

UDC classification: 330.332:336.76:332.146.2

JEL Classification: G14, G24, F21, Q01

## Обґрунтування місця сегменту відповідального інвестування в архітектурі фондового ринку

А. Воронцова<sup>†</sup>,  
О. Пластун<sup>#</sup>,  
Г. Філатова<sup>##</sup>,  
О. Костенко<sup>###</sup>,  
Е. Джобавва<sup>####</sup>

**Мета дослідження:** Здійснити обґрунтування місця та ролі сегменту відповідального інвестування в архітектурі фондового ринку.

**Методи дослідження:** Структурно-функціональний з метою формування уявлення про архітектуру фондового ринку, визначення місця та ролі елементів відповідального інвестування в ньому; системний аналіз для виявлення сучасних тенденцій та закономірностей у функціонуванні сегменту соціально-відповідального інвестування на фондовому ринку за географічними регіонами світу; статистичний і графічний методи для кількісної та візуальної презентації результатів аналізу динаміки показників секторів фондового ринку, що представлені елементами відповідального інвестування.

**Результати дослідження:** Уточнено трактування сутності понять «відповідальне інвестування» та «фондовий ринок»; виокремлено та обґрунтовано ряд суб'єктів, об'єктів та форм відповідального інвестування, що є елементами фондового ринку; проведено узагальнення видів діяльності фондових бірж у сфері відповідального інвестування; здійснено аналіз динаміки показників секторів фондового ринку, що представлені елементами відповідального інвестування; проаналізовано ключові стандарти звітності, на які спираються фондові біржі при розкритті ESG-питань.

**Теоретичне значення дослідження:** Проведена комплексна оцінка функціонування сегменту соціально-відповідального інвестування на фондовому ринку, здійснено обґрунтування місця та ролі відповідального інвестування в архітектурі фондового ринку, що створює підґрунтя для розроблення дієвих заходів з підвищення ефективності фондового ринку України та трансформації його у дієве та стабільне джерело інвестиційних ресурсів.

**Перспективи подальших досліджень:** Отримані результати будуть використані в подальшому дослідженні теоретико-методологічних основ та методичних підходів щодо формування сегменту відповідального інвестування на фондовому ринку України засобами фрактального моделювання.

**Тип статті:** Теоретичний.

**Ключові слова:** відповідальне інвестування, фондовий ринок, ESG-критерії, інвестиційна стратегія, сталий розвиток, цілі сталого розвитку.

**Reference** to this paper should be made as follows:

Vorontsova, A., Plastun, A., Filatova, H., Kostenko, E., & Dzjobava, E. (2021). The Reasoning of a Responsible Investment Position in the Structure of the Stock Exchange Market. *European Journal of Management Issues*, 29(4). 232-240. doi.org/10.15421/192122. (in Ukrainian).

<sup>†</sup>Анна С. Воронцова  
кандидат економічних наук,  
Сумський державний університет, Україна  
e-mail: a.vorontsova@uabs.sumdu.edu.ua  
<https://orcid.org/0000-0003-0603-3869>

<sup>#</sup>Олексій Л. Пластун  
доктор економічних наук, професор,  
Сумський державний університет, Україна  
e-mail: o.plastun@uabs.sumdu.edu.ua  
<https://orcid.org/0000-0001-8208-7135>

<sup>##</sup>Ганна П. Філатова  
доктор філософії, Сумський державний університет, Україна  
e-mail: h.filatova@uabs.sumdu.edu.ua  
<https://orcid.org/0000-0002-7547-4919>

<sup>###</sup>Олена М. Костенко  
аспірантка, Сумський державний університет, Україна  
e-mail: o.kostenko@uabs.sumdu.edu.ua  
<https://orcid.org/0000-0001-9184-5276>

<sup>####</sup>Ельдар Г. Джобавва  
студент, Сумський державний університет, Україна  
e-mail: eldardjobava.c@gmail.com  
<https://orcid.org/0000-0001-7400-6235>

## The Reasoning of a Responsible Investment Position in the Structure of the Stock Exchange Market

Anna Vorontsova<sup>‡</sup>,  
Alex Plastun<sup>‡</sup>,  
Hanna Filatova<sup>‡</sup>,  
Elena Kostenko<sup>‡</sup>,  
Eldar Dzhobava<sup>‡</sup>

<sup>‡</sup>Sumy State University, Ukraine

**Purpose:** To substantiate the place and role of the responsible investment in the structure of the stock exchange market.

**Methods:** Structure-functional in order to form an idea of the structure of the stock exchange market, determining the place and role of responsible investment elements in the stock market organization; systematic analysis to identify current trends and patterns in the functioning of the socially responsible investment segment by geographical regions of the world; statistical and graphical methods for quantitative and visual presentation of the results of the stock market sectors analysis, represented by responsible investment elements.

**Findings:** The definition of «responsible investment» and «stock market» has been clarified; a number of subjects, objects and forms of responsible investment, which are elements of the stock market, are singled out and substantiated; the generalization of activities of stock exchanges in the field of responsible investing is carried out; the dynamics of stock market sector indicators, which are represented by elements of responsible investment, are analyzed; key reporting standards used by stock exchanges in disclosing ESG issues are analyzed.

**Theoretical Implications:** A comprehensive assessment of the functioning of socially responsible investment segment as part of the stock market is carried out, the place and role of responsible investing in the stock market structure are substantiated, which creates a basis for the development of effective measures to increase the stock market efficiency of Ukraine and its transformation into an effective and stable source of investment resources.

**Future Research:** The results can be used in the context of further study of the stock market transformation in Ukraine on the basis of a socially responsible trajectory and fractal analysis.

**Paper Type:** Theoretical.

**Keywords:** socially responsible investing, stock market, ESG-criteria, investment strategy, sustainable development, sustainable development goals

## Обоснование места сегмента ответственного инвестирования в архитектуре фондового рынка

Анна С. Воронцова<sup>‡</sup>,  
Алексей Л. Пластун<sup>‡</sup>,  
Анна П. Филатова<sup>‡</sup>,  
Елена Н. Костенко<sup>‡</sup>,  
Эльдар Г. Джобавва<sup>‡</sup>,

<sup>‡</sup>Сумской государственной университет, Украина

**Цель работы:** Обосновать место и роль сегмента ответственного инвестирования в архитектуре фондового рынка.

**Методы исследования:** Структурно-функциональный с целью формирования представления об архитектуре фондового рынка, определении места и роли элементов ответственного инвестирования в нем; системный анализ для выявления современных тенденций и закономерностей в функционировании сегмента социально-ответственного инвестирования на фондовом рынке по географическим регионам мира; статистический и графический методы для количественной и визуальной презентации результатов анализа динамики показателей секторов фондового рынка, представленных элементами ответственного инвестирования.

