки деякі з них розробляють свої рейтинги для прогнозування прибутковості. HIP та Arabesque, менші за популярністю агентства, стверджують, що їхні ESG-рейтинги корелюють з кращими показниками прибутковості при однаковому рівні ризику і що їхній підхід зосереджений на визначенні компаній, які мають кращі позиції для досягнення кращих результатів у довгостроковій перспективі. Алгоритм, що використовується для розрахунку ESG-рейтингу компанії, враховує лише ту інформацію, яка суттєво допомагає пояснити майбутні показники, скориговані на ризик. Ці твердження можна перевірити, зіставивши ESG-рейтинги з подальшими змінами цін на акції чи облігації.

Провайдери ESG-рейтингів висувають додаткові вимоги, такі як вимірювання екологічного чи соціального впливу компанії (ISS), прозорість і прихильність ESG (Refinitiv) або надання екрану для відбору ESG на підтримку цілей корпоративного управління (FTSE Russell). Як показує практика, ці вимоги може бути важко точно виміряти.

Sustainalytics, інший великий гравець на ринку ESG-рейтингування, оцінює ступінь, до якого економічна вартість компанії знаходиться під загрозою через ESG-фактори.

За своєю методологією, 180 аналітиків Sustainalytics спочатку беруть дані з річних звітів, новин, неурядових організацій, урядової документації, GRI тощо:

- Потім оцінюють різні індикатори, які є специфічними для галузі. Вони охоплюють понад 70 показників у всіх галузях, надаючи їм відповідну вагу відповідно до їхньої важливості.
- Їхнє оцінювання поділяється на три основні структурні блоки: "корпоративне управління, суттєві питання ESG та специфічні питання".
- Кожна галузь має приблизно 40 суттєвих показників, які оцінюються за трьома компонентами (готовність, розкриття інформації та якісні й кількісні показники діяльності).
- Потім ключове ESG питання розміщується на двовимірній матриці суттєвості, отриманій на основі суттєвих індикаторів галузі та зменшення впливу компанії.
- В кінці присвоюється підсумковий бал від 0 до 100, де 0 – найнижчий рівень ризику. Ця шкала поділяється на 5 категорій: незначний, низький, середній, високий і серйозний.

Дослідження ESG компонентів є базовою основою для рейтингу ESG-ризиків. Воно надається у вигляді звіту, де показники кожної компанії порівнюються з показниками інших компаній. У рамках щорічного оновлення рейтингу з компаніями зв'язуються та надають можливість надати відгук щодо їхнього ESG-звіту.[28]

Джерела даних, що використовуються для наповнення рейтингових моделей, включають публічні, квазі-публічні та приватні дані. Публічні дані включають звітність компаній, подану до Комісії з цінних паперів та бірж, звіти про сталий розвиток, прес-релізи, стрічки новин та повідомлення у ЗМІ. Квазі-публічна інформація охоплює дані, зібрані в урядових, регуляторних та неурядових базах даних. Непублічна інформація може бути надана компанією у відповідь на запитувані анкети.

Ці набори даних створюють певні труднощі, у цьому контексті трьома основними викликами даних є повнота, стандартизація та узгодженість. Робота з моделями, які включають сотні матеріальних вхідних змінних, вимагає допоміжних даних для кожної змінної. Однак значна частина цієї інформації не є публічно доступною. Рейтингові компанії повинні приймати рішення про те, як поводитися з відсутніми даними, і один з підходів полягає в тому, щоб опустити точку даних. Однак це ускладнює порівняння оцінок компаній, які повідомляють і не повідомляють про вартість. Обидва підходи мають свої переваги та недоліки, але важливо обрати підхід, який найкраще відповідає контексту та цілям аналізу. Один з підходів полягає в тому, щоб зробити припущення щодо даних, коли немає інформації для заповнення точки даних. MSCI надає оцінку, що показники компанії є середніми по галузі, тоді як FTSE надає оцінку, що показники компанії є найгіршими. Одним з ефективних підходів є оцінка відсутніх даних за допомогою сучасних статистичних методів.

Інститут CFA провів дослідження у 2021 році, що виявило між основними агентствами ESG-рейтингів існує кореляція від 0,65 (між S&P Global та Sustainalytics) до 0,14 (між ISS та S&P Global). Більше того, у дослідженнях інших науковців було виявлено, що ESG-рейтинги та їхні окремі компоненти (E, S та G) значно різняться у різних провайдерів. Наприклад, MSCI та Sustainalytics демонструють кореляцію лише на рівні 0,11, 0,18 та -0,02 відповідно у своїх оцінках компонентів E, S та G.[20]

Хоча ESG показники стали невід'ємною частиною оцінки корпоративної стійкості, їхні недоліки стають все більш очевидними. Впливова стаття Пакера "Переоцінка звітності зі сталого розвитку" висвітлює проблеми, пов'язані з тим, що покладатися на корпоративні дані ESG-звітності, які надаються самими компаніями, не є правильним. Пакер стверджує, що суть проблеми полягає в тому, що ESG-рейтинги схильні до упередженості, оскільки вони значною мірою покладаються на дані, надані самими компаніями. Це відкриває можливості для компаній представляти викривлену версію своїх зусиль у сфері сталого розвитку, що ставить під сумнів точність ESG-рейтингів. Щоб вирішити ці проблеми, Пакер виступає за перехід до стандартизованих та обов'язкових процесів звітності. Він

стверджує, що більш послідовний і суворий підхід допоможе пом'якшити існуючі проблеми упередженості та власних інтересів, а також надасть більш чітку і надійну картину практик компаній у сфері сталого розвитку.[21]

По суті, прагнення до стандартизації, хоча й не є панацеєю, є значним кроком до підвищення довіри до звітності зі сталого розвитку та її порівнянності. Оскільки дискусія навколо ESG продовжує розвиватися, ці критичні зауваження підкреслюють необхідність вдосконалення механізмів звітності для забезпечення більш точної оцінки корпоративної стійкості.[29]

Стандартизація є ключовим питанням, коли йдеться про порівняльний аналіз даних про одну й ту саму змінну з використанням шкал, які не можна безпосередньо порівняти. Наприклад, інформацію про безпеку на робочому місці можна подавати у вигляді числових показників (кількість інцидентів), часової шкали (кількість травм за одиницю відпрацьованого часу) або у відсотках (частота втрат робочого часу). [30]

До того ж, щоб підвищити точність моделі оцінки, рейтингова компанія повинна ретроспективно коригувати історичні дані. Це пов'язано з тим, що дані, які використовувалися в моделі п'ять років тому, можуть відрізнятися від даних, які використовуються в тій же моделі сьогодні за той самий рік. Зміни до даних вносяться для того, щоб забезпечити максимальну точність моделі, використовуючи найбільш актуальну та релевантну інформацію. Важливо зазначити, що ці зміни необхідні для підтримки точності моделі і не повинні розглядатися як спроба зробити модель більш передбачуваною, ніж вона є насправді. Тобто, перегляд минулих даних на основі спостережуваних подальших результатів може зробити результати бек-тестування недійсними. При оцінці передбачуваності та достовірності комерційних ESG-рейтингів це є вирішальним фактором.[31]

Дослідження проведене Бергом, Фабісіком та Саутнером у 2021 році демонструє, що неспецифічний методологічний вибір, як-от вибір Refinitiv, може мати значний вплив. Фактично, методологічні зміни, прийняті Refinitiv у 2020 році, призвели до значних змін як у поточних, так і в історичних рейтингах. Переписані зміни призвели до коливання оцінок «E» та «S» складових на 44% та 16%

відповідно, що спричинило зниження медіанного балу на 18%. Крім того, були змінені прогностичні результати рейтингів. У переписаних даних акції з високими показниками ESG виявилися кращими, чого не було у попередніх даних. Автори підкреслюють, що переоцінка даних має бути безперервним процесом, який відображає зусилля рейтингових компаній підвищити корисність та якість їхніх даних.[32]

До прикладу методологія Thomson Reuters розраховує понад 400 показників ESG на рівні компанії, з яких ретельно відібирає у підгрупу з 178 найбільш порівнянних та релевантних сфер, щоб забезпечити загальний процес оцінки та підрахунку балів компанії. Основоположні показники базуються на таких міркуваннях порівнянності, доступності даних та галузевої релевантності. Вони згруповані в 10 категорій. Комбінація 10 категорій, зважених пропорційно до кількості показників у кожній категорії, формулює остаточний ESG-бал, який є відображенням результативності, відданості та ефективності компанії у сфері ESG. результативності, прихильності та ефективності компанії на основі на основі публічно оприлюдненої інформації.[33]

Комбіновані показники Thomson Reuters ESG забезпечують округлену та всебічну оцінку результативності компанії в сфері ESG на основі звітної інформації у сферах ESG з урахуванням суперечностей у сфері ESG з глобальних медіа-джерел. Основна мета цього показника – знизити оцінку ESG-результативності на основі негативних повідомлень у ЗМІ. Це досягається шляхом врахування впливу значних, суттєвих суперечностей у сфері ESG у загальний ESG Комбінований показник. Якщо компанії були втягнуті в суперечки з питань ESG, комбінований показник ESG розраховується як середньозважене значення ESG-балів та ESG-балів за суперечки за фінансовий період, при цьому нещодавні суперечки відображаються в останньому повному періоді. Якщо компанії не брали участі в суперечках з питань ESG, комбінований показник ESG дорівнює показнику ESG.[35]

Нові представлення ESG відображають відсоткові бали до літерних оцінки, щоб швидко інтерпретувати, як компанії працюють відносно своїх конкурентів, а також слабкі та сильні сторони компанії в сфері ESG.

Для підрахунку балів за 10 категоріями та балу ESG використовується методика перцентильного рангування. Вона базується на трьох факторах:

– На скільки компаній гірші за обрану?
– Скільки компаній мають однакове значення?
– Скільки компаній взагалі мають цінність?

Перцентильний ранговий бал базується на ранзі, і тому він не дуже чутливий до викидів. Розподіл оцінок, отриманих за допомогою процентильного рангу, є майже рівномірним; з цієї причини середнє та стандартне відхилення оцінок, отриманих за допомогою процентильного рангу, не є надто корисними. Розрахунок такого балу можна бачити нижче:

$$ESG\ score = \frac{\text{Кількість компаній з гіршим значенням} + \frac{\text{Кількість компаній з таким самим значення}}{2}}{\text{Кількість компаній зі значенням}} \quad (1.1)$$

де, ESG score – це міра того, наскільки добре компанія порівняно з іншими компаніями в галузі з точки зору ESG.

Кількість компаній з гіршим значенням – це число компаній, які мають значення ESG, гірше, ніж у поточної компанії.

Кількість компаній з таким самим значенням – це число компаній, які мають значення ESG, еквівалентне значенню поточної компанії.

Кількість компаній з значенням – це загальна кількість компаній, які мають значення ESG.

Наприклад, припустимо, що є 100 компаній, і 50 з них мають значення ESG, гірше, ніж у поточної компанії. 10 компаній мають значення ESG, еквівалентне значенню поточної компанії. Загальна кількість компаній з значеннями ESG становить 100. У цьому випадку бал буде розраховано так:

ESG score = (50 + 10) / 100 = 0,6

Це означає, що поточна компанія має значення ESG, яке вище, ніж у 60% інших компаній у галузі.

Для розрахунку загального показника Thomson Reuters ESG Score, застосовується автоматизована, заснована на даних та об'єктивній логіці, яка визначає вагу кожної категорії. Вага категорії визначається кількістю показників, які складають кожну категорію, у порівнянні з усіма показниками, що використовуються в системі TR ESG Score. Як результат категорії, що містять багато питань, такі як "Управління" (склад, різноманітність, незалежність), і компанії надають більше інформації за цими темами, матимуть більшу вагу, ніж

більш легкі категорії, такі як "Права людини" або "Стратегія КСВ". Кожна категорія складається з різної кількості показників. Детальніше можна розглянути ваги до кожної частини у Додатках.

Ознайомившись з інструментами та методологічним вибором фірм, що складають рейтинги ESG, ми можемо впевнено отримати краще розуміння дослідницьких даних щодо якості, узгодженості та ефективності ESG-рейтингів.

РОЗДІЛ 2.

ОЦІНКА ВПЛИВУ ESG ІНДЕКСУ НА РИНКОВУ ВАРТІСТЬ КОМПАНІЙ.

2.1 Аналіз ESG індексів вибіркової сукупності компаній

Як зазначено в попередньому розділі, доступ до даних про ESG-рейтинги публічних компаній обмежений через їх специфічність отримання, тому більшість рейтингових агентств намагаються убезпечити себе від судових позовів, і часто надають доступ до своїх даних на умовах корпоративної підписки, або рідше розкривають оцінювання по кожній окремій компанії. Це ускладнює якісний порівняльний аналіз присвоєння ESG рейтингів різними агенціями на прикладі сукупності компаній. Тому, для вирішення цієї проблеми було обрано рейтингову агенцію Sustainalytics, яка підпадає під критерій доступності, тобто надає безкоштовні рейтинги з відкритим доступом та історичними даними.

Підсумковий рейтинг ESG-ризиків формується як сукупність оцінок некерованих ризиків за окремими індикаторами ESG-ризиків (різниця між вразливістю компанії та її керованими ризиками). Методологія підкреслює, що адитивність оцінок ризиків є важливою характеристикою, яка дозволяє порівнювати міжгалузеві міжгалузеве порівняння рейтингів. Рейтинг ESG-ризиків компанії складається з кількісної оцінки (0-100), яка слугує для групування. компанії за п'ятьма категоріями ризику: незначний (0-9,99) - вартість підприємства має незначний ризик суттєвих фінансових наслідків, зумовлених факторами ESG; низький (10-19,99); середній (20-29,99); високий (30-39,99) та дуже високий (40-100).

Для оцінки ESG індексу та впливу ESG індексу на ринкову вартість компаній було обрано всесвітньо відомий індекс S&P 500. Або Standard & Poor's 500 Index, – це зважений за ринковою капіталізацією індекс 500 провідних компаній США, акції яких торгуються на Нью-Йоркській біржі. Це не точний список 500 найбільших

компаній США за ринковою капіталізацією, оскільки існують й інші критерії, які враховуються в індексі. Тим не менш, індекс S&P 500 вважається одним з показників ефективності провідних американських акцій, а отже, і ринку капіталу в цілому.[26]

Індекс S&P 500 часто називають одним з найкращих індикаторів американського фондового ринку, але насправді, індекс є більш глобальним, ніж можна було б подумати. Складений з 500 компаній, які зареєстровані в США, індекс охоплює приблизно 82% загальної вартості американського фондового ринку. Багато з цих компаній мають глобальну присутність, з активами та доходами в інших країнах, тому певні глобальні події можуть мати суттєвий вплив на компанії, що входять до S&P 500, і на загальний показник індексу. [26]

Щоб краще зрозуміти, звідки надходять доходи компаній S&P 500, було використано набір даних FactSet з Geographic Revenue Exposure (GeoRevTM). Цей набір даних дає географічний розподіл доходів для всіх компаній, про які є дані. Ці дані показали, що майже 71% з доходів S&P 500 надходять зі США, а решта - з іноземних ринків. На міжнародному рівні найбільшими окремими країнами за загальним відсотком доходів є Китай (4,3%), Японія (2,6%) та Великобританія (2,5%).[27]

Для забезпечення якості обраної сукупності, було виділено найбільш вагомі та представлені у всьому світі компанії індексу S&P500. Такими стали 20 найбільших за капіталізацією компаній, що входять до Індексу, а саме: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, NVIDIA, Tesla, Berkshire Hathaway, Meta, UnitedHealth Group, Exxon Mobil, Eli Lilly, JPMorgan Chase, Johnson & Johnson, Visa, Procter & Gamble, Mastercard, Broadcom, Home Depot, Chevron Corporation, Merck. Загалом капіталізація тільки цих 20 компаній займає 41% всієї капіталізації індексу S&P500:

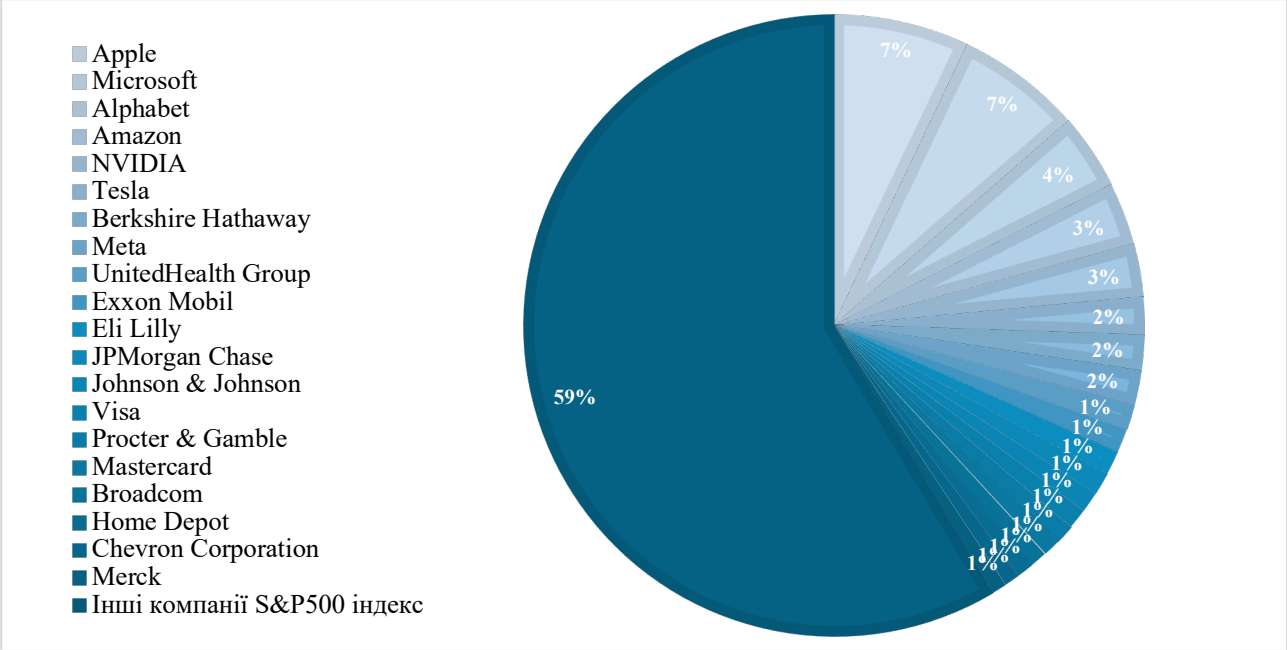


Рисунок 2.1 – Вага впливу 20 обраних компаній індексу S&P500 на загальну сукупність індексу за 2023р.

