

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

На правах рукописи

Батехин Владимир Игоревич

**АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ФАКТОРОВ
УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ
НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ КОМПАНИЙ**

5.2.3. Региональная и отраслевая экономика:
бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Шнайдер Ольга Владимировна,
кандидат экономических наук, доцент

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 состоятся 18.05.2026 в 12:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.121 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51. корп.1, ауд.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 – Бариленко В.И., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Петров А.М., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Рожнова О.В., д.э.н., профессор;
ученый секретарь – Блинова У.Ю., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Башина О.Э., д.э.н., профессор;
Бычкова С.М., д.э.н., профессор;
Вахрушина М.А., д.э.н., профессор;
Герасимова Е.Б., д.э.н., профессор;
Гришкина С.Н., д.э.н., профессор;
Евстафьева В.М., д.э.н., доцент;
Ефимова О.В., д.э.н., профессор;
Кеворкова Ж.А., д.э.н., профессор;
Королёв О.Г., д.э.н., доцент;
Мельник М.В., д.э.н., профессор;
Толмачев М.Н., д.э.н., профессор.

Автореферат разослан 20 марта 2026 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.121

У.Ю. Блинова

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования обусловлена возрастающим значением концепции устойчивого развития в системе современного предпринимательства и инвестиционной деятельности. В последние годы существенно усилилось внимание государства, институциональных инвесторов и бизнеса к необходимости участия в решении глобальных вызовов, включая изменение климата, истощение природных ресурсов, обеспечение социальной справедливости и достойных условий труда. Дополнительным фактором для российской экономики выступает усиление внешних ограничений и рост геополитических и регуляторных рисков. Указанные факторы формируют повестку устойчивого развития на национальном и международном уровнях, оказывают существенное влияние на оценку долгосрочной эффективности и устойчивости бизнеса, а также на процессы стратегического планирования и инвестиционного анализа.

В условиях усиления запросов со стороны заинтересованных сторон на раскрытие нефинансовой информации об устойчивом развитии, международные организации разрабатывают единые принципы представления информации о нефинансовых факторах, направленные на повышение сопоставимости и прозрачности корпоративной отчетности. Дополнительно формируются подходы к оценке ESG-профиля компаний со стороны рейтинговых агентств, что способствует более полному учету факторов устойчивого развития в инвестиционной практике. Однако сложившаяся институциональная среда требует от аналитиков, корпоративного менеджмента и инвесторов комплексной оценки влияния ESG-факторов на операционные и финансовые показатели деятельности, обуславливая необходимость разработки соответствующих методических и прикладных инструментов анализа.

В то же время сохраняется существенная проблема, связанная с отсутствием универсально признанных стандартов и методик, обеспечивающих объективный количественный учет ESG-факторов в инвестиционном анализе. Это значительно осложняет проведение сопоставимого анализа устойчивости различных компаний

и снижает уровень доверия со стороны инвесторов, что в конечном итоге влияет на обоснованность принимаемых ими инвестиционных решений. В настоящее время большинство применяемых аналитических инструментов сосредоточены на качественных оценках, ограничивающих возможность точного измерения степени воздействия ESG-показателей на деятельность компаний и их инвестиционную привлекательность. Отсутствие единых количественных подходов приводит к частичной недооценке роли ESG в формировании инвестиционной привлекательности, что затрудняет как разработку стратегических ориентиров развития, так и эффективное привлечение устойчивых инвестиций. В этой связи актуальность настоящего исследования определяется необходимостью разработки и внедрения методологических подходов, направленных на интеграцию факторов устойчивого развития в традиционные модели инвестиционного анализа.

Кроме того, среди исследовательского и практического сообщества сохраняется высокая потребность в формировании аналитического инструментария, позволяющего количественно оценивать влияние факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний. Разработка и внедрение подобных подходов способствовали бы повышению обоснованности управленческих и инвестиционных решений, а также формированию устойчивых практик интеграции ESG-факторов в процессы экономического анализа.

Степень разработанности темы исследования. Теоретической и методологической основой исследования являются труды отечественных и зарубежных авторов в области финансового анализа, инвестиционного анализа и устойчивого развития компаний.

