

ВПЛИВ ВІДПОВІДАЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА ПОЛІТИКУ ЕМІТЕНТІВ

Рязанова Н.О., доктор економічних наук, завідувач кафедри фінансів, обліку та банківської справи, ДЗ «Луганській національний університет імені Тараса Шевченка», м. Старобільськ, Україна

e-mail: natalirozez1975@gmail.com

ORCID: 0000-0001-5890-7738

***Анотація.** Мета дослідження полягає у визначенні та обґрунтуванні існування впливу відповідального інвестування на політику компанії емітентів. Методика дослідження. Методологічною та інформаційною основою роботи є наукові праці, матеріали періодичних видань, ресурси Internet. Поставлена мета досягнута з використанням як загальнонаукових, так і спеціальних методів дослідження, зокрема, принцип логічного узагальнення та системно-аналітичний метод. Результати. У статті представлено класифікацію стратегій відповідальних інвестиційних фондів, досліджено теоретичні основи відповідального інвестування, зроблено короткий огляд наукової літератури, присвяченої оцінці впливу відповідальних інвесторів на поведінку емітентів цінних паперів, розглянуто ставлення менеджменту компанії до питань підвищення корпоративної відповідальності перед соціальними та екологічними проблемами. Зазначено, що компанія повинна адаптуватися до різних вимог зацікавлених контрагентів, серед яких підвищення соціальної та екологічної відповідальності. В центрі уваги виявляються етичні, екологічні та соціальні аспекти, що впливають на діяльність економічних агентів. Практична значимість. Критерії оцінки рейтингу поділені на групи, які можуть бути використані як індикатори для скринінгу компаній та країн на основі певних умов якості. Визначено вплив активних агентів, чий інтерес сприяють підвищенню якості відповідальних інвестицій та корпоративної відповідальності.*

***Ключові слова:** відповідальні інвестиційні фонди, соціально-відповідальні інвестиційні фонди, екологічно-відповідальні інвестиційні фонди, політика емітентів, етична економіка.*

THE INFLUENCE OF RESPONSIBLE INVESTMENT ON ISSUERS 'POLICY

Riazanova Natalia, Doctor of Economics, Chief of the Department Finance, Accounting and Banking, State Establishment «Luhansk Taras Shevchenko National University» (Starobelsk), Ukraine

e-mail: natalirozez1975@gmail.com

ORCID: 0000-0001-5890-7738

***Abstract.** The purpose of the study is to determine and substantiate the existence of the impact of responsible investment on the policy of issuing companies. Method. Methodological and informational basis of the work are scientific works, materials of periodicals, Internet resources. This goal was achieved using both general and special research methods, in particular, the principle of logical generalization and system-analytical method. Results. The article presents the classification of strategies of responsible investment funds, examines the theoretical foundations of responsible investing, provides a brief review of the scientific literature on assessing the impact of responsible investors on the behavior of issuers of securities, considers the attitude of corporate management to increase corporate responsibility for social and environmental issues. Examples of positive and negative selection used by socially and environmentally responsible funds are presented. Integration as a strategy aims to include social and environmental criteria in traditional financial analysis. It is noted that the company must adapt to the various requirements of interested contractors, including increasing social and environmental responsibility. The focus is on ethical, environmental and social aspects that affect the activities of economic agents. Scientific novelty. Rating criteria are divided into groups that can be used as indicators for screening companies and countries based on certain quality conditions. The influence of active agents, whose interests contribute to improving the quality of responsible investments and corporate responsibility, has been identified. Companies maximize shareholder value due to the positive effects of responsible activities on their counterparties. Thus, stakeholders can be quite effective in influencing issuers' policies. Social mechanisms provide additional opportunities for managing economic relationships. They contribute to the formation of zones of stability (temporal or spatial) in the economy through long-term cooperation between different responsible agents and build additional informal market barriers.*

***Keywords:** responsible investment funds, socially responsible investment funds, environmentally responsible investment funds, issuer policy, ethical economics.*

JEL Classification: D530, F650, G110, G230, P450.