Джерело: розроблено автором на основі [36]

Якщо розподілити ці компанії за належністю до певної індустрії їх операційної діяльності, то вийде наступний розподіл: **Технології та виробництво високотехнічного обладнання** (Apple, Microsoft, Alphabet, NVIDIA, Meta, Broadcom), **Фармацевтика** (UnitedHealth Group, Eli Lilly, Johnson & Johnson, Merck), **Фінансові установи та банки** (Berkshire & Hathaway, JPMorgan Chase, Visa, Mastercard), **Нафтопереробка та видобування корисних копалин** (Exxon Mobil, Chevron Corporation), **Виробництво товарів першої необхідності** (Procter & Gamble, Home Depot), **Виробництво автомобілів** (Tesla), **Роздрібна торгівля** (Amazon). Загалом, ці компанії є репрезентативними одиницями своїх індустрій і навіть основними творцями нових інновацій, тому їх корпоративна соціальна відповідальність відіграє головну роль при оцінці самих ESG ризиків для вище згаданих індустрій.

На Рисунку 2.2 можна бачити загальну капіталізацію 20 обраних компаній, очевидно, що капіталізація Apple та Microsoft є абсолютними лідерами (з капіталізацією більше 2,7 трильйонів) і їх різниця між 3-м місцем, Alphabet, є майже в два рази:

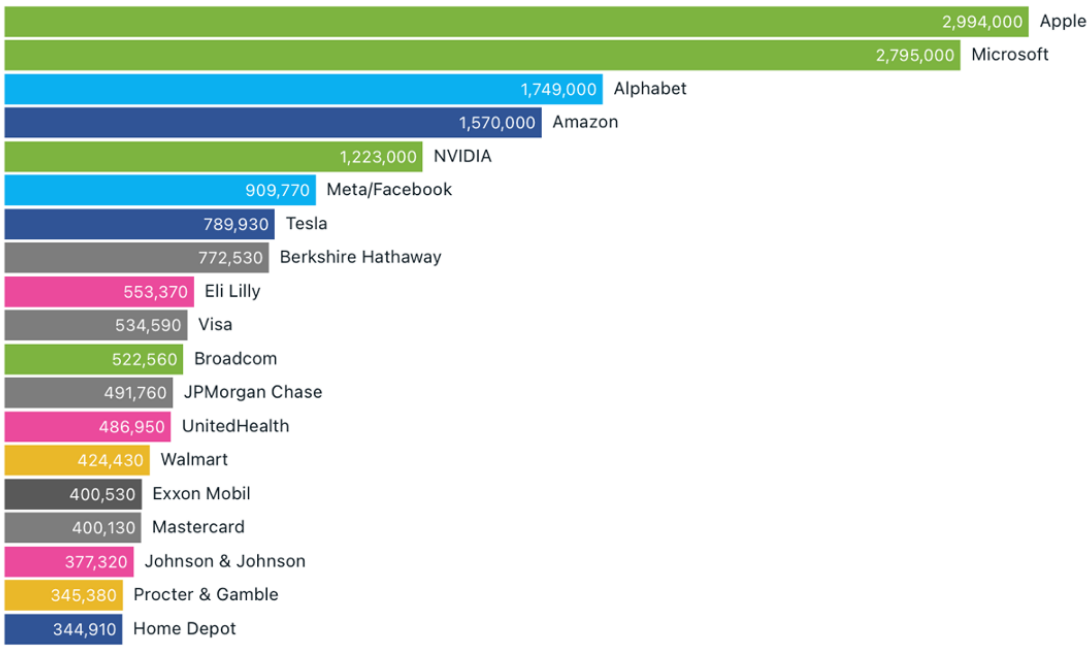


Рисунок 2.2 – Топ-20 компаній S&P 500 за ринковою капіталізацією у 2024 році у мільйонах доларів США. [36]

Розглянувши середній бал оцінки ESG ризиків для двадцяти компаній індексу S&P500 у розрізі їхньої належності до певних індустрій, можна побачити позитивний тренд у зменшенні рівня ESG ризиків за останні три роки, проте такі індустрії як Нафтопереробка та Роздрібна торгівля мають обернений тренд, через низку контроверсійних політик і підвищену ризикованість бізнесу, детальніше можна розглянути на Рисунку 2.3:

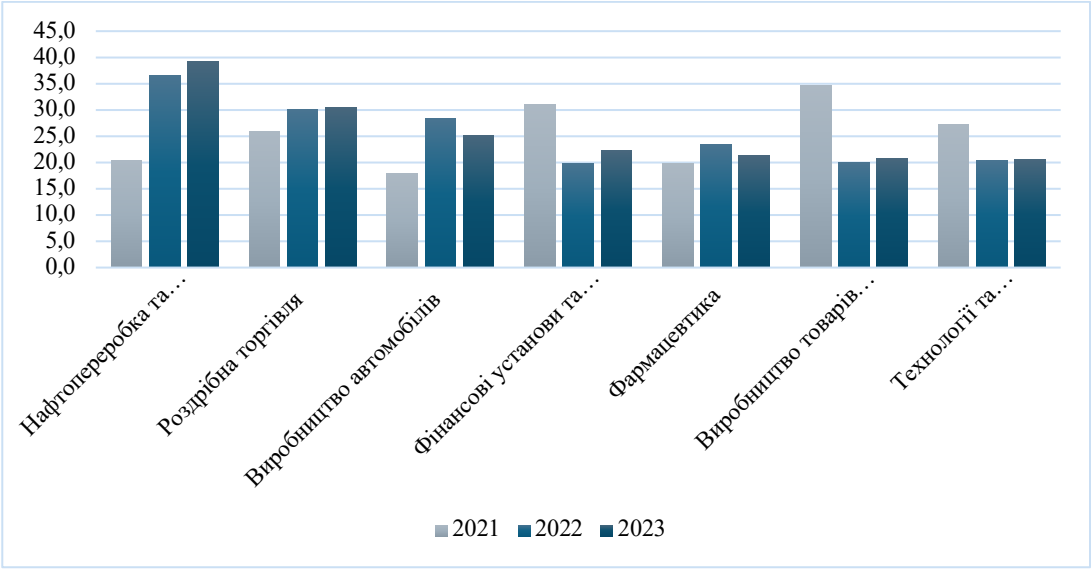


Рисунок 2.3 – Зміна ESG рейтингів обраної сукупності компаній у розрізі індустрій за 2021-2023рр.

Джерело: розроблено автором на основі [28]

Аналізуючи присвоєні агенцією Sustainalytics ESG-індекси обраних компанії за останні 3 роки можна поділити їх на три категорій (табл. 2.1):

1) **Компанії, що знаходяться в коридорі ризиків (сірий колір):**

Exxon Mobil: Незважаючи на нещодавні інвестиції у відновлювану енергетику, нафтовий гігант набрав 41,6 бали, що ставить його у верхню частину спектру ризиків. Його залежність від викопного палива та притаманні йому екологічні проблеми викликають тривогу, підкреслюючи розрив між високими показниками та справжньою сталістю.

Chevron Corporation: є ще одним представником нафтової індустрії, який має найвищий ризик ESG, який протягом останніх 3 років росте до 36,8 бали. Останні введення в корпорації на підтримку стратегії соціальної відповідальності стосуються здебільшого «S» та «G» компонентів індексу, що трохи знижує оцінку загального ризику.

Мета: Оцінка гіганта соціальних мереж у 33,7 бала відносить його до категорії високого ризику. Проблеми, пов'язані з дезінформацією, витоками даних та етичними наслідками метамережі, кидають довгу тінь на його позицію в сфері ESG.

JPMorgan Chase: Незважаючи на, здавалося б, відсутність великих скандалів для компанії за останніх два роки, оцінка фінансового гіганта в 30,1 бали ставить його в зону "значного ризику". Потенційними факторами цього ризику є його постійна роль у фінансуванні проектів з видобутку викопного палива та постійні прогалини в розмаїттям серед високого керівництва, тобто малий відсоток жінок на керівних посадах.

2) **Падаючі зірки і тривалі побоювання (темно-коричневий колір):**

Procter & Gamble: Оцінка ESG ризиків найбільшої компанії побутових продуктів за останні два роки різко виросла до майже 29 балів, що пов'язано з її залежністю від пластику, проблемами в ланцюжку поставок і великим вуглецевим слідом. Трудові питання, прогалини у сфері різноманітності та непрозора звітність

зі сталого розвитку продовжують затьмарювати її соціальні та управлінські показники, навіть незважаючи на те, що компанія інвестує у відновлювані джерела енергії, змінює дизайн своєї упаковки та ставить амбітні кліматичні цілі.

Падіння ESG-індексу Berkshire Hathaway у 2023 році є наслідком спільних інвестицій у нафту та вугілля, прохолодного ставлення до відновлюваних джерел енергії, вуглецевого сліду дочірніх компаній, трудових проблем, повільного прогресу у забезпеченні різноманітності та непрозорого розкриття ESG-інформації. Хоча вони вже інвестують у відновлювані джерела енергії та покращили деякі трудові практики, інтеграція ESG у їхню розгалужену, автономну імперію залишається складною перешкодою, що відображається на їхніх показниках.

Хоча Tesla широко визнана як піонер в індустрії електромобілів, її ESG-рейтинг наразі є помірним через занепокоєння щодо джерел постачання акумуляторів, поводження з працівниками, безпеки автопілотів, поведінки Маска та непрозорого розкриття інформації. Варто зазначити, що ця оцінка базується на об'єктивних критеріях, а не на суб'єктивних оцінках. Незважаючи на свої зусилля, спрямовані на боротьбу зі зміною клімату та різноманіттям, вони продовжують стикатися з проблемами в ефективній інтеграції впливу на навколишнє середовище з соціальною відповідальністю та ефективним управлінням.

Оцінка ESG компанії Eli Lilly в 24,2 бали порівняно з попередніми роками, представляє змішану картину, з деякими позитивними аспектами, такими як інвестиції в зелену енергетику та етичні ініціативи в галузі охорони здоров'я, а також негативними аспектами, такими як тестування на тваринах, питання ціноутворення на ліки та лобіювання. Для компанії важливо збалансувати свої екологічні та соціальні зусилля з відповідальним ціноутворенням та прозорим управлінням, щоб досягти кращого ESG-майбутнього.

Для компанії Alphabet на 2023 рік ESG ризик був підвищено до 24,1 через занепокоєння щодо споживання енергії центрами обробки даних, потенційної упередженості ШІ, проблем модерації контенту, занепокоєння співробітників, антимонопольних баталій та непрозорого розкриття ESG-інформації.

ESG-ризики для Johnson & Johnson могли зрости до майже 24 бали через різні фактори, включаючи проблеми, пов'язані з виробництвом тальку, великий

вуглецевий слід, повільне впровадження відновлюваних джерел енергії, тінь опіоїдної кризи, проблеми в охороні праці, повільний прогрес у забезпеченні різноманітності, лобістські суперечки, високі зарплати керівників та недостатню прозорість у розкритті інформації.

Оцінка ESG компанії Merck у 2023 році залишається стабільною, що відображає значні інвестиції в дослідження та розробки в таких сферах, як онкологія та вакцини, ефективне управління та зусилля у сфері сталого розвитку. Однак є деякі проблеми, які потребують вирішення, наприклад, ціноутворення на ліки, залежність від тестування на тваринах та обмежена прозорість щодо клімату.

За останні 3 роки показник ESG компанії Broadcom покращився завдяки використанню екологічно чистої енергії, відповідальному підбору постачальників, екологічно чистим технологіям, кращим трудовим практикам, ініціативам щодо різноманітності, залученню громадськості та підвищенню прозорості. Хоча все ще існують сфери, які потребують уваги, такі як використання води та розрив в оплаті праці, прихильність компанії до екологічних, соціальних та управлінських покращень, а також сильні фінансові показники та активна взаємодія із зацікавленими сторонами свідчать про позитивні перспективи сталого розвитку в технологічному секторі.

3) Стабільні оцінки запорука стабільного росту (світло жовтий колір):

Незважаючи на стабільний показники ESG-діяльності Apple у 2021-2022 роках, у 2023 році компанія зіткнулась з низкою проблем, що підвищила оцінку ESG ризиків до 17,2 бали, серед яких недостатньо чіткі практики ланцюгів постачання, значний вуглецевий слід, проблеми з ремонтопридатністю, прогалини у забезпеченні різноманітності, потенційні зв'язки з дитячою працею, недостатня прозорість, суперечки щодо податкових гаваней та антимонопольні баталії. Проте, Apple інвестує в "зелені" технології, покращує нагляд за постачальниками та докладає зусиль для сприяння різноманітності, для покращення своїх показників у цій сфері компанії важливо збалансувати технологічні досягнення зі сталим розвитком, прозорістю та етичними практиками.

Показник ESG Mastercard покращився у 2023 році завдяки впровадженню "зелених" технологій, ініціативам з фінансової інклюзії, зосередженню уваги на безпеці даних, крокам у напрямку різноманітності, підтримці малого бізнесу та громад, а також підвищенню прозорості та залученню зацікавлених сторін. Незважаючи на те, що виклики залишаються, очевидно, що Mastercard прагне до відповідального ведення бізнесу, що допомогло їй просунутися вгору по сходах ESG-індексу.

Для Visa, що є прямим конкурентом для Mastercard, ESG індекс за 2023 рік так само покращився і знизився показник ризиків завдяки таким самим причинам, а саме інвестиціям у "зелені" технології, переходу на екологічно чисті варіанти оплати, програмам фінансової доступності, ініціативам у сфері малого бізнесу та різноманітності. Ці зусилля підтримуються посиленою безпекою даних, прозорою звітністю та активним залученням зацікавлених сторін.

Оцінка ESG для групи UnitedHealth за 2023 рік свідчить про прогрес у впровадженні "зеленої" енергетики, розширенні доступу до медичних послуг, залученні громад, різноманітності, прозорої звітності, ефективному управлінні та орієнтованому на пацієнта догляді. Однак все ще існують певні занепокоєння щодо вартості ліків та конкуренції. Прихильність компанії до відповідальних практик у сфері охорони здоров'я допомогла їй покращити свій показник ESG.

На підвищення ESG-ризиків для Microsoft за останні два роки впливала низка проблем, зокрема хмарні технології, електронні відходи, трудові спори, прогалини в забезпеченні різноманітності, проблеми модерації контенту, антимонопольний контроль та непрозорі винагороди для керівників. Незважаючи на зусилля компанії інвестувати у відновлювану енергетику та сприяти різноманітності, ці проблеми продовжують впливати на їхні показники ESG.

Показник ESG ризиків NVIDIA знизився у 2023 році завдяки зусиллям компанії в галузі зеленої енергетики, енергозбереження на рівні чіпів, відповідальному постачанню, досягненням у сфері різноманітності, роботі з громадою, прозорому звітуванню, надійному управлінню та етичному підходу до ШІ. Незважаючи на те, що антимонопольне законодавство та вплив майнінгу криптовалют на навколишнє середовище все ще викликають занепокоєння,

прихильність NVIDIA до відповідального розвитку технологій допомогла компанії покращити свої позиції у сфері ESG.

Незважаючи на найнижчий ESG ризики серед інших компаній обраної сукупності, у 2023 році ESG ризики для Home Depot виросли до 13,3 бали через низку факторів, серед яких повільне впровадження "зеленої" енергетики, проблеми з утилізацією відходів, незрозумілі ланцюги постачання, трудові спори, брак різноманітності, слабке залучення громадськості, нечітка звітність, розбіжності в оплаті праці керівників та лобіювання, яке суперечить їхнім "зеленим" заявам.

Таблиця 2.1 – ESG рейтинг обраної сукупності компаній за рівнем ризику протягом 2021-2023рр.

ESG score	2021	2022	2023
Home Depot	11,1	11,6	13,3
NVIDIA	13,4	13,6	13,5
Microsoft	13,8	15	15,2
Apple	16,6	16,4	17,2
Berkshire Hathaway	17,1	16	26,3
Mastercard	17,2	17,4	16,6
Visa	17,4	17,5	16,4
UnitedHealth Group	21,3	17,5	15,3
Alphabet	22,3	23	24,1
Merck	22,6	22,4	22,1
Procter & Gamble	25,1	28,4	28,6
Broadcom	25,5	22,4	20
Amazon	27,4	30,2	30,6
JPMorgan Chase	27,9	29	30,1
Eli Lilly	29,4	27	24,2
Johnson & Johnson	30,4	27,5	23,9
Meta	31	32,4	33,7
Tesla	31,1	28,5	25,3
Exxon Mobil	32,5	36,5	41,6
Chevron Corporation	37	36,9	36,8

Джерело: розроблено автором на основі [28]

Отже, можна зробити висновки, що за останні три роки перша група (Exxon Mobil, Chevron, Meta, JPMorgan Chase) інтенсивно піддавалася ризикам через

залежність від вуглеводнів та ланцюга поставок, тому вони потребують серйозних заходів для поліпшення ESG. Друга група (Procter & Gamble, Berkshire Hathaway, Tesla, інші) виявила середній або високий ризик ESG, обумовлений різними проблемами, що висвітлює низьку результативність їхніх політик корпоративної соціальної відповідальності. Третя група (Apple, Mastercard, Visa, інші) володіє низьким або середнім ризиком ESG завдяки відповідальним практикам та має потенціал для покращення якості політики корпоративної соціальної, враховуючи зростаючий інтерес інвесторів і споживачів до принципів ESG.

