

## СВІТОВИЙ ДОСВІД СТАНДАРТИЗАЦІЇ ВІДПОВІДАЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

*Ельнікова Ю.В., к.е.н., асистент кафедри бухгалтерського обліку та оподаткування,  
Сумський державний університет,  
вул. Римського-Корсакова, 2, м. Суми, 40007, Україна*  
*Булавінова Н. І., аспірант кафедри економіки,  
підприємництва і бізнес-адміністрування,  
Сумський державний університет,  
вул. Римського-Корсакова, 2, м. Суми, 40007, Україна*

*Авторами доведено, що усі учасники процесу відповідального інвестування різних країн світу не мають чіткого переліку стандартів для ведення такої діяльності, оскільки нормативний ландшафт відповідального інвестування перебуває на стадії становлення та охоплює значне число регуляторних документів різного рівня та ступеня значимості. Доведено, що у світовому просторі більшість із них має статус добровільних, однак їх важливість як загально визнаних документів як модельних бенчмарків на ринку відповідальних інвестицій, основи їх інституціонального забезпечення, як рамкові принципи його здійснення полягає у просуванні кращої практики фінансування ініціатив сталого розвитку та його Цілей. Відсутність уніфікованого підходу до стандартизації відповідального інвестування є деструктивним чинником для фінансових ринків, особливо таких, що розвиваються, оскільки для них відсутня єдина основа для розвитку процесів відповідального інвестування. Аналіз наукових джерел свідчить про дуалізм підходів до стандартизації відповідального інвестування. Узагальнення світового досвіду стандартизації відповідального інвестування свідчить про пріоритетність упорядкування нормативних документів у цій сфері у провідних країнах світу останнім часом. Найбільш застосованими інструментами стандартизації виступають регулятивні документи, які стосуються діяльності пенсійних фондів (Pension fund regulations); кодекси поведінки (Stewardship Codes); керівництва з розкриття корпоративної інформації (Corporate Disclosure Guidelines). Серед них ключове місце посідають керівництва з розкриття корпоративної інформації, які запроваджені у 76% досліджуваних країн. Значення вказаного інструменту стандартизації з огляду на світовий досвід полягає у створенні прозорого середовища здійснення відповідального інвестування, зокрема через розкриття інформації за ESG критеріями. Такі стандарти можуть мати статус обов'язкових (випущені державними органами, фондовими біржами) та добровільних та є взірцевими для країн, що розвиваються, зокрема й України.*

*Ключові слова: відповідальне інвестування, стандартизація, бенчмарк.*

DOI: 10.21272/1817-9215.2018.3-2

### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

У «світі стандартів» (Brunsson & Jacobsson, 2000) [1] та суспільстві, що підлягає аудиту «audit society» (Power, 1997) [10] усі учасники процесу відповідального інвестування (ВІ) – інституційні інвестори, компанії, їх стейкхолдери, зокрема регулятори, знаходяться в пограничній ситуації, оскільки цей процес не регламентується чітко визначеним переліком стандартів. З огляду на той факт, що ВІ здійснюються виходячи не лише з фінансових критеріїв, але й з врахуванням етичних, соціальних, екологічних чи управлінських критеріїв, які є вагомими при формуванні інвестиційного портфелю зростає число стандартів та нормативних документів, що регламентують фінансову та нефінансову діяльність компаній.

При цьому нормативний ландшафт процесу ВІ, який перебуває на стадії становлення, охоплює значне число регуляторних документів різного рівня та ступеня значимості. Не зважаючи на те, що більшість із них має статус добровільних, їх важливість як загально визнаних під час здійснення відповідальних інвестицій усіма суб'єктами, зокрема й державою, визначається роллю цих документів як модельних бенчмарків. Крім того, зазначені документи створюють інституціональне забезпечення ВІ, визначають рамкові принципи його здійснення виходячи кращої практики фінансування ініціатив сталого розвитку та його Цілей та виступають інструментами регулювання інвестиційного процесу.

Однак набору загально визнаних формалізованих стандартів з акредитації, оцінювання та унормування процесу ВІ поки що не напрацьовано. Більше того, відсутність чітких норм ВІ лежить у межах більш широких проблем: по-перше, значної кількості моделей оцінювання корпоративної діяльності та її соціальних і екологічних аспектів (West, 2009) [18], і по друге, відсутності єдиної теорії управління (universal governance theory) для обліку такої діяльності (Carver, 2010) [4], по третє, значним розривом між інтересами внутрішніх і зовнішніх стейкхолдерів у хої процесу прийняття рішень (Decision making) щодо ВІ (Cadman (2011) [2].

#### АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Відсутність уніфікованого підходу до стандартизації ВІ є деструктивним чинником для фінансових ринків, особливо таких, що розвиваються, оскільки для них відсутня єдина основа для розвитку процесів ВІ. У зв'язку з цим не можна погодитися з думкою Sandberg et al. (2009) [12], коли вчені визнають, що стандартизація може підсилити поширення ВІ, у той же час висловлюють сумнів, що ВІ як мейнстрим у розвитку фінансових ринків взагалі потребують стандартизації.

У даному дослідженні нам імпонує думка (Brunsson and Jacobsson, 2000) [1], що стандартизація визначається як форма регулювання, а стандарт – як інструмент контролю, який дозволяє посилити координацію та комплаєнс у сфері, що стандартизується та наділяє регуляторів владою контролювати практики і процедури (Power, 1997 [10], Déjean et al., 2004 [5]).

Грунтовні дослідження процесу стандартизації ВІ були проведені Déjean et al., (2004) [5], які вказують на необхідність розробки нефінансових показників та стандартів їх оцінювання для отримання додаткової фінансової якості інвестицій (extra-financial «quality») у корпоративні цінні папери. На рівні індексів ВІ як ринкових стандартів порівняння та оцінювання корпоративної діяльності компаній, як основи для створення інвестиційних фондів, інвестиційних продуктів та деривативів проводять Rivoli, 2003 [11], Slager et al. 2012 [13].

Остання група авторів на прикладі індексу FTSE4Good демонструє вплив трьох методів стандартизації – розрахункового фреймування (створення показників та критеріїв для оцінювання ВІ, залучення широкого кола стейкхолдерів (зокрема регуляторів) для калібрування показників та формування стандартів та валоризації (як методу врахування додаткової цінності від нефінансових критеріїв) на процеси легітимації стандартів у сфері ВІ. Детальний огляд проблем формування рейтингів сталого розвитку (Windolph, 2011) [19] засвідчує їх унікальну роль у забезпеченні інформаційної прозорості ВІ.

Таким чином, академічні джерела містять докази як на користь стандартизації ВІ, з деталізацією методів та інструментів такого процесу, так і аргументи проти неї. У роботі ми дотримуємося думки щодо її важливості як основи інвестиційної політики у сфері ВІ, особливо на ринках, що розвиваються. Разом з тим, численна сукупність стандартів у сфері ВІ, з огляду на існування комбінацій ESG критеріїв, у ході стандартизації потребує класифікаційного впорядкування.

#### ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Упорядкування нормативного ландшафту ВІ постає важливою науково-практичною задачею, з огляду на необхідність чіткого визначення найбільш релевантних для кожного суб'єкта інвестиційного процесу стандартів, принципів, методів та інструментів відповідальної діяльності. У цьому контексті вивчення світового досвіду стандартизації ВІ має виключну важливість для України, як країни, в якій ВІ лише починає розвиватись.

#### ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

У найбільших в світі 50 економічних системах напрацьовано понад 300 інструментів (законів, стандартів, кодексів, принципів, і т. д.), які створюють основу

для процесу прийняття рішень інвесторами в сфері ВІ. Понад половина з них була створена у 2013-2016 рр. (UNPRI (2016 b) [16], що свідчить про активізацію зусиль регуляторів щодо унормування ВІ. Огляд академічних джерел переконливо свідчать на користь такого упорядкування. Так, суттєвість глобальних стандартів у сфері ВІ як основи належного врядування «good» governance цієї сфери підкреслює Cadman (2012) [3]. Варто погодитися з автором, що таке врядування має визначну роль у контексті подолання наслідків останньої глобальної фінансової кризи та розуміння важливості залучення різних стейкхолдерів та критерії ВІ у процес прийняття інвестиційних рішень. Сектор ВІ, як стверджує автор, базується на добровільному наборі вимог Principles of Responsible Investment (PRI). У той же час фінансові аналітики та інвестори демонструють значну варіативність підходів до скринінгу ВІ, що у сукупності зі значною диференціацією серед самих інвесторів, інвестиційних продуктів та ступеня врахування ними інвестиційних критеріїв екологічного, соціального та управлінського чи кожного з них окремо або у комбінації (ESG: тільки E чи S чи G чи 20 інших їх комбінацій) Cadman T. (2012) [3]. створює значні виклики для процесу стандартизації ВІ у світі.

