



Экономика устойчивого развития

Научная статья

УДК 336.63

DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2025.1/12869>

JEL: C12; C51; G17; G31; G35

ESG-анализ в системе инвестиционной оценки бизнеса

О. В. Ефимова¹

¹ Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Ленинградский пр., 49, 125993 (ГСП-3), Москва, Российская Федерация

Предмет. Важность учета влияния ESG-факторов при принятии инвестиционных решений получает все большее признание. В то же время большинство практических подходов к оценке бизнеса опирается на финансовые метрики. Необходимость разработки рекомендаций по учету финансового влияния ESG-рисков и возможностей на стоимостную оценку бизнеса обусловила актуальность данного исследования.

Цели. Комплексное исследование проблемы учета взаимосвязи ESG-факторов и ключевых финансовых показателей при обосновании стоимости бизнеса.

Методология. В работе использовались методы сравнительного, логического и финансового анализа. Анализ полноты и доступности информации корпоративной отчетности для практического решения проблемы ESG-интеграции был произведен на основании отчетов об устойчивом развитии российских компаний нефтегазовой и металлургической промышленности.

Результаты. Проведенное исследование позволило предложить принципиальный подход для учета ESG-факторов при определении стоимости бизнеса, основанный на результатах анализа цепочки создания ценности, определении критериев существенности воздействия, оценке характера и продолжительности воздействия на ключевые финансовые метрики, отборе существенной информации, количественной оценке финансовых последствий такого влияния на стоимость.

Выводы. Полученные результаты и сделанные рекомендации позволяют систематизировать и развивать аналитические процедуры инвестиционной оценки бизнеса. Учитывая выявленные принципиальные различия в оценках влияния ESG-факторов на бизнес и его стоимость, предлагаемый подход позволяет инвесторам и иным заинтересованным сторонам принимать индивидуальные решения относительно привлекательности конкретных инвестиций.

Ключевые слова: ESG-риски, ESG-интеграция, инвестиционный анализ, оценка бизнеса.

Для цитирования: Ефимова, О. В. (2025). ESG-анализ в системе инвестиционной оценки бизнеса. *Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление*, (1), 18–31. DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2025.1/12869>



Emerging Economies and Sustainable Development

Original article

UDC 336.63

DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2025.1/12869>

JEL: C12; C51; G17; G31; G35

ESG-analysis in the business investment valuation system

O. V. Efimova¹

¹ Financial University under the Government of the Russian Federation, 49 Leningradsky Ave., 125993, Moscow, Russian Federation

Subject. The importance of taking into account the impact of ESG factors in the investment decision-making is increasingly recognized. Meanwhile, the majority of practical approaches to business valuation still rely on financial indicators. The relevance of this study is determined by the need for developing recommendations on how to factor the financial impact of ESG risks and opportunities on the business valuation.

Purposes. A comprehensive study of the problem of ESG factors and key financial indicators relationship consideration when justifying business value.

Methodology. The methods of comparative, logical and financial analysis were used. The analysis of the completeness and accessibility of corporate reporting data for the practical solution of the ESG integration problem was conducted based on sustainability reports of Russian Oil&Gas and metallurgical companies.

Results. The conducted research allowed us to propose a principled approach for integrating ESG factors into business valuation based on the results of the value chain analysis, the impact materiality criteria determination, the assessment of the nature and duration of ESG impacts on the key financial indicators, the selection of material information and the quantification of the financial effect on business value.

Conclusions. The findings and recommendations allow to systematise and develop analytical procedures for investment business valuation. Given the fundamental differences in assessing the impact of ESG factors on business and its value, the proposed approach enables investors and other stakeholders to make individual decisions regarding the attractiveness of particular investments.

Key words: ESG risks, ESG integration, investment analysis, business valuation.

For citation: Efimova, O. V. (2025). ESG analysis in the business investment valuation system. *Proceedings of Voronezh State University. Series: Economics and Management*, (1), 18–31. DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2025.1/12869>

Введение

Факторы устойчивого развития (ESG) представляют собой фундаментальные условия, определяющие долгосрочные перспективы компаний. В то же время данные факторы зачастую оказывают разнонаправленное воздействие на финансовые показатели компаний. Например, компании с высоким уровнем выбросов вынуждены нести дополнительные расходы в условиях ужесточения экологических норм. При этом компании, демонстрирующие (в том числе через ESG-рейтинги) хорошие экологические, социальные и управленические показатели, имеют возможность повысить ценность и долговечность своих брендов и получить преимущество перед конкурентами на рынке, что, в свою очередь, влияет на финансовые результаты деятельности. Надлежащий экологический менеджмент и практика социальной ответственности способствуют снижению правовых и регуляторных рисков компании и позволяют избежать убытков, вызванных экологическими авариями и социальными спорами. Эффективная структура управления и ее прозрачность способствуют внутренней стабильности компании и соответствуя требованиям заинтересованных сторон, снижая вероятность наступления и реализации рисков корпоративных нарушений и скандалов.

«Результаты стресс-тестирования переходных климатических рисков, проведенного Банком России в 2024 году, свидетельствуют о том, что треть крупнейших нефинансовых компаний в отсутствие проактивной адаптации к энергопереходу могут столкнуться со значительным ухудшением своего финансового положения на горизонте 2030–2040 годов»¹. Управление данными группами рисков позволяет снизить неопределенность для инвесторов, укрепить их доверие к компании, что в итоге обеспечивает рост ее стоимости.

Обеспечение эффективного управления факторами устойчивого развития может снизить существующие и потенциальные риски в результате комплексного подхода к риск-менеджменту, интегрирующего ESG-риски в общую систему корпоративного управления. Неслучайно в последнее время все большее развитие наряду с финансовой, правовой и

налоговой оценкой компании, предваряющей, как правило, инвестиционные решения о покупке бизнеса, получает ESG Due Diligence², ориентированный на выявление рисков в области ESG.