Постановка проблеми. Світовий досвід вказує, що відповідальне інвестування може істотно впливати на поведінку емітентів цінних паперів з метою підвищення корпоративної соціальної та екологічної відповідальності. Відповідальні інвестиційні фонди прагнуть не тільки змусити вкладення працювати, але й взяти участь у формуванні більш справедливого, стабільного, соціально та екологічно здорового суспільства. У даних умовах особливої актуальності набуває розробка науково-теоретичного і практичного підходів для оцінки

впливу відповідальних інвестиційних фондів на поведінку і політику емітентів цінних паперів з урахуванням сучасних тенденцій розвитку етичної економіки та можливостей адаптації позитивного зарубіжного досвіду.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Практичним проблемам відповідального інвестування в літературі приділяється достатньо уваги, широко обговорюються питання ефективності стратегій відповідальних інвестиційних фондів. В одних дослідженнях моделюються різні ефекти присутності соціально-відповідальних суб'єктів в економіці, зокрема вплив економічних агентів на корпоративну політику компаній. До цих досліджень відносяться розробки Р. Хейнкеля, А. Белтраггі, Л. Дама, Б. Хейждра, К. Брекке. Інша група дослідників аналізує загальну активність акціонерів та їх взаємодію з керівниками компаній. До цього напрямку відносяться роботи У. Фелдера, Р. Хансена та Дж. Лотта, Дж. Вагстера, Р. Романо, Т. Оплера та Дж. Сокобіна, М. Сміта, С. Вахала, А. Превоста та Р. Рао, Л. Реннебуга. Не дивлячись на те, що в працях зазначених науковців ґрунтовно аналізуються питання із визначеної проблематики, доцільно було б приділити увагу розробці комплексного науково-теоретичного підходу для оцінки впливу відповідальних інвестицій на політику емітентів цінних паперів.

Відокремлення невирішених раніше частин загальної проблеми. Відсутні дослідження щодо детального розгляду складу акціонерів відповідальних компаній конкретної країни для визначення ключових інвесторів, що спонукають компанії брати на себе наднормативні зобов'язання в галузі екологічної та соціальної політики. Слід зазначити, що у багатьох опублікованих роботах стверджується необхідність перегляду класичних економічних відносин на користь підвищення відповідальності економічних агентів. Отже, існує насущна потреба в оцінці перспектив формування етичної економіки у світі та розробці відповідного інструментарію для оцінки рівня її розвитку.

Мета дослідження полягає у визначенні та обґрунтуванні існування впливу відповідального інвестування на політику компаній емітентів.

Основний матеріал. Концепція відповідальних інвестицій заснована на наступних трьох основних стратегіях [1]:

- вибір об'єктів інвестицій;
- активність акціонерів;
- солідарні інвестиції.

Стратегії доцільно розділити на активні та пасивні (рис 1.).

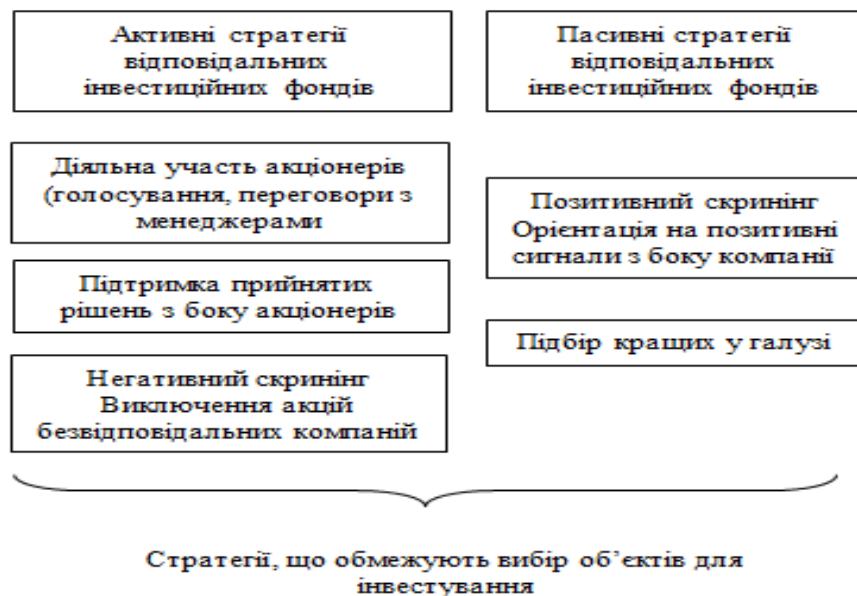


Рис. 1. Класифікація стратегій відповідальних інвестиційних фондів

Джерело: складено з використанням [1], [13], [14]

