
ПОДХОДЫ К ИНТЕГРАЦИИ ФАКТОРОВ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ В ПРОЦЕСС ОБОСНОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ

Свечникова Светлана Сергеевна, асп.

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ленинградский пр., 49, Москва, Россия, 125993; e-mail: svetlana.svechnikova@gmail.com

Цель: статья посвящена подходам к интеграции аспектов устойчивого развития в процесс принятия инвестиционных решений институциональных инвесторов. *Обсуждение:* в рамках исследования существующих подходов выделены и раскрыты наиболее распространенные в российской и зарубежной практике подходы к интеграции принципов устойчивого развития в процесс принятия инвестиционных решений, проанализированы преимущества и недостатки данных подходов и определены рекомендации по их дальнейшему развитию для обеспечения более повсеместной интеграции аспектов устойчивого развития. *Результаты:* автором установлено, что для практического анализа требуется разработка методик, позволяющих комплексно интегрировать аспекты устойчивого развития на каждом этапе процесса принятия инвестиционного решения, адаптированных к деятельности отдельно взятых отраслей. Данные методики должны раскрывать подходы к определению существенных аспектов устойчивого развития и интеграции нефинансовых факторов и рисков в финансовые модели, инструменты сценарного анализа и прочие инструменты, используемые в инвестиционном анализе, позволяющие проводить финансовый анализ инвестиционных возможностей, в совокупности оценивая финансовые и нефинансовые факторы, оказывающие влияние на объекты инвестиций.

Ключевые слова: инвестиционный анализ, ESG-инвестирование, устойчивое развитие

DOI: 10.17308/meps.2021.4/2583

Введение

Степень актуальности для инвесторов учета факторов устойчивого развития в процессе обоснования инвестиционных решений существенно возросла в последнее десятилетие: так, согласно результатам регулярного опроса институциональных инвесторов, проведенного аудиторско-консалтинговой компанией EY, в 2020 году 98% опрошенных инвесторов

проводят анализ раскрытий нефинансовой информации объектов инвестиций, посвященных социальным и экологическим факторам, в то время как в 2013 году этот показатель составлял 64% [7]. С 32% до 72% с 2018 по 2020 год выросла доля инвесторов, проводящих структурированную оценку нефинансовой информации объектов инвестиций, следуя методологии, разработанной самостоятельно или предложенной профессиональными организациями, что также свидетельствует о растущей распространенности и более повсеместном применении анализа факторов устойчивого развития в инвестиционном анализе [7].

Среди причин, обуславливающих высокий интерес инвесторов к аспектам устойчивого развития, можно выделить такие, как глобализация мировой экономики, увеличивающаяся степень взаимозависимости экономических агентов и, как следствие, приоритетность выстраивания устойчивой долгосрочной стратегии, позволяющей адаптироваться к происходящим изменениям, оказывающим влияние на экономический субъект. Внимание к вопросам устойчивого развития также вызывают такие причины, как усиление влияния экологических рисков и глобальных климатических изменений, существенная степень влияния транснациональных корпораций на социальные аспекты жизни общества и растущая актуальность вопросов социальной ответственности данных компаний. На фоне пандемии коронавируса вопросы устойчивого развития приобрели еще большую важность в таких сферах, как инвестиционный и стратегический анализ: компании, выстраивающие свою корпоративную стратегию, ориентируясь на долгосрочные цели, интегрируя аспекты устойчивого развития на всех уровнях стратегии, демонстрируют более высокие темпы восстановления от последствий пандемии, а некоторые демонстрируют рост по сравнению с уровнем, предшествовавшим пандемии [8].