Хорошо известно, что уровень оцениваемых рисков является отправной точкой при обосновании требуемой нормы доходности от инвестиций. Таким образом, результаты анализа рисков и эффективности деятельности в области ESG могут напрямую повлиять на уровень ее стоимостной оценки, а важность ESG-факторов при принятии инвестиционных решений получает все более широкое признание (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). Учет финансовой существенности ESG-факторов позволяет более объективно обосновывать инвестиционные решения, помогая инвесторам и аналитикам оценить фундаментальную стоимость компании (Cornell, 2021; Cornell & Damodaran, 2020; Giese et al., 2019). Компании обычно раскрывают информацию о своей деятельности по трем основным категориям: окружающая среда, социальная сфера и корпоративное управление. С точки зрения компании деятельность в этих областях требует вложений средств, поэтому возникает важный вопрос о финансовой целесообразности таких инвестиций и распределении ресурсов.

Следует отметить, что сложившиеся традиционные подходы к разработке финансовых моделей оценки бизнеса ориентированы преимущественно на финансовые показатели и метрики и в большинстве игнорируют влияние ESG-факторов на создание или разрушение стоимости в долгосрочной перспективе. В то же время имеются многочисленные исследования, свидетельствующие о том, что ESG и стоимостная оценка бизнеса неразрывно связаны (Giese et al., 2019; Gillan et al., 2021; Li, 2024; Signori et al., 2021). Это создает предпосылки для выявления областей пересечения данных важнейших сфер управления процессом создания стоимости с целью определения фундаментальной стоимости бизнеса на основе интегрированной оценки влияния на нее финансовых и ESG-драйверов. Интегрированная с ESG-факторами финансовая модель, позволяющая оценивать компанию с учетом

¹ URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/172320/analytic_note_20250204_dfs.pdf

² URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/ch/pdf/esg-due-diligence-mergers-acquisitions.pdf.coredownload.inline.pdf>

различных сценариев, создает условия для оптимизации соотношения риска и доходности, а также повышения обоснованности инвестиционных решений. Цель данной статьи состоит в комплексном исследовании проблемы учета взаимосвязи ESG-факторов и ключевых финансовых показателей при обосновании фундаментальной стоимости бизнеса в интересах принятия обоснованных инвестиционных решений. Достижение поставленной цели предполагает выполнение таких задач исследования, как обзор литературы, позволяющий оценить уровень разработанности проблемы комплексного учета влияния ESG-факторов на стоимость оценку бизнеса; анализ стандартов учета, корпоративной отчетности, финансового моделирования; непосредственный анализ корпоративных отчетов российских компаний для оценки доступности данных, необходимых для ESG-интеграции.

Обзор предшествующих работ

В последние десятилетия взаимосвязь между ESG и финансовыми показателями остается предметом исследований и постоянных дискуссий. О наличии взаимосвязи между различными аспектами устойчивого развития и финансовой эффективностью компании писали такие авторы, как Li (2024), Xie et al. (2019), Xu (2023), которые подчеркивали, что ESG-факторы не просто влияют на имидж компании в области устойчивого развития и социальной ответственности, но и более тесно связаны с инвестиционной оценкой стоимости бизнеса. В работах Giese et al. (2019), Khan et al. (2020), Zerbib (2022) отмечается, что при учете финансово значимых ESG-факторов оценка стоимости компании может существенно измениться.

Еще до появления термина ESG вопрос о влиянии социально ответственного поведения на финансовые показатели являлся предметом активных дискуссий. Две основные школы принципиально расходятся во мнениях относительно целей управления фирмой. Теория акционерной стоимости утверждает, что единственной целью фирмы является максимизация стоимости для акционеров при соблюдении правовых норм общества (Friedman, 1970). Напротив, теория заинтересованных сторон предполагает, что у фирмы есть обязательства как перед своими акционерами, так и перед другими заинтересованными

сторонами, включая сотрудников, поставщиков, клиентов, местные сообщества и многих других (Freeman & McVea, 2001). Соблюдение этих обязательств создает возможности привлечения стоимости бизнеса в том числе и для самих акционеров (собственников) через корпоративную систему управления рисками и возможностями (Signori et al., 2021). Эти противоположные взгляды на ответственность бизнеса приводят к тому, что концепция ESG воспринимается в зависимости от занимаемой позиции как разрушающая или создающая ценность. События самых последних лет стали подтверждением разнонаправленности влияния данных подходов на принимаемые стратегические решения во всем мире.

Сторонники концепции устойчивого развития полагают, что социально ответственное поведение бизнеса вознаграждается и создает ценность (Батехин, 2024; Козлова, 2023). Критики концепции утверждают, что обнаруженная связь финансовой и ESG-эффективности является результатом того, что успешно работающие компании располагают избыточными ресурсами для инвестирования в ESG-проекты. В исследовании Pedersen et al. (2021) сделан вывод о том, что корпоративное управление является единственным аспектом в области ESG, способным создать существенную дополнительную доходность.

Cornell & Damodaran (2020) утверждают, что стоимость бизнеса зависит от таких факторов, как рост выручки, операционная рентабельность, эффективность инвестиций и риски. Первые три фактора оказывают влияние на денежные потоки, четвертый – на требуемую норму доходности. Эффективность в области ESG (удовлетворенность клиентов, устойчивость поставок и т. д.) положительно повлияет как на денежный поток, так и на факторы риска, что приведет к росту стоимости бизнеса. Опираясь на указанные финансовые драйверы стоимости, авторы показывают, каким образом ESG-аспекты могут воздействовать на них и, следовательно, на справедливую стоимость компаний.

Принято считать, что более высокий риск снижает ценность фирмы. Исходя из этого, ученые утверждают, что стоимость капитала для фирм с низким ESG-рейтингом увеличивается (следовательно, возрастает и требуемая норма отдачи на вложенный капитал) и, наоборот, снижается у компаний, демонстриру-

ющих высокую эффективность в области ESG (Cornell & Damodaran, 2020; Giese et al., 2019; Zerbib, 2022). Это приводит к более высокой относительной оценке стоимости компаний, успешно управляющих ESG-рискаами. Если у компании нет стратегии удовлетворения требований стейкхолдеров и она не может управлять рисками цепочки создания ценности и контролировать их, она в большей степени подвержена ESG-рискаам, которые способны переходить в риски финансовые: кредитные, ликвидности, рыночные. Стоимость капитала у таких компаний растет, и, следовательно, падает стоимость бизнеса.