Походження терміну ESG та відповідного набору критеріїв, які є основою для напрямів стандартизації ВІ, пов'язують з працею (Hawley and Williams, 2005), і вже у звіті UNEP FI 2005 було доведено, що у ряді країн (Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan, Spain, the UK and the US) інтеграція ESG критеріїв в інвестиційний аналіз є однією з обґрунтованих вимог, що значно поліпшує процес прийняття інвестиційних рішень (UNEP FI and Mercer 2007) [14].

Стандартизація ВІ у контексті його регулювання як механізму державної інвестиційної політики набуває значного поширення не лише у розвинених країнах (Франції, ЄС, Канаді, Сполученому королівстві), але й у країнах, що розвиваються (Китай, Бразилія, Південна Корея, Казахстан та ін.).

Зокрема, у Китаї, створення зеленої фінансової системи, що пов'язує фінанси та ESG критерії є частиною національної стратегії розвитку економіки, а Комісія з регулювання ринку цінних паперів у 2016 р. публічно заохочувала китайських інвесторів стати підписантами PRI. У Франції – Закон щодо транзиту енергії створює план дій з переходу до низьковуглецевої економіки та встановлює вимоги до інституційних інвесторів розкривати їх діяльність у контексті досягнення національних цілей щодо зменшення викидів парникових газів. Проект Стратегії сталих фінансів для європейських ринків капіталу є зведенням регуляторних інструментів для того, щоб фінансова система допомагала сталому зростанню європейської економіки, досягненню ЦСР, таргетів ЄС 2020 та зобов'язань COP21. У Сполученому королівстві та в Канаді для попечителів пенсійних фондів врахування ESG критеріїв при розрахунку інвестиційних ризиків є типовим. Південна Корея, Казахстан, Індія, ПАР, Малайзія напружували вимоги щодо обов'язкового розкриття інформації лістинговими компаніями за критеріями ВІ. Окремі ініціативи з нормативного врегулювання та стандартизації ВІ наведено у табл. 1.

З огляду на значну кількість та різний характер таких нормативних документів важливого значення для стимулювання процесів ВІ у країнах, що розвиваються та формування системи ринкових бенчмарків для компаній та інституційних інвесторів набуває розробка їх науково обґрунтованої типології. Зазначена теза підкріплюється відсутністю як однотайного підходу до класифікації стандартів у сфері ВІ у працях науковців та серед державних регуляторів фінансових ринків країн світу, так і в межах численних організацій різного рівня та статусу, що працюють у цій сфері.

Так, у Глобальному керівництві з регулювання відповідального інвестування (UNPRI, 2016 b) [16] напрацьовано класифікацію стандартів, що регламентують процес ВІ, яка відповідає критерію змісту таких документів та включає:

- Регулятивні документи, які стосуються діяльності пенсійних фондів (Pension fund regulations);
- Кодекси поведінки (Stewardship Codes);
- Керівництва з розкриття корпоративної інформації (Corporate Disclosure Guidelines).

Таблиця 1 – Досвід країн світу щодо врегулювання процесу ВІ [складено автором на основі UNPRI 2016 a, UNPRI 2016 b, UNPRI 2016 c. [15, 16, 17]

| Країна                | Документ   | Рік  |
|-----------------------|--|------|
| Китай                 | Керівництво зі стабілізації зеленої фінансової системи Guidelines on establishing the Green Financial System   | 2016 |
| Франція               | Закон з транзиту енергії France's Energy Transition Law  | 2016 |
| ЄС                    | Проект стратегії сталих фінансів для європейських ринків капіталу Project of Sustainable finance strategy for European capital markets                                   | 2016 |
| Сполучене королівство | Акт щодо регулювання пенсійної системи The Pensions Regulator  | 2016 |
| Канада                | Керівництво Канадської асоціації органів нагляду за пенсійною системою Guidance Canadian Association of Pension Supervisory Authorities                                  | 2017 |
| Сингапур              | Кодекс принципів відповідальних інвесторів Stewardship Principles for Responsible Investors  | 2016 |
| Бразилія              | Резолюція щодо розкриття пенсійними фондами соціальної та екологічної відповідальності в межах інвестиційної політики Resolution Nr. 3,792/2009 Article 16, § 3rd., VIII | 2009 |
| Казахстан             | Лістингові правила Казахстанської фондової біржі Stock Exchange (KASE) listing rules   | 2009 |
| Південна Корея        | Система зеленого розкриття Комісії з фінансових послуг The Financial Services Commission's Green Posting System  | 2012 |

