

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Кушниренко Мария Руслановна

РАЗРАБОТКА ИНСТРУМЕНТАРИЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В УСЛОВИЯХ ESG-ТРАНСФОРМАЦИИ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Косорукова Ирина Вячеславовна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2026

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 9 сентября 2026 г. в 16:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Каменева Е.А., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Лосева О.В., д.э.н., профессор;
ученый секретарь – Древинг С.Р., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Косорукова И.В., д.э.н., профессор;
Львова Н.А., д.э.н., доцент;
Стерник С.Г., д.э.н., профессор;
Федотова М.А., д.э.н., профессор;
Хотинская Г.И., д.э.н., профессор;
Чараева М.В., д.э.н., доцент;
Черникова Л.И., д.э.н., профессор;
Якупова Н.М., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 30 июня 2026 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101

С.Р. Древинг

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Особую актуальность приобретает развитие теории и практики формирования стоимости компании в условиях трансформации при внедрении ESG-факторов ввиду того, что Российская Федерация, являясь страной-участницей ратификации Парижского соглашения по вопросам климатических изменений, активно продолжает проявлять инициативу по снижению выбросов углекислого газа в атмосферу. Так, в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 04.11.2020 № 666 «О сокращении выбросов парниковых газов» – Россия обязуется снизить выбросы CO₂ до уровня 70% от показателя 1990 года к 2030 г., и должна быть разработана стратегия по низкоуглеродному развитию. В том числе согласно Указу Президента Российской Федерации от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» в состав национальных целей развития Российской Федерации на указанный период входят: «обеспечение устойчивой и динамичной экономики, повышение благополучия людей, реализация потенциала каждого человека, развитие его талантов, воспитание социально ответственной личности, экологическое благополучие». Соответственно, для реализации и достижения поставленных целей необходимо, чтобы корпоративный сектор, являющийся одним из активных участников реализации повестки устойчивого развития через призму внедрения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления, ориентировался на повышение эффективности деятельности в области ESG. В этой связи разработка инструментария оценки стоимости бизнеса при внедрении экологических, социальных и экологических факторов в деятельность компании позволяет сформировать для корпоративного сектора возможность оценки результативности внедрения факторов ESG через призму максимизации стоимости бизнеса – как основной цели финансовой деятельности компаний.

Степень разработанности темы исследования. Направление исследования особенностей оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации находится во взаимосвязи традиционной финансовой оценки, корпоративных финансов, устойчивого развития и финансового риск-менеджмента.

Необходимо выделить исследования, направленные на анализ проблем стоимостной оценки компаний. В отечественной литературе к данной проблеме обращались следующие авторы: Н.И. Берзон, С.В. Брюховецкая, В.Н. Жигалов, Д.Ю. Захматов, И.В. Ивашковская, Т.Г. Касьяненко, И.Ю. Ковригин, Ю.В. Козырь, И.В. Косорукова, О.В. Лосева, В.М. Рутгайзер, Т.В. Тазихина, М.А. Федотова, Д.М. Хлопцов.

Область изучения сферы ESG в научной литературе достаточно обширна. Так, основные достижения в исследовании, доказывающего влияние ESG-факторов на репутацию, риск-профиль, операционную эффективность, доступ к капиталу и долгосрочную устойчивость компаний представлены в работах таких зарубежных экономистов: А. Башен, Т. Буш, И.Джоанноу, Г.Серафим, Г.Фриде, И. Эклз, среди российских – М.П. Афанасьев, Е.А. Боргардт, Д.Ю. Захматов, И.В. Косорукова, Т.В. Тазихина, М.А. Федотова, Н.Н. Шаш.

Анализ влияния ESG-факторов на составляющие рыночной стоимости бизнеса отражены как в исследованиях зарубежных авторов: Ф. Берг, О. Гедхами, С. Гхоль, Ч. Квок, Д. Колбел, Д. Мишра, Р. Ригобон, Г. Серафим, М. Хан, А. Юон, так и российских – А.А. Гусев, О.И. Дудина, В.В. Кремлева, У.А. Курбанова, С.А. Полева, Е.Н. Токмакова, Ю.В. Шарапов и другие.

При этом акцентируя внимание на значительном количестве исследований влияния факторов ESG на стоимость компании, следует отметить, что исследования в области разработки конкретного, общепризнанного, обоснованного инструментария прямой интеграции факторов ESG в расчеты стоимости обладают низким уровнем разработанности, сохраняются значительные пробелы в части интеграции ESG-факторов в количественные модели оценки стоимости бизнеса. Недостаточная степень разработанности теоретико-методических векторов и высокая практическая значимость формирования и реализации финансово-экономического механизма внедрения факторов ESG в деятельность компании в целях обеспечения роста ее стоимости обусловили выбор темы, цели и задач исследования.

Целью исследования является разработка теоретических положений, методического инструментария и научно-практических рекомендаций по учету

экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления при определении стоимости бизнеса.

Для достижения поставленной цели необходимо реализовать следующие **задачи:**

- 1) классифицировать ESG-факторы в зависимости от характера влияния на стоимость бизнеса;
- 2) определить принципы оценки стоимости бизнеса, ориентированные на ESG-трансформацию экономического развития;
- 3) разработать систему показателей для компаний с ESG-профилем в разрезе факторов ESG, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, с учетом отраслевой принадлежности;
- 4) разработать инструментарий оценки стоимости бизнеса на основании предложенной системы показателей с учетом ESG-факторов;
- 5) разработать научно-практические рекомендации применения инструментария оценки стоимости бизнеса с учетом внедрения ESG-факторов в целях нивелирования возможных ограничений их использования в российской практике.

Объектом исследования является стоимость российских компаний в условиях ESG-трансформации экономики.

Предметом исследования является система финансово-экономических отношений, возникающих в процессе использования инструментария оценки стоимости российских компаний, осуществляющих интеграцию экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления в бизнес-модель.

Область исследования диссертации соответствует п. 16 «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Методология и методы исследования. Методическая основа исследования включает в себя базовые положения теории оценки стоимости бизнеса и корпоративных финансов, труды отечественных и зарубежных авторов в области изучения проблем влияния экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления на деятельность корпоративного сектора, а также формирования стоимости бизнеса в целом и с учетом соответствующих факторов.

Исследование базируется на применении общенаучных методов научного познания, таких как: наблюдение, описательный и контекстный анализ, индукция, дедукция, группировка и других. Исследование базируется также на применении специальных методов: корреляционно-регрессионный анализ, финансовое моделирование, подходы и методы оценочной деятельности и других. Исследование выполнено с использованием пакета прикладных программ Microsoft Office. Для поиска ключевых слов по ESG-тематике в годовых отчетах компаний использовался язык программирования Python.