Связь стоимости капитала и ESG-эффективности рассматривается в ряде работ (Батеин, 2024; Li, 2024; Zerbib, 2022). Hoelscher et al. (2024) предлагают скорректировать стоимость собственного капитала, чтобы отразить различия в ESG-риске отдельных компаний. Если компания подвержена значительным ESG-рискаам, то стоимость собственного капитала в модели ее оценки должна соответствующим образом возрасти. Аналогичным образом, если компания имеет минимальный ESG-риск, то это должно быть отражено в виде снижения стоимости капитала. Иными словами, авторами предлагается модифицированный подход к применению известной модели стоимости капитальных активов (CAPM), традиционно используемой для определения стоимости собственного капитала:

$$E(R_i) = R_F + \beta(E(R_M) - R_F) + E(R_{ESG}), \quad (1)$$

где $E(R_i)$ – ожидаемая доходность i -й акций; R_F – безрисковая ставка; β – чувствительность доходности i -й акций к изменениям рыночной доходности; $E(R_M)$ – ожидаемая рыночная доходность; $E(R_{ESG})$ – ожидаемые корректировки, связанные с влиянием ESG-рисков, как характеристика специфических рисков компании, рекомендуемых к учету при определении стоимости собственного капитала.

Следующая проблема состоит в количественной оценке корректировок. Для ее решения необходимо изучить взаимосвязь между ESG-рискаами и стоимостью капитала. В результате эконометрических исследований авторами (Gillan et al., 2021; Zerbib, 2022) был сделан вывод о том, что более высокие оценки ESG-рисков приводят к росту стоимости собственного капитала (требуемой отдачи на капитал) (Gillan et al., 2021; Zerbib, 2022). Пред-

лагаемый эмпирический подход позволяет количественно оценить ESG-риск, который следует добавить (или вычесть) к стоимости собственного капитала при использовании модели ценообразования капитальных активов (CAPM).

Похожим способом учета ESG-рисков в стоимости капитала является ее корректировка на базе ESG-рейтингов (Gillan et al., 2021). Предлагается разделить компании отрасли на лидеров, средних и отстающих в соответствии с их рейтингом ESG, а затем определить средние бета-коэффициенты для каждого кластера (Gillan et al., 2021). Эти средние бета-коэффициенты используются в качестве ориентира для оцениваемой компании. Помимо стоимости собственного капитала ESG-факторы влияют на стоимость заемных средств, которая также может быть ниже для компаний, демонстрирующих большую способность управлять ESG-рискаами. В результате устойчивые компании получают более выгодные варианты финансирования в виде более низких процентных платежей или кредитных спредов.

Кроме того, было обнаружено, что ESG-риски коррелируют с состоянием рынка. В периоды экономического спада инвесторы не склонны к риску и предпочитают портфель с низким уровнем риска, в котором преобладают акции с высоким ESG-рейтингом. В периоды экономического роста ситуация существенно меняется. Более того, влияние ESG-факторов на результаты деятельности компании зависит от этапа жизненного цикла ее развития. При этом инвестиции в реализацию ESG-инициатив редко дают отдачу в краткосрочной перспективе, что, несомненно, отразится на ключевых финансовых показателях: прибыли, рентабельности, денежных потоках (Freiberg et al., 2019). Поэтому, сопоставляя краткосрочные затраты с долгосрочными финансовыми выгодами, важно понимать, что практика ESG является долгосрочной инвестицией (Freiberg et al., 2019).

Исходя из тезиса о том, что компании с высоким ESG-рейтингом менее рискованы, что обуславливает более низкую требуемую доходность и, следовательно, увеличивает стоимость бизнеса (и наоборот), можно утверждать, что наличие системного подхода к учету и анализу ESG-факторов при определении справедливой стоимости имеет первостепен-

ное значение для разработки инвестиционной стратегии.

Отправной точкой для обоснованного включения ESG-индикаторов в финансовую модель оценки стоимости является оценка существенности отобранных для анализа и дальнейшей интеграции ESG-тем и конкретизирующих их показателей (Батехин, 2024; Ефимова, 2023а). Учитывая во многих случаях качественный и субъективный характер ESG-оценок, например в отношении полноты соблюдения требований заинтересованных сторон, определение существенных ESG-факторов имеет ключевое значение для обоснования соответствующих корректировок и устранения неопределенности при разработке финансовых моделей.

Сложность проблемы состоит в том, что существенность отдельных ESG-факторов имеет как отраслевую, так и корпоративную специфику, зависит от временного диапазона принимаемых решений, непосредственно применяемого подхода к определению существенности (Ефимова, 2023а), что делает необходимым их индивидуальный анализ в каждом конкретном случае. Некоторые ESG-факторы, в частности требования экологического законодательства или необходимость удержания персонала и связанный с этим рост капитальных затрат и операционных расходов, способны оказать негативное влияние на финансовые показатели в краткосрочном плане, но могут иметь долгосрочное положительное воздействие в результате минимизации рисков. Таким образом, отбор, анализ и оценка существенных данных являются основой для включения факторов ESG в стоимостную оценку бизнеса.

Несмотря на то, что различные ESG-асpekты так или иначе учитываются многими корпорациями в своих стратегиях, одной из основных проблем остается отсутствие универсальных стандартизованных правил оценки ESG-эффективности и ее значимости для характеристики финансовой эффективности конкретной компании (Рожнова, 2023; Amel-Zadeh & Serafeim, 2018).

Существующий разрыв между информацией, раскрываемой в отчетах об устойчивом развитии, и финансовой отчетностью привел к устоявшемуся убеждению о том, что ESG-метрики носят нефинансовый характер. Однако исследования и непосредственный практиче-

ский опыт доказывают наличие существенных финансовых последствий влияния ESG-факторов. Более того, в фундаментальной работе (Freiberg et al., 2019) обосновывается и раскрывается путь, который проходит изначально нефинансовая информация, становясь финансово значимой. В этой связи трудно не согласиться с позицией Международного совета по стандартам оценки (International Valuation Standards Council (IVSC))³, подчеркивающего важность признания ESG-данных в качестве «предфинансовой», а не «нефинансовой» информации.