Відповідальні інвестиційні фонди інвестують свої кошти відповідно до оголошеної політики, що включає моральні аспекти. Відповідальні фонди, як правило, ігнорують акції компаній, що несуть відповідальність за значне забруднення оточуючого середовища,

займаються виробництвом зброї, тютюну, алкоголю або розташовані у країнах, де порушуються права дітей. Відповідальні інвестиційні фонди (ВІФ) включають соціально-відповідальні (СВІФ) та екологічно-відповідальні інвестиційні фонди (ЕВІФ). Для відбору паперів використовується система нефінансових критеріїв для оцінки екологічної, соціальної та управлінської політики компанії (ESG) [14]:

1) Екологічні критерії включають управління екологічними ризиками і можливостями, облік шкоди, завданої навколишньому середовищу, тобто прямий і непрямий вплив господарської діяльності на оточуюче середовище (енергетична ефективність, запобігання промислових аварій, управління водними ресурсами, управління відходами тощо).

2) Соціальні критерії включають управління людськими ресурсами з урахуванням прав людини, якість соціальної політики підприємства, тобто прямий і непрямий вплив господарської діяльності на загальнолюдські цінності (права людини, трудові відносини, боротьба з корупцією).

3) Управлінські критерії включають стабільні відносини з акціонерами, надійні механізми контролю діяльності компанії.

Проблема оцінок даних факторів пов'язана з їх суб'єктивністю, досить складно порівняти етичні параметри різних емітентів. Як правило, дані фактори розбиваються на більш дрібні та вимірні параметри, наприклад, частка витрат на очисні споруди, або пропонується інший кількісний показник, що відображає відповідальну політику компанії. Ці нефінансові параметри також можуть бути враховані за ступенем їх важливості для отримання рейтингу, який буде використовуватися інвесторами, що підбирають акції для свого портфеля. Всі критерії можна також розбити на дві групи:

- критерії виключення для негативного відбору;
- якісні критерії позитивного відбору.

Критерії виключення визначають характеристики, за наявності яких компанія повинна бути автоматично виключена з портфеля відповідального інвестора. Як правило, відмовляються від вкладень у компанії, що працюють у тютюновій промисловості, що виробляють алкоголь, просують азартні ігри або постачають зброю. Компанії країн, у яких широко порушуються права людини, також підлягають виключенню. Додаткові критерії являють собою відмову від вкладень у компанії, що не відповідають міжнародним стандартам, встановленими такими організаціями, як ОЕСР, МОП, ООН, ЮНІСЕФ, або порушують інші міжнародні норми.

Якісні критерії дозволяють відібрати компанії відповідно до різних стратегій. До цих критеріїв відноситься технологія «позитивного відбору» та визначення «кращого у своєму роді». Позитивний відбір означає вибір як об'єктів вкладень ВІФ компанії, що мають соціально та екологічно значущі характеристики. Стратегія «найкращого у своєму роді» полягає у визначенні найкращих компаній у кожному секторі відповідно до критеріїв позитивного відбору.

Нижче представлені приклади позитивного та негативного відбору [2], що застосовуються соціально та екологічно відповідальними фондами (табл. 1). Приклади поділені на наступні підгрупи безпечні та корисні продукти, вплив на навколишнє середовище, безпека для тварин, трудовий договір, норми трудового кодексу, права людини та міжнародне право, управління, вплив на прилеглі райони. Інтеграція як стратегія спрямована на включення соціальних та екологічних критеріїв у традиційний фінансовий аналіз.

Таблиця 1

Приклади позитивного і негативного відбору, що застосовуються СВІФ і ЕВІФ

Критерії	Позитивний відбір	Негативний відбір
Безпечні та корисні продукти	Програми допомоги людям з низьким рівнем доходів та доставка товарів за зниженими цінами; виробництво продуктів, що підвищують рівень здоров'я та якість життя споживачів; оперативне реагування на проблеми пов'язані з безпекою продукції	Відмова від компаній, що використовують генну інженерію або виробляють генетично модифіковані продукти; відмова від виробників жорстоких відеоігор та порнографії