Информационную базу исследования составили научные труды российских и зарубежных авторов, в которых раскрываются такие направления исследования, как проблемы формирования стоимости бизнеса, направления влияния экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления на финансово-стоимостные показатели, и как следствие, на стоимость бизнеса в целом. Информационную базу исследования также составили соответствующие нормативные и правовые акты Российской Федерации в данной области. В работе использованы аналитические отчеты консалтинговых компаний, финансовая информация, годовые отчеты, отчеты об устойчивом развитии, материалы для инвесторов, информационные и аналитические материалы Банка России, российских, зарубежных банков и консультантов, финансовые базы данных (СПАРК, Смартлаб).

Эмпирическую базу исследования составили годовая бухгалтерская отчетность, отчетность в области устойчивого развития, презентации и материалы для инвесторов 41 крупнейшей российской компании, опубликованные на их официальных сайтах и в базах данных (СПАРК, Смартлаб) за 2022-2024 годы. Критерием отбора компаний в выборку являлось наличие годового отчета об устойчивом развитии с достаточным объемом ретроспективной информации (не менее, чем за три года). При отсутствии годового отчета компании рассматривались в качестве контрольной группы при сравнительном анализе влияния факторов ESG на финансово-стоимостные показатели.

Научная новизна исследования заключается в разработке теоретических положений, включающих классификацию экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления в зависимости от их характера влияния на

стоимость бизнеса и принципы оценки стоимости бизнеса с ориентированием на трансформацию деятельности через призму устойчивого развития, методического инструментария оценки стоимости бизнеса и практических рекомендаций по учету экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления при оценке стоимости российских компаний.

Положения, выносимые на защиту:

1) впервые разработана классификация ESG-факторов в зависимости от их характера влияния на стоимость бизнеса с делением на группы: ESG-фундаментальные и G-нефундаментальные. К ESG-фундаментальным факторам относятся факторы всех составляющих ESG: экологические (контроль за объемами выбросов парниковых газов, энергопотребление и энергоэффективность, обращение с водными ресурсами и отходами; рекультивация и биоразнообразие, инвестиции в технологии и экологические аспекты, выстроенные цепочки поставок); социальные (взаимодействие с обществом и клиентами; система мотивации персонала, охрана труда и техника безопасности); факторы корпоративного управления (система вознаграждения). К G-нефундаментальным относятся: структура собственности и реализация акционерами прав; стратегическое управление; политика ответственного инвестирования; управление рисками. Представленная классификация является основой для учета экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления при разработке инструментария оценки стоимости компании в условиях ESG – трансформации (С. 43-48);

2) дополнены принципы оценки стоимости бизнеса с ориентированием на ESG-трансформацию экономического развития, на ожидания рынка и собственников от реализации корпоративной, социальной и экологической ответственности в деятельности бизнеса. К ним относятся принципы: ESG-ответственного управления бизнесом, стоимостно-сбалансированного ESG-развития бизнеса, ESG-диверсифицируемости бизнеса. Данные принципы являются теоретической основой разработки методического инструментария оценки стоимости бизнеса с ориентиром на трансформацию в условиях внедрения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления (С. 55-60);

3) разработана система показателей компаний, применяющих ESG-стратегию в разрезе факторов ESG, оказывающих влияние на стоимость

бизнеса, с учетом отраслевой принадлежности. Система показателей базируется на проведенном корреляционном анализе с применением авторского алгоритма определения существенных факторов ESG. Для российских компаний шести отраслей отобрано от 20 до 58 показателей по 13-ти направлениям деятельности в разрезе ESG-фундаментальных и G-нефундаментальных факторов, классифицированных ранее. Разработанная система показателей позволяет учесть соответствующие факторы при оценке стоимости бизнеса в условиях трансформации деятельности при внедрении экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления (С. 65-76);

4) разработан инструментарий оценки стоимости бизнеса на основании предложенной ранее системы показателей, применяющих экологические, социальные факторы и факторы корпоративного управления, который включает:

- 1) карту показателей ESG-фундаментальных и G-нефундаментальных факторов влияния на стоимость бизнеса с учетом отраслевой принадлежности компании;
- 2) скорректированный темп роста бизнеса с учетом тенденций ESG-развития на составляющие элементы создания стоимости бизнеса в методе дисконтированных денежных потоков с делением на внешние и внутренние векторы влияния;
- 3) модифицированную формулу расчета стоимости бизнеса с учетом применения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления методом дисконтированных денежных потоков в части расчета как денежного потока, так и ставки дисконтирования. Разработанный инструментарий трансформирует метод дисконтированных денежных потоков в доходном подходе к оценке стоимости бизнеса с учетом применения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления, основан на применении предложенных ранее принципах ESG-трансформации и позволяет повысить точность оценки стоимости бизнеса (С. 86-106);

5) предложен комплекс научно-методических рекомендаций по использованию разработанного инструментария оценки стоимости бизнеса с учетом применения ESG-факторов. Рекомендации включают нивелирование рисков некорректного учета факторов при формировании стоимости бизнеса, методику количественной оценки вклада каждого значимого фактора в формирование стоимости бизнеса с последующей адаптацией системы управления к полученным результатам; технологию финансово-стоимостного управления компанией при внедрении системы показателей в рамках использования модифицированного метода дисконтированных денежных потоков в доходном

подходе. Предложенные разработки позволяют на практике оценить стоимость бизнеса с учетом факторов ESG-трансформации (С. 128-138).

Теоретическая значимость работы состоит в развитии теории оценки стоимости бизнеса с учетом ESG-трансформации экономики. Выводы исследования расширили теорию оценочной деятельности и оценки стоимости бизнеса в части классификации соответствующих факторов в зависимости от характера их влияния на стоимость бизнеса и дополнения принципов оценки стоимости бизнеса с ориентированием на трансформацию бизнес-модели, учитывающую экологические, социальные факторы и факторы корпоративного управления.

Практическая значимость работы заключается в разработке инструментария оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации, включая систему показателей компаний с ESG-профилем в разрезе соответствующих факторов, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, с учетом отраслевой принадлежности, алгоритма определения существенных экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления для их классификации в соответствии со степенью влияния на стоимость бизнеса и отраслевой принадлежностью, карту показателей ESG-фундаментальных и G-нефундаментальных факторов влияния на стоимость бизнеса, модифицированную формулу расчета стоимости бизнеса с учетом применения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления в методе дисконтированных денежных потоков доходного подхода. Самостоятельное практическое значение имеют разработанные научно-практические рекомендации по использованию модифицированного метода дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости бизнеса с учетом применения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления и нивелирования рисков некорректного учета факторов при формировании стоимости бизнеса, которые могут быть использованы в профессиональной деятельности оценщиками, финансовыми консультантами и инвестиционными аналитиками, а также образовательными организациями при преподавании дисциплин, связанных с оценкой стоимости бизнеса.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов

исследования. Достоверность полученных научных результатов подтверждается корректным использованием актуальных методов исследования, нормативных и правовых актов Российской Федерации в исследуемой области, соответствием выдвинутых в исследовании теоретических положений и научно-практических рекомендаций существующим теоретическим и методическим положениям стоимостной оценки, а также подтверждается корректной обработкой и анализом собранного фактического материала с использованием корреляционно-регрессионных моделей, построенных на основании эмпирических данных выборки отчетности российских компаний (объем выборки состоит из компаний различных отраслей экономики (41 штука), реализующих экологические, социальные факторы и факторы корпоративного управления, включая 78 показателей в разрезе соответствующих факторов за 2022-2024 годы, и осуществляющих свою деятельность на территории Российской Федерации).