Анализ литературы позволяет выделить достаточное количество источников, указывающих на существование взаимосвязи финансовых и ESG-данных. В то же время обращает на себя внимание весьма ограниченный объем исследований, предлагающих подходы к решению вопроса о том, каким образом следует включить ESG-данные в оценку стоимости компании, как указывает Gillan et al. (2021). Это представляет собой одну из основных проблем, с которыми сталкиваются инвестиции, связанные с ESG.

Распространенным подходом к оценке стоимости бизнеса является метод дисконтированных денежных потоков. Данный подход базируется на двух основных способах включения ESG-факторов в финансовую модель. Первый – это прогнозирование того, как ESG-факторы повлияют на будущие денежные потоки; второй предполагает корректировку ставки дисконтирования этих денежных потоков (Cornell & Damodaran, 2020; Zerbib, 2022).

Таким образом, проведенный анализ академической литературы подтвердил основной тезис о том, что ESG-факторы способны оказывать существенное финансовое воздействие на стоимость бизнеса, что требует их идентификации, анализа и оценки влияния. Игнорирование данного принципа может привести к разрыву между финансовыми метриками, традиционно используемыми в моделях оценки стоимости, и справедливой оценкой бизнеса.

Методология исследования

Цель данного исследования была сформулирована на основе предварительной

³ IVSC Perspective Paper. ESG & Real Asset Valuation: Sharpening the focus, not reinventing the wheel (2024). International Valuation Standards Council (IVSC). URL: <https://www.ivsc.org/about/>

постановки задач и анализа круга вопросов, включающих:

1) обзор академической литературы с целью характеристики уровня разработанности проблемы в исследованиях ведущих ученых в области стоимостного анализа и ESG-интеграции и уже имеющихся научных результатов;

2) выявление и отбор ключевых проблем, решение которых является наиболее значимым для обеспечения комплексного учета влияния ESG-факторов на стоимостную оценку бизнеса;

3) анализ стандартов бухгалтерского учета, корпоративной отчетности, финансового моделирования, оценки бизнеса с целью выявления их непротиворечивости для решения проблемы ESG-интеграции;

4) анализ корпоративных отчетов публичных компаний нефтегазовой и металлургической промышленности для оценки полноты и доступности данных для практического решения проблемы учета ESG-факторов в стоимостной оценке;

5) разработку рекомендаций на основании проведенного исследования.

С целью выявления релевантной и доступной информации, необходимой для интеграции ESG-факторов в оценку стоимости бизнеса, были использованы:

– данные корпоративной отчетности российских публичных компаний, составленной на основе ведущих международных стандартов: МСФО по отчетности в области устойчивого развития (The International Sustainability Standards Board, ISSB)⁴, Глобальной инициативы по отчетности, (Global Reporting Initiative, GRI)⁵, Концептуальных основ интегрированной отчетности, представленных на сайте Библиотеки корпоративных нефинансовых отчетов РСПП⁶ за периоды с 2021 по 2023 г.;

– результаты аналитических исследований ведущих рейтинговых агентств, а также Банка России, в частности Мониторинг климатических и экологических стратегий крупнейших российских нефинансовых компаний за 2021–2024 гг.⁷

⁴ URL: <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/>

⁵ URL: <https://www.globalreporting.org/>

⁶ URL: <https://rspp.ru/tables/non-financial-reports-library/>

⁷ Банк России. Мониторинг климатических и экологических стратегий крупнейших российских нефинансовых компаний за 2024 год. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/172320/analytic_note_20250204_dfs.pdf

Результаты исследования

Традиционные модели оценки бизнеса опираются на финансовые метрики и, как правило, не учитывают ESG-факторы. В то же время растущая значимость и финансовая существенность данных факторов обуславливает необходимость их комплексного анализа в процессе оценки бизнеса.

Существует три основных подхода к оценке бизнеса: доходный, сравнительный (рыночный) и затратный подход. Доходный подход определяет справедливую стоимость путем преобразования будущих денежных потоков в текущую стоимость; рыночный подход сравнивает компании с аналогичными условиями бизнеса и сопоставимыми рисками; затратный подход заключается в оценке бизнеса с точки зрения понесенных затрат. На рис. 1 представлены драйверы создания и оценки стоимости при использовании доходного и рыночного подходов.

Среди указанных методов наиболее широко используемым является доходный подход (модель дисконтированных денежных потоков, DCF). В основе DCF-модели лежит определение будущих денежных потоков и ставки дисконтирования, отражающей риски, связанные с получением этих денежных потоков.



Рис. 1. Финансовые драйверы создания стоимости бизнеса

В зависимости от целей анализа оцениваемый денежный поток может быть определен как свободный денежный поток для фирмы (FCFF), т. е. денежный поток, доступный держателям долговых обязательств и собственникам, либо как свободный денежный поток для собственников (FCFE).

Формулы определения данных важнейших финансовых метрик хорошо известны и широко применяются в инвестиционном анализе⁸:

$$FCFF = SalesRev. - OpEx + DA - \Delta NWC - T - CapEx, \quad (2)$$

$$FCFF = SalesRev. - OpEx + DA - \Delta NWC - T - CapEx - NetBorrowings - Int, \quad (3)$$

где *SalesRev.* – выручка; *OpEx* – операционные расходы; *DA* – амортизация и иные неденежные расходы; ΔNWC – изменение в чистом рабочем капитале; *T* – налоговые платежи; *CapEx* – капитальные вложения; *Int* – уплаченные проценты; *NetBorrowings* – разность между

⁸ Вместе с тем поскольку показатели свободных денежных потоков относятся к так называемым альтернативным показателям и порядок их определения строго не регламентирован, на практике могут применяться модифицированные формулы расчета, различающиеся в том числе способами учета уплаченных и полученных процентов и др.

привлеченными и погашенными долговыми обязательствами в конкретные прогнозируемые периоды времени.