2.2 Оцінка впливу ESG ризиків на вартість капіталу та фінансові показники вибіркової сукупності

Існує багато досліджень в яких для оцінки впливу зв'язку між ESG і вартістю капіталу часто використовують специфічні змінні, а саме:

1) Розмір компанії (ln_size): Який розраховується як натуральний логарифм від загальних активів компанії, має тенденцію до кореляції з нижчою вартістю капіталу. Цей зв'язок зумовлений кращим доступом до ринків капіталу та нижчим кредитним ризиком для великих компаній.
2) Боргове навантаження (LEV): Зростання боргового навантаження посилює вразливість до фінансових труднощів, тим самим потенційно збільшуючи вартість капіталу. Контроль боргового навантаження дозволяє відокремити вплив показників ESG на вартість капіталу від впливу фінансових ризиків.
3) Бета (Beta): Коефіцієнт бета вимірює волатильність компанії відносно ринку. Компанії з вищою волатильністю, як правило, мають вищу вартість капіталу. Введення бета-коефіцієнта як контрольної змінної дозволяє легше відокремити вплив ESG-результатів від притаманного компанії профілю ризику.

4) Капіталомісткість (capint): Цей показник розраховується як відношення загальної суми поточних активів до загальної суми активів, та означає, що компанії з високою капіталомісткістю, як правило, мають вищі фіксовані витрати, що впливає на їхню фінансову гнучкість та вартість капіталу. Контроль капіталомісткості дає чіткіше розуміння того, як показники ESG впливають на компанії з різним профілем ризику.
5) Співвідношення ринку до балансової вартості (mtbr): Відображаючи ставлення інвесторів до компанії, співвідношення ринку до балансової вартості має вирішальне значення у формуванні сприйняття потенціалу зростання та ризику. Компанії з вищим показником mtbr зазвичай сприймаються як такі, що мають вищі перспективи зростання та нижчий ризик, а отже, потенційно нижчу вартість капіталу. Контроль за показником mtbr допомагає з'ясувати, чи сприяють ESG-фактори такому позитивному сприйняттю з боку інвесторів і чи знижують вони вартість капіталу незалежно один від одного.
6) Вартість власного капіталу (COE) та вартість боргу (COD): прямі показники вартості капіталу компанії, що охоплюють як власний, так і борговий капітал, інтегруються як контрольні змінні. Таке включення дозволяє оцінити вплив показників ESG на ці конкретні компоненти загальної вартості капіталу.

Перевага обраних змінних полягає в тому, що вони широко доступні для обраної сукупності компаній, акції яких котируються на біржі. Така доступність полегшує порівняння результатів досліджень. У Таблиці 2.2 можна ознайомитись з вище описаними показниками для обраної сукупності компаній за 2023 рік, також для огляду попередніх років можна подивитись у Додатку Н та Додатку О.

Таблиця 2.2 – Фінансові показники досліджуваної сукупності підприємств, 2023р

	Загальний обсяг активів	Вираження натур-го логарифму обсягу активів компанії	Боргове навантаже-ння	Beta	Капітал-сть	Співвідношення ринку до балансової вартості	WACC
Apple	352,58	5,87	1,17	1,20	0,41	24,21	5,8%

Microsoft	647,95	6,47	0,54	0,79	0,45	34,10	3,8%
Alphabet	307,70	5,73	0,01	1,12	0,25	1,71	3,5%
Amazon	536,58	6,29	0,82	1,20	0,82	5,38	5,0%
NVIDIA	74,38	4,31	0,19	1,60	0,83	46,04	6,0%
Tesla	148,42	5,00	0,34	2,30	0,55	17,50	7,0%
Berkshire Hathaway	980,37	6,89	0,80	0,66	0,19	1,73	4,6%
Meta	145,73	4,98	0,50	1,18	0,51	8,31	5,2%
UnitedHealth Group	399,20	5,99	1,52	0,68	0,19	21,24	5,3%
Exxon Mobil	96,38	4,57	0,15	0,39	0,35	0,79	3,8%
Eli Lilly	103,03	4,64	0,42	0,75	0,22	21,14	5,0%
JPMorgan Chase	4,66	1,54	1,38	0,87	0,23	13,40	4,3%
Johnson & Johnson	220,31	5,40	1,54	0,79	0,24	21,72	5,5%
Visa	101,55	4,62	0,34	0,67	0,18	40,82	4,2%
Procter & Gamble	198,05	5,29	0,80	0,68	0,24	23,24	4,6%
Mastercard	74,33	4,31	0,51	0,72	0,21	38,21	4,3%
Broadcom	124,72	4,83	0,72	1,28	0,40	14,87	6,2%
Home Depot	204,77	5,32	0,84	0,74	0,35	19,32	5,0%
Chevron Corporation	240,46	5,48	0,13	0,46	0,31	0,73	3,6%
Merck	107,20	4,67	0,63	0,69	0,25	19,35	4,8%

Джерело: розроблено автором на основі [36]

У Таблиці 2.3 представлено описову статистику для всіх даних, використаних у цьому дослідженні за останні 3 роки, загалом 60 спостережень. Вона показує середнє значення, стандартне відхилення, мінімальні та максимальні, медіану, ексцес (kurtosis) та асиметрію (skeweness) значення для всіх змінних.

Асиметрія вимірює присутність симетрії в розподілі, якщо значення асиметрії ближче до нулю чи нуль – це відображає нормальний розподіл сукупності.

Серед усієї сукупності змінних розмір компанії (ln_size) та боргове навантаження (lev) є негативно асиметрично розподілений, тобто хвіст розподілу зміщений в ліво. Більшість сукупності компаній можуть мати вищий рівень фінансового левериджу, але є кілька компаній з нижчими значеннями левериджу, які впливають на лівий хвіст розподілу. Відповідно у сукупності є компаній можуть бути більшими за розміром, але є кілька менших компаній, які зміщують розподіл в ліво. [33]

Наступні значення, що привернули увагу є змінні COE та COD у яких асиметрія є позитивною відповідно 2,4 та 3,9. Це означає, що хвіст розподілу зміщений вправо, а точки даних згруповані зліва. Це цілком логічно, оскільки більшість великих компаній, акції яких котируються на біржі, мають як вартість власного капіталу і вартість позикового капіталу приблизно в одному діапазоні, створюючи кілька точок даних в одній і тій самій області. Але є й менші компанії, які інвестори чи банки вважають більш ризикованими, і тому вони матимуть премію за ризик, що призводить до вищої вартості власного капіталу та вищої вартості боргу, створюючи точки даних, що спостерігаються на правій стороні розподілу.

Куртозис вимірює масу в хвостах розподілу, тобто скільки дисперсії Y припадає на екстремальні значення, також відомі як ексцес. Нормально розподілена випадкова величина має ексцес 3. Випадкова величина з ексцесом більше 3 має більшу масу в хвостах, а з ексцесом менше 3 – меншу масу в хвостах. Нормальний розподіл симетричний відносно свого середнього значення. [33]
Обидві залежні змінні в цьому аналізі мають так званий лівосторонній розподіл, що означає, що розподіл має важкий хвіст і більше піків у середньому, ніж у нормально розподілених випадкових величин, з ексцесом 10,6 для вартості власного капіталу (COE) і 19,4 для вартості боргового капіталу (COD). Коли хвости товстіші, то є більше екстремальних позитивних чи негативних значень порівняно з нормальним розподілом. Інші показники мають менший пік у середньому і їх значення ближче до 3. Більша частина розподілу припадає на "плечі", а хвости тонші порівняно з нормальним розподілом, сигналізуючи про меншу кількість екстремальних позитивних чи негативних значень.

Середнє значення WACC вказує на те, що компанії мають середньозважену вартість капіталу в середньому 5%. Середня вартість власного і позиченого капіталу є близькою до ідентичної, з різницею у 0,1% значення більше вартість вланого капіталу.

Середній показник співвідношення ринкової до балансової вартості (mtbr) є майже 21, що означає ринкова вартість акцій у 20 разів більше за балансову, з діапазоном значень від 2,7 до 52,1 зі стандартним відхиленням в 14,2 рази.

Що стосується рівня фінансового важеля (lev), то описові дані показують, що середній рівень фінансового важеля близький до 67%.

Таблиця 2.3 – Описова статистика для використаних даних в оцінці впливу ESG ризиків на вартість капіталу.

	Mean	Std Dev	Min	Max	Median	Kurtosis	Skewness	Conf lvl 95%
ln_size	5,0	1,1	1,3	6,9	5,04	3,4	-1,3	0,29
lev	0,67	0,46	0,0	0,8	0,63	3,8	-0,6	0,12
Beta	1,04	0,45	0,4	2,5	0,78	2,7	1,6	0,12
capint	0,4	0,2	0,2	0,8	0,28	1,4	1,5	0,05
mtbr	20,8	14,2	2,7	52,1	21,26	4,5	0,3	3,68
ESG	23,6	7,6	11,1	41,6	23,45	2,8	0,3	1,95
WACC	0,05	0,01	0,04	0,08	0,05	3,2	0,7	0,00
Cost of Equity	0,07	0,01	0,06	0,13	0,07	10,6	2,4	0,00
Cost of Debt	0,06	0,01	0,05	0,11	0,06	19,4	3,9	0,00

Джерело: розроблено автором на основі [36]

У Таблиці 2.4 наведено матрицю парної кореляції обраних даних. Коефіцієнт кореляції – це число від 1 до -1. Кореляція 1 вказує на пряму кореляцію між двома змінними, а кореляція -1 вказує на негативну кореляцію.

Результати матриці вказує на те, що компанії з вищими показниками ESG, як правило, мають нижчі WACC та COD, тоді як COE вказує на протилежне, однак, на дуже низькому рівні, і жодна з кореляцій не є значущою. При значущості кореляції на рівні 1%, матриця вказує на те, що більші компанії мають вищі ESG-оцінки, що є правдоподібним, оскільки вони мають більше ресурсів для розкриття своєї ESG-інформації для інвесторів.

Щодо кореляції між beta/WACC та beta/COE, то бета включається в розрахунок, що пояснює високу кореляцію між змінними. lev/WACC та ln_size/mtbr мають відносно вищу та значущу кореляцію на рівні 1%. Однак, загальна кореляція між змінними є низькою і свідчить про те, що мультиколінеарність не викликає занепокоєння.

Для вартості капіталу (WACC) знаходимо від'ємні кореляції з розміром компанії та ESG. Тобто, чим більше значення розміру кампанії і вище значення ESG, тим меншою буде вартість капіталу. Для вартості позиченого та власного капіталу виявлено негативні кореляції з ESG, lev та mtbr.

Таблиця 2.4 – Кореляційна матриця для використаних даних в оцінці впливу ESG ризиків на вартість капіталу.

	ln_size	lev	Beta	capint	mtbr	ESG	WACC	COE	COD
ESG	-0,179	-0,161	-0,087	-0,006	-0,664	1			
WACC	-0,095	0,310	0,772	0,437	0,204	-0,150	1		
COE	0,125	-0,308	0,641	0,562	-0,376	0,284	0,811	1	
COD	0,121	-0,301	0,611	0,512	-0,316	-0,214	0,025	0,05	1

Джерело: розроблено автором на основі [36]

У висновку статистичного аналізу важливо відзначити, що вивчені змінні, пов'язані зі співвідношенням між ESG та вартістю капіталу, демонструють різноманітні характеристики розподілу та взаємозв'язку. Зокрема, розмір компанії та боргове навантаження мають негативно асиметричний розподіл, вказуючи на те, що більшість компаній може мати вищий рівень фінансового левериджу, але існують винятки з меншими значеннями. Аналіз ексцезів показав, що обидві залежні змінні (вартість власного капіталу та вартість боргу) мають лівосторонній розподіл з важкими хвостами, що свідчить про наявність більшої кількості екстремальних значень.

Додатково, результати матриці парної кореляції підтверджують певні взаємозв'язки між показниками ESG та вартістю капіталу. Зокрема, компанії з вищими показниками ESG мають тенденцію мати нижчі вартості капіталу та вартості боргу, що може свідчити про підвищену довіру інвесторів до відповідальної діяльності таких компаній. У цілому, отримані результати вказують на важливість врахування показників ESG при оцінці фінансових параметрів компаній та можуть бути корисними для інвесторів та регуляторів у прийнятті рішень.

2.3 Регресійний аналіз чутливості ринкової ціни акцій підприємств до ESG-індексів

Для дослідження впливу ESG-індексів на вартість капіталу було проведено три регресії, кожна з яких включатиме WACC, COE або COD як залежну змінну. Провівши три окремі регресії, можна отримати детальне розуміння різних впливів, які ESG-фактори можуть мати вплив на різні компоненти структури капіталу компанії. Крім того, це сприяє більш комплексній оцінці економічних наслідків екологічно та соціально відповідальних дій, допомагаючи зацікавленим сторонам робити обґрунтований вибір щодо розподілу інвестицій, пом'якшення ризиків та загальних фінансових результатів в рамках стандартів ESG.

Регресійний аналіз з використанням WACC як залежної змінної може надати цінну інформацію про те, як показники ESG можуть впливати на загальну вартість капіталу, модель має наступний вигляд:

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times ESG_{it} + \beta_2 \times ln_size_{it} + \beta_3 \times lev_{it} + \beta_4 \times beta_{it} + \beta_5 \times capint_{it} + \beta_6 \times mtbr_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

де β – коефіцієнт регресійної моделі;

WACC – середньозважена вартість капіталу;
ESG значення ESG ризику;
lev – боргове навантаження;
beta – волатильність компанії відносно ринку;
capint – капіталомісткість;
mtbr – співвідношення ринку до балансової вартості;
ε – умовне позначення помилки.

У Таблиці 2.5 представлено результати регресії з фіксованим ефектом із залежною змінною WACC, де можна побачити, що змінна ESG має незначущий негативний коефіцієнт -0,001 на рівні 0,8%. Це означає, що компанії з вищими показниками ESG, як правило, мають нижчу середньозважену вартість капіталу. Крім того, варто зазначити, що контрольні змінні ln_size, lev, beta, mtbr та capint виявилися значущими на 1% рівні. Цікаво відзначити, що ln_size має від'ємний

коефіцієнт -0,887, що свідчить про те, що більші фірми здатні фінансувати свою діяльність з меншими витратами. Аналогічно, компанії з вищим співвідношенням ринкової та балансової вартості також мають нижчу WACC, на що вказує від'ємний коефіцієнт -0,038. Однак варто зазначити, що змінні beta та capint мають додатні коефіцієнти 4,017 та 2,67 відповідно, що вказує на те, що компанії з більшим систематичним ризиком та вищою капіталомісткістю, як правило, мають вищу WACC. Таким чином, неможливо підтверджувати негативний зв'язок між показником ESG компанії та її WACC, а ні спростувати.

У Додатку В статистична значущість загальної моделі спостерігається на 1% рівні зі значенням F 127,4. Модель пояснює 47% варіації між компаніями. Значення R^2 являє собою середньозважене значення всередині та між компаніями і дорівнює 76%.

Таблиця 2.5 – Результати регресії з WACC як залежною змінною.

	Coefficients	t Stat	P-value
ln_size	-0,887	-0,851	0,398
lev	-0,009	-5,662	0,427
Beta	4,017	8,748	0,721
capint	2,01	0,149	0,882
mtbr	-0,038	-1,615	0,112
ESG	-0,0001	-1,024	0,311

Джерело: розроблено автором на основі [36]

Одним із можливих підходів до розуміння впливу ESG на сприйняття ризику та очікування прибутковості акціонерів є виокремлення вартості власного капіталу (COE) у регресійному аналізі. Регресійна модель з COE як залежною змінною має наступний вигляд:

$$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times ESG_{it} + \beta_2 \times ln_size_{it} + \beta_3 \times lev_{it} + \beta_4 \times beta_{it} + \beta_5 \times capint_{it} + \beta_6 \times mtbr_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.2)$$

де β – коефіцієнт регресійної моделі;

COE – вартість власного капіталу;
ESG значення ESG ризику;
lev – боргове навантаження;
beta – волатильність компанії відносно ринку;
capint – капіталомісткість;
mtbr – співвідношення ринку до балансової вартості;
ε – умовне позначення помилки.

У Таблиці 2.6 коефіцієнт ESG має від'ємне значення. Крім того, лише ln_size та beta є значущими контрольними змінними на 5% рівні, причому обидві мають позитивний коефіцієнт 0,043 та 6,017 відповідно. Ln_size є значущою на 5% рівні, тоді як beta є значущою на 1% рівні. Це свідчить про те, що більші компанії або компанії з вищим систематичним ризиком несуть вищі витрати на власний капітал. Capint має позитивний коефіцієнт 0,196, але він є значущим лише на 10%. Решта контрольних змінних, lev та mtbr, не виглядають статистично значущими, тому, неможливо передчасно робити остаточні висновки.

У Додатку С статистична значущість загальної моделі також є значущою на 1% рівні зі значенням F, що дорівнює 164,27. Значення R^2 дорівнює 0,95, що вказує на те, що використані змінні пояснюють 95% варіацій COE.

Таблиця 2.6 – Результати регресії з Cost of Equity як залежною змінною.