Основные результаты исследования опубликованы, апробированы в установленном порядке, доложены и получили одобрение на научно-практических конференциях различного уровня: на Пятнадцатой Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» (Москва, Финуниверситет, 23 ноября 2023 г.); на Конференции, посвященной 105-летию Финансового университета «Научные школы Финансового университета: становление и развитие» (Москва, Финуниверситет, 28 марта 2024 г.); на Международном научном конгрессе «Роль бизнеса в трансформации общества - 2024» (Москва, Университет «Синергия», 8-12 апреля 2024 г.); на Шестнадцатой Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» (Москва, Финуниверситет, 3 декабря 2024 г.); на Семнадцатой Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» (Москва, Финуниверситет, 22-23 октября 2025 г.).

Результаты исследования используются в практической деятельности Общества с ограниченной ответственностью «Консалтинговая группа «Финансы. Экология. Оценка» (далее – ООО «КГ «ФЭО»). По материалам исследования внедрены разработанная методика трансформации метода дисконтированных денежных потоков для целей учета экологических, социальных факторов

и факторов корпоративного управления при определении стоимости бизнеса на основании карты показателей фундаментальных и нефундаментальных экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления, методика трансформации метода дисконтированных денежных потоков с учетом определения влияния экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления на стоимость бизнеса, модифицированная формула расчета стоимости бизнеса для целей учета внедряемых экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления объектом оценки, алгоритм определения существенных факторов для разработки системы показателей соответствующих факторов в соответствии со степенью влияния на стоимость бизнеса с последующей адаптацией системы корпоративного управления к полученным результатам. Выводы и основные положения исследования используются в практической работе ООО «КГ «ФЭО» и способствуют повышению точности результатов оценки стоимости компаний, ориентированных на реализацию экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления.

Результаты исследования используются Кафедрой корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Концепции стоимости и особенности ценообразования на современных рынках» для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.04.01 «Экономика», направленность программы магистратуры «Оценка бизнеса и корпоративные финансы».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения исследования отражены в 5 научных работах общим объемом 4,46 п.л. (весь объем авторский), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации обусловлены целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 125 наименований, двух приложений. Текст диссертации изложен на 212 страницах, содержит 34 таблицы, 31 рисунок, шесть формул.

II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования обоснованы следующие научные результаты, выносимые на защиту.

Впервые разработана классификация ESG-факторов в зависимости от их характера влияния на стоимость бизнеса с делением на группы: ESG-фундаментальные и G-нефундаментальные. К ESG-фундаментальным факторам относятся факторы всех составляющих ESG: экологические (контроль за объемами выбросов парниковых газов, энергопотребление и энергоэффективность, обращение с водными ресурсами и отходами; рекультивация и биоразнообразие, инвестиции в технологии и экологические аспекты, выстроенные цепочки поставок); социальные (взаимодействие с обществом и клиентами; система мотивации персонала, охрана труда и техника безопасности); факторы корпоративного управления (система вознаграждения). К G-нефундаментальным относятся: структура собственности и реализация акционерами прав; стратегическое управление; политика ответственного инвестирования; управление рисками. Представленная классификация является основой для учета экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления при разработке инструментария оценки стоимости компании в условиях ESG – трансформации.

В соответствии с представленной классификацией таблицы 1 предлагается рассматривать две основных группы факторов стоимости бизнеса в контексте ESG-трансформации финансовой деятельности корпораций: ESG-фундаментальные, G-нефундаментальные.

Таблица 1 – Классификация ESG-факторов в зависимости от характера их влияния на стоимость бизнеса

Фундаментальные ESG-факторы	Нефундаментальные ESG-факторы
1	2
Экологические факторы (E-факторы)	
Контроль за объемами выбросов парниковых газов	Нет факторов
Энергопотребление и энергоэффективность	
Обращение с водными ресурсами и отходами	
Рекультивация и биоразнообразие	
Инвестиции в экологические аспекты	
Социальные факторы (S-факторы)	
Система мотивации персонала	Нет факторов
Охрана труда и техника безопасности	
Взаимодействие с обществом и клиентами	

Продолжение таблицы 1

1	2
Факторы корпоративного управления (G-факторы)	
Система вознаграждения	Структура собственности и реализация акционерами прав
	Стратегическое управление
	Политика ответственного инвестирования
	Управление рисками

Источник: составлено автором.

В основе предлагаемой классификации лежит следующее: если демонстрируется прямая связь ввиду внутренней составляющей деятельности компании с генерируемым денежным потоком либо ставкой дисконтирования, являющихся основными элементами формирования стоимости в доходном подходе оценки стоимости бизнеса, то ESG-фактор рассматривается как фундаментальный, если ESG-фактор оказывает косвенное воздействие на генерируемый компанией денежный поток через призму влияния внешних параметров, то ESG-фактор следует относить к нефундаментальному фактору создания стоимости. На основе представленной классификации разработана далее система показателей компаний с ESG-профилем в разрезе факторов ESG с учетом отраслевой принадлежности.

Дополнены принципы оценки стоимости бизнеса с ориентированием на ESG-трансформацию экономического развития, на ожидания рынка и собственников от реализации корпоративной, социальной и экологической ответственности в деятельности бизнеса. К ним относятся принципы: ESG-ответственного управления бизнесом, стоимостно-сбалансированного ESG-развития бизнеса, ESG-диверсифицируемости бизнеса. Данные принципы являются теоретической основой разработки методического инструментария оценки стоимости бизнеса с ориентиром на трансформацию в условиях внедрения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления.

Чтобы учесть ESG-составляющую оценки стоимости бизнеса предлагается дополнить существующие принципы оценки стоимости бизнеса, ориентированные на ожидания рынка и собственников от внедрения факторов ESG в деятельность бизнеса, которые представлены в таблице 2.

Принципы ESG-ответственного управления бизнесом и стоимостно-сбалансированного ESG-развития бизнеса относятся к группе принципов, основанных на рыночных ожиданиях, а принцип ESG-диверсифицируемости бизнеса относится к группе принципов, основанных на особенностях объекта оценки и его эксплуатации.