Безпека для тварин	Розробка альтернатив тестування на тваринах; мінімізація страждань тварин під час їх використання; слідування встановленим стандартам гуманного використання тварин під час лікування	Тестування косметики на тваринах; нелегальне тестування на тваринах; систематичні порушення закону про охорону тварин; поганий догляд за тваринами у дослідницьких лабораторіях
Вплив на навколишнє середовище	Дотримання норм екологічного законодавства; розробка інноваційних продуктів та послуг; альтернативні джерела енергії; переробка та скорочення відходів; сприяння сталому розвитку; ініціативи щодо енергозбереження; програми зі скорочення викидів парникових газів	Значні екологічні штрафи або порушення; відповідальність за екологічні аварії; виробництво атомної енергії; відмова від альтернатив шкідливим технологіям виробництва; високотоксичні викиди порівняно з іншими компаніями; використання озоноруйнівних речовин та агрохімікатів
Трудовий договір	Безпечні та здорові умови праці; справедливі переговори із працівниками; рівні можливості для чоловіків та жінок; висока допомога; проїзд від дому до роботи	Серйозні порушення трудового законодавства; обмежені можливості для жінок; низька заробітна плата; слабка соціальна політика
Права людини та міжнародне право	Дотримання прав людини; повага до корінних народів	Підтримка репресивних режимів; ігнорування питань прав людини; ігнорування заборони використання заборонених хімікатів, пестицидів, наркотиків
Норми трудового кодексу	Гідне лікування працівників; безпечні та здорові умови праці	Надмірне вживання трудових ресурсів; використання примусової чи дитячої праці; неприпустимі умови праці
Управління	Низька або помірною оплата керівного складу; диверсифікація керуючого складу	Надмірно висока оплата керівного складу
Вплив на прилеглі райони	Активність у громадських справах; сильна політика благодійності; заохочення участі співробітників у волонтерських заходах	

Джерело: складено за даними [2]

Активність акціонерів є формою діяльності відповідальних інвесторів [1]. Дана практика включає реалізацію права голосу на раді акціонерів і прямий вплив на поведінку компанії в результаті переговорів. Замість того, щоб відмовлятися від вкладень у компанії, які не відповідають встановленим критеріям, активні акціонери намагаються змінити політику менеджменту компанії для підвищення її соціальної відповідальності. Вони проводять переговори, пропонують альтернативи. Така робота вимагає певної самовіддачі та нефінансових зусиль від інвесторів. Найактивнішими акціонерами, як правило, є інституційні інвестори.

Для здійснення солідарних вкладень інвестор передає частину отриманих доходів як пожертвувань. Він ділиться своїми доходами від вкладеного капіталу для підтримки недохідної діяльності, наприклад, що покращує стан навколишнього середовища або створює нові робочі місця.

Відбувається зміна класичних пріоритетів інвесторів, які цінують не тільки фінансові

прибутковості, а й «психологічні виграші», одержувані від почуття задоволення, яке може бути навіть сильнішим, ніж фінансові втрати. Управляючі СВІФ переслідують дві мети: соціальну та фінансову, а такий багатоцільовий характер змінює зв'язок між доходностями та ризиками. звертає увагу, що крім політики відповідального інвестування існують також громадські норми, які призводять до того, що навіть звичайні фонди можуть відкидати папери «безвідповідальних» компаній, навіть якщо в цілому вони не застосовують принципи соціального відбору [3]. Йдеться про відмову пенсійних фондів низки країн вкладати кошти у виробників тютюну, алкоголю, зброї.

Активні акціонери відіграють важливу роль як суб'єкт моніторингу та нагляду за діяльністю компанії. Ряд досліджень [4] показав, що прямі переговори є ефективнішим інструментом, ніж пропозиції, що висловлюються на раді акціонерів.

Р. Хансен і Дж. Лотт [5] припустили, що активні акціонери, які збільшують вартість цільової компанії, можуть надавати негативний зовнішній ефект на інші компанії. Однією з причин такої ситуації є слабка диверсифікація інвесторів, зокрема, фізичних осіб серед компаній: у компаніях, найменш схильних до перетворень, часто присутня невелика група великих акціонерів. Також Р. Хансен і Дж. Лотт припустили, що досить диверсифіковані акціонери, наприклад інституційні інвестори, чинять тиск на компанії не для збільшення ціни акції конкретної компанії, але для збільшення вартості сумарного портфеля. Р. Хансен і Дж. Лотт зійшлися у тому, що активність інвесторів не дуже впливає на вартість акцій цільових об'єктів, при цьому вона здатна викликати зміни у стратегії управління компанією.