	Coefficients	t Stat	P-value
ln_size	0,043	1,198	0,236
lev	-0,005	-2,527	0,015
Beta	6,017	6,193	0,000
capint	0,196	1,239	0,221
mtbr	-0,007	-3,530	0,001
ESG	-0,001	0,542	0,590

Джерело: розроблено автором на основі [36]

Проведення регресійного аналізу з COD як залежною змінною може дати уявлення про те, як ESG-фактори можуть впливати на кредитоспроможність компанії, вартість запозичень і загальні фінансові рішення, пов'язані з борговими зобов'язаннями. Регресійна модель з COD як залежною змінною має наступний вигляд:

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times ESG_{it} + \beta_2 \times ln_size_{it} + \beta_3 \times lev_{it} + \beta_4 \times beta_{it} + \beta_5 \times capint_{it} + \beta_6 \times mtbr_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.3)$$

де β – коефіцієнт регресійної моделі;

COD – вартість боргового капіталу;
ESG значення ESG ризику;
lev – боргове навантаження;
beta – волатильність компанії відносно ринку;
capint – капіталомісткість;
mtbr – співвідношення ринку до балансової вартості;

ε – умовне позначення помилки.

Результати регресійної моделі у Таблиці 2.7 показують, що оцінка ESG має значущий негативний зв'язок з показником COD на рівні 1%. При коефіцієнті, що дорівнює -0,004, результати вказують на те, що компанії з вищими показниками ESG можуть позичати гроші за нижчою вартістю. Цікаво, що коефіцієнт ESG з таблиці 5 є набагато меншими порівняно з коефіцієнтами ESG з таблиці 3. Крім того, контрольні змінні ln_size та lev є значущими на рівні 1% та 5% відповідно, тоді як beta, mtbr та capint є незначущими. Ln_size має від'ємний коефіцієнт -1,189, що свідчить про те, що більші за розміром підприємства можуть фінансувати свою діяльність за рахунок боргу з меншими витратами. Додатний коефіцієнт 0,006 для lev вказує на те, що збільшення боргового навантаження, відповідно, відображає збільшення вартості боргового фінансування.

У Додатку Д статистична значущість загальної моделі також є значущою на 1% рівні зі значенням F, що дорівнює 153,7. Значення R^2 дорівнює 0,84, що вказує на те, що використані змінні пояснюють 84% варіацій COE.

Таблиця 2.7 – Результати регресії з Cost of Debt як залежною змінною.

	Coefficients	t Stat	P-value
ln_size	-1,189	-3,930	0,236
lev	0,006	2,527	0,015
Beta	0,143	0,493	0,000
capint	0,314	-0,239	0,221
mtbr	-0,001	-1,530	0,001
ESG	-0,004	0,542	0,590

Джерело: розроблено автором на основі [36]

Отже, результати цього дослідження узгоджуються з теоретичними засадами, викладеними в першому розділі. Вони підтверджують застосовність теорії «стейкхолдерів» на практиці, про що свідчить негативний зв'язок між вартістю капіталу компаній та показниками ESG. Як наслідок, зацікавлені сторони та інвестори визнають важливість стимулювання компаній за їхні зусилля у сфері сталого розвитку.

Проте результат якості зв’язку ESG з кожною компонентною вартості капіталу виявився незначним. Тому можна припустити, що сучасна модель оцінки

вартості капіталу має включати в себе показник, який б якісно враховував зв’язок між ESG та WACC.

Хоча традиційний CAPM ефективно враховує ринковий ризик та ризик конкретної компанії, він не враховує екологічні, соціальні та управлінські фактори. Це упущення заслуговує на увагу, оскільки компанії з неоптимальним оцінюванням ESG можуть зіткнутися з високими фінансовими ризиками, включаючи регуляторні витрати, репутаційні збитки та операційні перебої.

Тому одною із рекомендацій покращення оцінки впливу корпоративної стратегії відповідальності є застосування премії за ризик ESG на основі екологічних, соціальних та управлінських факторах компанії. Кращі показники ESG відповідатимуть нижчим преміям, що свідчитиме про нижчий ризик, тоді як гірші показники ESG призведуть до вищих премій.

До прикладу, можна модифікувати традиційну формулу CAPM, включивши до неї премію за ризик ESG поряд із ринковими та специфічними для компанії факторами ризику. Це коригування матиме на меті забезпечити більш точну оцінку вартості капіталу, яка відображає додатковий ризик, пов'язаний з показниками ESG компанії. Тому модифікована формула CAPM мала б наступний вигляд:

$$E\ (R) = R_f + ß * \left(R_m - R_f \pm R_{ESG}\right) \qquad (2.4)$$

де E(R) – очікувана вартість власного капіталу;
Rf – без ризикова відсоткова ставка;
ß – волатильність ринку на якому торгується актив;
R_m – премія за ризик ринку
R_c – премія за країновий ризик
R_{ESG} – премія за низький/високий ESG ризик

Вже скориговану вартість власного капіталу можна додати у розрахунок WACC. Це дасть змогу компаніям з ефективними практиками ESG отримати вигоду від нижчої загальної вартості капіталу, тоді як компанії з неналежними показниками ESG зіткнуться з вищим WACC, що може вплинути на інвестиційні рішення та фінансові результати.

Наприклад, компанія, яка інвестує в технології відновлюваної енергетики, як правило, матиме кращі показники ESG, ніж компанія, яка не інвестує в відновлювану енергетику. Це може призвести до того, що компанія, яка інвестує в

відновлювану енергетику, матиме нижчий WACC, ніж компанія, яка не інвестує в відновлювану енергетику. Це може вплинути на інвестиційні рішення компанії, наприклад, на рішення про те, скільки грошей виділяти на дослідження та розробки.

Запровадження більш точного показника WACC може сприяти підвищенню ефективності ринку шляхом ефективного розподілу капіталу серед компаній з нижчим загальним профілем ризику. Однак також є потенційні недоліки застосування премії за ESG ризик. Наприклад, премія за ризик ESG може бути суб'єктивною та складною для розрахунку.

Для вирішення цієї проблеми та усунення неоднорідності ESG оцінок, важливо, щоб уряди всього світу розглянули можливість впровадження прозорого та універсального стандарту оцінки ризиків ESG. Цей стандарт повинен об'єктивно оцінювати діяльність компаній з урахуванням аспектів ESG та інформувати інвесторів про вплив ESG ризиків на їхні інвестиції.

Наприклад, у разі введення надійної системи оцінювання ESG ризиків компаній, уряди можуть надавати податкові пільги чи інші винагороди для фірм з низькими показниками ризиків. Інвестори, в свою чергу, можуть вважати такі заходи привабливими. Заохочуючи розвиток різних аспектів ESG, така система також може сприяти підвищенню значущості корпоративного управління. Також, у випадку невідповідності стандартам, уряди можуть вживати суворих заходів, наприклад вищий податок на прибуток.

Мета полягає в тому, щоб ESG індекс був прозорим для розрахунку як для інвесторів так і «стейкхолдерів» компаній. Впровадивши стандартизований розрахунок ESG ризиків це принесе користь усім учасникам фінансово-інвестиційного процесу: інвестори будуть враховувати оцінку для розрахунку вартості капіталу (як було наведено вище) і тим самим точніше прогнозувати майбутні грошові потоки від обраних інвестицій; так і менеджмент компаній буде бачити монетарний вплив впровадженої політики, сплачуючи менший податок на прибуток.

РОЗДІЛ 3.

НАПРЯМКИ УДОСКОНАЛЕННЯ ESG РЕЙТИНГУВАННЯ.

3.1 Удосконалення оцінки кліматичних ризиків

Показники ESG оцінюються рейтинговими агентствами за допомогою різних показників, зібраних ESG-аналітиками. Ці аналітики оцінюють дані для формування ESG-рейтингів. Кожне рейтингове агентство має власну методологію, яка включає алгоритми, метрики, емпіричні правила, методи імплікації, визначення та джерела нефінансової інформації. Однак прозорість більшості з цих методів є обмеженою. Варто зазначити, що процес рейтингування та методологія кожної компанії є приватною власністю, а отже, не підлягають регуляторному контролю.[18]

Крім того, залежно від географічного розташування оцінюваних компаній, якісна інформація може бути доступною більшою чи меншою мірою, що впливає на репрезентативність їхнього ESG-рейтингу. Різні агентства надають різну вагу різним змінним і по-різному враховують різні джерела даних, що використовуються (повністю або частково). Ці міркування можуть призвести до того, що оцінки ESG можуть суттєво відрізнятися від одного рейтингового агентства до іншого. Цю гіпотезу підтверджують різних дослідників виявили лише слабку кореляцію між різними ESG-рейтингами, виставленими агентствами.

Між рейтингами MSCI та Refinitiv кореляція становила 38%. У кращому випадку кореляція між Sustainalytics та Vigeo Eiris становила 70%. Загалом, середня кореляція по галузі становила 60%. Для порівняння, кредитні рейтинги корпорацій, визначені агентствами Moody's та Standard & Poor's, мали кореляцію на рівні 99%.[19]

"Грінвошингу" також може бути наслідком загальної непрозорості методологій ESG-даних (наприклад, припущень та оцінок, що використовуються

для отримання ESG-даних, таких як викиди парникових газів) через використання зовнішніх постачальників даних, що є наскрізною проблемою. Нещодавнє дослідження, проведене на замовлення Європейської Комісії, виявило, що різноманітність методологій, які використовуються в ESG-показниках, супроводжується високим ступенем варіативності у представленні та глибині інформації, що надається в методологічних документах щодо розглянутих ESG-факторів. У разі використання постачальників ESG-даних (як внутрішніх, так і зовнішніх) адміністратори зазвичай звертаються до постачальника даних як до джерела більш детальної інформації, що створює додатковий рівень дослідження для користувачів, знижує загальну прозорість методології та суттєво зменшує порівнянність показників для конкретного користувача. Це також може завадити користувачам показників порівнювати різні ESG або кліматичні показники ЄС та визначати їхні відповідні рівні оцінок.

Інша сфера потенційно оманливих заяв пов'язана з відповідність до ЦСР (Цілі Сталого Розвитку) ООН, частину загальної стратегії або через конкретні проєкти/фінансові внески. Оманливі заяви можуть бути пов'язані як з минулими показниками ESG, так і з обіцянками щодо майбутніх показників ESG. Такі заяви важко оцінити, якщо не розкрито чіткої логічної схеми, яка б допомогла зрозуміти, як конкретні результати діяльності компанії чи проєкту трансформуються в кінцевий результат і сприяють прогресу в досягненні конкретної ЦСР на глобальному рівні, чи є дії компанії дійсно релевантними щодо обраної ЦСР.

Основними чинниками "грінвошингу" показників є недостатня доступність та якість даних, відсутність аудиту та запевнень щодо розкриття інформації про сталий розвиток. Найпомітніші проблеми включають неоднозначність показників впливу та відмінності між показниками впливу та іншими показниками ESG, а також неузгодженість нормативної бази ЄС, що впливає на розрахунок деяких показників ESG.

Відсутність єдиного визначення ESG-рейтингів призводить до плутанини та непорозумінь між інвесторами та рейтинговими агенціями. Хоча існування різних методологій та підходів відображає різноманітність потреб клієнтів, різний рівень

методології, проте прозорості даних ще більше обмежує порівнянність цих рейтингів та можливість зрозуміти, якими є основні рушійні сили та обмеження.

Проведений аналіз у другому розділі показує, що ці питання мають дуже значний вплив на склад ESG-індексів, тоді як все більша кількість інвесторів обирають формування власних інвестицій базуючись на ESG-фонди та ETF. Співіснування ESG-рейтингів з іншими видами діяльності в декількох ESG-рейтингових компаніях, такими як кредитні рейтинги, побудова бенчмарків, консалтингові послуги або управління активами, ще більше створює сприятливе підґрунтя для потенційних конфліктів інтересів. Це має значні наслідки для захисту інвесторів через потенційну невідповідність між очікуваннями інвесторів та результатами інвестицій, а також для сталого розвитку в довгостроковій перспективі через потенційну неправильну оцінку інформації, пов'язаної з ESG. Неузгодженість ESG-рейтингів також призводить до проблем у процесі створення інвестиційної вартості: інвестиції можуть бути розподілені неправильно або ненавмисно через індекси, засновані на ESG-рейтингах, або навмисно через "грінвошинг" та неправильний продаж активів.

Розбіжності між ESG-рейтингами та низька кореляція індексів – це проблеми, які можна пояснити відсутністю чіткого консенсусу щодо того, що слід вимірювати при складанні ESG-рейтингу.

Хоча рейтингові агенції надають загальну схему методології, але процес формування остаточної оцінки загальних ESG індексів є досі не зрозумілим. Так наприклад, рейтингове агентство Bloomberg, яке надає найбільш детальні розрахунки, зазначає, що значення їхньої матриці пріоритетів ґрунтується на внутрішніх дискусіях та інтерв'ю з галузевими аналітиками Bloomberg Intelligence, та Bloomberg Law and Government. До прикладу, Bloomberg ESG індекс, має наступний розподіл ваг:

Таблиця 3.1 – Ваги індикаторів оцінки ESG рейтингу Bloomberg [44]

Підкатегорія	Кількість індикаторів	Вага в оцінці ризику (%)
Використання ресурсів	19	11%
Викиди	22	12%
Інновації	20	11%
Рівність гендерів та рас	29	16%
Права людини	8	4,5%
Громада	14	8%

Відповідальність за продукцію	12	7%
Управління	34	19%
Акціонери	12	7%
Стратегія КСО	8	4,5%
ЗАГАЛЬНА	178	100%

Як ми бачимо, ризики навколишнього середовища (екології) займають друге місце впливу на загальний ESG індекс, а саме 34%, з невеликим відривом від соціальної складової 35,5%, тоді як корпоративне управління має набагато нижчий відсоток у 30,5%.

Отже, додаткова деталізація механізмів оцінювання вагів і зменшення фокусування на суб'єктивних оцінках аналітиків могли б зробити процеси формування ESG індексів більш зрозумілими.

Визначення та кількісна оцінка екологічних факторів є ще більш складним завданням. Показники ESG видаються чудовим кандидатом для вимірювання сталого розвитку з точки зору тривалості життя організації, але вони менш ефективні для вимірювання сталого розвитку з точки зору наслідків та впливів, які може мати організація.

На жаль, незважаючи на певні зусилля рейтингових агентств, вони не завжди достатньою мірою враховують питання сталого розвитку у складі ESG-рейтингів, які вони виставляють. Показники ESG все ще не враховують зміни клімату та глобальне потепління. Хоча показники ESG інтегрують певні поняття ресурсної сталості, вони не можуть бути використані для її відображення самі по собі.

Тим не менше, все більше науковців та менеджерів використовують показники ESG для аналізу спроможності організацій до сталого розвитку та порівняння рівня сталого розвитку між організаціями. Це свідчить про необхідність розробки нового показника, який би відповідав принципам ESG, але більше відповідав меті вимірювання рівня сталого розвитку організацій.

У нещодавньому дослідженні порівняння оцінки екологічних факторів, що використовувалися рейтинговими агентствами з ESG у 2008 та 2018 роках. Критерії ESG за два аналізовані роки залишилися незмінними, проте інтеграція цих критеріїв у системи оцінювання ESG-рейтингових агентств змінилася за ці два періоди.

Результат аналізу еволюції екологічних критеріїв можна бачити на Рисунку 3.1, загалом, спостерігається зміна тенденції у критеріях відбору, які використовують рейтингові агенції. Зокрема, у 2008 році найпоширенішими критеріями аналізу були екологічна політика/менеджмент (100%), викиди (62,5%) та зміна клімату (50%), тоді як у 2018 році основними критеріями аналізу були екологічна політика/менеджмент (87,5%), водокористування та управління водними ресурсами (87,5%) та охорона біорізноманіття (87,5%). Крім того, у 2018 році до процесу оцінювання ESG-рейтингових агентств були включені такі аспекти, як зміна клімату (75%), викиди (75%) та управління/зменшення відходів (75%). Результати свідчать про більший інтерес до екологічних проблем, ніж 10 років тому. Як наслідок, у 2008 році оцінка корпоративної екологічної діяльності зосереджувалася переважно на аналізі політик або систем екологічного менеджменту, тоді як у 2018 році ця система оцінки була доповнена новими критеріями, пов'язаними із зусиллями великих компаній щодо скорочення викидів, споживання тощо. Цей підвищений інтерес до боротьби зі зміною клімату та зменшення викидів парникових газів відображає те, як домовленості, досягнуті на 21-й Конференції Сторін у Парижі в грудні 2015 року, мають сильний вплив на оцінку корпоративних показників сталого розвитку.