Таблица 2 – Дополненные принципы оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации экономики

Принцип	Содержание
Группа принципов, основанная на рыночных ожиданиях	
ESG-ответственного управления бизнесом	Эмпирическими исследованиями доказано наличие стоимостной премии для объектов, инкорпорирующих ESG-факторы в свою деятельность, по сравнению с активами, не вовлеченными в ESG-трансформацию. Данное ценовое преимущество объясняется эффектом положительного влияния ESG-практик на рыночную капитализацию эмитента, формируемую под воздействием растущего инвестиционного спроса на акции компаний с подтвержденным ESG-профилем Таким образом, данный принцип способствует формированию ESG-преимуществ
Стоимостно-сбалансированного ESG-развития бизнеса	Для максимизации потенциала сбалансированного роста и повышения рыночной стоимости компании критически важна глубокая интеграция ESG-принципов на всех уровнях деятельности объекта оценки при одновременном снижении угроз гринвошинга. Последовательные инвестиции в устойчивые практики являются необходимым условием для достижения этой цели
Группа принципов, основанная на особенности объекта оценки и его эксплуатации	
ESG-диверсифицируемости бизнеса	Прирост капитализации компании, обусловленный запуском инновационной «зеленой» продукции, лежит в основе данного принципа. С точки зрения оценки, стоимость ESG-активной компании должна отражать два компонента: 1) фундаментальную стоимость операционного бизнеса (ex-ESG) и 2) стоимость, создаваемую исключительно новым сегментом ESG-деятельности

Источник: составлено автором.

Указанные принципы лежат в основе разработки инструментария оценки стоимости бизнеса с учетом факторов ESG.

Разработана система показателей компаний, применяющих ESG-стратегию в разрезе факторов ESG, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, с учетом отраслевой принадлежности. Система показателей базируется на проведенном корреляционном анализе с применением авторского алгоритма определения существенных факторов ESG. Для российских компаний шести отраслей отобрано от 20 до 58 показателей по 13-ти направлениям деятельности в разрезе ESG-фундаментальных и G-нефундаментальных факторов, классифицированных ранее. Разработанная система показателей позволяет учесть соответствующие факторы при оценке стоимости бизнеса в условиях трансформации деятельности при внедрении экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления.

С целью выявления значимых ESG-факторов разработан алгоритм определения существенных факторов ESG для разработки системы показателей в соответствии с направлением ESG-деятельности и отраслевой принадлежностью на рисунке 1. Ключевым элементом алгоритма является система показателей

ESG-факторов в разрезе направлений ESG-деятельности с учетом отраслевой принадлежности.

На основании алгоритма разработана новая система показателей для компаний с ESG-профилем в разрезе факторов ESG, представленная в таблице 3. Система показателей апробирована на конкретных отраслях: 1) добыча и переработка; 2) ритейл; 3) химическая промышленность; 4) транспортная отрасль; 5) электроэнергетика; 6) прочие компании. Необходимо отметить, что предложенная система показателей обладает высокой степенью гибкости и адаптивности, позволяя компаниям из различных секторов экономики не только оценивать текущий уровень соответствия ESG-критериям, но и выявлять приоритетные направления для улучшения. Апробация на шести отраслевых группах подтвердила корректность работы алгоритма: для каждой сферы были выделены уникальные комбинации факторов, отражающие специфику воздействия на окружающую среду, социальную сферу и систему корпоративного управления.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Алгоритм определения существенных факторов ESG для разработки системы показателей в соответствии с направлением ESG-деятельности и отраслевой принадлежностью

Таблица 3 – Система показателей для компаний с ESG-профилем в разрезе факторов ESG, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, с учетом отраслевой принадлежности

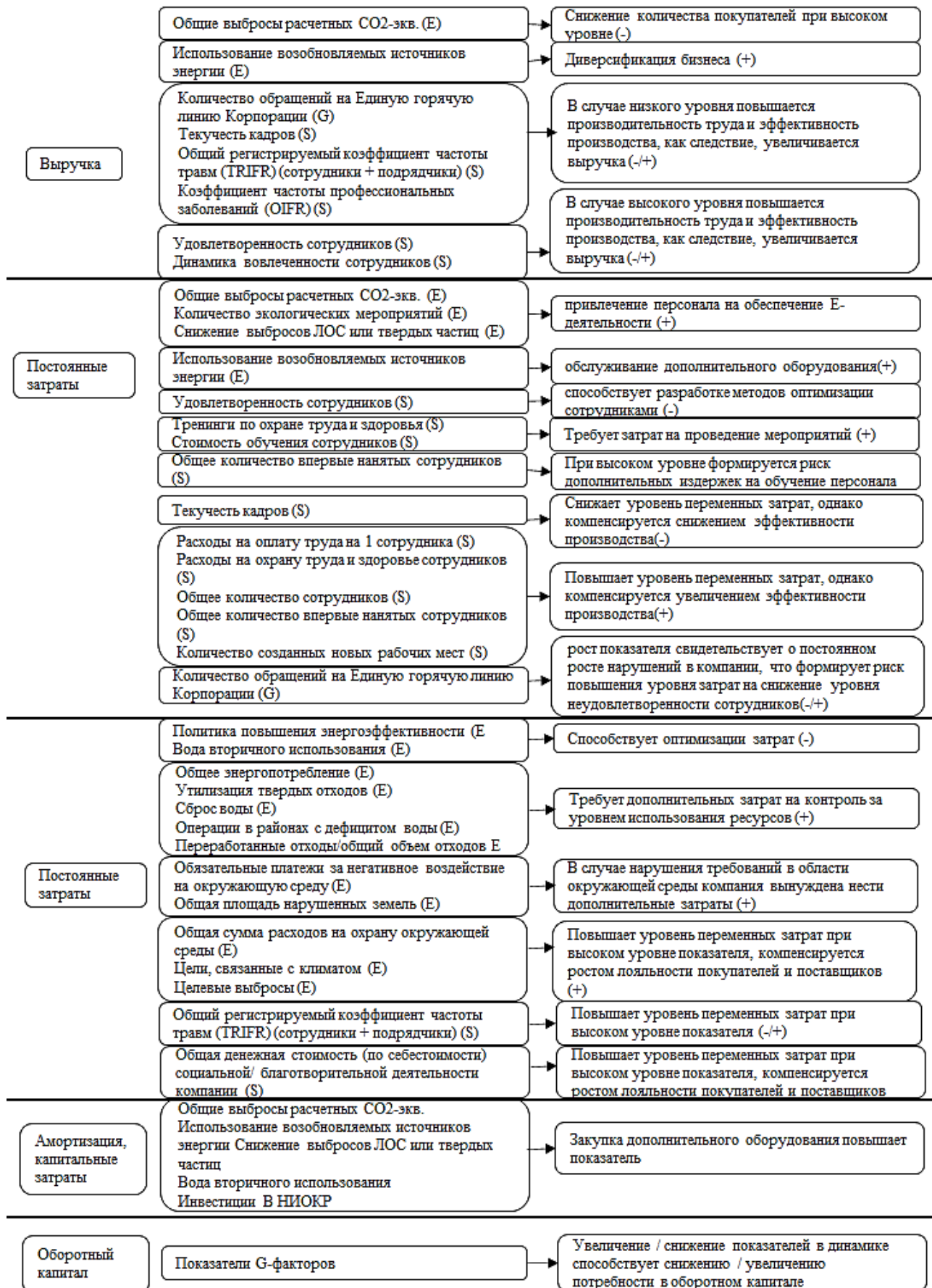
Вид фактора стоимости	ESG-фактор	Показатель для компаний с ESG-профилем	Отрасль
Экологические факторы (E-факторы) Фундаментальный фактор	Контроль за объемами выбросов парниковых газов	Общие выбросы расчетных CO ₂ -эквивалент, тонн	1,2,3,4
		Общий объем прямых выбросов ПГ, тонн эквивалент CO ₂	1,5,4,6
		Общий объем косвенных выбросов ПГ, тонн эквивалент CO ₂	1,6
		Снижение выбросов ЛОС или твердых частиц, (-1;0;1)	1,3,6
		Целевые выбросы, (-1;0;1)	1,2,5,4,6
		Цели, связанные с климатом, (-1;0;1)	1,5,4,6
	Энергопотребление и энергоэффективность	Использование ВИЭ, (-1;0;1)	1,2,3
		Общее энергопотребление, Гекто-Джоуль	1,4
		Политика повышения энергоэффективности, (-1;0;1)	1,2,5,4,6
	Обращение с водными ресурсами и отходами	Вода вторичного использования, количество рециркулируемой или повторно используемой воды, м ³	1
		Всего утилизировано твердых отходов, тонн	1,2,3,4,6
		Общий водозабор свежей (пресной) воды, м ³	1
		Операции в районах с дефицитом воды, (-1;0;1)	1, 6
		Переработанные отходы/общий объем отходов, тонн	1, 2, 4, 6
		Сброс воды, м ³	1,2,3,4
	Цели по сокращению расхода/забора воды на уровне компании, заданные по времени, (-1;0;1)	1	
	Рекультивация и биоразнообразие	Общая площадь нарушенных земель, гектаров	1, 2, 3, 4
Социальные факторы (S-факторы) Фундаментальный фактор	Выстроенные цепочки поставок	Количество подрядчиков, штук	1, 2, 5, 6
		Удовлетворенность сотрудников, в процентах	1, 2
	Охрана труда и техника безопасности	Коэффициент частоты профессиональных заболеваний (OIFR), кол-во на 1 млн часов	1, 3
		Тренинги по охране труда и здоровья (-1;0;1)	1, 2, 6
		Число сотрудников по обучению по охране труда, человек	1, 2, 4
Взаимодействие с обществом и клиентами	Общая денежная стоимость социальной/ благотворительной деятельности компании, руб.	1, 2, 4	
Факторы корпоративного управления (G-факторы) Фундаментальный фактор	Система вознаграждения	Комитет по вознаграждениям, (-1;0;1)	1, 2, 4, 6
		Раскрытие информации о вознаграждении исполнительного руководства, (-1;0;1)	1, 2, 5, 4,
		Размер вознаграждения членов топ-менеджмента, рублей	1, 5, 3, 4
Факторы корпоративного управления (G-факторы) Нефундаментальный фактор	Структура собственности и реализация акционерами прав	Комитет по аудиту, (-1;0;1)	1, 2, 5, 4, 6
		Общая сумма вознаграждения членов Совета директоров, рублей	1, 5, 3, 4, 6
		Размер Совета директоров, человек	1, 3, 4, 6
		Тип Совета директоров, Одно-/двухуровневый	1, 2
Примечание – 1 – добыча и переработка; 2 – ритейл; 3 – химическая промышленность; 4 – транспортная отрасль; 5 – электроэнергетика; 6 – прочие компании			