Вопросы финансового анализа и обоснования инвестиционных решений раскрыты в работах отечественных авторов, в частности в трудах М.И. Баканова, Д.А. Ендовицкого, О.В. Ефимовой, П.Л. Виленского, В.Н. Лившица, Г.В. Савицкой, С.А. Смоляка, М.А. Федотовой, А.Д. Шеремета. В зарубежной литературе методология финансового и инвестиционного анализа раскрыта в

работах Ф. Аллена, Р. Брейли, Б. Грэма, Б. Гринвальда, А. Дамодарана, Дж. Кана, Ж. Монтье, С. Майерса, А. Раппапорта, П. Сонкина, П. Фернандеса.

Проблематика учета факторов устойчивого развития и ESG-информации в инвестиционном анализе отражена в исследованиях А. Агосто, А. Амель-Заде, М. Барнетта, Ф. Берга, В. Шрамаде, Б. Ченга, А. Грегори, А. Госса, Д. Дхаливала, Д. Кристенсена, Д.Ф. Ларкера, М. Хана, И. Айоанну, Р. Ригобона, Г. Робертса, Р. Саломона, Г. Серафейма, Р. Тарьяна, Дж. Уиттакера, А. Энгерта, Дж. Кельбея, А. Юна. В отечественной литературе вопросы ESG-интеграции, раскрытия и использования нефинансовых данных представлены в работах Б.С. Батаевой, И.С. Белик, О.В. Ефимовой, И.В. Зенкиной, В.Г. Когденко, М.В. Мельник. Работы В.И. Бариленко и О.В. Ефимовой раскрывают связь стейкхолдерского подхода с бизнес-анализом.

Тем не менее, несмотря на высокую ценность результатов проведенных научных исследований, не нашли достаточного отражения:

- подходы к выявлению существенных для заинтересованных сторон нефинансовых факторов, оказывающих влияние на инвестиционную привлекательность компаний;
- проблемы отражения существенных нефинансовых факторов устойчивого развития в конкретных показателях деятельности;
- практические механизмы интеграции нефинансовых факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности компании.

Таким образом, необходимость всестороннего аналитического подхода для учета нефинансовых факторов в оценке инвестиционной привлекательности подчеркивает актуальность данного исследования и его вклад в разработку методик, востребованных в научном и инвестиционном сообществах.

Концепция устойчивого развития получила широкое распространение в научном и инвестиционном сообществе, создавая запрос на новые подходы к анализу и оценке инвестиционной привлекательности компаний.

Цель исследования – разработка и обоснование комплекса теоретических и методических положений и аналитических инструментов, позволяющих учитывать

влияние факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний.

Достижение указанной цели требует решения следующих **задач**:

- провести критический анализ теоретических подходов к оценке инвестиционной привлекательности компаний для выявления возможностей их применения и ограничений с учетом требований достижения национальных целей развития Российской Федерации;
- формализовать критерии существенности нефинансовой информации и разработать систему ее классификации по каналам интеграции в инвестиционный анализ;
- разработать и обосновать методику комплексного анализа, реализующую принцип двухконтурной интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности компаний;
- разработать расчетно-аналитический инструментарий количественной оценки нефинансовых индикаторов, обеспечивающий алгоритм отбора факторов устойчивого развития и используемый при анализе инвестиционной привлекательности компаний отрасли;
- провести анализ и обосновать применимость разработанной методики и инструментария на примере предприятий нефтегазовой отрасли для подтверждения их практической применимости.

Объект исследования – процессы формирования и анализа инвестиционной привлекательности компаний с учетом факторов устойчивого развития.

Предмет исследования – подходы к интеграции факторов устойчивого развития в методы анализа инвестиционной привлекательности компаний нефтегазовой отрасли.

Область исследования соответствует п. 11.4. «Комплексный экономический и финансовый анализ хозяйственной деятельности. Оценка эффективности деятельности экономических субъектов», п. 11.5. «Мониторинг, анализ и оценка изменений бизнеса» Паспорта научной специальности 5.2.3. Региональная и отраслевая экономика: бухгалтерский учет, аудит и

экономическая статистика (экономические науки).

Научная новизна исследования заключается в разработке теоретико-методических положений и прикладного инструментария количественного анализа влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний. Предложенный подход основан на сочетании методов инвестиционного, финансового и бизнес-анализа и реализует принцип двухконтурной интеграции ESG-факторов: через корректировки параметров финансового моделирования, а также на основе сравнительного анализа и оценки профиля устойчивого развития компании относительно сопоставимых предприятий. Это обеспечивает формирование информационной базы показателей и критериев существенности, релевантных для обоснования инвестиционных и управленческих решений.