Таким образом, свободный денежный поток зависит от способности бизнеса приносить выручку, зарабатывать прибыль, осуществлять инвестиции в активы и получать отдачу от них в условиях неопределенности и риска. Это согласуется с четырьмя драйверами создания ценности, описанными Cornell & Damodaran (2020). Движущей силой создания денежного потока является рост выручки. Соотношение операционных доходов и расходов, т. е. операционная эффективность бизнеса является следующим драйвером. Анализ эффективности инвестиций позволяет оценить, какой объем вложений в активы необходим для получения определенного дохода. Оцениваемые риски определяют требуемую норму доходности и, следовательно, влияют на дисконтированную стоимость актива (бизнеса).

Указанные финансовые драйверы стоимости в большей или меньшей степени испытывают влияние ESG-факторов. Направления и примеры таких воздействий на ключевые финансовые драйверы (выручку, инвестиции, чистый оборотный капитал, стоимость финансирования) представлены на рис. 2. Прак-

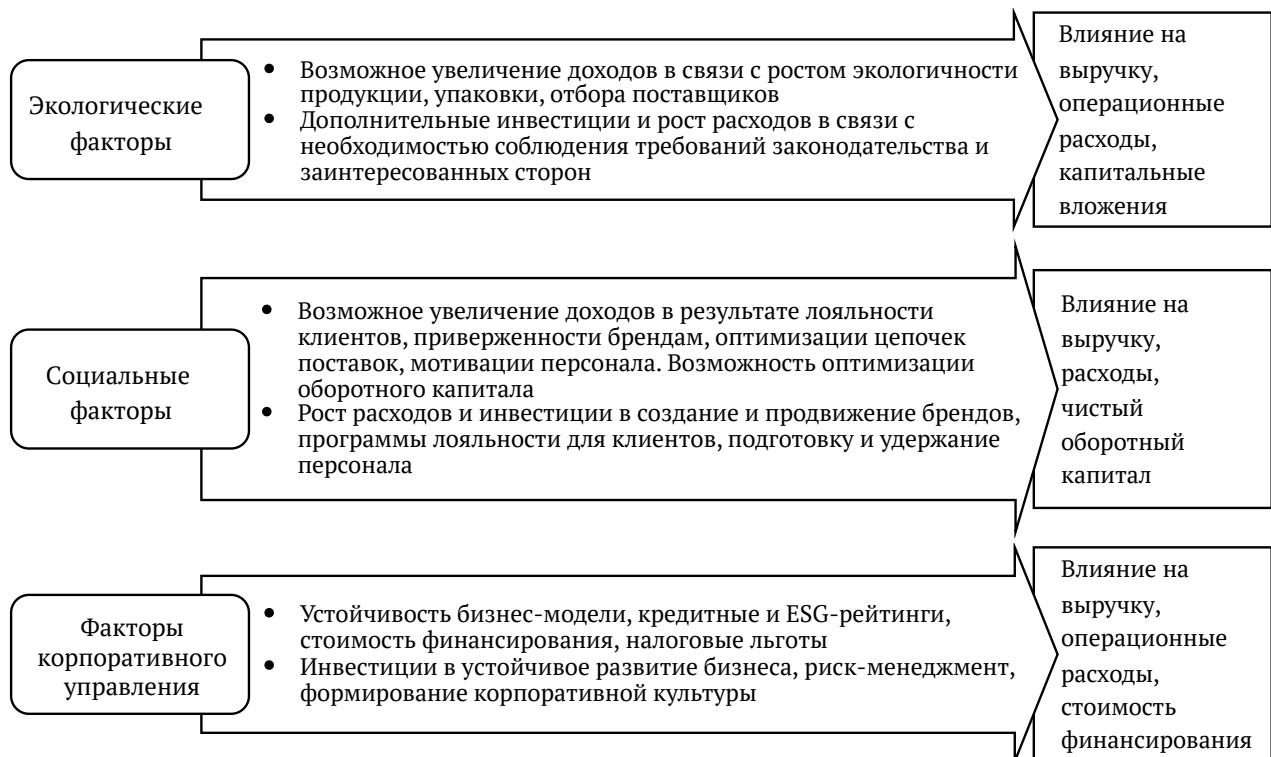


Рис. 2. Предпосылки воздействия ESG-факторов на ключевые финансовые драйверы создания стоимости

тические примеры раскрытий можно найти в корпоративных отчетах компаний, например в Отчете об устойчивом развитии холдинга «Металлоинвест»⁹.

В зависимости от отраслевой принадлежности и других специфических факторов учет различных ESG-аспектов при оценке их влияния на денежные потоки будет различаться. Так, при анализе компаний металлургической и нефтегазовой отраслей наибольшие корректировки денежных потоков, очевидно, будут связаны с экологическими аспектами, например дополнительными инвестициями в технологии сокращения выбросов углекислого газа для соблюдения все более ужесточающихся требований экологического законодательства. В отличие от этого при оценке компаний ритейла в число первоочередных для рассмотрения войдут социальные факторы удовлетворенности клиентов, безопасности продукции, устойчивости цепочки поставок.

Практически на каждом этапе DCF-анализа может потребоваться специальная коррек-

тировка, чтобы обеспечить надлежащий учет фактов и обстоятельств, связанных с ESG-характеристиками рассматриваемого бизнеса. Чем большее влияние способны оказывать ESG-факторы на будущие денежные потоки и/или стоимость капитала, тем более необходимым становится их учет при оценке финансовой эффективности и стоимости бизнеса.

Данный факт делает необходимым предварительный анализ бизнеса с целью выявления ключевых драйверов создания стоимости, рисков и возможностей. Результаты анализа позволяют аналитикам составить мнение о способности компании контролировать риски и принимать решения в связи с определенными ESG-проблемами. Далее они должны быть согласованы с результатами финансового анализа для формирования комплексного заключения о влиянии различных ESG-факторов на цепочку создания стоимости и устойчивость бизнес-модели, включая условия роста выручки, потребность инвестирования в чистый оборотной капитал, основные средства и нематериальные активы, стабильность получения и достаточность денежного потока для обслуживания долга и выплат инвесторам, как это показано на рис. 3.