Источник: составлено автором.

Разработан инструментарий оценки стоимости бизнеса на основании предложенной ранее системы показателей, применяющих экологические, социальные факторы и факторы корпоративного управления, который включает: 1) карту показателей ESG-фундаментальных и G-нефундаментальных факторов влияния на стоимость бизнеса с учетом отраслевой принадлежности компании; 2) скорректированный темп роста бизнеса с учетом тенденций ESG-развития на составляющие элементы создания стоимости бизнеса в методе дисконтированных денежных потоков с делением на внешние и внутренние векторы влияния; 3) модифицированную формулу расчета стоимости бизнеса с учетом применения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления методом дисконтированных денежных потоков в части расчета как денежного потока, так и ставки дисконтирования. Разработанный инструментарий трансформирует метод дисконтированных денежных потоков в доходном подходе к оценке стоимости бизнеса с учетом применения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления, основан на применении предложенных ранее принципах ESG-трансформации и позволяет повысить точность оценки стоимости бизнеса.

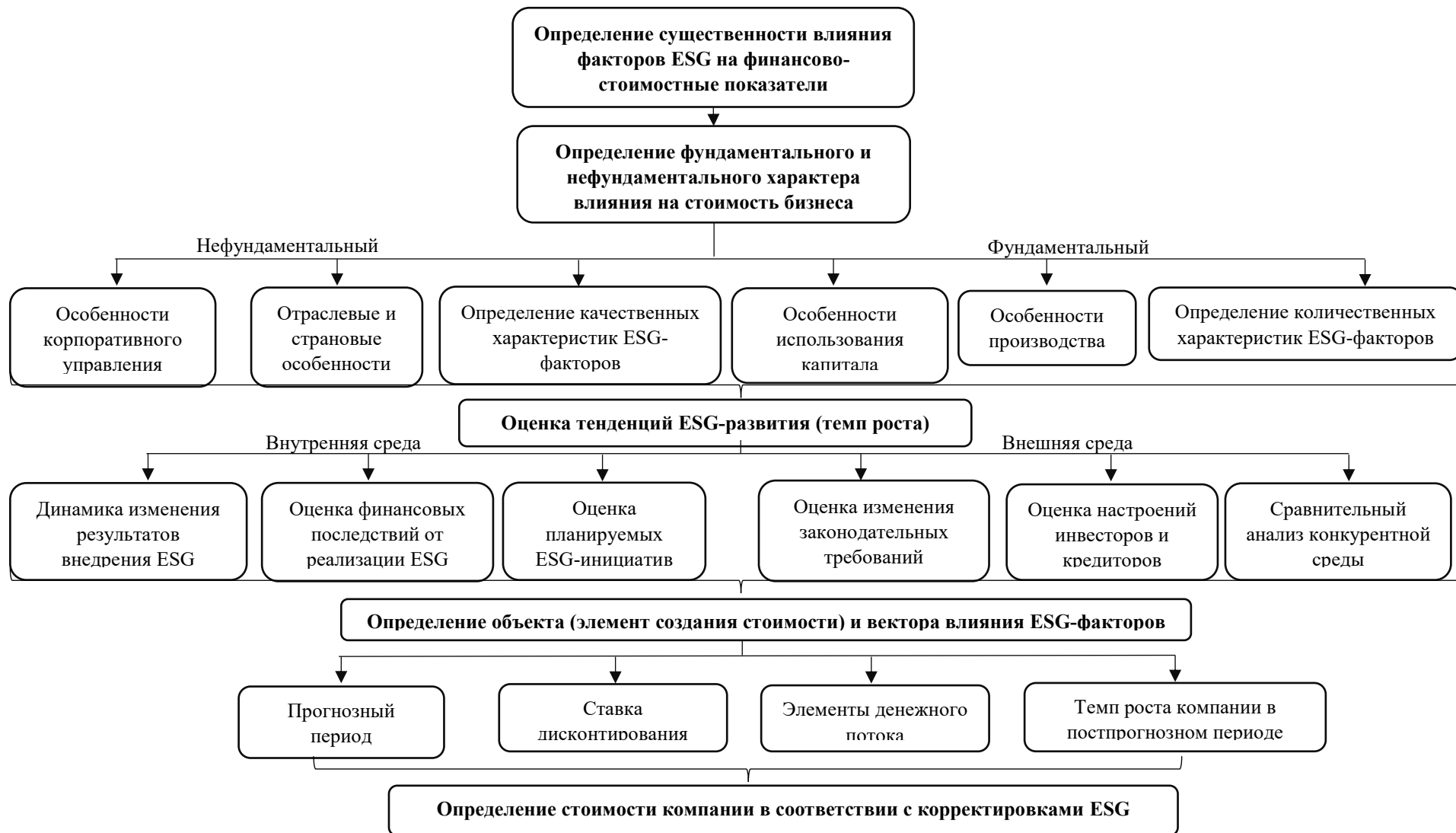
В качестве одного из инструментов оценки стоимости бизнеса разработана карта показателей ESG-фундаментальных и G-нефундаментальных ESG-факторов влияния на стоимость бизнеса с учетом отраслевой принадлежности компании, которая представлена на рисунке 2. Карта направлена на определение и содержание вектора влияния разработанных ранее показателей, рассмотренных в системе показателей факторов ESG. Соответственно при положительном влиянии (+) показатель увеличивает денежный поток компании, при отрицательно (-) – снижает его.