Теоретическая значимость работы заключается в развитии теоретико-методических положений и инструментария анализа влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний. В работе предложена авторская трактовка инвестиционной привлекательности как совокупности характеристик объекта инвестирования, определяющих его ценность для конкретного инвестора в долгосрочной перспективе на основе критерия существенности и доступности финансовой и нефинансовой информации. Научную ценность представляют обоснованный принцип двухконтурной интеграции ESG-факторов в аналитические модели анализа инвестиционной привлекательности и разработанная классификация информации по функциональным категориям, что позволяет формализовать механизмы трансформации нефинансовых эффектов в показатели операционной эффективности и стратегической устойчивости бизнеса.

Практическая значимость работы состоит в разработке методических положений, алгоритмов и расчетного инструментария, позволяющих на практике учитывать влияние факторов устойчивого развития при принятии инвестиционных и управленческих решений. Разработан подход к расчету модифицированной инвестиционной стоимости, который обеспечивает решение проблемы

количественной интеграции ESG-показателей в традиционные финансовые модели, используемые при анализе инвестиционной привлекательности. Разработанная методика может использоваться на практике заинтересованными сторонами для анализа влияния факторов устойчивого развития на финансовые показатели, а также интегральные характеристики инвестиционной привлекательности компаний.

Методология и методы исследования. Теоретическую и методологическую основу исследования составили научные труды отечественных и зарубежных ученых в области инвестиционного анализа, устойчивого развития, ESG-интеграции и стейкхолдерского подхода. Исследование основано на системном, комплексном и сравнительном подходах. В работе использованы общенаучные и специальные методы познания, включая анализ, синтез, сравнение, обобщение, классификацию, группировку, индукцию и дедукцию, а также расчетно-аналитические методы, примененные при разработке методики количественной оценки влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний.

Информационной базой исследования выступают нормативно-правовые и методические документы, определяющие направления развития практик устойчивого развития и требования к раскрытию нефинансовой информации, включая рекомендации Банка России, а также требования Московской биржи к раскрытию нефинансовой информации. В состав информационной базы включены национальные и международные стандарты и руководства по формированию отчетности и показателей в области устойчивого развития, в том числе Стандарт общественного капитала бизнеса, стандарты Глобальной инициативы по отчетности (Global Reporting Initiative, GRI), руководства Международной ассоциации нефтегазовых производителей по экологическим и социальным вопросам (IPIECA) и другие.

Эмпирическая часть исследования опирается на данные финансовой и нефинансовой отчетности публичных компаний нефтегазовой отрасли, использованные при апробации разработанной методики. Дополнительно в

процессе анализа использовались сведения специализированных информационных ресурсов и сервисов раскрытия и сопоставления ESG-показателей, статистические и аналитические материалы официальных источников, включая данные, опубликованные на сайте Федеральной службы государственной статистики, Банка России, Министерства Финансов Российской Федерации, рейтинговых агентств, а также результаты отечественных и зарубежных научных публикаций и открытые источники данных в сети «Интернет».

Положения, выносимые на защиту. В рамках проведенного исследования были определены следующие положения, обладающие научной новизной и практической значимостью:

– обоснована необходимость системной интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности на основе разработанного критерия информационной существенности финансовых и нефинансовых данных и предложена авторская трактовка инвестиционной привлекательности как совокупности характеристик объекта инвестирования, определяющих его ценность для конкретного инвестора в долгосрочной перспективе на основе критерия информационной существенности финансовых и нефинансовых данных. В отличие от существующих подходов, авторская трактовка предусматривает выделение существенных факторов устойчивого развития как релевантных источников информации о драйверах доходности и риска, что обеспечивает концептуальные предпосылки их последующей количественной интеграции в инвестиционный анализ (С. 21-22; 38-41);

– разработан методический подход к систематизации существенной информации для инвестора, основанный на распределении факторов устойчивого развития по каналам их интеграции в инвестиционный анализ: нефинансовая информация, подлежащая прямому учету в финансовых показателях объекта инвестирования; нефинансовая информация, учитываемая косвенно при оценке инвестиционной привлекательности; специфическая нефинансовая информация, существенная для конкретного инвестора. Предложенная классификация обеспечивает структурирование информационной базы в зависимости от