⁹ Металлоинвест. Отчет об устойчивом развитии. 2023. С. 290. URL: https://www.metalloinvest.com/upload/iblock/fad/our_rus_final.pdf



Рис. 3. Принципиальный подход к выявлению, анализу влияния и интеграции значимых ESG-факторов в оценку стоимости бизнеса

Возможность и полнота учета ESG-факторов при оценке бизнеса зависит от качества имеющихся данных. Поэтому после отбора существенных ESG-факторов определяются потенциальные источники информации, которые могут быть использованы для обоснования параметров стоимостного анализа, включая сбор данных из доступных источников, оценку их надежности, полноты и непротиворечивости.

На следующем этапе осуществляется преобразование результатов анализа, которые в основном имеют качественные характеристики, в количественные метрики для оценки. Для этого аналитики выполняют следующие действия: оценку вероятности реализации событий и их финансовых последствий, например «высокая», «средняя», «умеренная», «низкая»; оценку временного горизонта воздействия, например «долгосрочный», «среднесрочный», «краткосрочный»; определение показателей для количественной оценки воздействия на ключевые финансовые показатели.

Для того чтобы оценить и спрогнозировать влияние ESG-факторов на будущие денежные

потоки, могут проводиться дополнительные аналитические процедуры в виде стресс-тестирования и анализа чувствительности. Использование инструментов интеллектуального анализа данных, в том числе имитационного моделирования, машинного обучения и нейронных сетей, позволяет расширить инструментарий инвестиционной оценки бизнеса и повысить обоснованность решений о существенности влияния на нее ESG-рисков и возможностей (Королева, 2022).

После проведения количественной оценки аналитики получают необходимые переменные для интеграции ESG-факторов в прогнозируемые денежные потоки.

Иллюстративный пример расчета свободного денежного потока с учетом влияния ESG-факторов в конкретный прогнозируемый период представлен в таблице.

Следует обратить внимание на то, что состав финансовых показателей и оценка влияния на них ESG-факторов могут различаться в каждом конкретном случае принятия инвестиционных решений.

Таблица
Корректировочная таблица для оценки влияния ESG-факторов на денежные потоки (млн руб.)

| Денежный поток | Первоначальная оценка | Воздействующие ESG-факторы | Корректировка | Скорректированное значение | Комментарий |
|---------------------------------------|-----------------------|----------------------------|---------------|----------------------------|---|
| Выручка | 75 000 | S | (2500) | 69 400 | Влияние санкционных ограничений на сокращение экспортной выручки |
| | | E, S | (3100) | | Снижение спроса на углеродоемкие товары и услуги |
| Операционные расходы, OpEx | (45 000) | E | 3200 | (50 000) | Рост эксплуатационных расходов |
| | | S | 1800 | | Рост расходов на охрану труда и технику безопасности |
| Инвестиции в чистый оборотный капитал | (5500) | S | 2700 | (9300) | Рост запасов в результате усложнения логистических цепочек |
| | | S | 1100 | | Рост продолжительности расчетов покупателями и заказчиками |
| Капитальные вложения, CapEx | (11 500) | E | 2700 | (14 200) | Инвестиции на поддержание и защиту активов от деградации и разрушения |
| Налоговые платежи | (1800) | G | 450 | (1350) | Льготы по налогу на прибыль |
| Амортизация | 10 000 | E | 1150 | 11 500 | Рост амортизационных расходов |
| Свободный денежный поток, FCF | 21 200 | E, S, G | – | 6050 | – |

Результат дисконтирования скорректированных денежных потоков позволяет определить чистую приведенную стоимость проекта (NPV) или стоимость бизнеса (EV) с учетом влияния ESG-факторов.

Наряду с корректировкой прогнозируемых свободных денежных потоков другим способом интеграции ESG-рисков является их учет в ставке дисконтирования. Согласно концепции соотношения риска и доходности более высокому уровню риска должна соответствовать большая доходность на вложенный капитал, что отражается в скорректированной на риск ставке дисконтирования. Практика включения ESG-фактора в ставку дисконтирования заключается в добавлении премии за риск при низких оценках (ESG-рейтингах), что приводит к снижению стоимостной оценки бизнеса. В случае если компании демонстрируют высокую ESG-эффективность, делается вывод о том, что они менее уязвимы к меняющимся рыночным условиям. Требуемая доходность и, следовательно, стоимость капитала в этом случае будет снижаться, что, в свою очередь, приведет к увеличению стоимостной оценки бизнеса.

При включении ESG-рисков в ставку дисконтирования важно не допускать их двойной учет. В частности, экологические риски могут являться одним из компонентов отраслевых рисков, уже учтенных при определении бета-коэффициента в модели стоимости собственного капитала (см. формулу (1)). Следовательно, включение премии за ESG-риски в ставку дисконтирования должно осуществляться с учетом результатов анализа региональных и отраслевых особенностей функционирования организации, а также специфики ее деятельности.

Обсуждение результатов

В отсутствие универсального руководства или стандарта цель исследования состояла в том, чтобы предложить принципиальный подход для учета ESG-факторов при определении фундаментальной (справедливой) стоимости бизнеса. Оценка количественного воздействия таких рисков и возможностей с помощью предлагаемого систематизированного подхода является следующим шагом на пути к целостному пониманию и отражению влияния ESG-факторов на ключевые драйверы создания стоимости.

Разработка поэтапной системы ESG-интеграции при оценке бизнеса включает определение ESG-факторов, которые имеют существенное влияние на ключевые финансовые метрики; анализ характера и продолжительности их воздействия; сбор и обработку существенной информации; выбор способов количественной оценки финансовых последствий такого влияния; саму оценку стоимости.

Для надлежащей количественной оценки воздействия ESG-факторов требуется глубокое понимание бизнеса, а также наличие актуальной информации, предоставляемой как самими компаниями, так и внешними сторонами, включая рейтинговые агентства.

В настоящее время основными источниками ESG-информации являются корпоративные отчеты компаний, данные рейтинговых агентств, публикующих различные ESG-рейтинги и ранкings, ресурсы информационно-аналитических систем, представляющих стандартизованные ESG-метрики и сводные индексы. Несмотря на достигнутый прогресс в области подготовки и раскрытия такой информации заинтересованным сторонам, остается нерешенным ряд проблем, связанных с актуальностью, надежностью и полнотой ESG-данных, их соответствием показателям финансовой отчетности, что создает барьеры для их активного использования в инвестиционном анализе (Ефимова, 2023а; Рожнова, 2023).

