

Інтеграція стратегій розподілу прибутку диверсифікованих корпоративних структур у систему зеленого фінансування: теоретичні засади та практичні механізми

Маслак Т. О.¹, Кособуцький М.О.²

Опубліковано	Секція	УДК
30.01.2026	Економіка	336.64:330.14:502.131.1

DOI: <https://doi.org/10.5281/zenodo.18889381>

Анотація. У статті досліджено теоретичні засади та практичні механізми інтеграції стратегій розподілу прибутку диверсифікованих корпоративних структур у систему зеленого фінансування. Визначено концептуальні підходи до формування моделей розподілу прибутку в умовах переходу до сталого розвитку. Проаналізовано сучасні тенденції зеленого фінансування як інструменту мобілізації капіталу для реалізації екологічно орієнтованих інвестиційних стратегій. Розроблено класифікацію стратегій розподілу прибутку диверсифікованих бізнес-структур залежно від ступеня їх інтегрованості у зелені фінансові ринки. Запропоновано концептуальну модель взаємодії корпоративних механізмів розподілу прибутку з інструментами зеленого фінансування, що враховує специфіку диверсифікованих бізнес-структур та їх ESG-зобов'язання. Сформульовано практичні рекомендації щодо оптимізації систем розподілу прибутку з урахуванням вимог сталого розвитку та зеленої трансформації економіки. Обґрунтовано необхідність запровадження комплексного підходу до управління прибутком диверсифікованих корпоративних структур, що органічно поєднує традиційні фінансові цілі зі стратегічними завданнями екологічної відповідальності. Результати дослідження можуть бути використані корпоративними структурами для формування ефективних систем розподілу прибутку, орієнтованих на принципи зеленої економіки, а також регуляторними органами при розробці відповідної нормативно-правової бази.

Ключові слова: зелені фінанси; диверсифіковані корпоративні структури; розподіл прибутку; ESG-стратегія; сталий розвиток; зелені облігації; корпоративне управління; екологічно орієнтовані інвестиції.

Integration of profit distribution strategies of diversified corporate structures into the green finance system: theoretical foundations and practical mechanisms

Abstract. The article examines the theoretical foundations and practical mechanisms of integrating profit distribution strategies of diversified corporate structures into the green finance system. Conceptual approaches to forming profit distribution models in the context of

¹ PhD, асистент каф.МО
Національний університет «Львівська політехніка»
ORCID 0000-0002-9815-4387

² аспірант 4-го року каф.ЕПІ
Національний університет «Львівська політехніка»
ORCID 0009-0008-2930-1815

the transition to sustainable development have been defined. Current trends in green financing as a tool for mobilizing capital for the implementation of environmentally oriented investment strategies have been analyzed. A classification of profit distribution strategies of diversified business structures has been developed, depending on the degree of their integration into green financial markets. A conceptual model of interaction between corporate profit distribution mechanisms and green finance instruments has been proposed, taking into account the specifics of diversified business structures and their ESG commitments. Practical recommendations for optimizing profit distribution systems, taking into account the requirements of sustainable development and green economic transformation, have been formulated. The necessity of introducing a comprehensive approach to profit management of diversified corporate structures that organically combines traditional financial goals with strategic objectives of environmental responsibility has been substantiated. The results of the research can be used by corporate structures to form effective profit distribution systems focused on the principles of the green economy, as well as by regulatory bodies in developing an appropriate regulatory framework.

Keywords: green finance; diversified corporate structures; profit distribution; ESG strategy; sustainable development; green bonds; corporate governance; environmentally oriented investments.

Вступ

Глобальні кліматичні виклики, посилення регуляторного тиску у сфері екологічної відповідальності та зростаючі вимоги інституційних інвесторів до відповідності ESG-критеріям (Environmental, Social, Governance) формують принципово нові умови функціонування диверсифікованих корпоративних структур на сучасних фінансових ринках. Необхідність переосмислення традиційних підходів до управління прибутком обумовлює актуальність дослідження механізмів інтеграції стратегій розподілу прибутку з інструментами зеленого фінансування.

Диверсифіковані корпоративні структури — холдинги, конгломерати, фінансово-промислові групи — в силу специфіки своєї організаційної будови мають особливий потенціал для формування внутрішніх механізмів перерозподілу фінансових ресурсів між бізнес-одинацями різної галузевої приналежності. Цей потенціал набуває стратегічного значення в контексті зеленої трансформації економіки, оскільки дозволяє акумулювати фінансові ресурси для реалізації масштабних екологічно орієнтованих проектів, одночасно підтримуючи необхідний рівень дохідності у традиційних сегментах бізнесу.

Ринок зеленого фінансування демонструє стрімке зростання: за даними Climate Bonds Initiative, у 2023 році загальний обсяг випуску зелених, соціальних та пов'язаних із сталим розвитком облігацій перевищив 900 млрд дол. США, а до 2030 року прогнозується досягнення відмітки у 5 трлн дол. США щорічно. Проте більшість корпоративних структур досі не мають чітких механізмів ув'язки внутрішніх рішень щодо розподілу прибутку з зовнішніми можливостями зеленого фінансування, що обумовлює існування значного розриву між декларованими ESG-зобов'язаннями та реальними фінансовими стратегіями компаній.

Актуальність даного дослідження визначається сукупністю взаємопов'язаних чинників: по-перше, прискоренням регуляторних змін у сфері сталого фінансування на рівні ЄС (Таксономія ЄС, Директива CSRD) та на глобальному рівні (стандарти ISSB); по-друге, зростаючою диференціацією вартості капіталу між "зеленими" та "коричневими" активами, що безпосередньо впливає на оптимальні рішення щодо розподілу прибутку; по-третє, недостатньою розробленістю в науковій літературі питань взаємодії між

корпоративними стратегіями розподілу прибутку та екосистемою зеленого фінансування.