механизма влияния факторов на инвестиционную привлекательность и снижает риск двойного учета нефинансовых эффектов при проведении количественного анализа (С. 57-62);

– разработана комплексная методика количественной оценки инвестиционной привлекательности, реализующая принцип двухконтурного учета факторов устойчивого развития в финансовой модели. Методика базируется на сочетании прямых корректировок параметров операционной эффективности с учетом влияния на них факторов устойчивого развития и внедрении разработанного интегрального показателя устойчивого развития для оценки долгосрочных стратегических перспектив компании относительно отраслевых ориентиров (С. 74-83; 86-101);

– разработан комплексный алгоритм идентификации и отбора существенных нефинансовых показателей, предусматривающий их группировку по двум функциональным категориям использования в инвестиционном анализе: применение в рамках финансового моделирования; применение в рамках расчета интегрального показателя устойчивого развития. Разработанный алгоритм формализует процедуры отбора и проверки данных на основе информационных запросов ключевых групп заинтересованных сторон, отраженных в регуляторных требованиях и стандартах раскрытия нефинансовой информации, а также в отраслевой практике публичных раскрытий (С. 83-86);

– предложен методический инструментарий определения модифицированной инвестиционной стоимости объекта инвестирования для конкретного инвестора на дату анализа, основанный на детерминированной модели доходного подхода с двухконтурной интеграцией факторов устойчивого развития. В отличие от традиционных подходов, методика предусматривает учет корпоративной устойчивости не только через прямые корректировки параметров операционной эффективности, но и через введение поправочного коэффициента к оценке долгосрочного потенциала создания ценности, величина которого определяется отклонением интегрального уровня устойчивости компании от среднеотраслевых ориентиров (С. 35-40; 96-100; 143-145).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность результатов исследования подтверждается использованием репрезентативной информационной базы, включающей официальную финансовую и нефинансовую отчетность публичных компаний нефтегазового сектора, нормативно-правовые акты, национальные и международные стандарты устойчивого развития. Методологическая обоснованность обеспечена строгим соблюдением логики научного познания и корректным применением инструментария инвестиционного анализа.

Основные положения и результаты проведенного диссертационного исследования докладывались автором на следующих научных конференциях: на Международной научно-практической конференции «Аналитика устойчивого развития» (Москва, Финансовый университет, 28-29 сентября 2022 г.); на X Международной межвузовской научно-практической конференции «Развитие учета, контроля и анализа в условиях трансформации социально-экономических ориентиров экономики» (Москва, РЭУ имени Г.В. Плеханова, 7 ноября 2023 г.); на IV Международной научно-практической конференции «Статистика, аналитика и прогнозирование в современной экономике: опыт и перспективы развития» (Москва, Финансовый университет, 23-24 апреля 2025 г.).

Материалы диссертационного исследования применяются в практической деятельности ООО «ДРТ Консалтинг», в частности, используется комплексная методика количественной оценки воздействия факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний. Результаты исследований применяются компанией в рамках оказания консультационных услуг.

Материалы диссертации использовались Департаментом бизнес-аналитики Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа Финансового университета в рамках преподавания учебной дисциплины «Бизнес-анализ».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения диссертационного исследования

отражены в 5 публикациях общим объемом 3,05 п.л. (весь объем авторский), в том числе 4 работы авторским объемом 2,65 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации. Последовательность представленного материала и логика изложения определены поставленной целью и задачами и отражают характер исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 156 наименований, четырех приложений. Текст диссертации изложен на 200 страницах, содержит 42 таблицы, 7 рисунков и 13 формул.

II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования получены и обоснованы следующие научные результаты:

Обоснована необходимость системной интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности на основе разработанного критерия информационной существенности финансовых и нефинансовых данных и предложена авторская трактовка инвестиционной привлекательности как совокупности характеристик объекта инвестирования, определяющих его ценность для конкретного инвестора в долгосрочной перспективе на основе критерия информационной существенности финансовых и нефинансовых данных. В отличие от существующих подходов, авторская трактовка предусматривает выделение существенных факторов устойчивого развития как релевантных источников информации о драйверах доходности и риска, что обеспечивает концептуальные предпосылки их последующей количественной интеграции в инвестиционный анализ.