Для анализа вектора влияния показателей факторов ESG на элементы денежного потока и, соответственно, стоимости бизнеса предлагается применение схемы, изображенной на рисунке 3, и учета характера направления влияния факторов ESG на элементы создания стоимости и корректировки темпа роста бизнеса (g) в условиях ESG-трансформации в соответствии с рисунком 4.



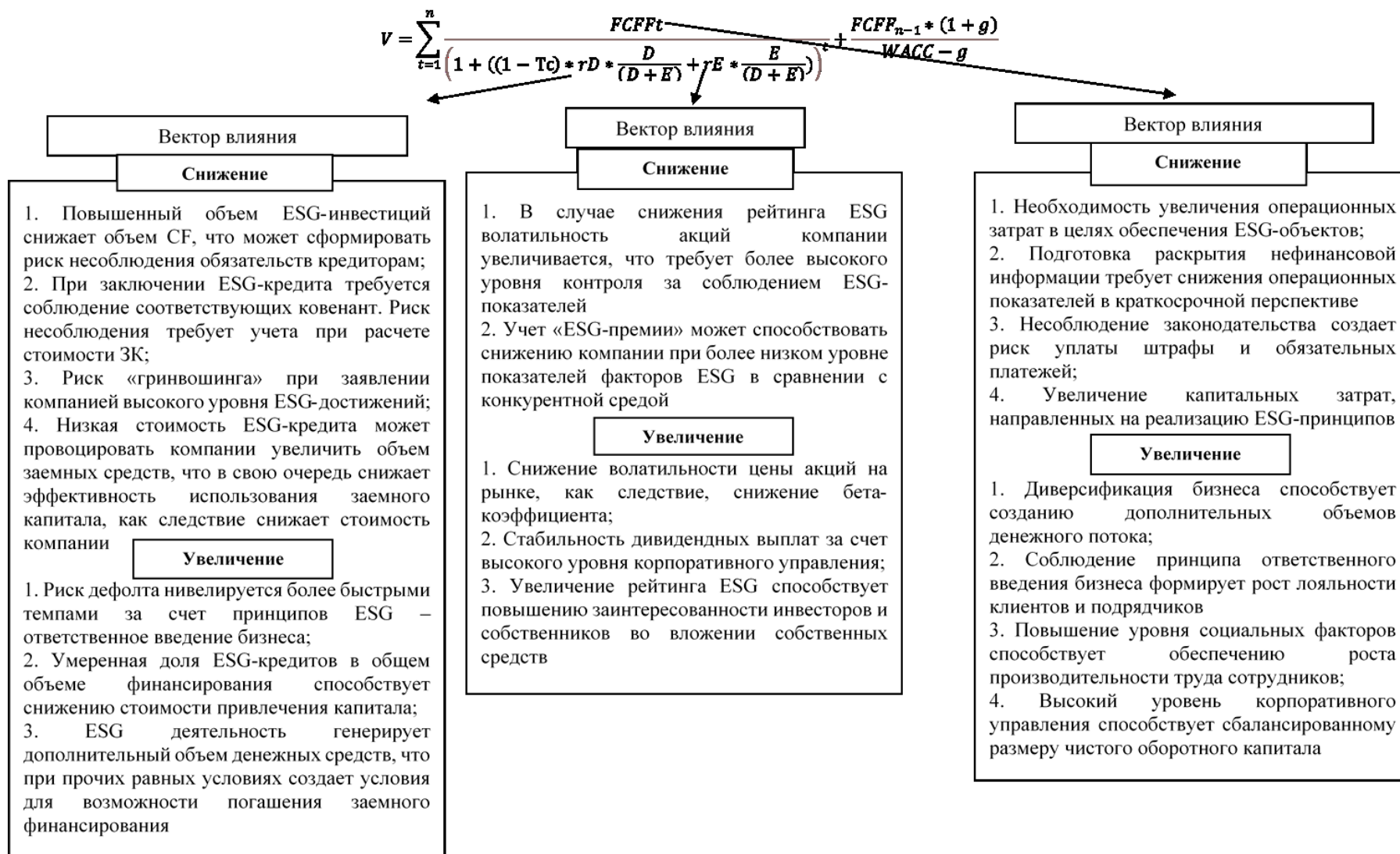
Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Карта показателей ESG-фундаментальных и G-нефундаментальных ESG-факторов влияния на стоимость бизнеса с учетом отраслевой принадлежности компании



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Определение влияния ESG-факторов на элементы создания стоимости бизнеса доходным подходом



Источник: составлено автором.
 Рисунок 4 – Определение вектора влияния ESG-факторов на элементы создания стоимости компании в доходном подходе

Кроме того, разработана модифицированная формула (1) расчета стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации на основании трансформированного метода DCF

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Элемент } FCFF_t \times \left(1 \pm \frac{ESG_{score}}{ESG_{scoremax}}\right)}{\left(1 + ((1 - T_c) \times r_D \times \frac{D}{(D+E)} \times (1 + \Delta KФLesg)) + (r_f + b \times (1 + \Delta besg) \times (r_m - r_f) \times \frac{E}{(D+E)})\right)^t} + \frac{FCFF_{n-1} \times (1+g)}{(WACC-g) \times (1+WACC)^n}, \quad (1)$$

где элемент FCFF – элемент свободного денежного потока;

ESG_{score} – интегральный показатель ESG;

$ESG_{scoreMAX}$ – максимальное значение интегрального показателя ESG по отрасли;

T_c – налог на прибыль;

r_D – стоимость заемного капитала;

r_f – безрисковая ставка;

r_m – рыночная доходность;

$\Delta KФLesg$ – дельта коэффициента финансового рычага между компаниями, реализующих и не реализующих принципы устойчивого развития;

D – заемный капитал;

E – собственный капитал;

b – бета-коэффициент;

$\Delta besg$ – дельта бета-коэффициента компаний, реализующих и не реализующих принципы устойчивого развития;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

g – темп роста;

n – количество прогнозных периодов;

t – период прогноза.