**Результаты исследования:** Уточнено определение понятий «ответственное инвестирование» и «фондовый рынок»; выделен и обоснован ряд субъектов, объектов и форм ответственного инвестирования, являющихся элементами фондового рынка; проведено обобщение видов деятельности фондовых бирж в сфере ответственного инвестирования; осуществлен анализ динамики показателей секторов фондового рынка, представленных элементами ответственного инвестирования; проанализированы ключевые стандарты отчетности, на которые опираются фондовые биржи при раскрытии ESG-вопросов.

**Теоретическое значение исследования:** Проведена комплексная оценка функционирования сегмента социально-ответственного инвестирования на фондовом рынке, обосновано место и роль ответственного инвестирования в архитектуре фондового рынка, что создает основу для разработки действенных методов по повышению эффективности фондового рынка Украины и трансформации его в действенный и стабильный источник инвестиционных ресурсов.

**Перспективы дальнейших исследований:** Полученные результаты будут использованы в дальнейшем исследовании теоретико-методологических основ и методических подходов по формированию сегмента ответственного инвестирования на фондовом рынке средствами фрактального моделирования.

**Тип статьи:** Теоретический.

**Ключевые слова:** ответственное инвестирование, фондовый рынок, ESG-критерии, инвестиционная стратегия, устойчивое развитие, цели устойчивого развития.

## 1. Вступ

Періодичні кризи, що виникають на фінансовому ринку та у світовому економічному просторі сприяли виникненню необхідності зміни основних підходів до самого процесу інвестування та діяльності фондового ринку, зокрема. В таких умовах посилюється увага до репутації суб'єктів господарювання, їх цінностей, соціально- та екологічно-корисних дій, що є привабливим для клієнтів. Все це в сукупності формує концепцію відповідального інвестування, що набула особливого поширення в XXI столітті і заснована в рівній мірі як на фінансових, так і нефінансових принципах, тобто на врахуванні в інвестиційному процесі соціальних, економічних та екологічних факторів, морально-етичних моментів з метою сприяння досягненню цілей сталого розвитку.

Вирішення відповідального інвестування як відокремленої концепції, як правило, пов'язують з формуванням «Принципів відповідального інвестування» («Principles for Responsible Investment» – PRI, 2017) за ініціативою Генерального секретаря ООН разом із провідними міжнародними експертами в галузі інвестування. Згідно з даною ініціативою, відповідальне інвестування (VI), визначається як – «стратегія та практика, що передбачає інтеграцію екологічних, соціальних та управлінських факторів (environmental, social and governance – ESG) в інвестиційних рішеннях та активності акціонерів, з обов'язковою оцінкою майбутніх результатів та співставлення потенційних ризиків і вигод» (Principles for Responsible Investment, 2021a). Як вірно зауважують (Mynhardt, Plastun, & Makarenko, 2017) соціально відповідальне інвестування протистоїть традиційному завдяки інтеграції корпоративно-соціально відповідальній компоненті або ESG-критеріїв у процес.

Окремі науковці (Scholtens, 2014) розглядають VI як «важель для прискорення переходу до більш довгострокової, сталої економічної системи», що підтверджує актуальність даної проблематики та потребує ґрунтового дослідження його місця в архітектурі фондового ринку.

## 2. Постановка завдання

Мета дослідження полягає в обґрунтуванні місця та ролі сегменту відповідального інвестування в структурі фондового ринку. Для досягнення мети були поставлені наступні завдання:

- дослідити понятійно-категоріальний апарат фондового ринку, для формування більш чіткого уявлення про його архітектуру;
- визначити місце та роль відповідального інвестування в архітектурі фондового ринку, шляхом розгляду його суб'єктів, об'єктів та форм;
- розглянути та узагальнити розподіл видів діяльності фондових бірж у сфері відповідального інвестування;
- проаналізувати стрижневі стандарти звітності, на які посилаються фондові біржі для розкриття ESG-питань;
- дослідити динаміку ключових показників секторів фондового ринку, що представлені елементами відповідального інвестування.

## 3. Методи та інформаційні джерела дослідження

З метою визначення сутності відповідального інвестування та ідентифікація його місця в архітектурі фондового ринку було обрано структурно-функціональний метод

дослідження, що дозволяє оцінити всі аспекти дефініції фондовий ринок та відповідальне інвестування, виявити функції та взаємозв'язки їх складових.

Інформаційною базою дослідження є: законодавчі та нормативно-правові акти України, статистичні дані звітів про світові інвестиції Конференції ООН з торгівлі та розвитку 2014-2020 рр. (UNCTAD WIR, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020), аналітичні огляди міжнародних агенцій, праці вітчизняних і зарубіжних вчених з проблематики дослідження, а також матеріали Ініціативи ООН щодо Сталих фондових бірж (PRI, 2021).

## 4. Результати дослідження

Для визначення місця та ролі відповідального інвестування в структурі фондового ринку, спершу зупинимося на дослідженні понятійно-категоріального апарату фондового ринку, що допоможе більш чітко сформулювати уявлення про його архітектуру та виявити місце в ній VI. Відповідно до статті 4 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky, 2021), під фондовим ринком або ринком цінних паперів розуміється «сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо емісії (видачі), обігу, виконання зобов'язань, викупу та обліку цінних паперів (у тому числі деривативних цінних паперів)». Таким чином, дане визначення конкретизує суб'єкти та об'єкти фондового ринку, акцентуючи увагу на особливостях економічних відносин, що покладені в між ними.

Відмітимо, що науковцями відмічається помилковість ототожнення фондового ринку та ринку цінних паперів, що ґрунтується на міжнародній практиці. Як відмічає в роботі (Reziarov, 2021), західні науковці зазвичай використовують такі поняття як ринок акцій (в перекладі з англ. – stock / equity market), ринок облігацій (в перекладі з англ. – debt / bond market), ринок похідних фінансових інструментів (в перекладі з англ. – derivatives market). Незважаючи на це та на загальнозживаність терміну фондового ринку та ринку цінних паперів в українських наукових колах, в даній роботі будемо використовувати їх як синоніми.