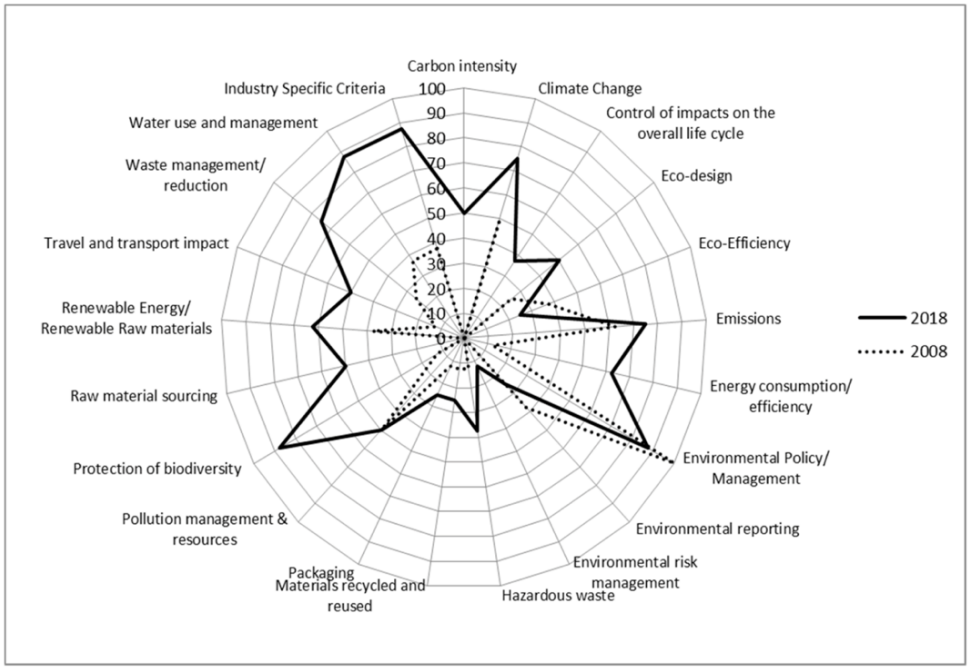


Рисунок 3.1 – Зміна критеріїв в оцінці екологічної складової ESG ризиків найбільшими рейтинговими агенціями за 2008-2018рр. [29]

Загальний тренд, який спостерігається в еволюції екологічних критеріїв полягає в тому, що вони все більше фокусуються на конкретних діях і результатах, а не лише на політиках і системах управління. Це пов'язано з тим, що інвестори та інші зацікавлені сторони все більше цікавляться конкретними діями, які компанії вживають для зменшення свого впливу на навколишнє середовище.

На основі аналізу даних можна зробити наступні припущення як зміниться оцінка у 2024 році:

- Критерії, пов'язані з викидами парникових газів, також залишаться важливими, однак вони поступово поступаються місцем критеріям, які фокусуються на конкретних заходах, які компанії вживають для скорочення своїх викидів. Наприклад, все більшої популярності набувають критерії, які оцінюють використання відновлюваних джерел енергії, а також інвестиції в нові технології, які можуть допомогти компаніям зменшити свої викиди.
- Критерії, пов'язані з управлінням відходами, також є важливими, однак їх фокус зміститься на цикл життя продукції та послуг. Наприклад, все більшої популярності набувають критерії, які оцінюють вплив продукції та послуг компанії на навколишнє середовище на всіх етапах їхнього життєвого циклу.

В контексті нових екологічних критеріїв, важливо розглядати декілька ключових аспектів, що визначають сталість та екологічну відповідальність компаній у 2024 році:

- Розвиток нових технологій, зокрема відновлюваної енергетики, може внести суттєві зміни в пріоритети екологічних критеріїв. Компанії, які активно інвестують у відновлювану енергетику, можуть очікувати високих оцінок за екологічні показники, відображаючи їхню зосередженість на сталому розвитку та низькому впливі на навколишнє середовище.
- Зміни в нормативно-правовому середовищі, зокрема в сфері охорони навколишнього середовища, можуть значно впливати на пріоритети екологічних критеріїв. Компанії, які ефективно відповідають новим вимогам

щодо викидів та інших екологічних аспектів, можуть розраховувати на високі оцінки своєї екологічної відповідальності.

- Розробка спеціального показника, що враховує практики компанії в сфері закупівель, екологічні сертифікати постачальників та дотримання етичних стандартів праці.
- Надання компаніям стимулів для розкриття інформації про походження їхніх постачальників та впровадження заходів для зменшення екологічних ризиків у ланцюгах постачання. Підтримка прозорості та відповідального постачання ресурсів.
- Врахування даних оцінки життєвого циклу продукції, що аналізують вплив на довкілля від видобутку сировини до утилізації. Це надає цілісне розуміння екологічного внеску компанії протягом всього життєвого циклу продукту.

Отже, на основі викладеного вище можна створити нову таблицю розподілу ваг впливу компонентів ESG на загальний бал:

Таблиця 3.2 – Ваги екологічних індикаторів оцінки ESG рейтингу для нових

Підкатегорія	Кількість індикаторів	Вага в оцінці ризику (%)
Використання ресурсів	30	12%
Викиди	15	12%
Технологічний вплив	22	9%
ЗАГАЛЬНА	67	33%

Джерело: розроблено автором на основі [44]

У сучасному світі визначальну роль у оцінці відповідального ведення операційного бізнесу та сталого розвитку корпорацій відіграють ESG-рейтинги, які враховують екологічні, соціальні та управлінські аспекти. Однак, аналізуючи становище на ринку, можна визначити кілька важливих тенденцій та проблем, які визначають динаміку цієї методології.

По-перше, відзначається відсутність чіткої єдності щодо методології ESG-рейтингів. Різні агентства використовують різні показники, ваги та алгоритми, що призводить до істотної різниці в рейтингах однієї й тієї ж компанії. Прозорість методологій багатьох агентств обмежена, що ускладнює об'єктивну оцінку сталості підприємств.

По-друге, існує ризик "грінвошингу", коли компанії можуть завищувати свої ESG-показники, намагаючись здаватися більш стійкими, ніж вони є насправді. Це може бути пов'язано з нечіткими визначеннями, неякісними даними та відсутністю аудиту, що підірвати довіру до ESG-рейтингів як інструменту для інвесторів та стейкхолдерів.

По-третє, ESG-рейтинги не завжди враховують аспекти сталого розвитку належним чином. Більшість рейтингів фокусуються на ризиках, залишаючи позитивні впливи за межами уваги. Відсутність єдиного показника для вимірювання сталого розвитку організації та проблеми в вимірюванні екологічних факторів і впливу на довкілля створюють неповноту в оцінці.

По-четверте, очікується еволюція екологічних критеріїв ESG-рейтингів. Зростає значення конкретних дій та результатів, а не лише політик. Очікується, що критерії, пов'язані з викидами парникових газів, відновлюваною енергетикою та управлінням відходами, стануть більш визначальними в оцінці підприємств.

Отже, для поліпшення ESG-рейтингів, можливі пропозиції включають розробку нових показників, що враховують сталий розвиток, стимулювання компаній до розкриття інформації про постачальників та зменшення екологічних ризиків у ланцюгах постачання, а також врахування даних оцінки життєвого циклу продукції.

3.2 Покращення кількісних оцінок «соціальної» складової ESG рейтингу

Щодо критеріїв еволюції соціальної складової можна побачити на Рисунку 3.2. В процесі оцінювання ESG-рейтингових агентств, проаналізованих у 2008 р, найбільше уваги приділялося розвитку людського капіталу та навчанню (100%), права людини (87,5%) та зв'язки з громадськістю (87,5%). Навпаки, аспекти, включені в процес оцінювання всіх ESG-рейтингових агентств у 2018 році, були трудові аспекти пов'язані з поліпшенням охорони здоров'я та освіти, зменшенням нерівності та необхідністю стимулювання економічного зростання. Однак питання,

пов'язані з діловою поведінкою, залученням талантів та ринковою етикою, видаються менш важливими. Цікаво також підкреслити, що критерії, пов'язані з управлінням ланцюгами поставок та оцінкою сталого розвитку, які фокусуються на більш складних та інтегрованих виробничих конфігураціях, безпеці та захисті даних, з'явилися за останні десять років, що відображає нові тенденції в оцінці сталого розвитку, які фокусуються на більш складних та інтегрованих виробничих конфігураціях, а не на компаніях як ізольованих структурах.

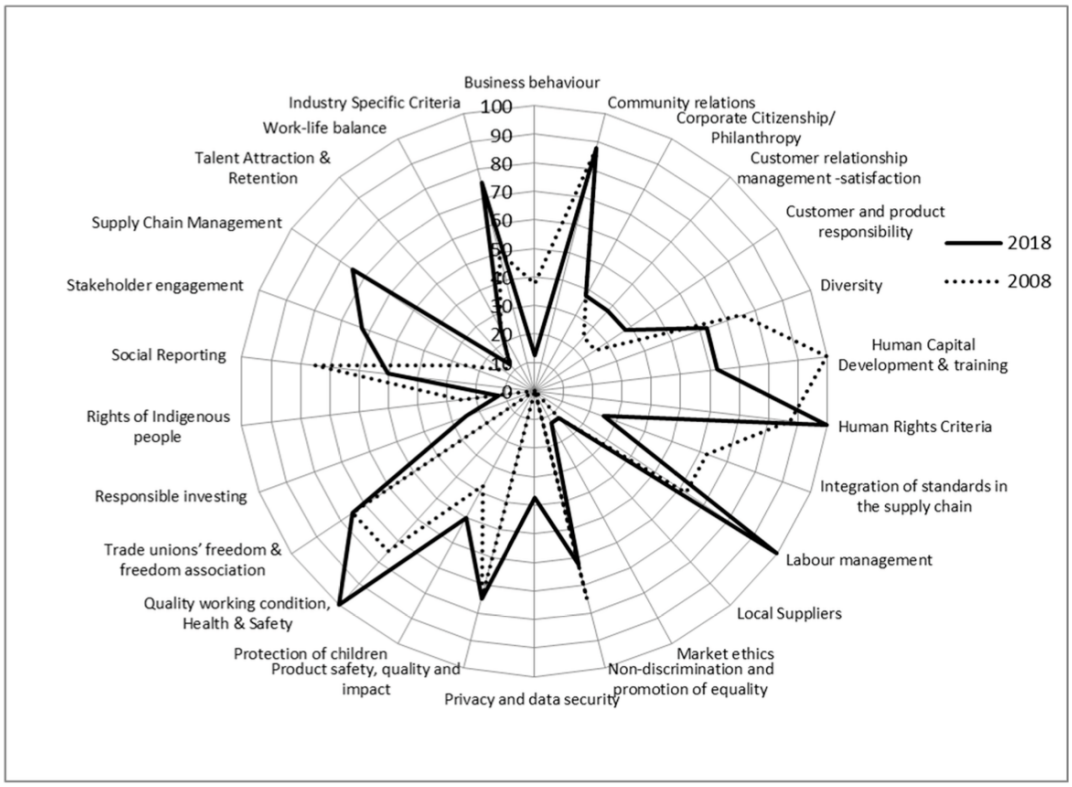


Рисунок 3.2 – Зміна критеріїв в оцінці соціальної складової ESG ризиків найбільшими рейтинговими агенціями за 2008-2018рр. [30]

З 2018 року світ зазнав значних змін, які вплинули на всі сфери життя, включаючи бізнес. Пандемія COVID-19, яка розпочалася в 2020 році, та повномасштабна війна в Україні, яка розпочалася в 2022 році, стали двома найбільшими потрясіннями, які змінили наше суспільство:

- Пандемія COVID-19 призвела до глобальної економічної кризи, яка спричинила втрату робочих місць, зниження доходів і зростання нерівності.
- Повномасштабна війна в Україні призвела до гуманітарної кризи, яка спричинила мільйони біженців та загибель тисяч людей. Вона також призвела до зростання геополітичної напруженості та ризику ядерної війни.

Ці зміни в суспільстві призвели до нових ризиків та викликів для бізнесу. Наприклад, компанії повинні враховувати ризик пандемії або війни при прийнятті рішень про інвестиції та ведення бізнесу.

Також, соціальна відповідальність корпорацій перейшла в геополітичну площину, адже обираючи ведення бізнесу на території агресора, компанія обирає матеріальну вигоду вище моральних цінностей. Так, наприклад, вже згадана американська корпорація Procter&Gamble (P&G) є визнаним спонсором тероризмом урядом України за те, що вона продовжує працювати в Росії, і відповідно сплачує податки.[45]

Цей випадок є яскравим прикладом того, як бізнес може негативно впливати на сталий розвиток. P&G є глобальною компанією з великим впливом, а її рішення продовжувати працювати в Росії, незважаючи на війну, дає сигнал іншим компаніям, що вони також можуть продовжувати свою діяльність у країнах, які порушують міжнародне право. Крім того, на сьогодні ESG-індекси не враховують відповідність компаній міжнародним нормам. У випадку з P&G, компанія продовжує працювати в Росії, незважаючи на санкції, які накладені на цю країну.

На жаль, P&G є не єдиним доказом застарілості оцінювання соціальних ризиків при складанні ESG індексу. В своїй статті Терещенко зазначає, що підвищенні ризики діяльності компаній у диктаторських юрисдикціях, зокрема РФ, мають бути враховані в критеріях ESG. До того, автор статті зазначає, що компанії, які залишилися в Росії, показали гіршу динаміку ринкової вартості. Проте, якщо поглянути на ESG рейтинг компаній, що продовжили операційну діяльність на території РФ, то це не сильно відобразилось на загальний бал ESG ризиків.

Хоча, загальний індекс для оцінювання країн, які застосовують ESG принципи у своєму регуляторному процесі, показав здатність оцінювати вище згадані ризики. До прикладу, після початку повномасштабного вторгнення Росії в Україну рейтингова агенція MSCI ESG Research знизила рейтинги Росії та Білорусі, що в кінцевому підсумку призвело до виключення Росії з престижного індексу MSCI Emerging Markets. Виключення Росії з індексу MSCI Emerging Markets є переломним моментом в історії ESG-інвестування. Це підкреслює зростаючий

вплив нефінансових чинників на формування глобальних ринків і надсилає чіткий сигнал: кричущі порушення міжнародних норм і нехтування правами людини матимуть високу економічну ціну.

Тому, ESG-індекси для компаній повинні бути більш комплексними та враховувати всі аспекти сталості бізнесу і країн в яких вони проводять операційну діяльність.

Окрім економічних та фінансових показників, належного врядування, екологічних та соціальних ініціатив, важливо враховувати соціальні та політичні наслідки ведення бізнесу в країнах, що перебувають під жорсткими санкціями, або в країнах, які сприяють значним гуманітарним кризам та глобальній економічній нестабільності.

Наприклад, новими критеріями оцінки соціальної складової ESG можуть бути наступні пункти:

- Виконання міжнародних норм та стандартів, таких як принципи ООН щодо ведення бізнесу в умовах конфлікту.
- Забезпечення соціальних прав працівників, таких як право на справедливу заробітну плату, безпечні умови праці та право на страйк.
- Виконання санкцій, накладених на певні країни або компанії.
- Відмова від роботи в країнах, які порушують міжнародне право.

Ці критерії допоможуть оцінити сталість бізнесу з більшої перспективи та забезпечити, щоб компанії, які отримують високі оцінки за ESG-індексами, справді є відповідальними та стійкими.

При оцінюванні участі компанії в діловій діяльності з країнами, які авторитетні міжнародні організації визначили як диктаторські режими, то можна врахувати такі фактори, як:

- Відсоток доходу, отриманого від продажів до таких країн.
- Характер продукції/послуг, що надаються (наприклад, технології подвійного призначення, обладнання для спостереження).
- Рівень інвестиційних або інфраструктурних проектів, реалізованих у цих країнах.

Отже, виходячи з вище описаного нові ваги впливу соціальних компонентів ESG на загальний бал будуть більшими та включатимуть комплексні критерії:

Таблиця 3.3 – Ваги екологічних індикаторів оцінки ESG рейтингу для нових [36]

Підкатегорія	Кількість індикаторів	Вага в оцінці ризику (%)
Рівність гендерів та рас	29	9%
Права людини	8	5%
Громада	14	6%
Відповідальність за продукцію	12	5%
Операційний бізнес на території автократій	3	10%
ЗАГАЛЬНА	178	35%

Проте важливо зазначити, що вимірювання політичного впливу може бути суб'єктивним і більш складним процесом, ніж кількість жінок на керівних посадах, що вимагатиме ретельного врахування контексту та потенційних непередбачуваних наслідків. Доступність та якість даних можуть бути обмеженими, особливо для компаній, що працюють у непрозорих юрисдикціях.

3.3 Обґрунтування альтернативних підходів до оцінки ризиків пов’язаних з корпоративним управлінням

Генезис критеріїв корпоративного управління які розглядалися більшістю рейтингових агентств у 2008 році відображено на Рисунку 3.3. Можна відзначити, що корпоративне управління та розмір комітетів (100%), структура правління (75%) та політика винагороди/компенсації (62,5%) були найбільш цінними критеріями. Ці критерії, як правило, включені до кодексів корпоративного управління корпоративного управління, і були визнані важливими у 2018 році. Та навпаки, ті критерії, які включають абстрактні поняття з проблемами вимірювання (наприклад, управління брендом або бачення та стратегія), зазвичай не використовуються як ключові критерії у публічній інформації ESG-рейтингових

агентств. Втім, посилення боротьби з корупцією та хабарництвом корупції, а також у питаннях прозорості підкреслює значну різницю між 2008 та 2018 роками, оскільки зараз вони є другими найбільш аналізованими аспектами в процесі оцінювання (87,5%). Як і у випадку з екологічними проблемами, аспекти, пов'язані з управлінням компаніями, схоже, набувають все більшого значення в системі оцінювання, особливо ті, що пов'язані із запобіганням корупції та хабарництву. Міжнародні організації, такі як OCDE, визначають ці проблеми через низку рекомендацій для успішної боротьби з корупцією як у державному, так і в приватному секторі.