Растущая актуальность анализа аспектов устойчивого развития в процессе принятия инвестиционных решений обуславливает необходимость разработки подходов к интеграции факторов устойчивого развития в существующие аналитические инструменты институциональных инвесторов [12]. Решение вопросов интеграции аспектов устойчивого развития предполагает проведения анализа компаний и проектов, являющихся потенциальными объектами инвестирования, в рамках которого должны быть выявлены ключевые социальные, экологические и иные риски и возможности [2]. Целью данного исследования является оценка достаточности существующих подходов к интеграции аспектов устойчивого развития в процесс обоснования инвестиционных решений для их полноценного использования в инвестиционном анализе и разработка рекомендаций по дальнейшему совершенствованию методологической базы. Для достижения данной цели требуется решение следующих задач:

- анализ существующих подходов к интеграции аспектов устойчивого развития в процесс обоснования инвестиционных решений;

- оценка удовлетворения информационных потребностей институциональных инвесторов при применении существующих подходов;
- разработка рекомендаций по совершенствованию методологии учета факторов устойчивого развития в существующий механизм обоснования инвестиционных решений для более полного удовлетворения информационных интересов институциональных инвесторов.

Методология исследования

Теоретическую и методологическую базу данного исследования составили фундаментальные исследования зарубежных и российских ученых по вопросам устойчивого развития, публикации глобальных ресурсов Accountingforsustainability.org, Unpri.org, Eurosif.org, опубликованные в открытом доступе, методики институциональных инвесторов, финансовых институтов и страховых компаний по учету факторов устойчивого развития, мировые и российские стандарты финансовой и нефинансовой отчетности. Для проведения исследования были использованы методы анализа, обобщения, сравнения, синтеза.

Обсуждение результатов

Подходы к интеграции аспектов устойчивого развития в существующие механизмы обоснования инвестиционных решений ввиду своей актуальности исследуются как в научном, так и в бизнес-сообществе. Зачастую в научных и профессиональных публикациях данные исследования приводятся в контексте ESG investing (Environmental, social and governance investing – в переводе с англ. социально ответственное инвестирование, инвестирование с учетом экологических и социальных факторов, а также факторов корпоративного управления) – процесса инвестирования, оценивающего в рамках принятия инвестиционного решения факторы устойчивого развития, а именно экология и окружающая среда, социальная ответственность и практики корпоративного управления. Учитывая современные подходы к классификации факторов устойчивого развития, можно сделать вывод о том, что ESG-инвестирование вышло за рамки трех вышеперечисленных групп факторов: так, все чаще в число факторов устойчивого развития включаются подходы к управлению человеческим капиталом, вопросы финансовой устойчивости, устойчивости бизнес-модели и внедрения инноваций и прочие факторы [1].

Принимая во внимание высокую степень влияния аспектов устойчивого развития на все аспекты функционирования компании и, как следствие, на процесс принятия решений институциональных инвесторов, а также динамичное развитие данной отрасли знаний, подходы к интеграции данных факторов в инвестиционный анализ становятся объектами исследования все большего числа представителей научного и бизнес-сообществ. Наиболее широко применяемыми подходами к интеграции факторов устойчивого развития в аналитические инструменты институциональных инвесторов являются негативный скрининг на предмет соответствия международным стандартам и практикам в области устойчивого развития, интеграция рисков

и факторов устойчивого развития в финансовые модели, а также активное вовлечение инвестора в вопросы устойчивого развития объектов инвестиций.

О том, что институциональные инвесторы в большей степени предпочитают использовать негативный скрининг в рамках анализа инвестиционных решений, свидетельствуют как более высокая относительно прочих подходов степень методологической проработанности данного метода в публикациях научного и бизнес-сообществ, так и результаты соответствующих исследований. Так, согласно результатам исследования, проведенного Global Sustainable Investment Alliance, в 2018 году инвестиции с применением данного подхода составили 56% общего объема ESG-инвестирования в Европе, США, Канаде, Японии, Австралии и Новой Зеландии [9]. О преобладающей доле данного подхода также свидетельствует исследование, проведенное Европейским форумом устойчивого инвестирования (Eurosif), и исследование профессоров Гарвардской школы бизнеса А. Амель-Задех и Г. Серафим [4, 6].