Метою статті є розробка теоретичних засад і практичних механізмів інтеграції стратегій розподілу прибутку диверсифікованих корпоративних структур у систему зеленого фінансування. Для досягнення поставленої мети вирішуються такі завдання: систематизація наукових підходів до управління прибутком диверсифікованих структур в контексті зеленої трансформації; розробка класифікації стратегій розподілу прибутку залежно від рівня інтеграції у зелені фінансові ринки; формування концептуальної моделі взаємодії корпоративних механізмів розподілу прибутку з інструментами зеленого фінансування; обґрунтування практичних рекомендацій щодо оптимізації систем управління прибутком у контексті зеленої трансформації.

Об'єктом дослідження є процеси формування та розподілу прибутку диверсифікованих корпоративних структур в умовах розвитку зеленого фінансування. Предметом дослідження є теоретико-методологічні та практичні аспекти інтеграції стратегій розподілу прибутку корпоративних структур у систему зеленого фінансування.

Методологічну основу дослідження складають: системний аналіз — при дослідженні взаємозв'язків між елементами корпоративних фінансових систем та ринком зеленого фінансування; компаративний аналіз — при вивченні міжнародного досвіду інтеграції ESG-принципів у корпоративні фінансові стратегії; моделювання — при розробці концептуальної моделі взаємодії механізмів розподілу прибутку з інструментами зеленого фінансування; а також методи синтезу та узагальнення наукових результатів.

ОГЛЯД ЛІТЕРАТУРИ

Теоретичне підґрунтя дослідження формується на перетині трьох ключових наукових напрямів: теорії корпоративних фінансів, теорії диверсифікованих корпоративних структур та концепції зеленого фінансування.

Теоретичні підходи до управління прибутком корпоративних структур

Класичні теорії корпоративних фінансів розглядають розподіл прибутку крізь призму максимізації вартості для акціонерів. Міллер та Модільяні (1961) заклали теоретичну основу аналізу дивідендної політики, обґрунтувавши в умовах досконалих ринків нейтральність рішень щодо розподілу прибутку для вартості компанії. Подальший розвиток цих ідей у роботах Jensen та Meckling (1976), присвячених агентській теорії, показав, що в реальних умовах структура розподілу прибутку виступає важливим механізмом вирівнювання інтересів акціонерів та менеджменту, а рішення щодо дивідендів, викупу акцій та реінвестування є стратегічними, а не нейтральними.

В контексті диверсифікованих структур проблематика розподілу прибутку набуває додаткової складності. Праці Lamont (1997), Shin та Stulz (1998) продемонстрували, що внутрішні ринки капіталу корпоративних груп здатні як підвищувати ефективність розподілу ресурсів (через субсидювання прибуткових проектів за рахунок зрілих бізнес-одиниць), так і знижувати її внаслідок виникнення так зв'язаних "перехресних субсидій" (cross-subsidization), коли ресурси перетікають до менш ефективних підрозділів за рахунок більш прибуткових. Raghuram та Zingales (2000) ввели поняття "ціни диверсифікації" (diversification discount), яке пояснює, чому диверсифіковані компанії нерідко торгуються з дисконтом порівняно з портфелем спеціалізованих компаній. Водночас подальші дослідження (Graham, Lemmon, Wolf, 2002; Villalonga, 2004) показали, що значна частина спостережуваного дисконту є артефактом вибірки, а не результатом неефективності диверсифікації як такої. Більш сучасні дослідження, зокрема Rudolph та Schwetzler (2013), звертають увагу на те, що ефективність внутрішніх ринків капіталу диверсифікованих структур суттєво залежить від якості

корпоративного управління, прозорості інформаційних потоків та стимулів, що закладені у систему оплати праці менеджменту. Це відкриває додатковий канал взаємодії між корпоративним управлінням та стратегіями розподілу прибутку, особливо в контексті ESG-трансформації.

Концепція зеленого фінансування та її еволюція

Зелене фінансування як самостійний напрям фінансової науки та практики сформувалося порівняно нещодавно, проте вже набуло значного теоретичного та прикладного значення. Seminal-праці Della Croce, Stewart та Yermo (2011) заклали концептуальну основу розуміння зеленого фінансування як системи інструментів, механізмів та інституцій, що спрямовані на мобілізацію приватного капіталу для реалізації екологічно орієнтованих проектів. Schweizer та Narthey (2019) розкрили механізми формування "зеленої премії" (greenium) — надбавки до ціни, яку інвестори готові платити за зелені облігації порівняно з традиційними борговими інструментами аналогічної якості. Емпіричні докази існування та розміру цієї премії є предметом активних наукових дискусій: ряд досліджень (Zerbib, 2019; Fatica, Panzica, Rancan, 2021) підтверджують її наявність у діапазоні від 2 до 10 базисних пунктів, тоді як інші (Baker et al., 2018) знаходять більш значущі значення для окремих сегментів ринку. Flammer (2021) на основі аналізу корпоративних зелених облігацій продемонстрував, що їх випуск пов'язаний із покращенням екологічних показників компаній-емітентів, зниженням рівня забруднення та підвищенням якості корпоративного управління. Це свідчить про те, що зелене фінансування виступає не лише інструментом залучення більш дешевого капіталу, але й важелем реального корпоративного екологічного поліпшення. Недавні роботи Tang та Zhang (2020), а також Maltais та Nykvist (2020) досліджують мотиваційні чинники участі корпорацій у ринку зелених облігацій. Показово, що поряд із прагматичними фінансовими мотивами (зниження вартості запозичення, диверсифікація інвесторської бази) суттєву роль відіграють стратегічні мотиви, пов'язані з формуванням репутації, відповідністю регуляторним вимогам та управлінням ризиками кліматичного переходу.