Суб'єктами фондового ринку є його учасники, до яких за законодавством належать наступні (табл. 1).

Наведений перелік включає безпосередніх або прямих учасників фондового ринку. Держава в особі уповноважених органів є важливим учасником фондового ринку, адже на її рівні здійснюється державне регулювання всіх аспектів його діяльності. Серед наведених в таблиці учасників держава може виступати як емітент, а також як професійний учасник ринку (зокрема їм є Національний банк України). За підходом (Kutuzova, 2016) до основних суб'єктів фондового ринку належать реєстраційні й торгові мережі, депозитарні та розрахунково-клірингові системи, а також системи його інформаційного й правового забезпечення.

Як зазначають, у своїх наукових працях (Mendrul and Shevchuk, 1998) та (Esh, 2009), окрім основних в наукових колах виділять додаткових або опосередкованих учасників фондового ринку, тобто тих, які є учасниками організації необхідних умов для функціонування даного ринку. Вони включають такі категорії як споживачі капіталу (наприклад, суб'єкти господарювання, органи влади), постачальники капіталу (наприклад, домогосподарства, суб'єкти господарювання, банки, пенсійні фонди, страхові компанії тощо), державні та недержавні регулюючі органи діяльності ринку, організації, що обслуговують діяльність ринку (наприклад, аудиторські, консалтингові компанії тощо).

Таблиця 1: Основні суб'єкти фондового ринку

Суб'єкти фондового ринку	Характеристика
Емітенти	юридична особа, територіальна громада в особі представницького органу місцевого самоврядування, держава в особі уповноважених нею органів державної влади, міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за такими цінними паперами перед їх власниками
Іноземні емітенти	створена відповідно до законодавства іншої держави юридична особа, що здійснює емісію цінних паперів на території України, або юридична особа, цінні папери якої зареєстровані відповідно до законодавства іншої держави та допуск до обігу на території України яких надано Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку
Особи, які видали неемісійні цінні папери	фізична особа, у тому числі фізична особа - іноземець, або юридична особа, у тому числі іноземна юридична особа, яка від свого імені видає (заповнює) сертифікат (бланк) неемісійного цінного паперу та бере на себе зобов'язання за таким цінним папером перед його власником
Інвестори у фінансові інструменти, які набули права власності на цінні папери	фізичні та юридичні особи, у тому числі фізичні особи - іноземці та іноземні юридичні особи, які набули права власності на фінансові інструменти з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або збереження вартості вкладених активів, та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику фінансових інструментів відповідно до законодавства, або в межах виконання повноважень щодо державного управління у відповідній сфері, або які є сторонами деривативних контрактів
Адміністратори	юридична особа, яка діє від свого імені та в інтересах власників випуску відсоткових чи дисконтних корпоративних облігацій, облігацій внутрішніх місцевих позик, облігацій міжнародних фінансових організацій або іпотечних облігацій відповідно до законодавства, договору про призначення адміністратора, проспекту цінних паперів (рішення про емісію цінних паперів) та рішень зборів власників облігацій
Професійні учасники ринків капіталу	юридичні особи, що функціонують в організаційно-правовій формі акціонерного товариства, товариства з обмеженою відповідальністю або товариства з додатковою відповідальністю, що провадять на ринках капіталу професійну діяльність, види якої визначені законом.
Інші	Особи, які надають забезпечення, особи, які провадять діяльність, пов'язану з ринками капіталу та організованими товарними ринками, об'єднання професійних учасників ринків капіталу

**Джерело:** складено авторами на основі закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (*Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky, 2021*).

Об'єктами фондового ринку відповідно до закону (*Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky, 2021*) є існуючі правовідносини між даними суб'єктами, що виникають щодо цінних паперів, зокрема їх емісії, обігу, виконання зобов'язань, викупу та обліку. До цінних паперів відповідно до законодавства України належать «документи установленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошове або інше майнове право, визначають взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) і особи, яка має права на цінний папір, та передбачає виконання зобов'язань за таким цінним папером, а також можливість передачі прав на цінний папір та прав за цінним папером іншим особам» (*Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky, 2021*). Згрупуємо основні види цінних паперів, які можуть знаходитися в цивільному обороті в Україні у табл. 2.

Як було підкреслено раніше, ВІ займає особливе місце на фондовому ринку і керується його основними законами. Тому розглядаючи суб'єкти сегменту ВІ слід враховувати всі діючі суб'єктів фондового ринку. Основним регулятором сегменту ВІ також виступає держава в особі спеціально-уповноважених інститутів – органів виконавчої влади та місцевого самоврядування, центрального банку, міністерств, відомств, комісій, комітетів тощо.

Як відмічає Savyna (2016), основними функціональними агентами ВІ або його інституційними інвесторами можуть бути:

- спільні фонди (або пайові) – організації, що працюють з багатьма невеликими вкладниками, портфель інвестицій яких на основі стандартних чи власних критеріїв оцінки розподілений серед різних підприємств;

- ендаумент-фонди – цільові організації закладів освіти, охорони здоров'я, релігійних чи громадських утворень, які інвестують зазвичай кошти благодійних внесків на некомерційні цілі даних організацій;

- державні та приватні пенсійні фонди хоча і не є в чистому вигляді суб'єктами ВІ, але відносяться за окремими критеріями;

- страхові компанії та банки, що надають спеціальні фінансові послуги та продукти з використанням елементів відповідального інвестування;

- фінансові інститути розвитку місцевих громад, що надають персональні та корпоративні кредити.

Більшість зазначених інститутів широко розповсюджені в Сполучених Штатах Америки та частково в країнах Європи, їх розвиток припав на 70-ті –80-ті роки ХХ століття (етап становлення соціально-відповідального інвестування як однієї із перших стадій розвитку ВІ). У ці ж роки почалося утворення інформаційних агентств ВІ, до яких можна віднести асоціацію сталого інвестування та фінансування Великобританії (UKSIF), Європейський форум сталих інвестицій (*Eurosif, 2016*), форум зі сталого та відповідального інвестування США (USSIF), міжнародну ініціативу щодо поширення принципів відповідального інвестування (*Principles for Responsible Investment, 2021*) тощо. В Україні сегмент відповідального інвестування залишається на етапі формування.