Кожна з зазначених категорій документів передбачає значний вплив за такими напрямками:

– на процес прийняття рішень щодо здійснення ВІ (врахування ESG критеріїв у інвестиційній стратегії, інвестиційній політиці та практиці ризик-менеджменту пенсійних фондів, яке носить як добровільний так і обов'язковий характер);

– на взаємодію між інвесторами і фінансовими компаніями, зорієнтовану на створення довгострокової цінності (кодекси поведінки, які носять передусім добровільний характер),

– на створення прозорого середовища здійснення ВІ (керівництва щодо розкриття інформації за ESG критеріями, які можуть мати статус обов'язкових (випущені державними органами, фондовими біржами), добровільних).

Аналізуючи рівень поширення вказаних стандартів серед 50 найбільших країн світу за обсягом ВВП на основі даних (UNPRI 2016, b) [16], відзначимо, що за частотою використання перше місце посідають вимоги до корпоративного розкриття інформації за ESG критеріями (як з боку державних регуляторів, так і з боку організаторів торгів). Вони запроваджені у 76,0 % досліджуваних країн. На другому місці знаходяться вимоги до розкриття інформації та формування інвестиційних стратегій пенсійними фондами – 46,0%; на третьому – кодекси поведінки інвесторів у сфері ВІ – 28,0% (рис. 1).

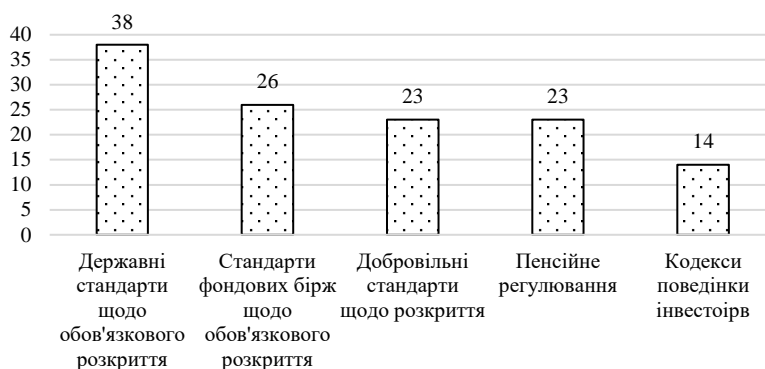


Рисунок 1 – Поширення стандартів у сфері ВІ у найбільших 50 країнах світу у 2016 р, стандартів [Джерело: складено авторами за даними UNPRI 2016, b]

Варто зауважити, що саме регулятори в межах інвестиційної політики вдаються до врегулювання розкриття компаніями та інституційними інвесторами інформації за ESG критеріями (38 з 50 країн). Стандартизація розкриття інформації у нефінансовій звітності компаній є часто вживаним інструментом і з боку фондових бірж (у 26 з 50 країн лістингові компанії мають подавати крім фінансової звітності, звітність зі сталого розвитку у тій чи іншій формі). Таким чином, корпоративне розкриття інформації з огляду на досвід провідних країн світу залишається найбільш стандартизованою сферою у контексті процесу ВІ.

#### ВИСНОВКИ

Неоднозначність ситуації з регулюванням ВІ породжена дискусіями науковців щодо необхідності стандартизації ВІ, а також відсутністю уніфікованої та кодифікованої системи стандартів, метрик індексів у цій сфері. З огляду на етичних, соціальних, екологічних чи управлінських критеріїв, які є вагомими здійсненні ВІ число стандартів та нормативних документів, що регламентують фінансову та нефінансову діяльність компаній мультиплікується та потребує впорядкування.

Вирішення цієї науково-практичної задачі створює інституціональне забезпечення вибору найбільш релевантних для кожного суб'єкта інвестиційного процесу стандартів, принципів, методів та інструментів відповідальної діяльності, а значить прийняття більш обґрунтованих інвестиційних та регуляторних рішень.

Відзначимо, що провідні країни світу останнім часом напружували значну кількість інструментів стандартизації ВІ, переважну кількість серед яких складають нормативні документи щодо регулювання розкриття інформації у сфері відповідального ведення бізнесу.