Критический анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности показал, что факторы устойчивого развития все в большей степени учитываются в инвестиционном анализе, однако в большинстве методик отражаются

фрагментарно и без формализованных правил включения. Используемые подходы либо ограничиваются финансовыми коэффициентами и мультипликаторами, либо учитывают ESG-факторы описательно, не связывая их с финансовыми драйверами. Выявленные ограничения подтверждают целесообразность разработки подхода, обеспечивающего более последовательное и формализованное включение факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности.

В исследовании разработан комплексный подход к анализу инвестиционной привлекательности публичных компаний, дополняющий традиционный анализ дисконтированных денежных потоков интеграцией факторов устойчивого развития. Этапы разработанного подхода представлены ниже:

- комплексный анализ внутренних и внешних факторов инвестиционной привлекательности. На этом этапе проводится всестороннее исследование финансовых и нефинансовых характеристик компании с учетом требований и ожиданий заинтересованных сторон, что позволяет повысить обоснованность исходных предпосылок анализа;
- интеграция факторов устойчивого развития в инвестиционный анализ. Переход от декларативного учета факторов устойчивого развития к формализованному включению экологических, социальных и управленческих факторов (ESG-факторов) в расчетные блоки анализа инвестиционной привлекательности, что позволяет учитывать долгосрочные риски и возможности, которые не всегда находят прямое отражение в традиционных финансовых моделях;
- построение модели дисконтированных денежных потоков. После аналитического обоснования ключевых предпосылок и их интеграции в модель дисконтированных денежных потоков, прогнозные денежные потоки корректируются с учетом выявленных существенных ESG-факторов;
- расчет модифицированной инвестиционной стоимости. Итогом анализа является расчет модифицированной инвестиционной стоимости, в основе которого лежит модель дисконтированных денежных потоков, включающая в себя влияние факторов устойчивого развития;

– формулировка выводов и рекомендаций. На завершающем этапе делаются выводы относительно инвестиционной привлекательности компании, определяются направления повышения ее устойчивости, разрабатываются рекомендации для принятия инвестиционных и управленческих решений.

Разработанный подход отличается системной интеграцией факторов устойчивого развития на всех этапах инвестиционного анализа, расчетом модифицированной инвестиционной стоимости и ориентацией на более комплексную оценку инвестиционной привлекательности компании.

Выбор публичных компаний в качестве объекта исследования является методологически оправданным, поскольку опора на открытые источники обеспечивает возможность проверки результатов, их сопоставления во времени и внутри отрасли, а также позволяет подтверждать исходные предпосылки на основании рыночных данных.

Разработан подход к систематизации существенной информации для инвестора, основанный на распределении факторов устойчивого развития по каналам их интеграции в инвестиционный анализ. На этой основе сформирована информационная база исследования и предложена классификация информации по возможности ее использования в анализе инвестиционной привлекательности, что позволяет структурировать данные по механизму влияния факторов на инвестиционную привлекательность и позволить снизить риск двойного учета нефинансовых эффектов.

Информация для анализа инвестиционной привлекательности представлена двумя блоками: финансовым, охватывающим традиционные метрики результативности и финансового положения, и нефинансовым, включающим показатели устойчивого развития.

Нефинансовый блок включает раскрываемую нефинансовую информацию, ESG-рейтинги, данные корпоративной политики и иные сведения, не содержащиеся в финансовой отчетности. Информация систематизируется по трем категориям исходя из потенциала влияния на принятие инвестиционных и управленческих решений:

– факторы с количественно измеримым эффектом, напрямую интегрируемые в финансовые показатели (надежность логистики, инвестиции в энергоэффективность, расходы на климатическую адаптацию);

– факторы с опосредованным воздействием и ограниченной измеримостью (выбросы парниковых газов, структура энергопотребления, социальные программы, корпоративное управление), учитываемые через сравнительный анализ;

– сведения, релевантность которых определяется институциональными или этическими предпочтениями инвесторов (поддержка местных сообществ, диверсификация руководства).

На рисунке 1 представлена предложенная классификация информации для систематизации ее использования в инвестиционном анализе.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Классификация существенной информации, используемой в рамках инвестиционного анализа

Научная новизна предложенного подхода заключается в формализованной систематизации существенной информации для целей анализа инвестиционной привлекательности: уточнены критерии существенности и предложена трехкатегорийная классификация данных по потенциалу влияния на принятие инвестиционных решений.