Отдельным вопросом, требующим специального исследования, является проблема использования ESG-рейтингов для обоснования решений по определению стоимости бизнеса. Как показал проведенный анализ литературы, ряд исследователей рассматривает результаты присвоения ESG-рейтингов в качестве базы для корректировки ставки дисконтирования (Ефимова, 2023б; Berg et al., 2022; Dimson et al., 2020), что напрямую влияет на определяемую стоимость бизнеса.

С одной стороны, присвоение ESG-рейтингов позволяет сформировать непредвзятую внешнюю оценку деятельности компаний, избежать информационной асимметрии и потенциального введения в заблуждение. В то же время в силу существующих различий в методологических подходах отдельных рейтинговых агентств к отбору показателей, балльной оценки их значимости, используемых источников информации возникает вопрос о

том, каким образом обеспечить согласованность между различными ESG-рейтингами и на такой основе использовать эти данные для принятия инвестиционных решений.

Решение указанных проблем требует от ключевых заинтересованных сторон совместных и системных усилий для обеспечения условий, способствующих надлежащей подготовке, раскрытию и контролю достоверности информации, а также развитию аналитических инструментов моделирования и оценки рисков.

В целях интеграция ESG-факторов в разрабатываемую на основе DCF-подхода финансовую модель необходимо оценить характер и существенность их воздействия на ключевые параметры (денежные потоки и/или ставку дисконтирования). К числу важнейших аспектов, являющихся предметом анализа и последующих решений, относятся вопросы влияния ESG-факторов на способность бизнеса приносить доход и обеспечивать непрерывность деятельности, возможности создания потенциала роста, обусловленного ESG-характеристиками по сравнению с иными бизнес-моделями на рынке. В процессе анализа необходимо выяснить: будут ли ESG-факторы сокращать или продлевать прогнозируемый период движения денежных средств от основной деятельности? Как они повлияют на эксплуатационные расходы и затраты на техническое обслуживание? Включает ли DCF-анализ необходимые капитальные затраты, связанные с влиянием ESG-факторов? Изменится ли под влиянием таких инвестиций срок полезного использования активов, и как это, в свою очередь, скажется на ключевых параметрах финансовой модели, в том числе на суммах амортизации и налоговых платежах?

Важно подчеркнуть, что для проблемы ESG-интеграции не существует универсального решения, значимость тех или иных факторов обуславливается прежде всего отраслевой принадлежностью, особенностями бизнес-модели, стратегией развития и иными специфическими условиями, в том числе временного характера, что необходимо учитывать при разработке методов корректировки традиционных компонентов финансовой модели. В частности, опубликованные Банком России результаты стресс-тестирования крупнейших нефинансовых компаний свидетельствуют, что «наиболее подверженными переходным

климатическим рискам могут оказаться компании черной металлургии и горной добычи, а также производители удобрений, высокая углеродоемкость продукции которых приводит к снижению объемов экспортной выручки»¹⁰.

На решение о том, включать ли ESG-риски и/или возможности в ставку дисконтирования либо в расчет денежных потоков, влияет способность количественно оценить их влияние на денежные потоки, а также существующая определенность, с которой данные риски могут повлиять на бизнес. Как правило, по мере повышения надежности количественной оценки влияния предпочтительнее учитывать ESG-риски в денежных потоках, а не в ставке дисконтирования, поскольку они, возможно, уже были учтены рынком при определении бета-коэффициентов в составе отраслевых рисков.

Заключение

Значимость влияния ESG-факторов на оценку стоимости компаний делает необходимой разработку их комплексного учета, включая обоснование критерииев существенности влияния; систему сбора, обработки и оценки информации, значимой для принятия решений; выбор аналитического инструментария для количественной оценки и анализа рисков. Принципиальный подход к решению проблемы ESG-интеграции был предложен в данном исследовании.

Результаты исследования позволяют сделать вывод о том, что наличие обоснованной ESG-стратегии позволяет компаниям управлять долгосрочными рисками, находить стратегические возможности для развития и поддерживать устойчивость.

Разнонаправленный характер влияния ESG-факторов на ключевые финансовые метрики обусловливает необходимость системного анализа таких воздействий как обязательного элемента управления финансовой устойчивостью и эффективностью бизнеса.

Будущие направления исследований должны способствовать дальнейшему изучению влияния ESG-факторов на стоимость компаний различной отраслевой и региональной принадлежности, а также развитию инструментария анализа и оценки взаимосвязи между ESG-данными и ключевыми финансовыми показателями.

¹⁰ URL: https://www.cbr.ru/content/document/file/158608/info_07022024.pdf

Исследование имеет ряд ограничений, которые предполагают дальнейшую разработку рассматриваемых вопросов. Так, в данной работе была использована концепция финансовой существенности ESG-факторов. Иные критерии признания ESG-информации существенной в данном исследовании не рассматривались. Как известно, подходы к оценке существенности нефинансовой информации различаются, в частности, стандарты Глобальной инициативы (GRI) базируются на концепции преимущественной значимости воздействия на заинтересованные стороны вне зависимости от их финансовых последствий. Имея в виду, что данные стандарты получили в мире и в России наибольшее распространение, остается не до конца исследованным вопрос, насколько полно удовлетворяет потребности инвесторов раскрываемая в отчетах об устойчивом развитии информация.

Еще одним ограничением данного исследования стало то, что в качестве основного

метода оценки стоимости был выбран доходный подход. Следовательно, наибольшее внимание было уделено проблеме выявления и оценки влияния ESG-факторов на денежные потоки и ставку дисконтирования. Предметом дальнейших исследований может стать анализ влияния и полноты учета данных факторов при сравнительном (рыночном) подходе. Исследования, в том числе эконометрические, должны оценить, насколько корректно и справедливо учитывает рынок ESG-риски и возможности в важнейших мультипликаторах, традиционно используемых аналитиками и инвесторами: цена/прибыль (p/e), цена / балансовая стоимость (p/b), EV/EBITDA и др.