Негативный скрининг представляет собой подход, в рамках которого из перечня потенциальных объектов инвестиций исключаются проекты, компании или сектора экономики, не соответствующие заранее определенным критериям устойчивого развития, представляющим существенные риски для инвесторов. При применении данного подхода рекомендовано определить отрасли экономики, от инвестиций в которые инвестор отказывается вне зависимости от степени материальности рисков устойчивого развития для определенного объекта, например, производство алкогольной и табачной продукции, атомная энергетика или производство вооружения, а также определить приемлемый уровень материальности рисков устойчивого развития для объектов из остальных отраслей. Так, например, согласно рекомендациям организации PRI (Principle for Responsible Investment, в переводе с англ. принципы ответственного инвестирования), инвестору следует установить порог материальности с точки зрения влияния реализации того или иного нефинансового риска на выручку объекта инвестиций или определить перечень неприемлемых операций и видов деятельности объектов инвестиций для их исключения в рамках негативного скрининга [10].

К преимуществам данного подхода относятся возможность объективной оценки объектов инвестиций на основе критерия существенности фактора устойчивого развития, выраженной количественно, относительная простота изменения факторов оценки в случае запроса заинтересованных сторон, а также сочетаемость с подходами регуляторов, ограничивающих инвестиции в определенные классы активов или компании. В то же время негативный скрининг в определенной степени обособлен от таких широко применяемых в инвестиционном анализе методов, как DCF-моделирование или анализ чувствительности, и его интеграция с ними может представлять сложность в масштабе крупного институционального инвестора с диверси-

фицированным портфелем, анализирующего широкий спектр отраслей и компаний.

Представляется интересным подход к скринингу компании Allianz – одной из наиболее крупных компаний в сфере страхования, инвестиций и управления активами. Степень материальности ESG-рисков для Allianz, в частности, в ее инвестиционной деятельности, процессе андеррайтинга и процессе заключения договоров с клиентами в различных отраслях экономики вызвало необходимость разработки компанией собственного подхода к интеграции ESG-факторов в процесс принятия инвестиционных решений [3]. Компания определила 13 отраслей экономики, в которых ESG-риски являются наиболее существенными, и каждую страховую или инвестиционную сделку, потенциальные клиенты по которой принадлежат к данным отраслям, компания оценивает по разработанному набору критериев на предмет степени существенности потенциальных ESG-рисков. В случае превышения приемлемого порога существенности сделка выносится на уровень высшего регионального или глобального руководства, на заседании которого принимается решение о заключении договора с клиентом и условиях данного договора.

Вторым по распространенности подходом к учету факторов устойчивого развития в процессе принятия инвестиционных решений является непосредственная интеграция данных факторов в методику финансового анализа [9]. Данный подход предполагает финансовую оценку потенциальных рисков и возможностей, связанных с аспектами устойчивого развития, оценку влияния отдельных аспектов устойчивого развития на денежные потоки компании и принятие инвестиционного решения с учетом данных параметров. Интеграция нефинансовых рисков в инструменты финансового анализа может быть произведена такими способами, как корректировка финансовых показателей, прогнозируемых в DCF-модели, и корректировка ставки дисконтирования или бета-коэффициента в моделях оценки стоимости компаний [5].

Под учетом ESG-факторов на уровне DCF-модели понимается корректировка основных финансовых показателей, таких как выручка, операционные расходы, балансовая стоимость актива или капитальные расходы в сторону увеличения или уменьшения в зависимости от того, предполагает ли тот или иной существенный аспект устойчивого развития дополнительные возможности или риски для прогнозируемого денежного потока. Способ учета факторов устойчивого развития в данном случае – увеличение или уменьшение прогнозируемого показателя на определенное значение или определенный процент в связи с реализацией той или иной предпосылки прогноза. Как правило, если финансовые последствия реализации тех или иных рисков и возможностей могут быть оценены с определенной степенью точности, данные факторы учитываются в модели в качестве отдельной статьи поступлений или затрат. В качестве примера подобных корректи-

ровок можно привести потенциальное увеличение объема продаж продуктов, относящихся к здоровому питанию, при увеличении акцизов на товары с высоким содержанием сахара, или расходы на установку очистительных сооружений в случае ужесточения экологического законодательства. В том случае, если подобная оценка невозможна, для учета фактора устойчивого развития в модели на основании анализа рынка, экспертных заключений или иной информации принимается гипотеза, в соответствии с которой соответствующие показатели модели корректируются на определенный процент. Данные корректировки также можно применять в рамках сценарного анализа возможных вариантов реализации рисков и возможностей, связанных с факторами устойчивого развития.