#### SUMMARY

*The authors argue that not all participants in the responsible investing process of different countries of the world have a clear list of standards for conducting such activities. The regulatory landscape of responsible investing is in its infancy and encompasses a large number of regulatory documents of different levels and degrees of importance. It is proved that in the world most of them have the status of voluntary, but their importance as generally recognized documents as model benchmarks in the responsible investment market, the basics of their institutional support, as the framework principles for its implementation, lies in promoting best practice in financing sustainable development initiatives and its SDGs. The lack of a unified approach to standardizing responsible investing is a destructive factor for financial markets, especially emerging markets, as they lack the sole basis for developing responsible investing processes. The analysis of scientific sources shows the dualism of approaches to standardization of responsible investing. Summarizing the global experience of standardization of responsible investing shows the priority of streamlining regulations in this field in the leading countries of the world recently. The most used standardization tools are the regulatory documents relating to pension fund regulations; codes of conduct (Stewardship Codes); Corporate Disclosure Guidelines. Among them, corporate disclosure guidelines, which are implemented in 76% of the countries surveyed, are key. The value of this standardization tool in the light of global experience is to create a transparent environment for responsible investing, in particular through the disclosure of ESG criteria. Such standards may have the status of mandatory (issued by government bodies, stock exchanges) and voluntary and exemplary for developing countries, including Ukraine.*

**Keywords:** responsible investing, standardization, benchmark.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Brunsson, N. & Jacobsson, B. (Eds.) (2000). A world of standards. Oxford: Oxford University Press
2. Cadman T. (2011) Evaluating the governance of responsible investment institutions : an environmental and social perspective Journal of Sustainable Finance and Investment, 1 (1) pp. 20 – 29
3. Cadman T. (2012) The Legitimacy of ESG Standards as an Analytical Framework for Responsible Investment. In: Vandekerckhove W., Leys J., Alm K., Scholtens B., Signori S., Schäfer H. (eds) Responsible Investment in Times of Turmoil. Issues in Business Ethics, vol 31. Springer, Dordrecht
4. Carver, J., 2010. A Case for Global Governance Theory: Practitioners Avoid It, Academics Narrow It, the World Needs It. Corporate Governance: An International Review, 18 (2). 149– 157
5. Déjean, F., Gond J.-P., & Leca, B. (2004). Measuring the unmeasured: An institutional entrepreneur strategy in an emerging industry. Human Relations, 57, 741–764.
6. GISR (2017 a) About GISR. Vision and Mission (2017) <http://ratesustainability.org/about/>
7. GISR (2017 b) Corporate Sustainability (ESG) Ratings Products (2017) <http://ratesustainability.org/hub/index.php/search/report-in-graph> . (In English).
8. Hawley, J. and Williams, A., 2005. Shifting Ground: Emerging Global Corporate-governance Standards and the Rise of Fiduciary Capitalism. Environment and Planning, 37. 1995-2013.
9. Kerwer, D. (2005). Rules that many use: Standards and global regulation. Governance, 18, 611–632. Kurtz, L. (2008). Socially responsible investment and shareholder activism. In A. Crane, A. McWilliams, D. Matten, J. Moon

& D. S. Siegel, *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility* (pp. 249–267). Oxford: Oxford University Press.

10. Power, M. (1997). *The audit society: Rituals of verification*. New York: Oxford University Press
11. Rivoli, P. (2003). Making a difference or making a statement? Finance research and socially responsible investment. *Business Ethics Quarterly*, 13, 271–287.
12. Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T.M. et al. The Heterogeneity of Socially Responsible Investment *J Bus Ethics* (2009) 87: 519. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9956-0>
13. Slager, R., Gond, J.-P., & Moon, J. (2012). Standardization as Institutional Work: The Regulatory Power of a Responsible Investment Standard. *Organization Studies*, 33(5–6), 763–790. <https://doi.org/10.1177/0170840612443628>
14. UNEP FI and Mercer, 2007. *Demystifying Responsible Investment Performance*. UNEP FI and Mercer, No location.
15. UNPRI (2016 a) Roadmap for a sustainable financial system. URL: <http://unepinquiry.org/publication/roadmap-for-a-sustainable-financial-system/>
16. UNPRI (2016 b). Global guide to responsible investment regulation URL: <https://www.unpri.org/download?ac=325>
17. UNPRI (2016 c) Responsible investment regulation map. URL: <https://www.unpri.org/sustainable-markets/responsible-investment-regulation-map-208.article>
18. West, A. (2009) Corporate Governance Convergence and Moral Relativism. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (1). 107–119
19. Windolph, S. E. (2011) Assessing Corporate Sustainability Through Ratings: Challenges and Their Causes. *Journal of Environmental Sustainability*, 1 (1) <http://scholarworks.rit.edu/jes/vol1/iss1/5>.