Об'єктом ВІ відповідно виступають економічні відносини, що виникають між його суб'єктами з приводу окремих форм відповідальних інвестицій. На цьому моменті зупинимося більш детально.

Таблиця 2: Групування цінних паперів

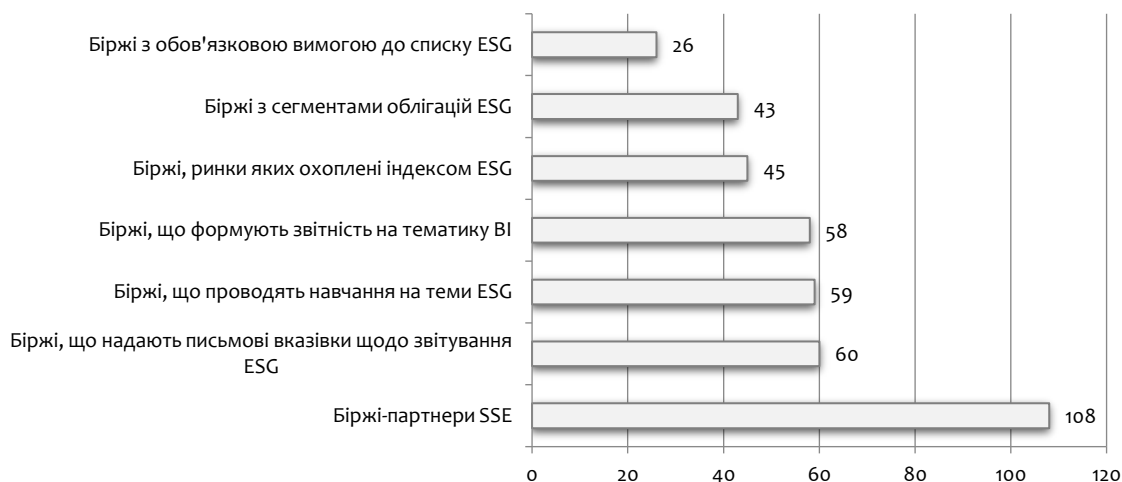
Група	Характеристика	Складові
Пайові	посвідчують участь власника (інвестора) у статутному капіталі та/або активах емітента (у т.ч. активах, що знаходяться в управлінні емітента) та надають їх власнику право на отримання частини прибутку (доходу), зокрема у вигляді дивідендів, та інші права, встановлені законодавством, а також рішенням про емісію, а для інститутів спільного інвестування - рішенням про емісію інституту спільного інвестування	а) акції; б) інвестиційні сертифікати; в) сертифікати ФОН; г) акції корпоративних інвестиційних фондів
Боргові	посвідчують відносини позики і передбачають обов'язок емітента або особи, яка видала неемісійний цінний папір, сплатити у визначений строк кошти, передати товари або надати послуги, а також інші права власника та обов'язки емітента і осіб, які надають забезпечення за облігаціями	а) корпоративні облігації; б) державні облігації; в) облігації місцевих позик; г) казначейські зобов'язання України; г) ощадні сертифікати банків; д) депозитні сертифікати банків;е) векселі; є) облігації міжнародних фінансових організацій
Іпотечні	випуск яких забезпечено іпотечним покриттям та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів	а) іпотечні облігації; б) заставні
Деривативні	посвідчують право власника у визначених рішеннях про емісію цінних паперів випадках та порядку вимагати від емітента придбання або продажу базового активу та/або реалізації встановлених рішеннях про емісію цінних паперів прав щодо базового активу, та/або здійснення платежу (-ів) залежно від значення базового показника	а) опціонні сертифікати; б) фондові варанти; в) кредитні ноти; г) депозитарні розписки; г) державні деривативи
Товаророзпорядчі	надають їх держателю право розпоряджатися майном, зазначеним у цих документах	

**Джерело:** складено авторами на основі закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (*Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky, 2021*).

Однією із достатньо поширених форм ВІ, що є елементом фондового ринку, є використання акцій компаній, що здійснюють діяльність з врахуванням ESG-факторів. Їх відбір може здійснюватися за допомогою спеціальних рейтингів та індексів сталого розвитку. За оцінкою глобальної ініціативи для рейтингів сталого розвитку (Global Initiative for Sustainability Rankings) (GISR, 2017), у світі їх налічується понад 600 видів, що підтверджує їх актуальність для прийняття відповідальних інвестиційних рішень. Типовим прикладом є (S&P Dow Jones Indices, 2021), що включає світових лідерів сталого розвитку – 10% з найбільших 2500 компаній та (S&P Global Broad Market Index, 2021), діяльність яких ґрунтується на довгострокових економічних, екологічних і соціальних критеріях. Іншим достатньо відомим інформаційним провайдером широкого ряду фондових індексів з врахуванням ESG- факторів є FTSE

Russell (FTSE Russell, 2021), яка є дочірньою компанією Лондонської фондової біржі. Прикладами таких індексів є The FTSE4Good Index Series, FTSE ESG Index Series тощо.

Необхідно відмітити, що кількість фондових бірж, які вимагають розкривати ESG-питання у звітності емітентів та надають для цього певні вказівки також зростає: якщо у 2015 році їх кількість налічувала лише 13 бірж, то у 2020 році – 60, що включає понад 40 тис. компаній з ринковою капіталізацією в понад 50 трлн долл. США (UNCTAD, 2021). Така інформація акумулюється ініціативою Sustainable Stock Exchanges (SSE), організованою ЮНКТАД, Глобальним договором ООН, FІ ЮНЕП та PRI. На рис. 1 наведено основні види діяльності фондових бірж у сфері відповідального інвестування у світі.



**Рисунок 1:** Розподіл видів діяльності фондових бірж у сфері відповідального інвестування, 2020 р.

**Джерело:** складено авторами за даними матеріалів Ініціативи ООН щодо Сталих фондових (Sustainable Stock Exchanges initiative, 2020).

Суть зазначених стандартів полягає в забезпеченні прозорого та достовірного нормативно-правового середовища, що містить основні вимоги до розкриття та поширення інформації щодо ВІ, необхідної потенційним інвесторам та іншим зацікавленим особам, уникаючи можливі інформаційні асиметрії та недостовірність даних.