Для учета влияния аспектов устойчивого развития на стоимость компании также применяется метод корректировки бета-коэффициента или ставки дисконтирования под влиянием таких факторов, как качество корпоративного управления, качество операционного управления и пр. Для применения данной корректировки необходимо провести сравнение анализируемой компании с сопоставимыми с ней компаниями и ранжировать их по критериям соответствия требованиям устойчивого развития. После проведения данного анализа следует скорректировать бета-коэффициент или ставку дисконтирования в зависимости от того, как оценивается вероятность реализации нефинансовых рисков для данной компании относительно среднего значения среди сопоставимых компаний. Корректировка данных показателей, в свою очередь, приведет к повышению или понижению справедливой стоимости компании.

Организация PRI также предлагает использовать метод сценарного анализа для учета и оценки существенности факторов устойчивого развития при оценке стоимости компании [11]. Данный метод предполагает построение двух финансовых моделей: базовой модели оценки стоимости компании и модели, учитывающей реализацию рисков и возможностей, связанных с факторами устойчивого развития. Сравнение данных моделей позволит оценить степень существенности и масштаба влияния факторов устойчивого развития на анализируемый объект инвестиций.

Ключевым преимуществом интеграции факторов устойчивого развития в финансовые модели, используемые для оценки целесообразности инвестиционных вложений, является, прежде всего, удобство использования данного подхода – финансовая модель является одним из наиболее широко используемых инструментов в инвестиционном анализе, основой инвестиционного заключения, и непосредственная интеграция аспектов устойчивого развития в модель упрощает процесс анализа для инвесторов. К недостаткам данного подхода на сегодняшний день относятся недостаточная разработка методологии финансовой оценки факторов устойчивого развития, неравномерная разработанность подходов к оценке различных категорий ESG-факторов, отсутствие методики, охватывающей процесс интеграции

факторов устойчивого развития на всех этапах процесса принятия инвестиционного решения.

Третьим по распространенности подходом к интеграции аспектов устойчивого развития в процесс обоснования инвестиционных решений является активное вовлечение институциональных инвесторов в вопросы устойчивого развития компаний-объектов инвестиций [9]. Использование данного подхода предполагает участие инвестора в коллегиальных органах управления компании по вопросам устойчивого развития, активное вовлечение в деятельность компании, связанную с аспектами устойчивого развития. Данный подход имеет выраженную долгосрочную направленность, и инвесторы следуют ему при условии заинтересованности в объекте инвестиций в долгосрочном периоде. К информации, анализируемой инвесторами, относится отчетность об устойчивом развитии, корпоративная стратегия, отчетность по результатам реализации проектов компании в области устойчивого развития, описания бизнес-процессов, описывающих основную деятельность компании и раскрывающих применение лучших практик в области устойчивого развития, результаты реализации проектов в области управления персоналом, автоматизации процессов, внутренние политики в области безопасности и охраны труда и пр. Данные источники информации сочетают в себе качественную и количественную информацию об интеграции принципов устойчивого развития в различные аспекты деятельности компании.

Преимуществом данного подхода является широта располагаемой информации и высокая степень влияния инвестора на деятельность компании в направлении интеграции аспектов устойчивого развития – участвуя во внутренних коллегиальных органах компании-объекта инвестиций, инвестор получает доступ к внутренней информации компании, позволяющей обоснованно принимать инвестиционные решения, а также возможность влиять на деятельность компании в данном направлении. В то же время данный подход имеет ограничения для повсеместного применения – активное участие в коллегиальных органах требует значительных временных ресурсов инвестора и возможно только по отношению к ключевым объектам инвестиций.

Необходимо отметить, что приведенный выше перечень подходов к учету аспектов устойчивого развития в процессе принятия инвестиционных решений не является исчерпывающим, но представляет собой совокупность наиболее распространенных в мировой и российской практике подходов. Данные подходы не являются взаимоисключающими – напротив, институциональные инвесторы сочетают данные подходы, а также дополняют их качественным анализом соответствия корпоративной стратегии, практик ведения деятельности и корпоративного управления принципам устойчивого развития для обеспечения возможности принятия обоснованного инвестиционного решения.