ESG-інтеграція та корпоративні фінансові стратегії

Питання інтеграції ESG-чинників у корпоративні фінансові стратегії знаходиться в центрі уваги сучасних дослідників. Friede, Busch та Bassen (2015) провели мета-аналіз понад 2 200 досліджень взаємозв'язку між ESG-показниками та фінансовою результативністю компаній та виявили позитивний зв'язок у більш ніж 90% випадків, хоча ступінь та стійкість цього зв'язку варіюються залежно від галузі, регіону та часового горизонту. Giese та співавтори (2019) запропонували аналітичну структуру для пояснення каналів, через які ESG-характеристики компаній впливають на їх систематичний ризик, вартість власного та позикового капіталу, а відтак — на оптимальні рішення щодо розподілу прибутку. Ці канали охоплюють: грошові потоки (ESG-компанії мають більш стійкі та передбачувані грошові потоки), профіль ризику (ESG-компанії стикаються з нижчими операційними та регуляторними ризиками) та оцінку (ринки присвоюють ESG-компаніям вищий мультиплікатор). Кілька робіт безпосередньо досліджують зв'язок між ESG-зобов'язаннями та рішеннями щодо розподілу прибутку. Benlemlih (2019) на вибірці американських компаній виявив негативний зв'язок між рівнем ESG-відповідальності та схильністю до виплати дивідендів, інтерпретуючи це як свідчення того, що ESG-компанії віддають перевагу реінвестуванню прибутку в екологічні та соціальні проекти. Ferrell, Liang та Renneboog (2016) показали, що соціально відповідальні компанії мають вищий рівень дивідендних виплат та нижчий рівень агентських витрат. Незважаючи на значний масив досліджень у суміжних сферах, питання комплексної інтеграції стратегій розподілу прибутку диверсифікованих корпоративних структур у систему зеленого фінансування залишається недостатньо дослідженим. Більшість існуючих робіт або фокусуються на

дивідендній політиці безвідносно до ESG-контексту, або розглядають зелені фінанси у відриві від внутрішніх механізмів перерозподілу ресурсів корпоративних груп. Таким чином, пропоноване дослідження заповнює виявлений теоретичний пробіл.

МЕТОДОЛОГІЯ ДОСЛІДЖЕННЯ

Дослідження ґрунтується на поєднанні методів теоретичного аналізу та синтезу, якісного системного моделювання та порівняльного аналізу кращих практик. Методологічна структура дослідження охоплює три взаємопов'язані рівні.

На першому — концептуальному — рівні використовується метод теоретичного синтезу для інтеграції здобутків теорії корпоративних фінансів, теорії диверсифікованих корпоративних структур та концепції зеленого фінансування в єдину аналітичну рамку. Системний підхід дозволяє розглядати корпоративні стратегії розподілу прибутку та зелене фінансування не як ізольовані явища, а як взаємопов'язані елементи єдиної системи корпоративного фінансового управління.

На другому — класифікаційному — рівні застосовується метод таксономічного аналізу для розробки класифікацій стратегій розподілу прибутку та механізмів зеленого фінансування. Критерії класифікації сформульовані на основі синтезу існуючої наукової літератури та аналізу реальної корпоративної практики провідних диверсифікованих структур у Європі, Азії та Північній Америці.

На третьому — прикладному — рівні використовується метод концептуального моделювання для розробки інтегрованої моделі взаємодії механізмів розподілу прибутку з інструментами зеленого фінансування. Верифікація моделі здійснюється шляхом аналізу відповідних корпоративних кейсів: конгломерату Siemens AG, диверсифікованих структур Korea Electric Power Corporation та українського холдингу ДТЕК. Інформаційну базу дослідження складають: наукові публікації у рецензованих журналах бази Scopus за 2015–2024 рр.; звіти міжнародних організацій (UNEP FI, Climate Bonds Initiative, OECD); регуляторні документи ЄС у сфері сталого фінансування; фінансові звіти та ESG-звіти провідних диверсифікованих корпоративних структур. Дослідження також використовує метод порівняльного аналізу для зіставлення підходів до інтеграції стратегій розподілу прибутку з зеленим фінансуванням у різних інституційних і регуляторних контекстах. Це дає змогу виявити як спільні закономірності, так і специфічні чинники успіху, що можуть бути використані при формуванні рекомендацій для корпоративних структур різних типів та юрисдикцій.

Результати

Теоретична рамка: точки перетину стратегій розподілу прибутку та зеленого фінансування

Традиційно рішення щодо розподілу прибутку корпорації розглядаються в контексті досягнення балансу між трьома конкуруючими напрямками використання генерованих фінансових ресурсів: виплатою дивідендів (або викупом акцій), обслуговуванням та погашенням боргових зобов'язань і реінвестуванням у розвиток бізнесу. Критерієм оптимальності цього розподілу в рамках традиційної парадигми виступає максимізація вартості для акціонерів (shareholder value maximization). Інтеграція принципів сталого розвитку та зеленого фінансування принципово трансформує цю рамку. По-перше, вона розширює коло стейкхолдерів, інтереси яких мають враховуватися при прийнятті рішень (від shareholders до stakeholders). По-друге, вона змінює часовий горизонт оптимізації — від квартального чи річного до десятирічного та більшого. По-третє, вона вводить нові критерії оцінки рішень щодо розподілу прибутку — відповідність ESG-параметрам та підтримка зеленої трансформації.

Зелене фінансування утворює специфічну екосистему, взаємодія з якою відкриває перед корпоративними структурами нові можливості для оптимізації структури капіталу та зниження вартості залучення ресурсів. Інструментарій зеленого фінансування включає: зелені облігації (green bonds) — боргові інструменти, доходи від яких спрямовуються виключно на фінансування екологічних проектів; зелені кредити (green loans) — позики з аналогічними цільовими обмеженнями; зелені акціонерні інструменти (green equity) — інвестиції ESG-фондів та "зелених" інституційних інвесторів; а також пов'язані з ESG-показниками інструменти (sustainability-linked bonds та loans), процентна ставка за якими прив'язана до досягнення певних ESG-цілей.