На рис. 2 наведемо основні стандарти, на які в сучасних умовах посилаються фондові біржі як вказівки для розкриття інформації. Серед них відмітимо топ-3 компанії, частка яких перевищує 70%: Стандарти звітності зі сталого розвитку (GRI Sustainability Reporting Standards), Стандарти Ради зі сталого розвитку (SASB) та Міжнародна концептуальна основа інтегрованої звітності (IIRC). Решта стандартів для розкриття звітності пов'язані з кліматичними питаннями, зокрема: Стандарти розкриття клімату (Climate Disclosure Standards – CDP), Робоча група з розкриття фінансової інформації,

пов'язаної з кліматом (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures – TCFD), та Рада зі стандартів розкриття клімату (Climate Disclosure Standards Board – CDSB).

З кожним роком перелік та обсяг видів діяльності фондових бірж у сфері відповідального інвестування зростає. Станом на кінець 2020 року зафіксовано 108 бірж-партнерів ініціативи SSE (Sustainable Stock Exchanges initiative, 2020). Окрім надання письмових вказівок щодо звітування з врахуванням ESG-питань, 59 бірж проводять відповідні навчання для емітентів, 58 бірж формують звітність з тематики ВІ тощо. За оцінкою ЮНКТАД (UNCTAD, 2021) така тенденція до зростання участі фондових бірж у поширенні принципів ВІ збережеться, адже спостерігається високий інтерес інвесторів до товарів та послуг, що враховують ESG-фактори та подальше активне залучення держав до сприяння сталому розвитку.

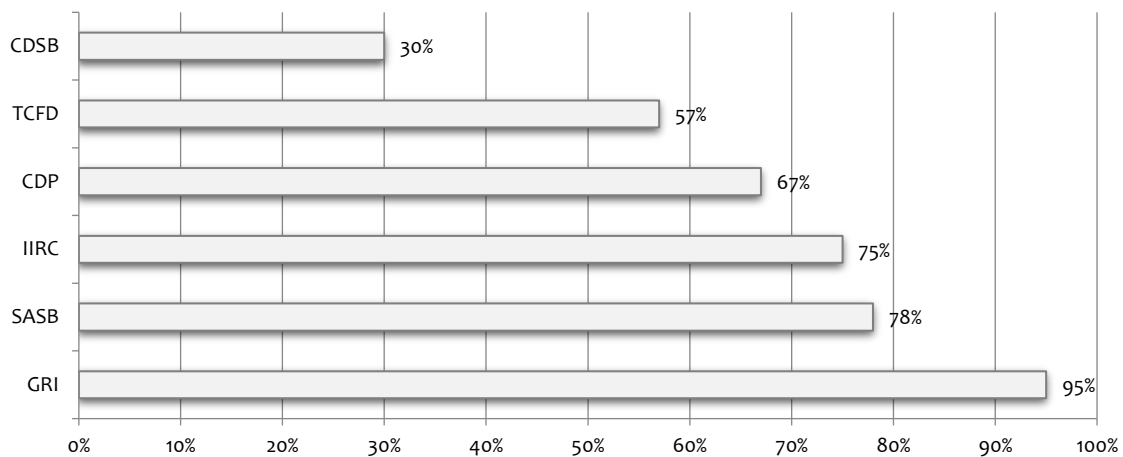


Рисунок 2: Стандарти звітності, на які посилаються фондові біржі для розкриття ESG-питань у звітності емітентів

Джерело: складено авторами за даними матеріалів Ініціативи ООН щодо Сталих фондових (Sustainable Stock Exchanges initiative, 2020).

Як зазначає (McDaniels, 2020), за оцінками різних рейтингових агентств (зокрема, Bloomberg, MSCI, Morningstar тощо) показники інвестицій (через окремі фонди та індекси), пов'язані з ESG-питаннями, мають в цілому позитивні тенденції незначного зростання в умовах нинішньої кризи, спричиненої поширенням коронавірусної хвороби. Дана тенденція становить особливий інтерес серед дослідників (The SDG investment case, 2017) та (Omura, Roca & Nakai, 2020), що на основі детального аналізу сформулювали основні причини успішності ВІ порівняно зі звичайним:

- принципи сталого розвитку, закладені в основу ВІ, дозволяють диференціювати бізнес та його продукти поміж інших, шляхом покращення соціально іміджу, формування лояльності клієнтів та відповідно забезпечення прибутковості;
- бізнес, що пов'язаний з ВІ, зазвичай характеризується менеджментом високої якості, що має глибокі етичні та моральні цінності. Це у свою чергу втілюється в процесах управління, відносин з клієнтами та конкурентами, суспільством тощо;
- відповідальний бізнес приваблює лояльних інвесторів, що розділяють його принципи та залишаються в кризових умовах;
- численні дослідження довели, що досягнення Цілей сталого розвитку, що покладені в основу ВІ, призведе у довгостроковій перспективі до глобального економічного зростання, що є одним із основних проявів фінансової віддачі.

Окрім того, за оцінками експертів PRI (Principles for Responsible Investment, 2021) використання принципів відповідального інвестування сприятиме зменшенню можливих макроризиків у майбутньому, що стануть неминучими для великих інституційних інвесторів – так званих «універсальних» власників. Справа у тому, що ігнорування загроз, що стоять за Цілями сталого розвитку, в тій чи іншій мірі вплине на всі сектори економіки, тим самим провокуючи майбутні збитки для таких компаній. Наприклад, за проведеними оцінками вплив зміни клімату при інших незмінних умов на результативність збалансованого портфеля становить -30% у номінальному вираженні (The SDG investment case, 2017).

Наступним сектором фондового ринку, який представлений елементами ВІ є ринок облігацій сталого розвитку, що включає «зелені», соціальні та змішані облігації. Найбільш поширеними є «зелені» облігації, під якими розуміють цінні папери, що мають фіксований дохід і відрізняються спрямуванням у проекти екологічної інфраструктури, у тому числі пов'язані з кліматичними змінами (Globalgoals, 2021b), доступною та чистою енергією (Globalgoals, 2021c) та стабільними містами та громадами (Globalgoals, 2021a). Як вірно підмічено в аналітичній доповіді (Razumkov centre, 2019), фіксований дохід є основною перевагою таких облігацій, що популяризує їх серед інституційних інвесторів. Натомість в якості недоліку відмічається високі адміністративні витрати та відносно невеликі суми «зелених» проектів.

Розглянемо розподіл «зелених» облігацій за географічними регіонами світу та на наднаціональному рівні на рис. 3.