Що стосується впливу активності акціонерів на результати діяльності компанії, то Т. Оплер, Дж. Сокобін [6] і М. Сміт [7] виявили значні позитивні аномальні доходності акцій цільових компаній за чотири роки після первісних оголошень з боку акціонерів. Проте С. Вахал [8], Дель Герсіо і Дж. Хоукінс [9], А. Превост і Р. Рао [10] з урахуванням своїх спостережень дійшли висновку, що у довгостроковому періоді середня доходність акцій, навпаки, знижується. Суперечливі результати вказують на те, що питання про довгостроковий вплив активності відповідальних інвесторів на діяльність компанії залишається відкритим.

На рис. 2 схематично представлено взаємодію компанії з відповідальними контрагентами. Зацікавлені сторони, споживачі та інвестори, можуть приймати рішення не тільки з урахуванням корисності (задоволення потреб, отримання доходів від капіталу), але також і з урахуванням етичності корпоративної поведінки та виробничих процесів. У свою чергу, компанії максимізують акціонерну вартість, зважаючи на позитивні ефекти впливу відповідальної діяльності на своїх контрагентів. Таким чином, зацікавлені сторони можуть досить ефективно впливати на політику емітентів.



Рис. 2. Взаємодія компанії з відповідальними інвесторами

Джерело: складено з використанням [14]

Державне регулювання економіки може істотно впливати на розвиток відповідальних інвестицій. Великобританія та Франція нині є лідерами за часткою активів, які перебувають під відповідальним управлінням [13].

Крім держави в економіці присутні інші активні агенти, чий інтереси сприяють підвищенню

якості відповідальних інвестицій та корпоративної відповідальності:

- у разі застосування соціальної політики - працівники компанії;
- у разі застосування екологічної політики - майбутні покоління, конкуренти, органи місцевої влади, співробітники компанії, клієнти, постачальники;
- у разі застосування етики у відносинах із контрагентами – клієнти, споживачі, постачальники, субпідрядники;
- у разі застосування етики управління – акціонери;
- у разі застосування концепції цивільного суспільства – уряд, державні органи, недержавні організації та асоціації.

Співробітництво між відповідальними емітентами та інвесторами істотно залежить від вкладень у розвиток ринку відповідальних інвестицій для його більш ефективного функціонування. Інвестиції потрібні для формування правового статусу нових соціально-економічних суб'єктів [11]. З'являється особлива форма дискримінації (умовно - етична дискримінація), в результаті якої співпраця між конкретними агентами (наприклад, переговори між ВІФ та окремою компанією) призводить до обмеження інтересів інших інвесторів та компаній у галузі. Інформація низької якості краще сприймається за наявності впевненості в її джерелі. Цим часто користуються близькі до менеджменту акціонери, оскільки вони не потрібні в детально прописаному і ретельно вивіреному публічному звіті, що вимагає часу для публікації. Акціонери можуть безпосередньо отримати відповіді на конкретні та термінові питання. Як правило, у кооперації виробників також знижується невизначеність, що, зокрема, дозволяє компаніям пропонувати єдині стандарти щодо впровадження очисних споруд.

У такій ситуації зменшуються можливості для диверсифікації за нефінансовими характеристиками. З'являється також нова форма конкуренції: економічна конкуренція заміщується особливою формою соціальної конкуренції (етична дискримінація або «кооперативна конкуренція» [12]).

Висновки. Соціальні механізми дають додаткові можливості для управління економічними взаємозв'язками. Вони сприяють формуванню зон стабільності (тимчасових або просторових) в економіці через довгострокову співпрацю між різними відповідальними агентами і вибудовують додаткові неформальні ринкові бар'єри. Такий ринок існує як би поза державним регулюванням та економічними потребами, суспільний інтерес замінює особисті мотиви. Етичні принципи стають однією з організаційних структур, які можуть виражатися як у формі соціальної конкуренції, так і у формі соціального співробітництва.