Ключовим аналітичним зв'язком між цими двома сферами є вплив рішень щодо розподілу прибутку на кредитоспроможність компанії як емітента зелених інструментів, а також вплив можливостей зеленого фінансування на оптимальне рішення щодо розподілу прибутку. Цей двосторонній зв'язок схематично можна описати наступним чином: компанія, що спрямовує значну частку прибутку на реінвестування в екологічні проекти, підвищує власний ESG-рейтинг, що, у свою чергу, відкриває доступ до більш дешевого зеленого фінансування, яке дозволяє здійснювати ще масштабніші екологічні інвестиції при збереженні прийняттого рівня дивідендних виплат.

Таблиця 1. Порівняльний аналіз традиційної та ESG-інтегрованої парадигм розподілу прибутку

Параметр	Традиційна парадигма	ESG-інтегрована парадигма
Ціль оптимізації	Максимізація акціонерної вартості	Балансування інтересів усіх стейкхолдерів
Горизонт планування	Квартал – 1–3 роки	5–20 років (з урахуванням кліматичних ризиків)
Критерії оцінки	EPS, ROE, WACC	EPS, ROE, WACC + ESG-рейтинг, вуглецевий слід
Інструменти фінансування	Традиційні боргові та пайові	Зелені облігації, SLB, ESG-фонди
Управління ризиками	Фінансові та операційні ризики	+ кліматичні та регуляторні ESG-ризики
Звітність	Фінансова (МСФЗ/GAAP)	Інтегрована (МСФЗ + CSRD/ISSB)

Джерело: розроблено авторами на основі аналізу наукової літератури

Класифікація стратегій розподілу прибутку диверсифікованих структур за ступенем зеленої інтеграції

На основі аналізу практики функціонування провідних диверсифікованих корпоративних структур нами розроблено класифікацію стратегій розподілу прибутку залежно від глибини їх інтеграції у систему зеленого фінансування. Запропонована класифікація базується на чотирьох ключових критеріях: 1) цільовий розподіл прибутку між виплатами та реінвестуванням; 2) наявність спеціалізованих внутрішніх фондів для фінансування зелених ініціатив; 3) ступінь прив'язки умов зовнішнього фінансування

до ESG-показників; 4) рівень прозорості та верифікованості екологічного маркування фінансових потоків.

Відповідно до означених критеріїв виокремлюємо чотири основні типи стратегій:

Стратегія першого типу — "Декларативна зелена" — характеризується формальним ухваленням корпоративних ESG-зобов'язань без суттєвої зміни механізмів розподілу прибутку. Компанії, що дотримуються цієї стратегії, можуть видавати поодинокі зелені облігації для фінансування окремих екологічних проектів, проте загальна логіка розподілу ресурсів продовжує підпорядковуватися виключно традиційним фінансовим критеріям. Критичним ризиком цієї стратегії є "зелений вотервошинг" (greenwashing), тобто введення інвесторів в оману щодо реального масштабу екологічного впливу компанії.

Стратегія другого типу — "Транзитивна зелена" — передбачає системні, проте ще не завершені зміни у механізмах розподілу прибутку. Характерними рисами є: формування спеціалізованого "зеленого фонду" з відрахуванням фіксованої частки прибутку; прив'язка умов окремих кредитних ліній до ESG-показників; впровадження системи внутрішнього "вуглецевого ціноутворення" (internal carbon pricing) як механізму коректування інвестиційних рішень бізнес-єдиниць.

Стратегія третього типу — "Системна зелена" — характеризується комплексною реструктуризацією системи управління прибутком корпоративної групи відповідно до принципів зеленої трансформації. До ключових ознак стратегії відноситься: визначення цільових показників розподілу прибутку (між дивідендами, реінвестуванням у зелені та традиційні проекти) із прив'язкою до кліматичних зобов'язань; систематичний доступ до ринку зелених облігацій та SLB; встановлення внутрішніх трансфертних цін з урахуванням вуглецевої вартості; зелена сертифікація та верифікація фінансових потоків третіми сторонами.

Стратегія четвертого типу — "Трансформаційна зелена" — представляє найвищий рівень інтеграції, при якому принципи зеленого фінансування стають рамковою умовою для всіх рішень щодо розподілу прибутку та розміщення капіталу. Компанії цієї групи розробляють "зелену фінансову таксономію" на рівні корпоративної групи, сумісну з Таксономією ЄС або аналогічними стандартами; здійснюють алокацію капіталу виключно між проектами, що відповідають критеріям зеленої трансформації; формують плани поступового виходу з "коричневих" активів із перерозподілом вивільнених ресурсів на користь зелених інвестицій.

Концептуальна модель інтеграції механізмів розподілу прибутку з інструментами зеленого фінансування

Пропонована концептуальна модель відображає цикл взаємодії між внутрішніми механізмами розподілу прибутку диверсифікованої корпоративної структури та зовнішньою екосистемою зеленого фінансування. Модель побудована на основі чотирьох принципів: динамічності (взаємодія є не одноразовою, а циклічною та самопосилувальною); збалансованості (модель враховує необхідність збереження прийнятної рівня доходності для акціонерів при просуванні зеленої трансформації); вимірюваності (кожен елемент моделі передбачає конкретні кількісні показники ефективності); адаптивності (модель дозволяє корегувати параметри відповідно до змін регуляторного середовища та ринкових умов).