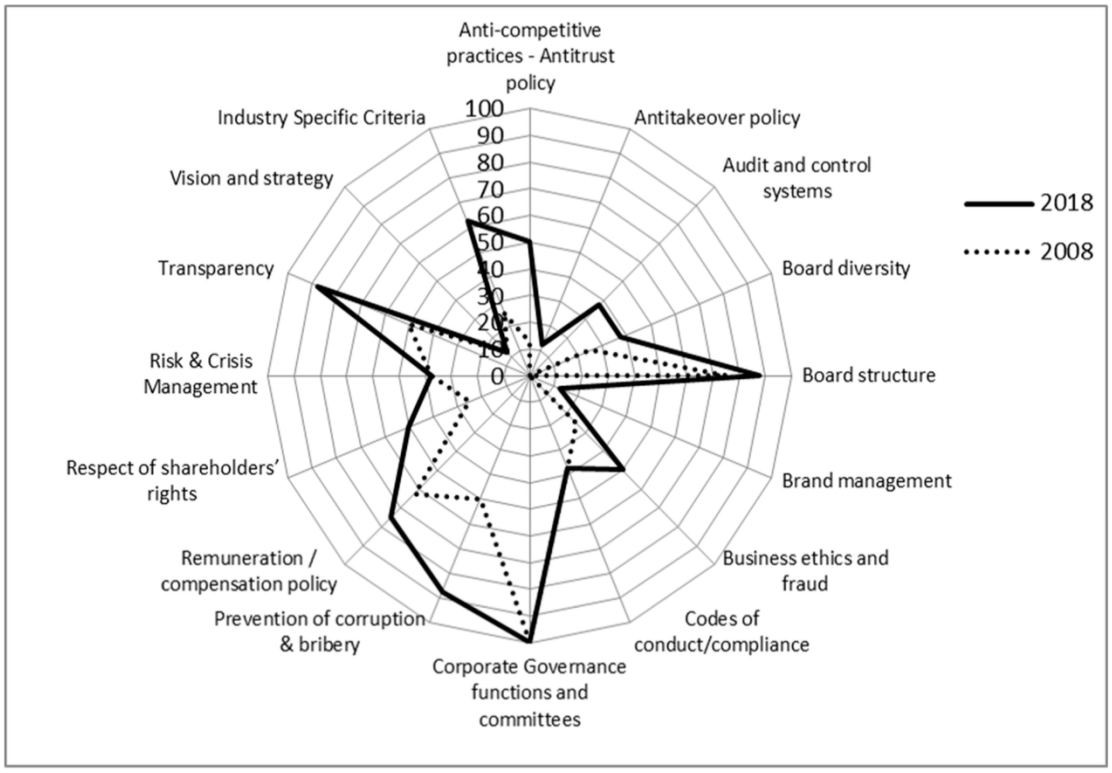


Рисунок 3.3 – Зміна критеріїв в оцінці корпоративного управління складової ESG ризиків найбільшими рейтинговими агенціями за 2008-2018рр. [30]

Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) висловила занепокоєння щодо проблеми "грінвошинг" терміну, який ставить під сумнів довіру до сфери сталого інвестування, що активно розвивається. У грудні 2023 року IOSCO опублікувала підсумковий звіт під назвою "Наглядові практики для боротьби з "грінвошинг", в якому висвітлено різні стратегії, що застосовуються для боротьби з цією оманливою практикою.

У звіті представлено всебічний огляд цього питання. Регулятори у 22 юрисдикціях використовують цілий ряд наглядових інструментів для спостереженням за управління активами компаній та їхніми продуктами. Ці інструменти включають регуляторні рекомендації, освітні ініціативи, нагляд та механізми примусу до виконання. Крім того, багато регуляторів надають пріоритет розбудові потенціалу, щоб гарантувати, що компанії з управління активами володіють знаннями та навичками, необхідними для відповідального управління пропозиціями сталого фінансування.

Традиційно оцінки ESG зосереджувалися на діяльності та розкритті інформації самих компаній. Однак дедалі більше досліджень свідчать про те, що структура власності в компанії також може суттєво впливати на її ESG-результати. Концентрована власність, коли невелика група фізичних або юридичних осіб володіє контрольним пакетом акцій, може створити середовище, в якому короткострокові прибутки та задоволення потреб акціонерів переважають над довгостроковими цілями сталого розвитку. Це може проявлятися по-різному: від надання пріоритету інвестиціям у викопне паливо до нехтування екологічними нормами чи трудовими стандартами.[43]

Нещодавнім прикладом такої динаміки є нещодавній випадок з США, штат Каліфорнія подав позов проти п'яти великих нафтових компаній, а саме ExxonMobil, Chevron, Shell, BP і ConocoPhillips, звинувачуючи їх у тому, що вони могли ввести громадськість в оману і приховати наукові докази заради власної фінансової вигоди. Позов ґрунтується на звинуваченні, що ці компанії знали про потенційні наслідки зміни клімату протягом десятиліть., яка втягнута в суперечки щодо своїх практик "грінвошинг". Незважаючи на публічні заяви про свою прихильність до відновлюваної енергетики, ці компанії продовжують інвестувати значні кошти в інфраструктуру викопного палива. Ця невідповідність пов'язана зі структурою власності компанії, де впливова сім'я володіє значним пакетом акцій і має значний вплив на прийняття рішень.[42]

Цей приклад підкреслює критичну необхідність включення концентрації власності в розрахунок оцінок ESG-ризиків. Розуміючи динаміку розподілу влади в компанії, інвестори можуть отримати більш детальне уявлення про її справжню

відданість принципам сталого розвитку та ухвалювати більш обґрунтовані інвестиційні рішення.

Звіт IOSCO не заглиблюється в питання концентрації власності, але його акцент на необхідності цілісних і перспективних оцінок ESG відкриває двері для врахування цього важливого фактору в майбутніх регуляторних структурах. У міру того, як розвивається ландшафт сталого фінансування, регулятори та інвестори повинні боротися зі складною взаємодією між корпоративним управлінням, структурами власності, екологічною та соціальною відповідальністю.

Дослідивши останні нововведення OECD принципів корпоративного управління було виділено ключові для оцінки ризиків у сфері корпоративного управління показники, такі як концентрація власності, коефіцієнт вільного обігу та контроль над правами голосу.

Концентрація власності – це показник розподілу влади між основними акціонерами та розпорошеними акціонерами. Це показник того, чи можуть деякі акціонери впливати на управління компанією і чи є контроль над нею оспорюваним. Висока концентрація власності пов'язана з активною роллю акціонерів в управлінні компанією, зокрема через призначення членів правління, та з обмеженою можливістю оскарження контролю (контроль не підлягає оскарженню, якщо найбільші акціонери володіють понад 50% прав голосу). Низький рівень концентрації власності передбачає більшу незалежність членів правління, і зокрема керівництва, від акціонерів і, водночас, більшу ймовірність зміни контролю шляхом (дружнього або ворожого) поглинання. Концентрацію власності можна вимірювати як у вигляді прямого володіння акціями, так і у вигляді пакетів акцій з правом голосу. Останній показник є кращим, оскільки відомо, що власність концентрується і здійснюється через різні корпоративні структури, фонди тощо. структури, фонди тощо. Однак вимоги до інформації є вищими, ніж у випадку прямого володіння.[42]

Пакет акцій – це частка прав голосу, яка прямо або опосередковано належить бенефіціарному власнику компанії (а саме підконтрольним йому компаніям або іншим суб'єктам, чиї права голосу в компанії, що перебуває в лістингу, пов'язані з бенефіціарним власником).[43]

Для оцінки функціонування ринків капіталу та використання механізмів контролю часто корисно знати частку акцій, які можуть торгуватися на ринку. У багатьох юрисдикціях існують обмеження щодо мінімального рівня акцій у вільному обігу як для IPO, так і для збереження лістингу на біржі. Частка голосів, відданих за акції у вільному обігу на зборах акціонерів, також свідчить про ступінь активності акціонерів, а також може вказувати на важливість перешкод для участі, таких як коротке повідомлення про збори акціонерів. Найбільш загальне визначення полягає в тому, що коефіцієнт вільного обігу - це відсоток акцій, що залишився після застосування поправок на пакетне володіння та акції з обмеженим доступом до загальної кількості акцій:

Коефіцієнт акцій у вільному обігу (%) = 100% – [Максимальний (пакет акцій (%) / поправка на акції з обмеженим доступом (%))]

Ринкова капіталізація акцій у вільному обігу – це частина загальної ринкової капіталізації акцій, яка доступна для торгівлі. ринкової капіталізації акції, яка доступна для торгівлі:

Ринкова капіталізація акцій у вільному обігу = [коефіцієнт акцій у вільному обігу * повна ринкова капіталізація].

Крім того, загальна кількість акцій також коригується на акції з обмеженим доступом, тобто ті, що не можуть продаватися протягом певного періоду, або ті, що мають обмеження на іноземну власність. Застосовується або поправка на володіння пакетом акцій, або поправка на акції з обмеженим доступом, залежно від того, яка з них дає вищий результат.[43]

Плаваючий пакет акцій = [100 - Середньозважений пакет акцій на ринку], де Середньозважений пакет акцій на ринку – це середнє значення суми пакетів акцій, якими володіють всі основні акціонери (середнє арифметичне та середньозважене).

Враховуючи, що важко отримати інформацію про акції з обмеженим правом голосу, цей показник є гарною оцінкою кількості акцій, що перебувають у вільному обігу. Для кожної компанії кількість акцій у вільному обігу дорівнює 100 мінус сума "релевантних" пакетів акцій, де "релевантними" вважаються пакети акцій, що перевищують 5% голосуючого капіталу.

Наступним показником в оцінці корпоративних ризиків є контроль над правами голосу, який визначається як сума прямого володіння акціями, що належать контролюючому акціонеру та його пов'язаним сторін (що відповідає блоку голосів вище):

$$vr_i = d_i + r_i + \sum_{j=1}^{n} s_{ij} \qquad (3.1)$$

де vr – це контроль над правами голосу,

di - це пряма пряме володіння акціями, що належить контролюючому акціонеру в компанії i,

ri - це пряме володіння акціями пов'язаними сторонами, включаючи всіх осіб, які вважаються такими відповідно до конкретного законодавства,

sij - це пряма власність акцій фірми i, що належить фірмі j, яка знаходиться під впливом контролюючих акціонерів.

Слід зазначити два моменти, на яких наголошують дослідники. По-перше, важливо розрізняти поняття контролю та контролю над правами голосу. Поняття контролю, як пояснювалося раніше, може включати не лише володіння акціями, але й інші способи контролю, такі як призначення директорів, обмін персоналом, аномальні обсяги транзакцій і так далі. З іншого боку, контроль над правом голосу стосується лише володіння акціями. Отже, це вужче поняття, хоча контролюючий акціонер може контролювати де-факто всі афілійовані фірми, це не означає, що він контролює 100% прав голосу.[43]

Саме контроль над правами голосу, вказує на ризик можливого зловживання контролю власниками великих пакетів акцій, що може впливати на ефективність корпоративного управління та призводити до негативних наслідків для інших акціонерів.

Звідси випливає наступний показник розрахунку право на грошові потоки, яке визначаються як сума добутків часток власності, що належать контролюючому акціонеру та пов'язаним сторонам.

$$cfr_i = d_i + f_i + \sum_{j=1}^{n} s_{ij}(d_j + f_j) + \sum_{j=1}^{n} s_{ij} \sum_{k=1}^{n} s_{jk}(d_k + f_k) + \cdots \qquad (3.2)$$

де cfr – це право на грошові потоки,

di - це пряма пряме володіння акціями, що належить контролюючому акціонеру в компанії i,

fi - це пряма частка власності контрольного акціонера та пов'язаних з ним осіб у фірмі i,

sij - це пряма власність акцій фірми i, що належить фірмі j, яка знаходиться під впливом контролюючих акціонерів.

Отже, наявність ризиків, пов'язаних із корпоративним управлінням, обумовлене дефіцитами у його системі, що може відзначитися погіршенням фінансових показників, зниженням ринкової вартості чи навіть призвести до банкрутства. З урахуванням вищезазначених ризиків, дослідження спрямовано на аналіз альтернативних підходів до їхньої об'єктивної оцінки.

Один із таких підходів включає використання ключових показників корпоративного управління, таких як концентрація власності, коефіцієнт вільного обігу та контроль над правами голосу. Ці параметри визначають суттєві аспекти ефективності корпоративного управління та можуть слугувати підґрунтям для оцінки ризиків. Крім основних показників, для повноцінної картини ризиків, пов'язаних із корпоративним управлінням, важливим є використання додаткових показників, таких як індекс корпоративного управління, показники корпоративної соціальної відповідальності та показники публічності інформації.

ВИСНОВКИ

На основі проведеного дослідження автором обґрунтовано ряд висновків та рекомендацій, зокрема:

1. Теоретичне підґрунтя та необхідність оцінки ризиків, пов'язаних із екологічною, соціальною та корпоративною управлінською діяльністю (ESG ризиків), відображають актуальний контекст сучасного підходу до корпоративної відповідальності та інвестиційної діяльності. Теоретичне забезпечення цієї проблематики підкреслює важливість врахування нефінансових аспектів у прийнятті стратегічних рішень корпораціями та іншими суб'єктами ринку. Оцінка ESG ризиків виявляється є невід'ємною складовою ефективного управління, що дозволяє підприємствам інтегрувати принципи сталого розвитку у свою стратегічну політику. Дослідження різних наукових видань вказує на те, що оцінка ESG ризиків є необхідною для забезпечення сталості бізнесу та його відповідності сучасним вимогам сталого розвитку.

2. Результатом дослідження наукових публікацій стосовно впливу на ESG ризиків на прийняття фінансово-інвестиційного рішення були позитивні та негативні висновки. Взаємозв'язок між показниками ESG та фінансовими показниками компаній є предметом наукових досліджень з початку 1970-х років. Однак, незважаючи на велику кількість досліджень, науковці досі не дійшли спільної думки щодо характеру цього зв'язку. Більшість досліджень показують, що компанії з високими показниками ESG мають кращі фінансові показники, ніж компанії з низькими показниками ESG. Це пояснюється тим, що ESG-фактори можуть сприяти підвищенню ефективності діяльності компанії, зменшенню ризиків та покращенню репутації. Однак, існують також дослідження, які показують нейтральний або навіть негативний зв'язок між показниками ESG та фінансовими показниками. Це може бути пов'язано з тим, що ESG-фактори можуть спричинити додаткові витрати для компанії або призвести до погіршення її конкурентоспроможності. Незважаючи на відсутність консенсусу щодо характеру

зв'язку між показниками ESG та фінансовими показниками, інвестори все одно звертають увагу на ESG компоненти при прийнятті фінансово-інвестиційних рішень. Це пов'язано з кількома факторами, зокрема:

– Зростанням уваги до ESG-факторів з боку споживачів та інших стейкхолдерів;
– Посиленням регулювання в сфері ESG;
– Потенційними перевагами ESG-компаній у довгостроковій перспективі.

3. ESG-рейтинги є важливим інструментом для оцінки корпоративної стійкості. Вони можуть допомогти інвесторам, кредиторам та іншим стейкхолдерам визначити компанії, які мають кращі показники в галузі навколишнього середовища, суспільства та корпоративного управління. Аналітики рейтингової агенції використовують комплексну методологію, що включає аналіз даних з річних звітів компаній, новин, урядової документації та інших джерел. Залежно від методичного підходу, оцінки можуть включати більше 70 індикаторів, розподілених за трьома структурними блоками. Кожна галузь має близько 40 суттєвих показників, які оцінюються за різними компонентами, і результат виражається в підсумковому балі від 0 до 100, розподіленому на 5 категорій ризику. Дослідження ESG компонентів є основою для визначення рівня ризиків підприємств, представленого у формі систематичного звіту, який регулярно оновлюється і враховує взаємодію з підприємствами для уточнення даних та вдосконалення аспектів ESG.

Однак, методики ESG-рейтингування мають ряд недоліків, які слід враховувати. По-перше, вони можуть бути схильні до упередженості, оскільки вони значною мірою покладаються на дані, надані самими компаніями. По-друге, вони можуть бути несумісними між різними рейтинговими компаніями. По-третє, вони можуть бути непередбачуваними, оскільки вони ґрунтуються на складних моделях, які важко зрозуміти.

4. Для оцінки ESG індексу та впливу ESG індексу на ринкову вартість компаній було обрано всесвітньо відомий індекс S&P 500. Для покращення якості обраної сукупності, було виділено найбільш вагомі та представлені у всьому світі

компанії індексу S&P500. Такими стали 20 найбільших за капіталізацією компаній, що входять до Індексу. Загалом капіталізація тільки цих 20 компаній займає 41% всієї капіталізації індексу S&P500. Розглянувши середній бал оцінки ESG ризиків для двадцяти компаній індексу S&P500 у розрізі їхньої належності до певних індустрій, можна побачити позитивний тренд у зменшенні рівня ESG ризиків за останні три роки, проте такі індустрії як Нафтопереробка та Роздрібна торгівля мають обернений тренд, через низку контроверсійних політик і підвищену ризикованість бізнесу.

5. На основі проведеного дослідження залежності фінансових показників та компаній від індексів ESG можна зробити такі висновки: 1) компанії з вищими показниками оцінками ESG, як правило, мають нижчі показники вартості капіталу та вартості боргу. Це може свідчити про підвищену довіру інвесторів до відповідальної діяльності таких компаній. 2) Описові статистичні характеристики змінних, пов'язаних зі співвідношенням між ESG та вартістю капіталу, демонструють різноманітні характеристики розподілу та взаємозв'язку. Зокрема, розмір компанії та боргове навантаження мають негативно асиметричний розподіл, а обидві залежні змінні (вартість власного капіталу та вартість боргу) мають лівосторонній розподіл з важкими хвостами. 3)Асиметрія розподілу змінних ESG є позитивною, що означає, що хвіст розподілу зміщений вправо. Це може бути пов'язано з тим, що компанії з високими показниками ESG є більш рідкісними.

6. У практичній частині, було встановлено, що компанії з вищими показниками ESG, як правило, мають нижчу вартість капіталу. Цей висновок підтверджується результатами регресійного аналізу, проведеного на основі даних 60 компаній, акції яких котируються на біржі. Також було виведено, що традиційний CAPM не враховує екологічні, соціальні та управлінські фактори, які можуть впливати на вартість капіталу компанії. Пропонується модифікувати формулу CAPM, включивши до неї премію за ризик ESG. Впровадження премії за ризик ESG може сприяти підвищенню ефективності ринку шляхом ефективного розподілу капіталу серед компаній з нижчим загальним профілем ризику. Це дозволить забезпечити більш точну оцінку вартості капіталу, яка відображає додатковий ризик, пов'язаний з показниками ESG компанії. Також є важливим

впровадити стандартизований розрахунок ESG ризиків. Це дозволить усунути неоднорідність ESG оцінок і зробити їх більш прозорими для інвесторів та «стейкхолдерів».