Несмотря на разнообразие возможных подходов и широкое внимание к данной теме научного и профессионального сообществ, на сегодняшний день более повсеместная интеграция аспектов устойчивого развития в инвестиционный анализ затруднена рядом факторов, среди которых можно выделить следующие из них:

- отсутствие методики, позволяющей интегрировать качественную оценку соответствия анализируемого объекта критериям устойчивого развития в такие инструменты, как скрининг, финансовые модели, сценарный анализ, количественно оценить нефинансовые риски;
- отсутствие детализированного подхода, позволяющего определить существенные факторы и риски для учета в аналитических инструментах, используемых для оценки отдельного проекта или компании в отдельно взятой отрасли;
- недостаточная разработанность методологической базы для комплексной интеграции аспектов устойчивого развития на каждом этапе принятия инвестиционного решения, преимущественно используя финансовую оценку нефинансовых факторов и рисков.

Определенные выше проблемы, не решенные существующими подходами, создают необходимость в разработке методики, предлагающей подробное пошаговое руководство к определению существенных для отдельной отрасли факторов и рисков устойчивого развития, которые должны быть интегрированы в инструменты аналитического обоснования инвестиционных решений, и их дальнейшей интеграции в данные инструменты, причем предпочтение должно быть отдано количественным методам интеграции. Данная методика должна содержать исчерпывающую информацию для обеспечения системного подхода к интеграции данных факторов в процесс принятия инвестиционных решений.

Заключение

В заключение необходимо отметить, что принципы и подходы, которые лежат в основе уже разработанных методик, посвященных отдельным аспектам интеграции факторов устойчивого развития, в большинстве являются универсальными, и подобные методики могут быть адаптированы для использования в любой отрасли. Тем не менее наивысшую практическую ценность для институциональных инвесторов, интегрирующих аспекты устойчивого развития в процесс принятия инвестиционных решений, представляют методики, адаптированные для применения к объектам определенных отраслей. Ценность данных методик обусловлена тем, что факторы и риски устойчивого развития, материальные для разных отраслей, отличаются между собой, и использование уже адаптированной для конкретной отрасли методики существенно упрощает процесс ее интеграции в рамках выбора компаний определенной отрасли.

Список источников

1. Бариленко В., Ефимова О., Никифорова Е., Сергеева Г. Информационно-аналитическое обеспечение механизма устойчивого развития экономических субъектов // *РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция*, no. 2015 (2), с. 128-135.
2. Ткачева М. В. Информационная база анализа экологической устойчивости коммерческой организации // *Современная экономика: проблемы и решения*, 2017, no. 2, с. 170-177.
3. Allianz. ESG Integration Framework. 2018. Доступно: <https://www.allianz.com/en/sustainability/business-integration/esg-approach.html> (дата обращения: 14.03.2021).
4. Amel-Zadeh A., Serafeim G. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey // *Harvard Business School Working Paper*, 2017, no. 17-079. Доступно: <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:30838135> (дата обращения: 11.03.2021).
5. Efimova O. Integrating sustainability issues into investment decision evaluation // *Journal of Reviews on Global Economics*, 2018, no. 7, pp. 668-680.
6. Eurosif. Eurosif SRI study. 2018. Доступно: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study-LR.pdf> (дата обращения: 08.03.2021).
7. EY. How will ESG performance shape your future? 2020. Доступно: https://www.ey.com/en_gl/assurance/how-will-esg-performance-shape-your-future (дата обращения: 10.03.2021).
8. Gregurec I., Tomičić Furjan M., Tomičić-Pupek, K. The Impact of COVID-19 on Sustainable Business Models in SMEs // *Sustainability*, 2021, no. 13(3), p. 1098.
9. GSIA. Global Sustainable Investment Review. 2018. Доступно: <https://www.greengrowthknowledge.org/research/2018-global-sustainable-investment-review> (дата обращения: 12.03.2021).
10. PRI. An introduction to responsible investment: screening. 2020. Доступно: <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening/5834.article> (дата обращения: 14.03.2021).
11. PRI. A practical guide to ESG Integration for Equity Investing. 2016. Доступно: <https://www.unpri.org/download?ac=10> (дата обращения: 15.03.2021).
12. Van Duuren E., Platinga A., Scholtens B. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented // *Journal of Business Ethics*, 2016. Доступно: <https://www.rug.nl/research/portal/files/42650026/> (дата обращения: 17.03.2021).