Структурно модель охоплює три взаємопов'язані блоки. Перший блок — "Генерація та первинний розподіл" — охоплює процеси формування консолідованого прибутку корпоративної групи та його первинний розподіл між податковими зобов'язаннями, виплатами за боргом та нерозподіленим прибутком. На цьому етапі критичним є врахування "вуглецевої складової витрат" — потенційних майбутніх зобов'язань, пов'язаних з кліматичними ризиками та вартістю вуглецевих квот.

Другий блок — "Стратегічний розподіл нерозподіленого прибутку" — описує механізм алокації нерозподіленого прибутку між трьома цільовими напрямками: традиційними інвестиціями у бізнес-одиниці корпоративної групи; зеленими інвестиціями, що відповідають критеріям визнаних екологічних таксономій; виплатами акціонерам (дивіденди та/або викуп акцій). Оптимальна пропорція цього розподілу визначається з урахуванням поточних ESG-зобов'язань корпоративної групи, вартості капіталу за кожним напрямом (з урахуванням зеленої премії), а також регуляторних вимог та очікувань ринку.

Третій блок — "Інтеграція із зовнішнім зеленим фінансуванням" — відображає механізми взаємодії внутрішнього розподілу ресурсів з ринком зеленого фінансування. Випуск зелених облігацій або залучення зелених кредитів дозволяє масштабувати обсяг зелених інвестицій понад рівень, що забезпечується лише власним прибутком, і водночас є способом публічної верифікації ESG-зобов'язань корпоративної групи. Отримана "зелена репутація" та знижена вартість зеленого позикового капіталу збільшують сукупний прибуток від зелених інвестицій, що замикає самопосилювальний цикл.

Аналіз міжнародного досвіду та практичні механізми реалізації

Вивчення міжнародного досвіду провідних диверсифікованих корпоративних структур дозволяє виявити конкретні практичні механізми, що забезпечують ефективну інтеграцію стратегій розподілу прибутку з інструментами зеленого фінансування. *Dosya Siemens AG*, що є одним із найбільш показових прикладів трансформаційної зеленої стратегії серед диверсифікованих промислових конгломератів, є прикладом першого типу. Компанія запровадила систему внутрішнього вуглецевого ціноутворення на рівні 50–150 євро за тону CO_2 -еквівалента, яка безпосередньо впливає на інвестиційні рішення бізнес-одиниць. Впровадження внутрішнього вуглецевого збору означає, що кожен підрозділ, що генерує викиди, фактично здійснює відрахування до корпоративного "зеленого фонду", кошти якого спрямовуються на фінансування енергоефективності та відновлювальної енергетики. За 2020–2023 роки *Siemens* залучила понад 5,5 млрд євро через зелені та пов'язані з ESG облігаційні програми, що дозволило суттєво збільшити обсяг зелених інвестицій без відповідного зниження дивідендних виплат акціонерам. Корейська корпорація *KEPCO* (*Korea Electric Power Corporation*) демонструє приклад реалізації транзитивної зеленої стратегії в умовах регуляторного тиску. Будучи вертикально інтегрованою компанією зі значними інвестиціями у традиційну вугільну генерацію, *KEPCO* стикається з протиріччям між необхідністю підтримання прибутковості для державного акціонера та вимогами кліматичної трансформації. Компанія розробила дорожню карту поступового перерозподілу інвестиційного бюджету від вугільних проектів (35% у 2019 р.) до відновлювальних (60% у 2030 р.), при цьому підтримуючи стабільний рівень дивідендних виплат за рахунок оптимізації операційних витрат та залучення зеленого фінансування для ВДЕ-проектів.

Аналіз вітчизняного досвіду свідчить про те, що більшість великих українських диверсифікованих структур знаходяться на першому або другому рівні зеленої інтеграції. Виключенням є ДТЕК — найбільша приватна енергетична компанія України, яка задекларувала стратегію декарбонізації та розпочала систематичне залучення зеленого фінансування для розбудови відновлювальних потужностей. Компанія сформувала внутрішній зелений фонд (*Green Finance Framework*) та залучила близько 750 млн євро через зелені облігації у 2019–2021 роках. Проте впровадження повноцінної системи розподілу прибутку, орієнтованої на зелені принципи, ускладнюється специфікою регуляторного середовища та стратегічними завданнями відновлення енергетичної інфраструктури в умовах воєнного стану.

Механізми внутрішнього перерозподілу ресурсів у диверсифікованих структурах

Специфіка диверсифікованих корпоративних структур полягає у наявності внутрішніх ринків капіталу, які дозволяють перерозподіляти фінансові ресурси між бізнес-одинацями більш ефективно, ніж це було б можливо на зовнішньому ринку. У контексті зеленої трансформації цей інструмент набуває особливого значення.

Ефективна система внутрішнього перерозподілу ресурсів у контексті зеленої стратегії передбачає: по-перше, формування матриці зеленого потенціалу бізнес-одинаць, що ранжує підрозділи за критерієм їх здатності генерувати позитивний вплив на ESG-показники групи в цілому; по-друге, встановлення диференційованих внутрішніх ставок фінансування залежно від "зеленості" проекту — аналогічно тому, як зовнішній ринок диференціює ставки для зелених та традиційних позичальників; по-третє, запровадження системи "зелених квот" — мінімального обсягу інвестицій кожної бізнес-одинаці в екологічно орієнтовані проекти; по-четверте, формування єдиної платформи верифікації зелених проектів, що застосовує уніфіковані стандарти оцінки відповідності Таксономії ЄС або аналогічним критеріям.

Трансфертне ціноутворення є ще одним важливим механізмом. В умовах зеленої трансформації система внутрішнього ціноутворення має враховувати вуглецеву вартість трансакцій між підрозділами. Це означає, що підрозділи з вищим рівнем вуглецевих викидів фактично субсидюють зелені підрозділи через систему внутрішніх платежів, що формує правильні стимули для менеджменту бізнес-одинаць.