7. На основі аналізу поточних тенденцій можна припустити, що у 2024 році екологічні критерії оцінки ESG-рейтингів будуть фокусуватися на тому, що компанії реально роблять для зменшення свого впливу на навколишнє середовище, а не лише на тому, які у них політики та системи управління, а також враховувати не лише викиди, пов'язані з виробництвом продукції, але й викиди, пов'язані з її використанням та утилізацією.

8. З 2018 року світ зазнав значних змін, які вплинули на всі сфери життя, включаючи бізнес. Пандемія COVID-19 та повномасштабна війна в Україні призвели до нових ризиків та викликів для бізнесу. Соціальна відповідальність корпорацій перейшла в геополітичну площину. Наприклад, компанії, які продовжують працювати в Росії, незважаючи на війну, дають сигнал іншим компаніям, що вони також можуть продовжувати свою діяльність у країнах, які порушують міжнародне право. Тому, ESG-індекси повинні бути більш комплексними та враховувати всі аспекти сталості бізнесу. Наприклад, новими критеріями оцінки соціальної складової ESG можуть бути наступні пункти:

- Виконання міжнародних норм та стандартів, таких як принципи ООН щодо ведення бізнесу в умовах конфлікту.
- Виконання санкцій, накладених на певні країни або компанії.
- Відмова від роботи в країнах, які порушують міжнародне право.

9. У 2024 році ваги впливу корпоративних компонентів ESG на загальний бал будуть більшими та включатимуть комплексні критерії, такі як рівність гендерів та рас, права людини, громада, відповідальність за продукцію та операційний бізнес на території автократій. Концентрація власності є одним з ключових факторів, що впливає на ефективність корпоративного управління. Вона може призводити до зниження прозорості та підзвітності компанії, збільшення ймовірності зловживання правом контролю, порушення прав інших акціонерів та зниження ефективності корпоративного управління.

З метою надання конкретних рекомендацій для покращення ефективності ESG-стратегій, пропонується врахувати ряд стратегічних аспектів. Першочерговою рекомендацією є посилення прозорості та доступності інформації, пов'язаної із ESG-діяльністю. Для цього, компаніям пропонується надавати чітку та структуровану інформацію щодо політик, цілей та показників у сфері сталого розвитку. Важливим є також публікація даних про ESG-показники у стандартизованих форматах, що забезпечить зручність порівняння інформації між компаніями. Регулярне оновлення інформації на веб-сайтах та у звітах сприятиме актуальності та достовірності представленої інформації.

Крім того, для досягнення високих стандартів ESG-ефективності, пропонується впровадження системи винагород, орієнтованої на стимулювання ESG-ефективності. Наприклад, у разі введення надійної системи оцінювання ESG ризиків компаній, уряди можуть надавати податкові пільги чи інші винагороди для фірм з низькими показниками ризиків. Інвестори, в свою чергу, можуть вважати такі заходи привабливими. Заохочуючи розвиток різних аспектів ESG, така система також може сприяти підвищенню значущості корпоративного управління. Також, у випадку невідповідності стандартам, уряди можуть вживати суворих заходів, наприклад вищий податок на прибуток.

Узгоджене застосування цих стратегій може не лише сприяти підвищенню ступеня сталості корпорацій, але й сприятиме позитивним соціальним, екологічним та економічним виглядам їхньої діяльності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. UNFCCC. (н.д.). "Paris Agreement." [Електронний ресурс] URL: https://unfccc.int/files/essential_background/convention/application/pdf/english_paris_agreement.pdf (дата звернення: 05.02.2024).
2. UNEP FI. (2004). "Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World. Final Report of the Global Compact Stock Exchange Working Group." [Електронний ресурс] URL: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf (дата звернення: 05.02.2024).
3. United Nations. (н.д.). "Climate Finance." [Електронний ресурс] URL: https://www.un.org/en/climatechange/raising-ambition/climate-finance (дата звернення: 05.02.2024).
4. Дєліні М. М. Індексний метод в оцінці соціально-економічної відповідальності підприємництва: міжнародний та український досвід. Проблеми системного підходу в економіці. 2017. Вип. 6 (1). С. 63–69.
5. Is ESG an Equity Factor or Just an Investment Guide?. The Journal of Investing. 2019. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.3905/joi.2019.28.2.032 (дата звернення: 05.02.2024).
6. University of Oslo Faculty of Law. (2021). "Impact Investing: A Comprehensive Introduction." [Електронний ресурс] URL: https://www.jus.uio.no/english/research/areas/companies/blog/companies-markets-and-sustainability/2021/impact-investing--villiers-levine.html (дата звернення: 05.02.2024).
7. Choi J., Wang H. Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. Strategic Management Journal. 2009. Т. 30, № 8. С. 895–907. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.1002/smj.759 (дата звернення: 05.02.2024).

8. Cornell B., Damodaran A. Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?. SSRN Electronic Journal. 2020. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.2139/ssrn.3557432 (дата звернення: 08.01.2024).
9. Investopedia. How to Find Stocks in the S&P 500. [Електронний ресурс] URL: https://www.investopedia.com/ask/answers/08/find-stocks-in-sp500.asp (дата звернення: 20.01.2024)
10. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. (2022, August 24). "ESG Ratings: A Compass Without Direction." [Електронний ресурс] URL: https://corpgov.law.harvard.edu/2022/08/24/esg-ratings-a-compass-without-direction/. (дата звернення: 20.01.2024)
11. Duque-Grisales E., Aguilera-Caracuel J. Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. Journal of Business Ethics. 2019. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w (дата звернення: 03.01.2024).
12. Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. Journal of Business Ethics. 2019, 64 c
13. Jones T. M., Harrison J. S., Felps W. How Applying Instrumental Stakeholder Theory Can Provide Sustainable Competitive Advantage. Academy of Management Review. 2018. Т. 43, № 3. С. 371–391. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.5465/amr.2016.0111 (дата звернення: 09.08.2023).
14. de Villiers C., Dimes R. Determinants, mechanisms and consequences of corporate governance reporting: a research framework. Journal of Management and Governance. 2020. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.1007/s10997-020-09530-0 (дата звернення: 20.01.2024).
15. Treynor Ratio guided risk-return model for TSO-DSO mutualism considering energy and price volatility / J. M. та ін. Sustainable Energy, Grids and Networks. 2022. С. 100852. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.1016/j.segan.2022.100852 (дата звернення: 20.01.2024).

16. Sustainalytics. "ESG Ratings." Sustainalytics. [Електронний ресурс] URL: https://www.sustainalytics.com/esg-ratings. (дата звернення: 20.01.2024).
17. Huber, B. M., & Comstock, M. 2017. "ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter." Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. [Електронний ресурс] URL: https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/(дата звернення: 20.01.2024).
18. ISS Governance. ‘’ISS ESG to Present Latest Responsible Investment Solutions at PRI In Person”, [Електронний ресурс] URL: https://www.issgovernance.com/iss-esg-to-present-latest-responsible-investment-solutions-at-pri-in-perso (дата звернення: 20.01.2024).
19. Nauman, B. Financial Times. "Credit rating agencies join battle for ESG supremacy." 2019, 30 с
20. CFA Institute. "ESG Investing: Can You Have Your Cake and Eat It Too?" [Електронний ресурс] URL:https://blogs.cfainstitute.org/investor/2019/09/03/esg-investing-can-you-have-your-cake-and-eat-it-too/(дата звернення: 20.01.2024).
21. Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5(4), 2015, 210- 233с.
22. Yadav, P. L., Han, S. H., & Rho, J. J. (2016). "Impact of environmental performance on firm value for sustainable investment: evidence from large US firms." Business Strategy and the Environment, 25(6), 402-420 с.
23. Rockefeller Philanthropy Advisors. (2017). "Impact Investing: An Introduction." [Електронний ресурс] URL https://www.rockpa.org/wp-content/uploads/2017/10/RPA_PRM_Impact_Investing_Intro_WEB.pdf. (дата звернення: 05.02.2024).
24. Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles / E. Escrig-Olmedo та ін. Sustainability. 2019. Т. 11, № 3. С. 915. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.3390/su11030915 (дата звернення: 05.02.2024).

25. The Impact of the Global Economy on the S&P 500® - Research | S&P Dow Jones Indices. *S&P Dow Jones Indices*. [Електронний ресурс] URL: https://www.spglobal.com/spdji/en/research/article/the-impact-of-the-global-economy-on-the-sp-500/ (дата звернення: 20.01.2024).
26. S&P Dow Jones Indices. "About the S&P 500." [Електронний ресурс] URL: https://us.spindices.com/indices/equity/sp-500 (дата звернення: 20.01.2024).
27. FactSet Geographic Revenue Exposure | Companies Revenues by Geography. *FactSet*. [Електронний ресурс] URL: https://www.factset.com/marketplace/catalog/product/factset-geographic-revenue-exposure(дата звернення: 21.01.2024).
28. Company ESG Risk Ratings and scores - Sustainalytics. *sustainalytics.com*. [Електронний ресурс] URL: https://www.sustainalytics.com/esg-ratings(дата звернення: 20.01.2024).
29. Wendling, Z. A., Emerson, J. W., de Sherbinin, A., Esty, D. C., et al. (2020). "Environmental Performance Index." Yale Center for Environmental Law & Policy. [Електронний ресурс] URL: https://epi.yale.edu/downloads/epi2020report20210112.pdf. (дата звернення: 04.02.2024).
30. Bhuiyan M. B. U., Nguyen T. H. N. Impact of CSR on cost of debt and cost of capital: Australian evidence. Social Responsibility Journal. 2019. Т. 16, № 3. С. 419–430. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.1108/srj-08-2018-0208 (дата звернення: 04.02.2024).
31. Chouaibi Y., Rossi M., Zouari G. The Effect of Corporate Social Responsibility and the Executive Compensation on Implicit Cost of Equity: Evidence from French ESG Data. Sustainability. 2021. Т. 13, № 20. С. 11510. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.3390/su132011510 (дата звернення: 04.02.2024).
32. Zahid R. M. A., Saleem A., Maqsood U. S. ESG performance, capital financing decisions, and audit quality: empirical evidence from Chinese state-owned enterprises. Environmental Science and Pollution Research. 2023. [Електронний

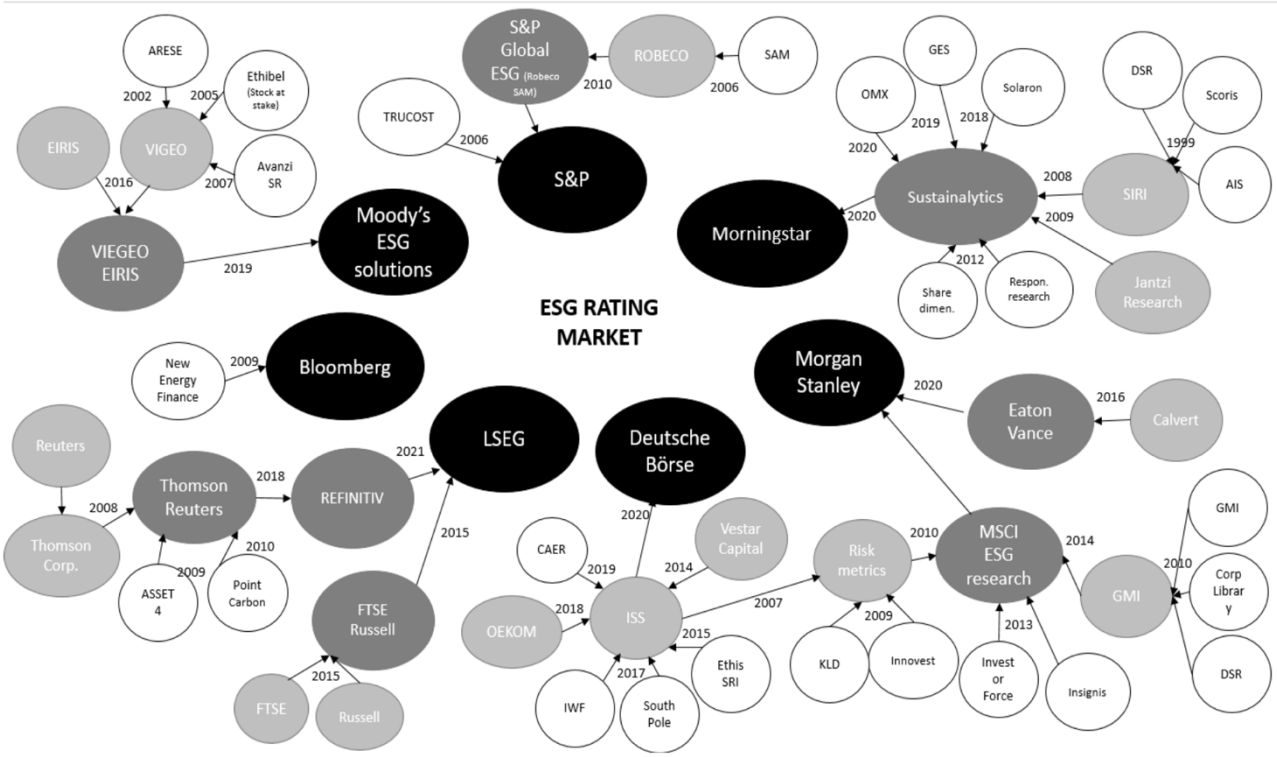
ресурс] URL: https://doi.org/10.1007/s11356-023-25345-6 (дата звернення: 03.02.2024).

33. The nexus between corporate environment, social, and governance performance and cost of capital: evidence from top global tech leaders / M. Nazir та ін. Environmental Science and Pollution Research. 2021. Т. 29, № 15. С. 22623–22636. [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.1007/s11356-021-17362-0 (дата звернення: 03.02.2024).
34. Norges Bank Investment Management (NBIM). (н.д.). "Responsible Investment." [Електронний ресурс] URL: https://www.nbim.no/en/the-fund/responsible-investment/(дата звернення: 03.02.2024).
35. Thomson Reuters ESG Rating Methodology. Home | Thomson Reuters. [Електронний ресурс] URL: https://www.thomsonreuters.com/en/products-services/energy/top-100/methodology.html (дата звернення: 03.02.2024).
36. Top 20 S&P 500 Companies by Market Cap (1990 - 2024). FinHacker.cz. [Електронний ресурс] URL: https://www.finhacker.cz/top-20-sp-500-companies-by-market-cap/#2024 (дата звернення: 01.02.2024).
37. California's lawsuit says oil giants downplayed climate change. Here's what to know. NPR. [Електронний ресурс] URL: https://www.npr.org/2023/09/16/1199974919/california-oil-lawsuit-climate-change (дата звернення: 01.02.2024).
38. EU, European Commission. (2020). "Climate Action and the Green Deal." [Електронний ресурс] URL: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/climate-action-and-green-deal_en. (дата звернення: 01.02.2024).
39. Терещенко Олег Олександрович. Зростання ринкової ціни ризиків як спосіб демотивації бізнес-активності у рф. НАУКОВІ СТАТТІ ФАХІВЦІВ ЗА НАПРЯМАМИ ВИПУСКАЮЧИХ КАФЕДР. Факультет фінансів КНЕУ під час війни – 2022. С. 7–12.
40. BCG. (2022). "Social Impact and Sustainability." Boston Consulting Group. [Електронний ресурс] URL: https://www.bcg.com/capabilities/social-impact-sustainability/overview. (дата звернення: 01.02.2024).

41. OECD (2020), Methodology for Assessing the Implementation of the G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, [Електронний ресурс] URL: https://doi.org/10.1787/9789264269965-en (дата звернення: 01.02.2024).
42. Progress Report on Greenwashing| European Securities and Markets Authority. [Електронний ресурс] URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf (дата звернення: 02.02.2024).
43. Antolín-López, R., & Ortiz-de-Mandojana, N. (2023). "Measuring and Disclosing Environmental, Social and Governance (ESG) Information and Performance." Publications Office of the European Union, Luxembourg. doi: 10.2760/864272, JRC131932.
44. Bloomberg's Environmental and Social (ES) Scores. [Електронний ресурс] URL: https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/ESG_Environmental-Social-Scores.pdf (дата звернення: 03.02.2024).
45. Procter&Gamble визнано міжнародним спонсором війни. НАЗК | Національне агентство з питань запобігання корупції. [Електронний ресурс] URL: https://nazk.gov.ua/uk/pro-nazk/procter-gamble-vyznano-mizhnarodnym-sponsorom-vijny/ (дата звернення: 01.02.2024).