Разработанный инструментальный апробирован на примере компаний, представленных в таблице 4.

Таблица 4 – Сравнительный анализ представленного расчета стоимости бизнеса в соответствии с каждым сценарием развития деятельности компании

Сценарий	Химическая промышленность		Добыча и переработка		Ритейл	
	ПАО «ММК»	ПАО «ФОСАГРО»	ПАО «ГАЗПРОМ»	ПАО «АЛРОСА»	ПАО «X5 Group»	ПАО «Фикс Прайс»
1	2	3	4	5	6	7
Сценарий 1. Стандартная оценка	620 338	691 882	2 941 747	557 427	827 397	279 897
Сценарий 2. Без учета ESG-роста	245 923	760 617	2 320 927	681 976	201 029	432 371

Продолжение таблицы 4

1	2	3	4	5	6	7
Сценарий 2. Учет ESG-роста	689 104	800 122	4 577 567	816 077	985 673	456 657

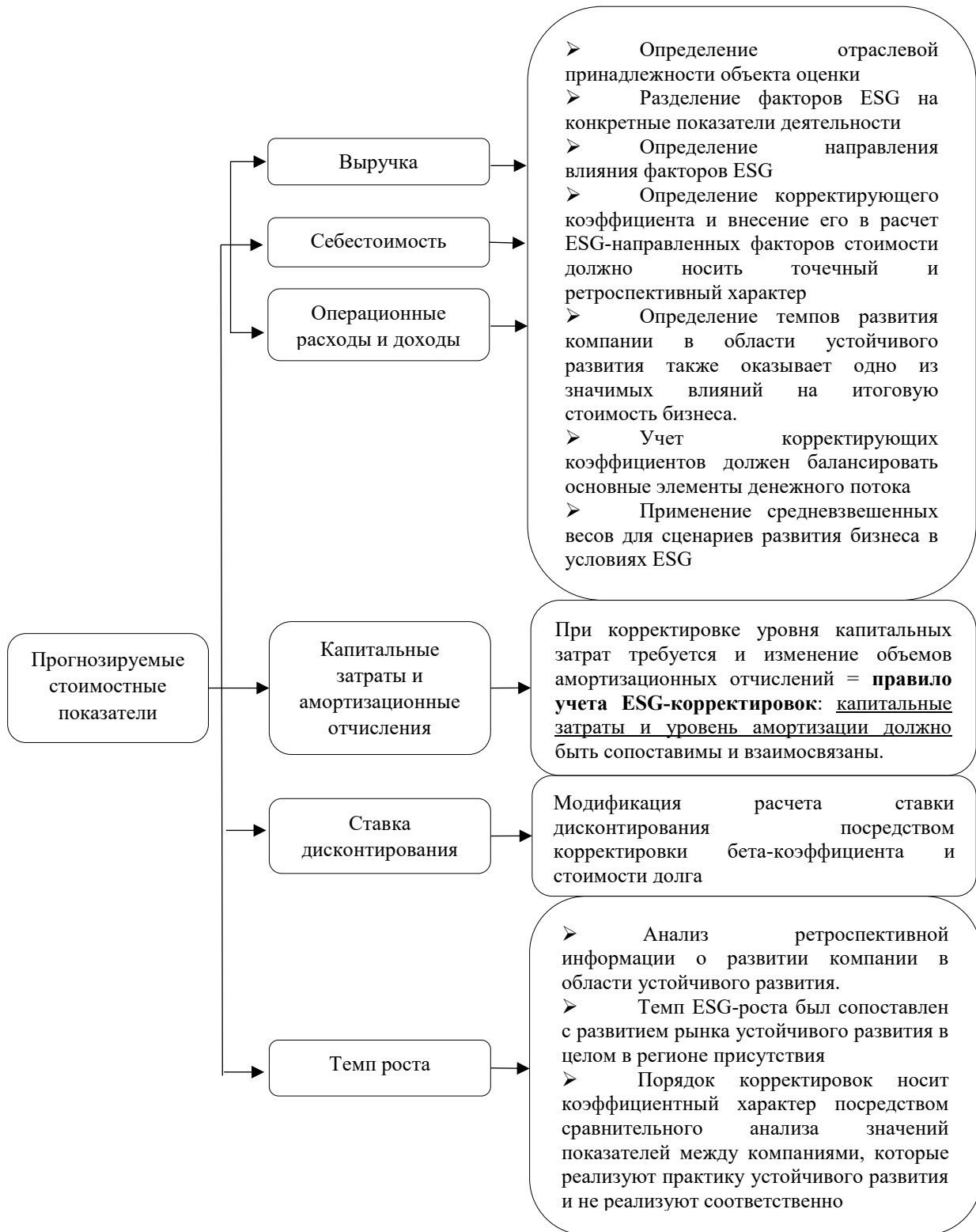
Источник: составлено автором.

Данные в таблице 4 указывают, что компаниям, которые являются активными участниками рынка устойчивого развития, необходимо поддержание роста показателей соответствующих факторов ввиду того, что при снижении действующего уровня устойчивого развития создаются риски для снижения стоимости бизнеса и благосостояния собственников, что нивелирует положительный эффект от реализации повестки устойчивого развития в деятельности компании. В то же время, компании, которые обладают недостаточно высокими показателями внедряемых ESG-факторов, создают стоимость как при поддержании текущего уровня устойчивого развития, так и при его дальнейшем росте.

Предложен комплекс научно-методических рекомендаций по использованию разработанного инструментария оценки стоимости бизнеса с учетом применения ESG-факторов. Рекомендации включают нивелирование рисков некорректного учета факторов при формировании стоимости бизнеса, методику количественной оценки вклада каждого значимого фактора в формирование стоимости бизнеса с последующей адаптацией системы управления к полученным результатам; технологию финансово-стоимостного управления компанией при внедрении системы показателей в рамках использования модифицированного метода дисконтированных денежных потоков в доходном подходе. Предложенные разработки позволяют на практике оценить стоимость бизнеса с учетом факторов ESG-трансформации.

При применении разработанного инструментария оценки стоимости бизнеса важно применять методику внесения корректировок в прогнозируемые стоимостные показатели, представленный на рисунке 5.

С целью проверки корректности применения разработанного инструментария оценки стоимости бизнеса предлагается использовать технологию финансово-стоимостного управления, основанную на контроле показателей, получаемых при применении разработанного инструментария оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации. Указанная технология включает:



Источник: составлено автором.