Практичні рекомендації щодо формування інтегрованих систем розподілу прибутку

На основі проведеного дослідження формуємо комплекс практичних рекомендацій, структурованих за трьома рівнями: стратегічним, операційним та інструментальним.

На стратегічному рівні необхідно: закріпити зелену трансформацію як ключовий стратегічний пріоритет корпоративної групи, відображений у корпоративній стратегії з конкретними кількісними цілями (кліматична нейтральність, частка зелених інвестицій у загальному CAPEX, рівень ESG-рейтингу); розробити середньострокову "зелену фінансову стратегію", що визначає цільову структуру капіталу корпоративної групи з урахуванням необхідності залучення зеленого фінансування; сформувати "Зелений фінансовий комітет" з участю фінансового директора, директора зі сталого розвитку та незалежних директорів для координації прийняття рішень щодо розподілу прибутку та зеленого фінансування.

На операційному рівні рекомендується: запровадити систему внутрішнього вуглецевого ціноутворення у діапазоні 50–150 євро/тонну CO₂-еквівалента (відповідно до прогнозованих рівнів ETS на горизонті 5–10 років); розробити та впровадити внутрішній "Зелений фінансовий регламент" групи — документ, що визначає критерії ідентифікації зелених проектів, вимоги до верифікації та звітності; встановити формалізований "зелений буфер" у структурі нерозподіленого прибутку — резерв, що акумулює кошти для фінансування трансформаційних ініціатив до моменту залучення зеленого фінансування; ввести KPI зеленої трансформації в систему оцінки ефективності менеджменту бізнес-одинаць та пов'язати їх з системою матеріальної мотивації.

На інструментальному рівні доцільно: розробити та опублікувати Green Finance Framework корпоративної групи, що відповідає принципам ICMA Green Bond Principles та EU Green Bond Standard; сформувати конвеєр (pipeline) верифікованих зелених проектів для систематичного виходу на ринок зелених облігацій; диверсифікувати портфель інструментів зеленого фінансування, поєднуючи зелені облігації, SLB (з амбіційними KPI), зелені синдіковані кредити та кредитні лінії ЄІБ/ЄБРР; забезпечити регулярну

публікацію звітів про розподіл та вплив (allocation & impact reporting) відповідно до стандартів ICMA.

Таблиця 2. Ключові показники ефективності (KPI) інтеграції стратегій розподілу прибутку з зеленим фінансуванням

Рівень	KPI	Одиниця виміру	Цільовий рівень
Стратегічний	Частка зелених CAPEX у загальному CAPEX	%	>40% до 2030 р.
Стратегічний	Частка зеленого боргу у загальному боргу	%	>30% до 2030 р.
Операційний	Розмір внутрішньої ціни вуглецю	євро/тонну CO ₂	50–150
Операційний	Обсяг зеленого фонду	% від EBITDA	5–15%
Інструментальний	Greenium (зниження вартості капіталу)	б.п.	5–20 б.п.
Фінансовий	Зменшення WACC за рахунок ESG	б.п.	10–30 б.п.

Джерело: розроблено авторами

Управління ризиками зеленої інтеграції та регуляторний вимір

Інтеграція стратегій розподілу прибутку з зеленим фінансуванням пов'язана зі специфічним комплексом ризиків, які необхідно враховувати при формуванні відповідних управлінських підходів. Серед ключових ризиків слід виокремити такі.

Ризик зеленого воторвошингу є, мабуть, найбільш серйозним репутаційним ризиком у сфері зеленого фінансування. Він реалізується у тому випадку, коли компанія залучає зелене фінансування під проекти, що не мають реального або достатнього екологічного впливу. Наслідками є не лише репутаційні збитки, але й потенційні регуляторні санкції (у рамках Директиви ЄС про зелені твердження — EU Green Claims Directive). Для мінімізації цього ризику корпоративна група має забезпечити незалежну верифікацію зелених проектів та регулярний аудит їх впливу.

Ризик "захопленості трансформацією" (transformation lock-in) пов'язаний із надмірно амбіційними зобов'язаннями у рамках SLB або інших пов'язаних з ESG-показниками інструментів. Якщо цільові ESG-показники виявляться недосяжними, компанія-емітент буде зобов'язана виплачувати підвищену процентну ставку за залученим фінансуванням, що погіршить її фінансові результати і, відповідно, можливості для подальших зелених інвестицій. Управління цим ризиком вимагає ретельного прогнозування траєкторії зниження викидів та встановлення реалістичних, проте амбіційних KPI.

Регуляторний ризик є особливо актуальним з огляду на динамічний розвиток нормативно-правової бази у сфері зеленого фінансування та корпоративної звітності. Вимоги Таксономії ЄС регулярно оновлюються; ISSB-стандарти (IFRS S1, IFRS S2)

запроваджують нові вимоги до розкриття кліматичних ризиків; Директива CSRD суттєво розширює коло компаній, що зобов'язані готувати нефінансову звітність. Для корпоративних структур, що інтегрують зелені принципи у системи розподілу прибутку, відповідність цим вимогам є одночасно і зобов'язанням, і конкурентною перевагою.

Для українських корпоративних структур, які планують інтеграцію із системою зеленого фінансування, регуляторний вимір має особливе значення. Курс України на євроінтеграцію та реалізацію Угоди про асоціацію з ЄС передбачає поступове наближення національного законодавства до регуляторних стандартів ЄС у сфері сталого фінансування. В умовах воєнного стану та майбутньої відбудови країни відкривається унікальна можливість формування нової зеленої фінансової архітектури, що з самого початку базуватиметься на принципах сталого розвитку та відповідатиме стандартам ЄС.

Кількісна оцінка ефекту зеленої інтеграції на вартість капіталу диверсифікованих структур

Для обґрунтування фінансової доцільності інтеграції стратегій розподілу прибутку з зеленим фінансуванням проведемо кількісну оцінку потенційного ефекту на вартість капіталу диверсифікованої корпоративної структури.