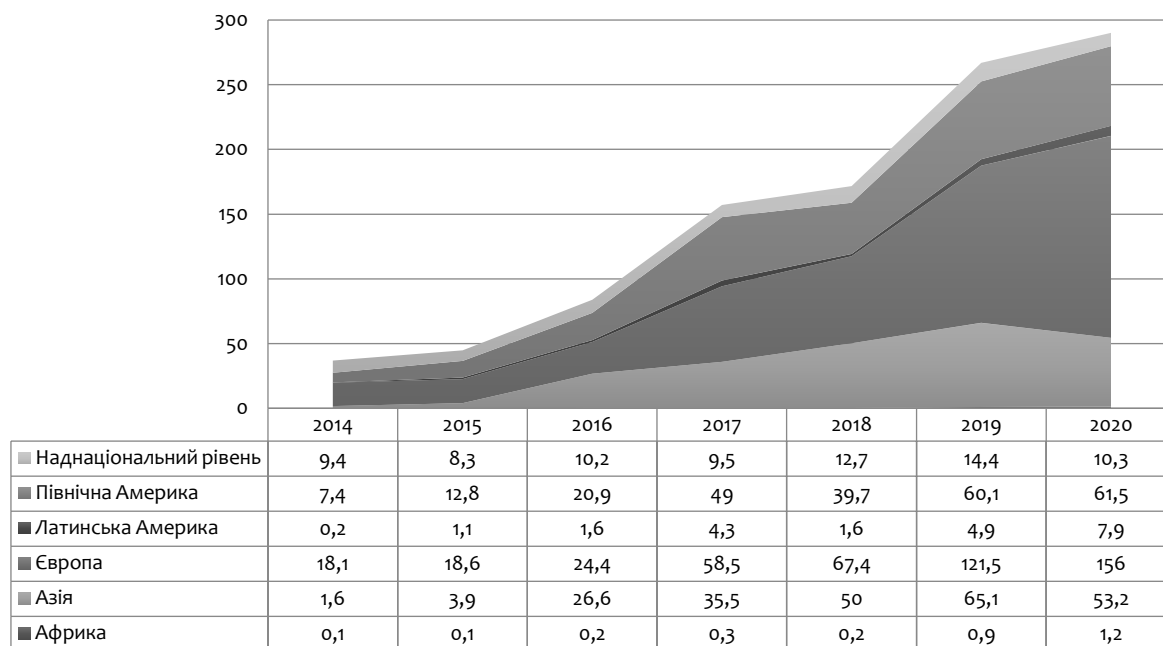


Рисунок 3: Динаміка вартості «зелених» облігацій за географічними регіонами світу у 2014-2020 рр., млрд. дол. США

Джерело: складено авторами за даними (UNCTAD WIR, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020).

За даними Світового інвестиційного звіту ЮНКТАД (UNCTAD WIR, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020) в 2020 році вартість «зелених» облігацій у світі складала 290,1 млрд. дол. США, що мала середній темп приросту 40% щороку. Найбільша частка їх вартості зосереджена в Європі (53,8% у 2020 р.) та Північній Америці (21,2% у 2020 р.). В деяких регіонах (Азіатсько-

Тихоокеанському та на рівні наднаціональних компаній) у 2020 році порівняно з 2019 спостерігалось зменшення вартості «зелених» інвестицій на 20% та 30% відповідно, що спричинене кризою внаслідок COVID-19.

На наступному графіку (рис. 4) простежимо зміну надходжень від «зелених» облігацій за основними секторами економіки.

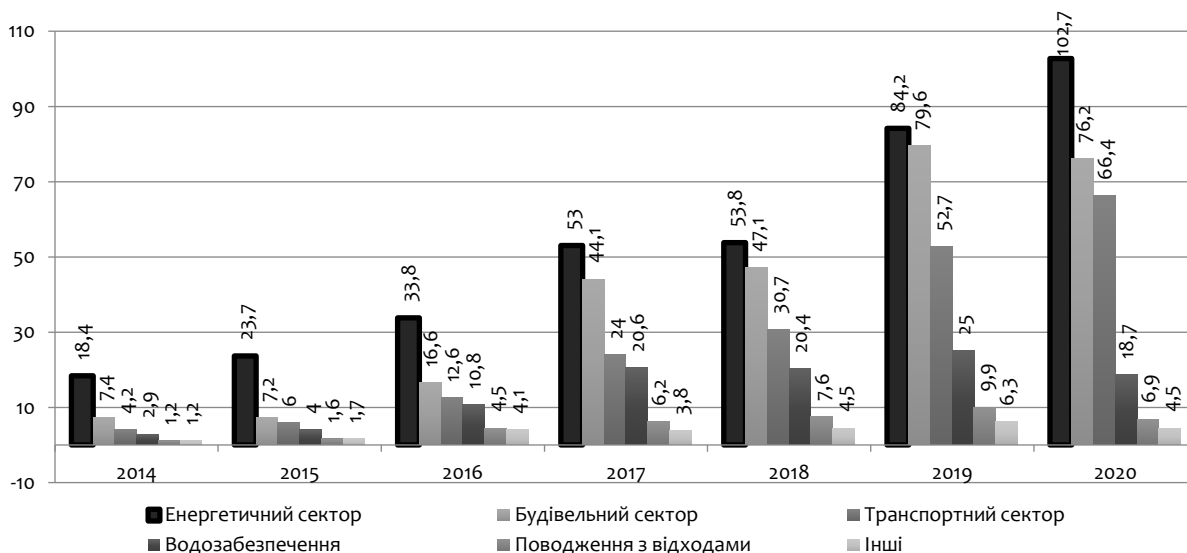


Рисунок 4: Динаміка надходжень від «зелених» облігацій за географічними регіонами світу у 2014-2020 рр., млрд. дол. США

Джерело: складено авторами за даними (UNCTAD WIR, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020).

Надходження від «зелених» облігацій акумулюються в наступних трьох секторах економіки: енергетичному (у 2020 р. складає 35,4% від надходжень усіх галузей або 102,7 млрд. дол. США), будівельному (26,3% або 76,2 млрд. дол. США) та транспортному секторах (22,9% або 66,4 млрд. дол. США). При цьому, середній темп приросту по всім секторам економіки є позитивним від 30 до 75%, незважаючи на падіння надходжень в 2020 році до будівельного сектора, водозабезпечення та

поводження з відходами, іншими (UNCTAD WIR, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021).