Наконец, предметом самостоятельного исследования должна стать проблема развития аналитического инструментария, обеспечивающего надежную оценку количественного влияния ESG-факторов с учетом их сложного и взаимозависимого характера.

Конфликт интересов

Автор декларирует отсутствие явных и потенциальных конфликтов интересов, связанных с публикацией настоящей статьи.

Библиографический список

1. Батехин, В. И. (2024). Алгоритм классификации ESG-факторов по степени влияния на стоимость компании: развитие методологии инвестиционного анализа. *Финансовые рынки и банки*, (1), 69–74. [Batehin, V. I. (2024). Algorithm for classifying ESG factors by the degree of influence on the company's value: development of the investment analysis methodology. *Financial Markets and Banks*, (1), 69–74. (In Russian).]
2. Ефимова, О. В. (2023а). ESG-аналитика в системе принятия инвестиционных решений: в поисках существенной информации. *Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление*, (2), 3–17. [Efimova, O. V. (2023a). ESG analytics in investment decision making: in search of material information. *Proceedings of Voronezh State University. Series: Economics and Management*, (2), 3–17. (In Russian).] DOI: 10.17308/econ.2023.2/11096
3. Ефимова, О. В. (2023б). ESG-рейтинги: актуальные проблемы формирования и использования. *Вестник Академии знаний*, 4(57), 104–109. [Efimova, O. V. (2023b). ESG ratings: current issues of formation and use. *Bulletin of the Academy of Knowledge*, 4(57), 104–109. (In Russian).]
4. Козлова, Н. И. (2023). ESG в контексте стратегического управления бизнесом. *Экономика и управление*, 29(2), 213–223. [Kozlova, N. I. (2023). ESG in the context of strategic business management. *Economics and Management*, 29(2), 213–223. (In Russian).] DOI: 10.35854/1998-1627-2023-2-213-223
5. Королева, Д. А. (2022). Искусственный интеллект: проблемы применения при интеграции факторов устойчивого развития в модель анализа эффективности сделки слияния и поглощения. *Современная экономика: проблемы и решения*, 11(155), 8–19. [Koroleva, D. A. (2022). Artificial Intelligence: Application Challenges in Integrating Sustainability Factors into a M&A Performance Analysis Model. *Modern Economy: Problems and Solutions*, 11(155), 8–19. (In Russian).] DOI: 10.17308/meps/2078-9017/2022/11/8-19
6. Рожнова, О. В. (2023). Анализ практики выполнения ESG-повестки и представления соответствующей отчетности российскими организациями с государственным участием. *Аудиторские ведомости*, (1), 13–17. [Rozhnova, O. V. (2023). Analysis of the practice of implementing the ESG agenda and submitting relevant reports by Russian organizations with state participation.

Conflict of Interest

The author declares the absence of obvious and potential conflicts of interest related to the publication of this article.

- Audit Journal*, (1), 13–17. (In Russian).] DOI: 10.17686/17278058_2023_1_13
7. Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. DOI: 10.2139/ssrn.2925310
 8. Berg, F., Kolbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. DOI: 10.1093/rof/rfac033
 9. Cornell, B. (2021). ESG Preferences, Risk and Return. *European Financial Management*, 27(1), 12–19. DOI: 10.1111/eufm.12295
 10. Cornell, B., & Damodaran, A. (2020). Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? *The Journal of Impact and ESG Investing*, (1), 76–93. DOI: 10.3905/jesg.2020.1.1.076
 11. Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2020). Divergent ESG ratings. *Journal of Portfolio Management*, 47(1), 75–87. DOI: 10.3905/jpm.2020.1.175
 12. Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. SSRN. DOI: 10.2139/ssrn.263511
 13. Friedman, M. (1970). A Friedman doctrine – The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine*, 1–11.
 14. Freiberg, D., Rogers, J., & Serafeim, G. (2019). How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors. In *Harvard Business School Accounting & Management Unit*, (20–056). DOI: 10.2139/ssrn.3482546
 16. Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG Investing Part: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance. *The journal of portfolio management*, 45(5), 1–17.
 17. Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate. *Journal of Corporate Finance*, (66), 101889. DOI: 10.1016/j.jcorpfin
 18. Hoelscher, S., Sappington, C., & Stros, R. (2024). A Practical Approach to Incorporating ESG Risk Into Equity Valuation. *Journal of Applied Business and Economics*, 26(1), 73–86. DOI: 10.33423/jabe.v26i1.6811
 20. Khan, M. Y., Javeed, A., Cuong, L. K., & Pham, H. (2020). Corporate governance and cost of capital: evidence from emerging market. *Risks*, 8(4). DOI: 10.3390/risks8040104
 21. Li, M. (2024). A Study of the Relationship Between ESG Performance and Firm Valuation. *Advances in Economics Management and Political Sciences*, 74(1), 260–268. DOI: 10.54254/2754-1169/74/20241564
 22. Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S. & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 597. DOI: 10.1016/j.jfineco.2020.11.001
 23. Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J. L., & Rusconi, G. (2021). Stakeholder value creation: comparing ESG and value added in European companies. *Sustainability*, 13(3). DOI: 10.3390/su13031392
 24. Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286–300. DOI: 10.1002/bse.2224
 25. Xu, Y. (2023). The Impact of ESG Performance on Company Valuation: A Case Study Based on Industrial Bank. *Highlights in Business, Economics and Management*, (7), 135–143.
 26. Zerbib, O. D. (2022). A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Environmental Integration and Sin Stock Exclusion. *Review of Finance*, 26(6), 1345–1388. DOI: 10.1093/rof/rfac045

Ефимова Ольга Владимировна, д-р экон. наук, профессор, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

E-mail: OEfimova@fa.ru
ORCID ID: 0000-0002-3574-6916

Получена 20.12.2024
Получена в доработанном виде 14.01.2025
Одобрена 27.01.2025

Olga V. Efimova, Dr. Sci. (Econ.), Prof., Financial University under the Government of the Russian Federation Moscow, Russian Federation

E-mail: OEfimova@fa.ru
ORCID ID: 0000-0002-3574-6916

Received 20.12.2024
Received in revised form 14.01.2025
Accepted 27.01.2025