Ефект складається з трьох компонентів. Перший компонент — "зелена премія" за борговими інструментами (greenium). Наявний масив емпіричних досліджень дозволяє оцінити цю величину у діапазоні 5–20 базисних пунктів (б.п.) для корпоративних зелених облігацій інвестиційного рейтингу. Якщо частка зеленого боргу у загальному портфелі позик становить 30–40%, ефект на середньозважену вартість позикового капіталу (kd) складатиме 1,5–8 б.п.

Другий компонент — премія за ESG-якість у вартості власного капіталу. Дослідження Giese et al. (2019) та Pedersen et al. (2021) дозволяють оцінити потенційне зниження вартості власного капіталу (ke) для компаній з вищим ESG-рейтингом у діапазоні 10–50 б.п. Ця премія пов'язана з нижчими систематичними ризиками ESG-компаній та вищим попитом на їх акції з боку ESG-орієнтованих інституційних інвесторів.

Третій компонент — ефект на оптимальну структуру капіталу. Доступ до зеленого фінансування з нижчою вартістю дозволяє оптимізувати співвідношення власного та позикового капіталу, потенційно збільшивши частку боргового фінансування без підвищення фінансових ризиків. За стандартних припущень щодо структури капіталу диверсифікованої корпоративної структури ($D/E = 1:1$, ставка корпоративного податку 18%) сукупний ефект на WACC може становити 15–40 б.п. Для ілюстрації: якщо WACC диверсифікованої групи до зеленої інтеграції становить 10,0%, то після повного впровадження інтегрованої стратегії зеленого фінансування цей показник може знизитися до 9,6–9,85%, що є суттєвим при оцінці інвестиційних проектів з тривалим горизонтом. Зниження WACC на 15–40 б.п. для компанії з інвестиційним бюджетом у 1 млрд дол. США еквівалентно зростанню вартості портфелю проектів на 30–80 млн дол. США при горизонті 10 років.

Адаптація моделі до умов розвиткових ринків та специфіки України

Запропонована модель інтеграції стратегій розподілу прибутку з зеленим фінансуванням розроблена передусім на основі досвіду зрілих ринків. Водночас її адаптація до умов розвиткових економік та, зокрема, України вимагає врахування ряду специфічних чинників.

По-перше, недостатній розвиток внутрішнього ринку зеленого фінансування. В Україні відсутній повноцінний ринок зелених облігацій: ДТЕК та Укресімбанк здійснили окремі емісії зелених єврооблігацій, проте обсяг та регулярність цих операцій є несумірними з потенційними потребами. Компенсуючим механізмом є активне

залучення міжнародних фінансових організацій — ЄБРР, ЄІБ, МФК — як ключових партнерів у фінансуванні зеленої трансформації. Їх участь забезпечує не лише доступ до дешевшого капіталу, а й стандарти верифікації, що підвищують довіру міжнародних інвесторів.

По-друге, необхідність інтеграції пріоритетів зеленої трансформації з завданнями відбудови. Для українських корпоративних структур зелена трансформація невіддільна від процесу відновлення зруйнованих активів та інфраструктури. Це відкриває унікальну можливість здійснення "зеленого перезапуску" (green restart) — відбудови виробничого потенціалу одразу на сучаснішій, більш енергоефективній та екологічно чистій основі, залучаючи пакети "зеленої відбудови" (green recovery financing), що пропонуються міжнародними донорами та Фондом відбудови України.

По-третє, адаптація корпоративного управління до вимог прозорості. Функціонування на ринку зеленого фінансування вимагає від корпоративних структур суттєвого підвищення рівня прозорості та якості нефінансової звітності. Для багатьох українських диверсифікованих груп, що традиційно відрізняються низьким рівнем розкриття інформації, це є серйозним структурним викликом. Разом з тим, євроінтеграційні процеси та вимоги CSRD-сумісної звітності, що поширюватиметься на українські компанії після вступу до ЄС, роблять цю трансформацію неминучою.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження дозволяє сформулювати такі узагальнювальні висновки.

По-перше, інтеграція стратегій розподілу прибутку диверсифікованих корпоративних структур із системою зеленого фінансування є не лише виконанням регуляторних вимог, а й стратегічно вигідним напрямом корпоративного фінансового управління, що відкриває доступ до більш дешевого капіталу, знижує систематичні ризики та підвищує довгострокову вартість бізнесу.

По-друге, запропонована чотирирівнева класифікація стратегій розподілу прибутку — від "Декларативної зеленої" до "Трансформаційної зеленої" — формує практичний інструмент самодіагностики для корпоративних груп та визначення пріоритетних кроків на шляху до більш глибокої зеленої інтеграції.

По-третє, концептуальна модель взаємодії механізмів розподілу прибутку з інструментами зеленого фінансування демонструє самопосильний цикл: зелені інвестиції підвищують ESG-рейтинг, який знижує вартість зеленого капіталу, що, у свою чергу, дозволяє збільшити обсяг зелених інвестицій без відповідного скорочення дивідендних виплат.

По-четверте, кількісна оцінка фінансового ефекту зеленої інтеграції свідчить про потенційне зниження WACC диверсифікованої групи на 15–40 б.п., що при інвестиційному бюджеті у 1 млрд дол. США еквівалентно зростанню вартості портфеля проектів на 30–80 млн дол. США за 10-річний горизонт.

По-п'яте, для українських диверсифікованих корпоративних структур зелена трансформація набуває специфічного контексту, пов'язаного з євроінтеграцією та завданнями відбудови. Унікальна можливість "зеленого перезапуску" потребує відповідної адаптації механізмів розподілу прибутку та активного залучення міжнародних партнерів у сфері зеленого фінансування.