Соціальні облігації є достатньо новою формою відповідального інвестування, що в статистичному обліку починає регулярно відображатися з 2016 року (на наднаціональному рівні з 2014). Їх специфікою є спрямованість в проекти, що фінансують охорону здоров'я, скорочення бідності та покращення добробуту населення. На рис. 5 зображено динаміку їх вартості на рівні основних регіонів світу та наднаціональному рівні.

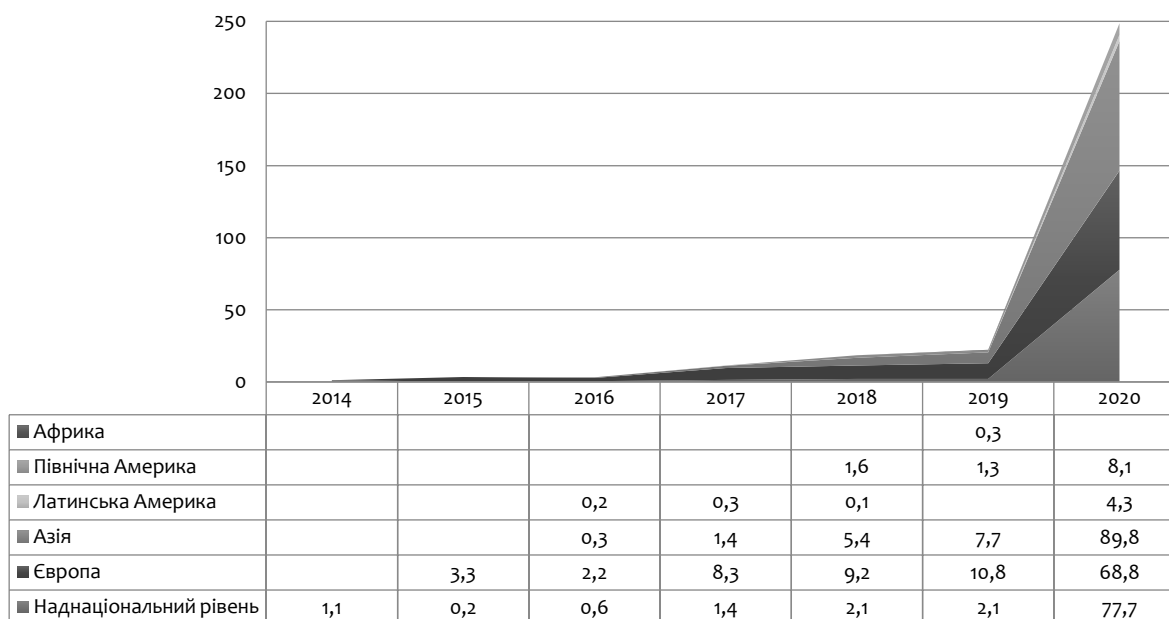


Рисунок 5: Динаміка вартості соціальних облігацій за географічними регіонами світу у 2014-2020 рр., млрд. дол. США

Джерело: складено авторами за даними (UNCTAD WIR, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020).

За часів пандемії вартість соціальних облігацій зросли в значній мірі: найбільше для наднаціонального рівня в 37 разів, для Азії – в 12 разів, а для Європи та Північної Америки в 6 разів. Наднаціональний рівень представлений міжнародними організаціями, що керували випуском таких облігацій для реагування на хворобу. За даними ЮНКТАД (UNCTAD WIR, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020) найбільшими емітентами у 2020 р. був Африканський банк розвитку, що випустив облігації «Боротьба з COVID-19» на суму 3 млрд доларів та Європейський Союз, що фінансував програми тимчасової підтримки зменшення ризиків безробіття в надзвичайних ситуаціях.

Щодо змішаних облігацій, то вони поєднують соціальні та екологічні цілі, що зазвичай спрямовані на залучення коштів для досягнення Цілей сталого розвитку. Їх в переважній більшості використовують на наднаціональному рівні, наприклад на рівні групи Світового банку, доходи від облігацій якого спрямовуються як на соціальні, так і на екологічні проекти та ініціативи. Наприклад, за даними Світового банку у 2020 році було виділено понад 20 млрд дол США надходжень від облігацій на сто проектів, до яких належали по-перше, проекти щодо підтримки країн з низьким та середнім рівнем доходів; по-друге, гендерно-спрямовані проекти; по-третє, проекти спрямовані на подолання змін клімату.

## 5. Висновки

Специфікою процесів в сфері інвестування є необхідність визначення майбутніх результатів рішень, що були прийняті у минулому, з подальшим їх співставлення з потенційними ризиками та вигодами. І якщо раніше економічні суб'єкти для цього використовували різного роду фінансові показники та індикатори (рентабельність інвестиції, доходність, строк окупності), то наразі до цього переліку додаються нефінансові елементи. Наприклад відповідність критеріям відповідального інвестування, що передбачає специфічно спрямовані правовідносини між його учасниками (суб'єктами) щодо операцій з цінними паперами (передусім пайових акцій, «зелених», соціальних та сталих облігацій тощо).

Результатом цього стало формування в рамках концепції відповідального інвестування ряду агентів на фінансовому ринку, що виконують специфічні інформаційні, аналітичні, регуляторні та інфраструктурні функції.

Вказана специфіка в основному полягає у врахуванні ESG-факторів на всіх стадіях інвестиційного процесу, що може проявлятися у наступному: Відповідальні фондові біржі ініціюють численні види діяльності, що спрямовані на процеси розкриття ESG-питань у звітності емітентів. Створюються численні рейтинги сталого розвитку, що спрощують відбір компаній, які притримуються принципів ВІ. Активними темпами розвивається ринок «зелених» облігацій, спрямованість яких має екологічний характер, що набув особливого поширення в Європі. Для Азії за обсягом вартості переважають соціальні облігації, а на наднаціональному рівні – сталі облігації.

## 6. Фінансування

І дослідження виконане у рамках держбюджетної НДР «Фрактальна модель трансформації фондового ринку України: соціально-відповідальне інвестування для досягнення Цілей сталого розвитку» (номер державної реєстрації: 0121U100473).

## 7. Конкуруючі інтереси

Автори заявляють, що у них немає конкуруючих інтересів.