Рисунок 5 – Методика внесения ESG-корректировок при применении модифицированного метода дисконтированных денежных потоков в оценке стоимости бизнеса

1) Разработанные нормативы отклонения стоимости бизнеса при учете факторов ESG от стоимости. В таблице 5 представлено описание шкалы оценки отклонения стоимости бизнеса. В «зеленой» зоне учет факторов ESG целесообразен и предпосылки ESG-развития определены корректно. В «серой»

зоне важно провести повторный анализ деятельности компании, поскольку в этих зонах формируется риск некорректного значения стоимости. Использование данных нормативов целесообразно для оценщиков, которые не имеют опыта внедрения разработанного инструментария оценки стоимости бизнеса.

Таблица 5 – Шкала размера отклонений стоимости бизнеса при учете факторов ESG

Размер отклонения	Определение зоны риска корректности
<15%	«Зеленая»
>15%	«Серая»

Источник: составлено автором.

2) Оценку соответствия стоимости бизнеса, полученной при использовании разработанного инструментария, уровню ESG-развития компании. Уровень ESG-развития определяется на основании разработанного отраслевого ESG-score. При превышении компанией среднего отраслевого ESG-score – уровень ESG-развития определяется как высокий, в ином случае – как низкий. Результаты представлены в таблице 6.

Таблица 6 – Анализ соответствия уровня ESG-развития и стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации

Уровень ESG-развития	Сравнение полученных результатов стоимости бизнеса	Соответствие ESG-достижений компании и стоимости бизнеса
Низкий уровень	стоимость бизнеса с учетом факторов ESG > стоимость бизнеса без учета факторов ESG	Не соответствуют
	стоимость бизнеса с учетом факторов ESG < стоимость бизнеса без учета факторов ESG	Соответствуют
Высокий уровень	стоимость бизнеса с учетом факторов ESG < стоимость бизнеса без учета факторов ESG	Не соответствуют
	стоимость бизнеса с учетом факторов ESG > стоимость бизнеса без учета факторов ESG	Соответствуют

Источник: составлено автором.

3) Разработанную систему сбалансированных показателей – применение данного стратегического инструмента позволяет более точно прогнозировать результаты внедрения факторов ESG. Фрагмент представлен в таблице 7.

Таблица 7– Система сбалансированных показателей на примере E-факторов

Финансы			
Показатель	Цель	Значение	Мероприятия
1	2	3	4
Уровень CAPEX _{green} (1)	Минимизация рисков отсутствия окупаемости инвестиций	ROI _{green energy} (2) > 0	Оценка уровня накопления достаточной величины прибыли для финансирования проектов по добыче возобновляемых источников энергии
Бизнес-процессы			
Интенсивность применения IT технологий по ВИЭ	Повышение устойчивости «зеленого» развития	Рост индекса уровня цифровизации	Разработка технологий для ВИЭ на базе применяемых в стандартных видах деятельности
Обучение			

Продолжение таблицы 7

1	2	3	4
Количество центров для подготовки специалистов по ВИЭ	Повышение квалификации сотрудников	Рост производительности труда _{green} (3)	Анализ сотрудничества с профильными высшими учебными заведениями, открытие научно-исследовательских центров
Примечание – 1 – уровень капитальных затрат в «зеленые» проекты / виды деятельности; 2 – рентабельность деятельности компании в области «зеленых» проектов / видов деятельности; 3 – учитываются сотрудники, задействованные в реализации «зеленых» проектов / видов деятельности			

Источник: составлено автором.

Использование инструмента позволяет оценить экономическую эффективность реализации повестки устойчивого развития компании в целом, и как следствие, создается возможность соотнесения прогнозных результатов оценки ESG-эффективности и полученной стоимости бизнеса при учете факторов ESG.

III Заключение

Представленные научные результаты исследования доказывают, что цель работы достигнута и решены поставленные задачи.

Разработана классификация ESG-факторов в зависимости от их характера влияния на стоимость бизнеса с делением на группы: ESG-фундаментальные и G-нефундаментальные.

Дополнена группа принципов оценки стоимости бизнеса, ориентированная на ESG-трансформацию экономического развития и на ожидания рынка и собственников от внедрения факторов ESG в деятельность компании: ESG-ответственного управления бизнесом; стоимостно-сбалансированного ESG-развития бизнеса; ESG-диверсифицируемости бизнеса.

Разработана система показателей факторов ESG в разрезе направлений ESG-деятельности с учетом отраслевой принадлежности. Для разработки данной системы применен алгоритм определения существенных факторов ESG и отклонения прочих ESG-факторов, не оказывающих влияния на стоимость бизнеса в соответствии с отраслевой принадлежностью.

Разработан инструментарий оценки стоимости бизнеса на основании предложенной системы показателей ESG-факторов, включающий карту показателей ESG-фундаментальных и G-нефундаментальных ESG-факторов влияния на стоимость бизнеса с учетом отраслевой принадлежности компании; скорректированный темп роста бизнеса с учетом тенденций ESG-развития на составляющие элементы создания стоимости бизнеса в методе дисконтированных

денежных потоков; модифицированную формулу расчета стоимости бизнеса с учетом применения ESG-факторов методом дисконтированных денежных потоков.

Предложен комплекс научно-методических рекомендаций по использованию инструментария оценки стоимости бизнеса с учетом применения ESG-факторов и нивелированию рисков их некорректного учета при формировании стоимости бизнеса.

Разработанный инструментарий апробирован в диссертации на примере шести российских компаний трех отраслей. Результаты апробации демонстрируют корректность представленных разработок.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Кушниренко, М.Р. Сравнительный анализ понятийного аппарата концепции устойчивого развития / М.Р. Кушниренко // Российский экономический интернет-журнал. – 2024. – № 1. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/286/93yuxyz48gumcy30urfw0vyguoonc5cs.pdf> (дата обращения: 14.02.2024).
2. Кушниренко, М.Р. Анализ применения государственно-частного партнерства для реализации проектов в области устойчивого развития: зарубежный опыт / М.Р. Кушниренко // Инновации и инвестиции. – 2024. – № 7. – С. 63-67. – ISSN 2307-180X.
3. Кушниренко, М.Р. Факторы ESG и их классификация в целях оценки стоимости бизнеса / М.Р. Кушниренко // Экономика строительства. – 2024. – № 12. – С. 213-217. – ISSN 0131-7768.
4. Кушниренко, М.Р. Методика определения степени влияния ESG-факторов на стоимость бизнеса с учетом отраслевой принадлежности / М.Р. Кушниренко // Финансовые рынки и банки. – 2025. – № 4. – С. 562-570. – ISSN 2658-3917.
5. Кушниренко, М.Р. Инструментарий для учета ESG-факторов при определении стоимости бизнеса с применением доходного подхода / М.Р. Кушниренко // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2025. – № 11 (290). – С. 61-68; № 12 (291). – С. 54-61. – ISSN 2072-4098.