Список літератури

1. Felder Y., Fragnière E. Approche comportementale de l'investissement socialement responsable. Genève, le 3 octobre 2008. Haute École de Gestion de Genève (HEG-GE). Filière Economie d'entreprise. 2008. 69 p.
2. Starr M. A. Socially responsible investment and pro-social chang. *Journal of Economic Issues*. 2008. № 42. P. 51–73.
3. Hong H., Kasperczyk M. The price of sin: the effects of social norms on markets *Journal Financial Economics*. 2009. № 93. P. 5–36.
4. Romano R. Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance. *Yale Journal on Regulation*. 2001. № 18 (2). P. 174–252.
5. Hansen R.G., Lott J.R. Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1996. .Iss. 31. № 1. P. 43–68.
6. Opler T.C., Sokobin J. Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors. *Dice Center for Research in Financial Economics*. Working Papers. 1996. Series 95-5. 29 p.
7. Smith M.P. Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*. 1996. № 51(1). P. 227-252.
8. Wahal S. Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and quantitative analysis*. 1996. № 31 (1). P. 1–23.
9. Guercio D.D., Hawkins J. The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of financial economics*. 1999. № 52 (3). P. 293–340.
10. Prevost A. K., Rao R. P. Of What Value Are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds. *The Journal of Business*. 2000. № 73 (2). P. 177–204.
11. Penalva–Icher E. Comment devenir légitimes? Le double rôle des syndicats dans le marché

de l'investissement socialement responsable. *La Revue de l'Ires*. 2008. № 2. P. 111–140.

12. Zalio P.P. Un monde patronal regional dans les années 30, une perspective configurationnelle de Repenser le marché. *Cahiers Lillois d'économie et de sociologie*. 2003. URL: <https://library.oapen.org/bitstream/id/f2434a9a-721f-4bd7-88c8-ea9833fb2a13/1005580.pdf/> (дата звернення 20.12.2021).

13. Милевская М.А. Международное состояние этических инвестиций и ответственных компаний. *Вестник экономической интеграции*. 2014. № 3 (72). С. 57–64.

14. Берзон Н.И., Милевская М.А. Этическая экономика: тенденции и факторы ее развития // *Проблемы теории и практики управления*. 2014. №7. С. 66–77.

References

1. Felder, Y. (2008). Fragnière E. Approche comportementale de l'investissement socialement responsable. Genève, le 3 octobre 2008. Haute École de Gestion de Genève (HEG-GE). Filière Economie d'entreprise.

2. Starr, M. A. (2008). Socially responsible investment and pro-social chang. *Journal of Economic Issues*, 42., 51–73.

3. Hong, H., Kasperczyk, M. (2009). The price of sin: the effects of social norms on markets. *Journal Financial Economics*, 93, 5–36.

4. Romano, R. Less (2001). More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance. *Yale Journal on Regulation*, 18 (2), 174–252.

5. Hansen, R.G., Lott, J.R. (1996). Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31,1, 43–68.

6. Opler, T.C., Sokobin, J. (1996). Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors. *Dice Center for Research in Financial Economics. Working Papers*, 95-5, 29.

7. Smith, M.P. (1996). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, 51(1), 227-252.

8. Wahal, S. (1996). Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 31 (1), 1–23.

9. Guercio, D.D., Hawkins J. The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of financial economics*. 1999. № .52 (3). P. 293–340.

10. Prevost A. K., Rao, R. P. (2000). Of What Value Are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds. *The Journal of Business*, 73 (2), 177–204.

11. Penalva–Icher, E.(2008). Comment devenir légitimes? Le double rôle des syndicats dans le marché de l'investissement socialement responsable. *La Revue de l'Ires*, 2, 111–140.

12. Zalio, P.P. (2003). Un monde patronal regional dans les années 30, une perspective configurationnelle de Repenser le marché. *Cahiers Lillois d'économie et de sociologie*. Retrieved from <https://library.oapen.org/bitstream/id/f2434a9a-721f-4bd7-88c8-ea9833fb2a13/1005580.pdf/>. (accessed December, 20, 2021).

13. Milevskaya, M.A. (2014). The international state of ethical investment and responsible companies. *Economic Integration Bulletin*, 3 (72), 57–64. [in Russian].

14. Berzon, N.I., Milevskaya< M.A. (2014). Ethical economics: trends and factors of its development. *Problems of theory and practice of management*, 7, 66–77.