## References

- Esh, S. M. (2009). *Finansovyi rynek [Financial market]*. Kyiv: Tsentr uchbovoi literatury. [in Ukrainian].
- Eurosif. (2016). *European SRI Study website*. Retrieved from <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/>.
- FTSE Russell (2021). *Sustainable investment indexes. Official website of FTSE Russell*. Retrieved from <https://inlnk.ru/agg2mk>.
- GISR (2017). *Corporate Sustainability (ESG) Ratings Products*. Retrieved from <http://ratesustainability.org/hub/index.php/search/report-in-graph>.
- Globalgoals. (2021a). *GOAL 11: Sustainable cities and communities*. Retrieved from <https://www.globalgoals.org/11-sustainable-cities-and-communities>.
- Globalgoals. (2021b). *GOAL 13: Climate action*. Retrieved from <https://www.globalgoals.org/13-climate-action>.



- Globalgoals. (2021c). *GOAL 7: Affordable and clean energy*. Retrieved from <https://www.globalgoals.org/7-affordable-and-clean-energy>.
- Kutuzova, M. M. (2016) *Fondoviy rynek Ukrainy v umovakh nestabilnosti svitovoho finansovoho seredovyscha [Stock Market of Ukraine in Conditions of Global Financial Instability]*. *Molodyi vchenyi*. (3). 115-118. Retrieved from <https://inlnk.ru/688MwV>. [in Ukrainian]
- McDaniels, J. (2020). Implications of the covid-19 pandemic for global sustainable finance: working paper. *UNEP Inquiry FC4S*, 20. Retrieved from <https://inlnk.ru/3Z76x6>.
- Mendrul O. H., & Shevchuk I. A. (1998) *Rynek tsinnykh paperiv [Securities Market]*. Kyiv: KNEU. Retrieved from <https://core.ac.uk/download/pdf/197268594.pdf> (in Ukrainian).
- Mynhardt, R. H., Plastun, A., & Makarenko, I. (2017). Market efficiency of traditional stock market indices and socially responsible indices: the role of sustainability reporting. *Investment Management and Financial Innovations*, 4(2), 94-106. doi:10.21511/imfi.14(2).2017.09.
- Omura, A., Roca, E., & Nakai, M. (2020). Does responsible investing pay during economic downturns: Evidence from the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 101914, 1544-6123. doi:10.1016/j.frl.2020.101914.
- PRI. (2017). Sustainable development goals Executive summary. *Principles for Responsible Investment*. Retrieved from <https://inlnk.ru/YOORk>.
- PRI. (2021). United Nation's Sustainable Stock Exchanges initiative (SSE initiative) website. Retrieved from <https://www.unpri.org/the-sustainable-stock-exchanges-sse-initiative/637.article>.
- Principles for Responsible Investment website. (2021). *Sustainability issues*. Retrieved from <https://www.unpri.org/sustainability-issues>.
- Principles for Responsible Investment website. (2021a). *What is responsible investment? An introduction to responsible investment*. Retrieved from <https://inlnk.ru/xvvjn2>.
- Pro rynku kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky [About capital markets and organized commodity market] website. (2021, November). *Zakon Ukrainy vid 23.02.2006 r. № 3480-IV. Verkhovns rada of Ukraine*. Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>.
- Razumkov centre. (2019). «Zeleni» investytsii u stalomu rozvytku: svitoviy dosvid ta ukrainskyi kontekst [«Green» investments in sustainable development: world experience and Ukrainian context] : *analychna dopovid Tsentru Razumkova*. Kyiv: Vydavnytstvo «Zapovit». Retrieved from <https://inlnk.ru/KeeZna>.
- Reziapov, K. I. (2021). *Rehulivannia investytsiinykh protsesiv na fondovomu rynku Ukrainy [Regulation of investment processes in the stock market of Ukraine]* : dys. kand. ekon. nauk : spets. 08.00.03 «Ekonomika ta upravlinnia natsionalnym hospodarstvom». VNZ «Un-t im. Alfreda Nobelia». Dnipro. 218 [in Ukrainian].
- S&P Dow Jones Indices (2021) *Dow Jones Sustainability World Index*. Retrieved from <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/dow-jones-sustainability-world-index/#overview>.
- S&P Global Broad Market Index. (2021). Retrieved from <https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/equity/global-equity/sp-global-bmi/#overview>.
- Savyna, T.N. (2016). *Sotsyalno ovtetstvennoe ynzestirovanye: teoriya y metodolohiya yssledovanyia [Socially responsible investing: research theory and methodology]*. *Fynansovaia analytyka: problemy y reshenyia*, 15(297), 48-60 Retrieved from <https://inlnk.ru/BppNex>. [in Ukrainian].
- Scholten, B. (2014). Indicators of responsible investing. *Ecological Indicators*, 36, 382–385. doi:10.1016/j.ecolind.2013.08.012.
- Sustainable finance surges despite volatile markets during COVID-19. UNCTAD website. (2021). Retrieved from <https://inlnk.ru/G66ooy>.
- Sustainable Stock Exchanges initiative website (2020). Retrieved from <https://sseinitiative.org/esg-guidance-database/>.
- The SDG investment case. (2017). *Executive summary PRI*. Retrieved from <https://inlnk.ru/poooeR>.
- UNCTAD WIR. (2014). United Nations Conference on Trade and Development World Investment Report. UNCTAD website. Retrieved from <https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2014>.
- UNCTAD WIR. (2015). United Nations Conference on Trade and Development World Investment Report. UNCTAD website. Retrieved from <https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2015>.
- UNCTAD WIR. (2016). United Nations Conference on Trade and Development World Investment Report. UNCTAD website. Retrieved from <https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2016>.
- UNCTAD WIR. (2017). United Nations Conference on Trade and Development World Investment Report. UNCTAD website. Retrieved from <https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2017>.
- UNCTAD WIR. (2018). United Nations Conference on Trade and Development World Investment Report. UNCTAD website. Retrieved from <https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2018>.
- UNCTAD WIR. (2019). United Nations Conference on Trade and Development World Investment Report. UNCTAD website. Retrieved from <https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2019>.
- UNCTAD WIR. (2020). United Nations Conference on Trade and Development World Investment Report. UNCTAD website. Retrieved from <https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2020>.
- UNCTAD WIR. (2021). United Nations Conference on Trade and Development World Investment Report. *Un-iLibrary*. Retrieved from <https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2021>.
- UNCTAD. (2021). *World Investment Report 2021: Investing in sustainable recovery*. United Nations. Retrieved from <https://inlnk.ru/AKKnBD>.