Перспективами подальших досліджень є: емпірична перевірка запропонованої моделі на вибірці диверсифікованих корпоративних структур з різних юрисдикцій; розробка кількісних методів оцінки оптимального рівня "зелених" відрахувань з прибутку залежно від характеристик бізнес-портфелю групи; дослідження специфіки впровадження запропонованих механізмів в умовах відбудови та євроінтеграційних трансформацій української економіки.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Baker M., Bergstresser D., Serafeim G., Wurgler J. Financing the response to climate change: The pricing and ownership of U.S. green bonds // NBER Working Paper. — 2018. — No. 25194. — DOI: 10.3386/w25194.
2. Benlemlih M. Corporate social responsibility and dividend policy // Research in International Business and Finance. — 2019. — Vol. 47. — P. 114–138. — DOI: 10.1016/j.ribaf.2018.07.005.
3. Della Croce R., Stewart F., Yermo J. Promoting longer-term investment by institutional investors: selected issues and policies // OECD Journal: Financial Market Trends. — 2011. — Vol. 2011/1. — P. 145–164.
4. Fatica S., Panzica R., Rancan M. The pricing of green bonds: are financial institutions special? // Journal of Financial Stability. — 2021. — Vol. 54. — Art. 100873.
5. Ferrell A., Liang H., Renneboog L. Socially responsible firms // Journal of Financial Economics. — 2016. — Vol. 122(3). — P. 585–606.
6. Flammer C. Corporate green bonds // Journal of Financial Economics. — 2021. — Vol. 142(2). — P. 499–516.
7. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies // Journal of Sustainable Finance & Investment. — 2015. — Vol. 5(4). — P. 210–233.
8. Giese G., Lee L.-E., Melas D., Nagy Z., Nishikawa L. Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance // Journal of Portfolio Management. — 2019. — Vol. 45(5). — P. 69–83.
9. Graham J. R., Lemmon M. L., Wolf J. G. Does corporate diversification destroy value? // The Journal of Finance. — 2002. — Vol. 57(2). — P. 695–720.
10. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of Financial Economics. — 1976. — Vol. 3(4). — P. 305–360.
11. Lamont O. Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets // The Journal of Finance. — 1997. — Vol. 52(1). — P. 83–109.
12. Maltais A., Nykvist B. Understanding the role of green bonds in advancing sustainability // Journal of Sustainable Finance & Investment. — 2020. — Vol. 11(3). — P. 1–20.
13. Miller M. H., Modigliani F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares // The Journal of Business. — 1961. — Vol. 34(4). — P. 411–433.
14. Pedersen L. H., Fitzgibbons S., Pomorski L. Responsible investing: The ESG-efficient frontier // Journal of Financial Economics. — 2021. — Vol. 142(2). — P. 572–597.
15. Rajan R., Servaes H., Zingales L. The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment // The Journal of Finance. — 2000. — Vol. 55(1). — P. 35–80.
16. Rudolph C., Schwetzler B. Conglomerates on the rise again? A cross-regional study on the impact of the 2008–2009 financial crisis on the diversification discount // Journal of Corporate Finance. — 2013. — Vol. 22. — P. 153–165.
17. Schweizer D., Nartey L. J. Green bonds: Myths and reality // The Journal of Fixed Income. — 2019. — Vol. 29(2). — P. 22–33.
18. Shin H.-H., Stulz R. M. Are internal capital markets efficient? // Quarterly Journal of Economics. — 1998. — Vol. 113(2). — P. 531–552.
19. Tang D. Y., Zhang Y. Do shareholders benefit from green bonds? // Journal of Corporate Finance. — 2020. — Vol. 61. — Art. 101427.
20. Villalonga B. Does diversification cause the "diversification discount"? // Financial Management. — 2004. — Vol. 33(2). — P. 5–27.

21. Zerbib O. D. The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds // *Journal of Banking & Finance*. — 2019. — Vol. 98. — P. 39–60.
22. Climate Bonds Initiative. Sustainable Debt: Global State of the Market 2023. — London: CBI, 2024. — 68 p.
23. European Commission. EU Taxonomy for sustainable activities. — Brussels: EC, 2020. — URL: <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities>.
24. IFRS Foundation. IFRS S2 Climate-related Disclosures. — London: ISSB, 2023. — 64 p.
25. UNEP Finance Initiative. Principles for Responsible Banking: Guidance Document. — Geneva: UNEP FI, 2020. — 52 p.
26. Battiston S., Mandel A., Monasterolo I., Schütze F., Visentin G. A climate stress-test of the financial system // *Nature Climate Change*. — 2017. — Vol. 7(4). — P. 283–288.
27. Cheng B., Ioannou I., Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance // *Strategic Management Journal*. — 2014. — Vol. 35(1). — P. 1–23.
28. Кравченко М. В. Механізми зеленого фінансування в умовах трансформації фінансових ринків // *Фінанси України*. — 2022. — № 5. — С. 62–79.
29. Лук'яненко Д. Г., Поручник А. М. Управління корпоративними фінансами в умовах сталого розвитку. — Київ: КНЕУ, 2021. — 348 с.
30. Охрименко І. В., Семенченко Г. А. ESG-трансформація корпоративного управління: виклики та можливості для вітчизняних компаній // *Вісник ХНЕУ ім. С. Кузнеця*. — 2023. — № 2. — С. 44–58.
31. Хомутенко В. П., Коваль В. В. Стратегії формування фінансових ресурсів диверсифікованих корпоративних структур у системі зелених фінансів // *Економіка та суспільство*. — 2023. — № 56. — DOI: 10.32782/2524-0072/2023-56-34.
32. Буряк П. Ю., Карпінська Г. В. Розподіл прибутку підприємств в умовах сталого розвитку: теорія і практика. — Львів: ЛНУ ім. Івана Франка, 2020. — 224 с.