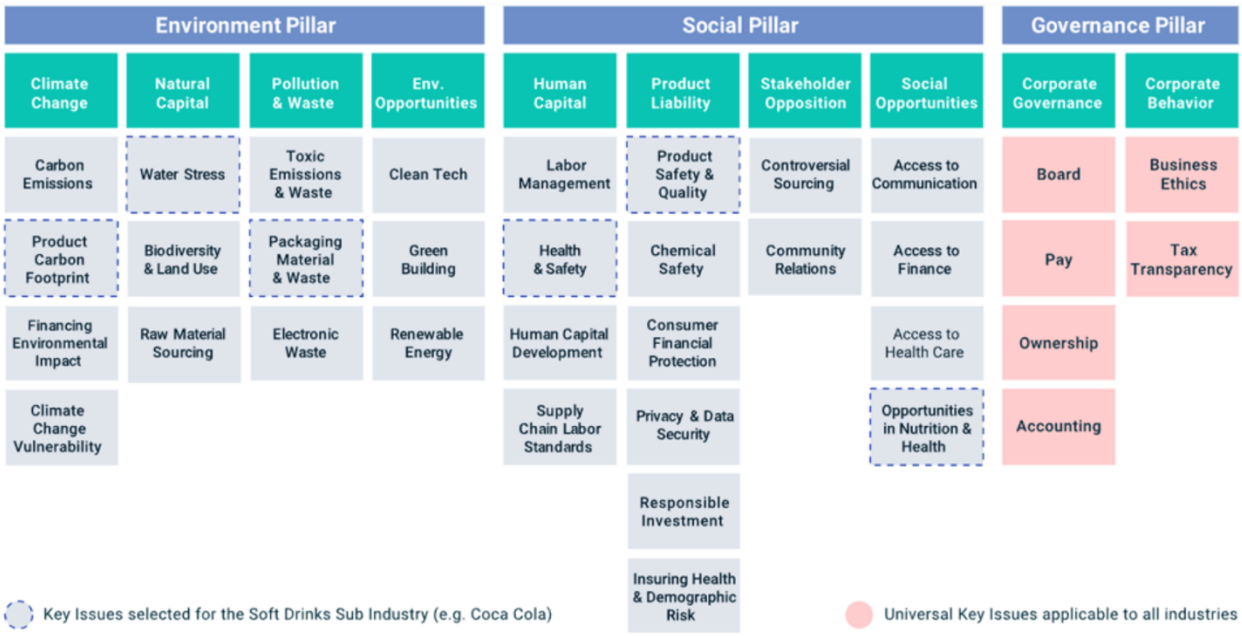
ДОДАТКИ

ДОДАТОК А



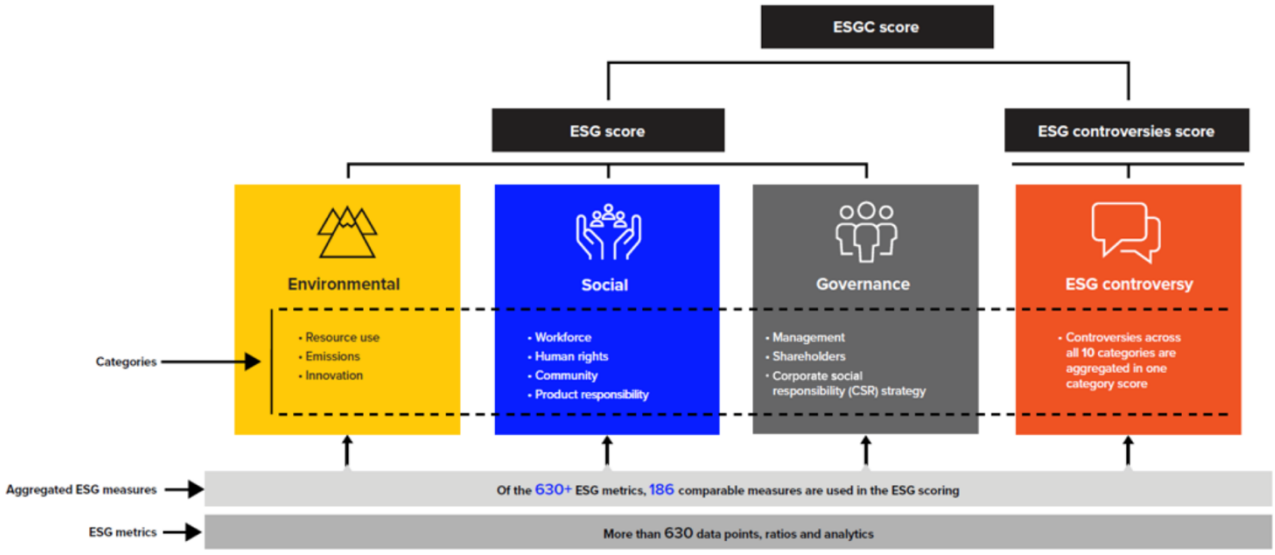
ДОДАТОК Б

MSCI ESG Ratings: Key Issues Framework

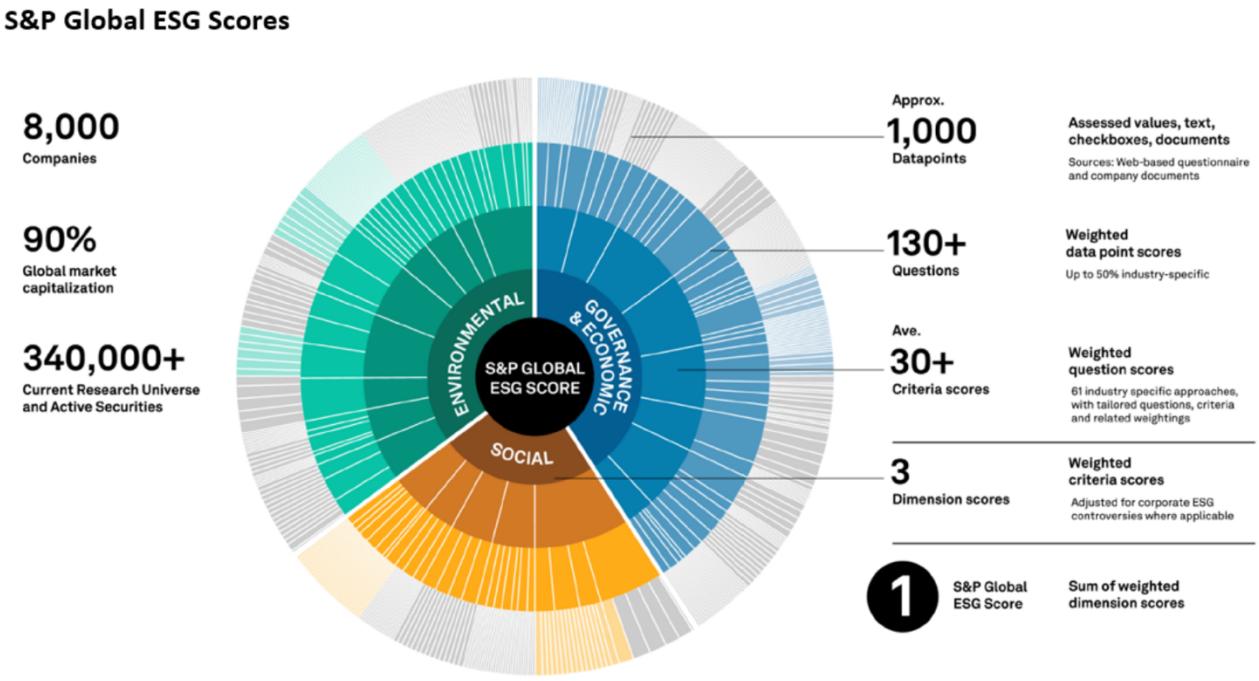


ДОДАТОК В

Refinitiv ESG Score

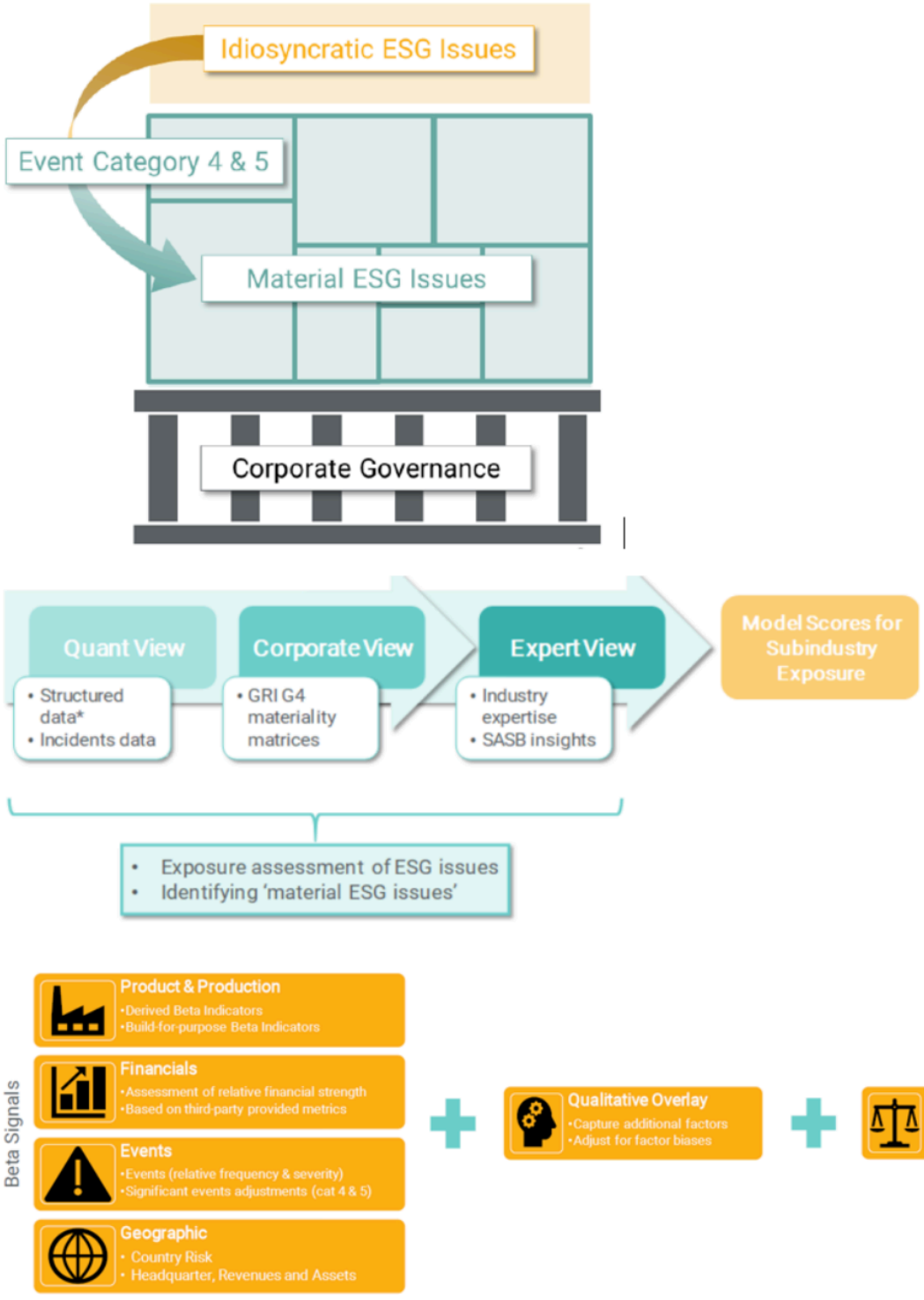


ДОДАТОК Ж


S&P Global ESG Scores
8,000
Companies
90%
Global market capitalization
340,000+
Current Research Universe and Active Securities
ENVIRONMENTAL
GOVERNANCE & ECONOMIC
SOCIAL
S&P GLOBAL ESG SCORE
Approx.
1,000
Datapoints
Assessed values, text, checkboxes, documents
Sources: Web-based questionnaire and company documents
130+
Questions
Weighted data point scores
Up to 50% industry-specific
Ave.
30+
Criteria scores
Weighted question scores
61 industry specific approaches, with tailored questions, criteria and related weightings
3
Dimension scores
Weighted criteria scores
Adjusted for corporate ESG controversies where applicable
1
S&P Global ESG Score
Sum of weighted dimension scores

ДОДАТОК К

Sustainalytics ESG Risk Ratings



ДОДАТОК Л

ESG Integration	The systematic and explicit inclusion by investment managers of ESG factors into financial analysis.
Corporate Engagement & shareholder action	Employing shareholder power to influence corporate behavior, including through direct corporate engagement, filing or co-filing shareholder proposals, and proxy voting that is guided by comprehensive ESG guidelines.
Norms-based screening	Screening of investments against minimum standards of business or issuer practice based on international norms.
Negative/exclusionary screening	The exclusion from a fund or portfolio of certain sectors, individual companies, countries, or other issuers based on activities considered not investable. Exclusion criteria can refer, for example, to product categories (e.g., weapons, tobacco, gambling) company practices (e.g., animal testing, violation of human rights, corruption) or controversies.
Best-in-class/positive screening	Investing in sectors, companies, or projects selected for positive ESG performance relative to industry peers, and that achieve a rating above a defined threshold.
Sustainability themed/thematic investing	Investing in themes or assets specifically contributing to sustainable solutions – environmental and social – (e.g., sustainable agriculture, green buildings, lower carbon tilted portfolio, gender equity, diversity).
Impact investing and community investing	Impact investing concerns investing to achieve positive, social, and environmental impacts – requires measuring and reporting against these impacts, demonstrating the intentionality of investor and underlying asset/investee, and demonstrating the investor contribution. Community investing is where capital is specifically directed to traditionally underserved individuals or companies. Some community investing is impact investing, but community investing is broader and considers other forms of investing and targeted lending activities.

Table 2: Description of the various approaches to Sustainable Investing. Source: Global Sustainable Investment Alliance (2021).

ДОДАТОК М

ESG Rating Agencies	(1) Sustainability Dimensions [1]	(2) Balance	(3) Intergenerational Perspective	(4) Stakeholder Approach	(5) Life-Cycle Thinking
REFINITIV	EC EN SO CG	×	×	✓	×
ECP	EN SO CG	✓	✓	✓	×
FTSE Russell ESG Ratings	EN SO CG	✓	×	✓	×
MSCI ESG Research	EC EN SO CG	✓	✓	✓	×
ISS-oekom	EN SO CG	✓	×	✓	×
RobecoSAM	EN SO CG	×	✓	✓	×
Sustainalytics	EN SO CG	×	✓	✓	×
Vigeo EIRIS	EN SO CG	✓	×	✓	×
ESG rating agencies	EC EN SO CG	≠	≠	✓	×

✓ Yes, × No, ≠ Partially and —Not explicit; [1] Financial Economic (EC), Environmental (EN), Social (SO) and Corporate Governance (CG). Source: Own work.

ДОДАТОК Н

Company	Year	Total Assets	Company size	Leverage	Beta	Total Current Assets/Total Assets Ratio	Market-to-Book Ratio	WACC
Apple	2022	352,76	5,87	1,18	1,30	0,38	24,43	0,06
Microsoft	2022	585,86	6,37	0,56	0,80	0,44	35,71	0,04
Alphabet	2022	279,98	5,63	0,01	1,15	0,24	13,20	0,04
Amazon	2022	474,05	6,16	0,85	1,23	0,81	1,25	0,05
NVIDIA	2022	57,05	4,04	0,22	1,65	0,84	45,82	0,06
Tesla	2022	88,58	4,48	0,46	2,38	0,53	20,77	0,08
Berkshire Hathaway	2022	943,54	6,85	0,86	0,67	0,19	1,82	0,05
Meta	2022	137,20	4,92	0,54	1,22	0,50	3,60	0,06
UnitedHealth Group	2022	373,10	5,92	1,60	0,69	0,19	23,50	0,06
Exxon Mobil	2022	99,48	4,60	0,18	0,40	0,34	0,84	0,04
Eli Lilly	2022	97,30	4,58	0,46	0,76	0,22	22,72	0,05
JPMorgan Chase	2022	4,30	1,46	1,44	0,88	0,22	14,28	0,05
Johnson & Johnson	2022	212,50	5,36	1,61	0,80	0,23	22,68	0,06
Visa	2022	94,39	4,55	0,36	0,68	0,18	45,41	0,04
Procter & Gamble	2022	192,16	5,26	0,86	0,69	0,23	25,15	0,05
Mastercard	2022	67,91	4,22	0,55	0,73	0,20	42,70	0,05
Broadcom	2022	106,49	4,67	0,80	1,31	0,40	16,24	0,07
Home Depot	2022	189,37	5,24	0,91	0,75	0,34	21,40	0,05
Chevron Corporation	2022	254,43	5,54	0,15	0,47	0,31	0,81	0,04
Merck	2022	101,92	4,62	0,67	0,70	0,24	21,28	0,05

ДОДАТОК О

Company	Year	Total Assets	Company size	Leverage	Beta	Total Current Assets/Total Assets Ratio	Market-to-Book Ratio	WACC
Apple	2021	323,89	5,78	1,24	1,50	0,44	27,44	0,07
Microsoft	2021	520,94	6,26	0,60	0,81	0,42	41,91	0,05
Alphabet	2021	257,64	5,55	0,02	1,19	0,24	15,50	0,04
Amazon	2021	386,31	5,96	0,89	1,28	0,82	8,10	0,06
NVIDIA	2021	51,11	3,93	0,29	1,70	0,83	44,69	0,07
Tesla	2021	55,17	4,01	0,63	2,45	0,51	26,10	0,08
Berkshire Hathaway	2021	904,57	6,81	0,93	0,68	0,19	1,92	0,05
Meta	2021	117,60	4,77	0,60	1,27	0,47	13,52	0,06
UnitedHealth Group	2021	292,33	5,68	1,74	0,70	0,20	26,27	0,06
Exxon Mobil	2021	88,53	4,48	0,27	0,41	0,32	0,99	0,04
Eli Lilly	2021	88,54	4,48	0,51	0,77	0,21	26,50	0,06
JPMorgan Chase	2021	3,80	1,34	1,52	0,89	0,21	16,90	0,05
Johnson & Johnson	2021	190,51	5,25	1,75	0,81	0,23	24,47	0,06
Visa	2021	81,03	4,39	0,40	0,69	0,17	52,05	0,05
Procter & Gamble	2021	180,10	5,19	0,95	0,70	0,22	27,99	0,05
Mastercard	2021	55,10	4,01	0,61	0,74	0,19	49,38	0,05
Broadcom	2021	81,05	4,40	0,93	1,34	0,40	18,58	0,07
Home Depot	2021	159,73	5,07	1,30	0,76	0,33	24,44	0,06
Chevron Corporation	2021	244,57	5,50	0,23	0,48	0,30	0,93	0,04
Merck	2021	90,16	4,50	0,72	0,71	0,23	24,10	0,05