INTEGRATING SUSTAINABILITY FACTORS INTO INVESTMENT DECISION-MAKING PROCESS

Svechnikova Svetlana Sergeevna, graduate student

Financial University under the Government of the Russian Federation, Leningradskiy av., 49, Moscow, Russia, 125993; e-mail: svetlana.svechnikova@gmail.com

Purpose: to approach of integration of sustainability issues into institutional investors' investment decision-making process. *Discussion:* the paper investigates the most widespread approaches to integrate sustainability issues into investment decision-making process, applied both by the national and global scientific and business communities. The paper analyzes advantages and disadvantages of these approaches and offers recommendations regarding their development and enhancement in order to provide for further integration of sustainability issues. *Results:* the paper proves that to assure successful integration of sustainability issues, methodological guidance that provides recommendations on integration of sustainability issues on each stage of investment decision-making process is required. Such guidance needs to be adapted to respective economic sectors and should describe approaches to define the most relevant sustainability factors for the economic actor and integrate them into financial models, instruments of scenario analysis and other instruments used in investment analysis, providing the opportunity for integrated assessment of financial and non-financial factors.

Keywords: investment analysis, ESG investing, sustainability.

References

1. Barilenko V., Efimova O., Nikiforova E., Sergeeva G. Informatsionno-analiticheskoe obespechenie mehanizma ustoychivogo razvitiya ekonomicheskikh sub'ektov [Informational and analytical support of sustainable development mechanism of economic actors]. *RISK: Resursy, Informaciia, Snabzhenie, Konkurenciia*, no. 2015 (2), pp. 128-135. (In Russ.)
2. Tkacheva M.V. Informacionnaia baza analiza ekologicheskoi ustoychivosti kommercheskoi organizacii [Information resources for analysis of ecological sustainability of commercial organizations]. *Sovremennaiia ekonomika: problemy i resheniia*, 2017, no. 2, pp. 170-177. (In Russ.)
3. Allianz. ESG Integration Framework. 2018. Available at: <https://www.allianz.com/en/sustainability/business-integration/esg-approach.html> (accessed: 14.03.2021).
4. Amel-Zadeh A., Serafeim G. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Harvard Business School Working Paper*, 2017, no. 17-079. Available at: <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:30838135> (accessed: 11.03.2021).
5. Efimova O. Integrating sustainability issues into investment decision evaluation. *Journal of Reviews on Global Economics*, 2018, no. 7, pp. 668-680.
6. Eurosif. Eurosif SRI study. 2018. Available at: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study-LR.pdf> (accessed: 08.03.2021).

7. EY. How will ESG performance shape your future? 2020. Available at: https://www.ey.com/en_gl/assurance/how-will-esg-performance-shape-your-future (accessed: 10.03.2021).
8. Gregurec I., Tomičić Furjan M., Tomičić-Pupek, K. *The Impact of COVID-19 on Sustainable Business Models in SMEs*. Sustainability, 2021, no. 13(3), p. 1098.
9. GSIA. Global Sustainable Investment Review. 2018. Available at: <https://www.greengrowthknowledge.org/research/2018-global-sustainable-investment-review> (accessed: 12.03.2021).
10. PRI. An introduction to responsible investment: screening. 2020. Available at: <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening/5834>. article (accessed: 14.03.2021).
11. PRI. A practical guide to ESG Integration for Equity Investing. 2016. Available at: <https://www.unpri.org/download?ac=10> (accessed: 15.03.2021).
12. Van Duuren E., Platinga A., Scholtens B. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, 2016. Available at: <https://www.rug.nl/research/portal/files/42650026/> (accessed: 17.03.2021).