Разработана комплексная методика количественной оценки инвестиционной привлекательности, реализующая принцип двухконтурного

учета факторов устойчивого развития в финансовой модели. Методика базируется на сочетании прямых корректировок параметров операционной эффективности с учетом влияния на них факторов устойчивого развития и внедрении разработанного интегрального показателя устойчивого развития для оценки долгосрочных стратегических перспектив компании относительно отраслевых ориентиров.

Разработанная методика конкретизирует предложенный подход к анализу инвестиционной привлекательности и предполагает выполнение следующих этапов, представленных на рисунке 2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Этапы применения разработанной методики интеграции факторов устойчивого развития в инвестиционный анализ

Основой методики является синтез двух подходов к интеграции ESG-факторов: корректировки финансовых показателей и сравнительного анализа. Существенные факторы устойчивого развития конкретизируются до показателей и классифицируются на две категории: показатели, непосредственно влияющие на финансовые параметры компании, и показатели, не имеющие прямой функциональной связи с денежными потоками, но значимые для оценки долгосрочной устойчивости. Первая категория используется для корректировки параметров модели дисконтированных денежных потоков, вторая – для расчета интегрального показателя устойчивого развития.

Методика предполагает использование классической модели дисконтированных денежных потоков, которая остается базой для оценки будущих денежных потоков и их приведенной стоимости. Это сохраняет методологическую преемственность с отечественной и мировой практикой инвестиционного анализа. Внедрение ESG-факторов в расчетную модель осуществляется через два независимых, но взаимосвязанных контура.

Новизна метода проявляется, во-первых, в двухконтурной интеграции ESG-факторов: методика сочетает прямые корректировки финансовых параметров для тех факторов, которые поддаются количественному учету в денежных потоках, и использование интегрального показателя устойчивого развития для учета факторов, не отражающихся напрямую в финансовых потоках, но влияющих на инвестиционную привлекательность. Во-вторых, разработан механизм внедрения интегрального показателя в инвестиционный анализ. Его применение обусловлено ограничениями ESG-раскрытия (неоднородность метрик, различия методик расчета и детализации, ограниченная сопоставимость во времени и между компаниями). Агрегирование стандартизированных показателей обеспечивает сопоставимость результатов и снижает риск выборочного учета отдельных показателей. После стандартизации ESG-показателей по компании и ее аналогам рассчитывается отклонение интегрального показателя от медианного отраслевого уровня, которое преобразуется в поправочный коэффициент для корректировки премий и дисконтов, используемых при расчете терминальной стоимости в модели дисконтированных денежных потоков. Выбор терминальной стоимости в качестве элемента интеграции обусловлен тем, что значительная часть факторов устойчивого развития второго контура проявляется в долгосрочной перспективе и не имеет однозначной прямой связи с денежными потоками отдельных прогнозных периодов. Поэтому их учет через корректировку терминальной стоимости позволяет отразить влияние таких факторов на устойчивость бизнеса и его способность к созданию стоимости в постпрогнозном периоде, одновременно снижая риск двойного учета эффектов, уже включенных в параметры первого контура.

Методика расчета интегрального показателя устойчивого развития включает: отбор экологических, социальных, управленческих и при необходимости операционно-финансовых индикаторов; нормализацию показателей для обеспечения сопоставимости; взвешивание; расчет рейтингового расстояния до эталона; ранжирование и определение отклонения от медианы отрасли, используемого как поправочный коэффициент при интеграции в анализ инвестиционной привлекательности.

В отличие от существующих ESG-рейтингов, которые характеризуются ограниченной прозрачностью алгоритмов расчета, расчет интегрального показателя основан на открытом наборе показателей и стандартизированной процедуре нормализации. Это способствует повышению сопоставимости результатов и снижению ограничений, характерных для традиционных подходов анализа.

Таким образом, предложенная методика позволяет реализовать согласованный учет ESG-факторов за счет двухконтурной интеграции факторов устойчивого развития: в первом контуре их влияние отражается через прямые количественные корректировки параметров DCF-модели, во втором – через применение интегрального показателя устойчивого развития.

Разработан комплексный алгоритм идентификации и отбора существенных нефинансовых показателей, предусматривающий их группировку по двум функциональным категориям использования в инвестиционном анализе. Разработанный алгоритм формализует процедуры отбора и проверки данных на основе информационных запросов ключевых групп заинтересованных сторон, отраженных в регуляторных требованиях и стандартах раскрытия нефинансовой информации, а также в отраслевой практике публичных раскрытий.

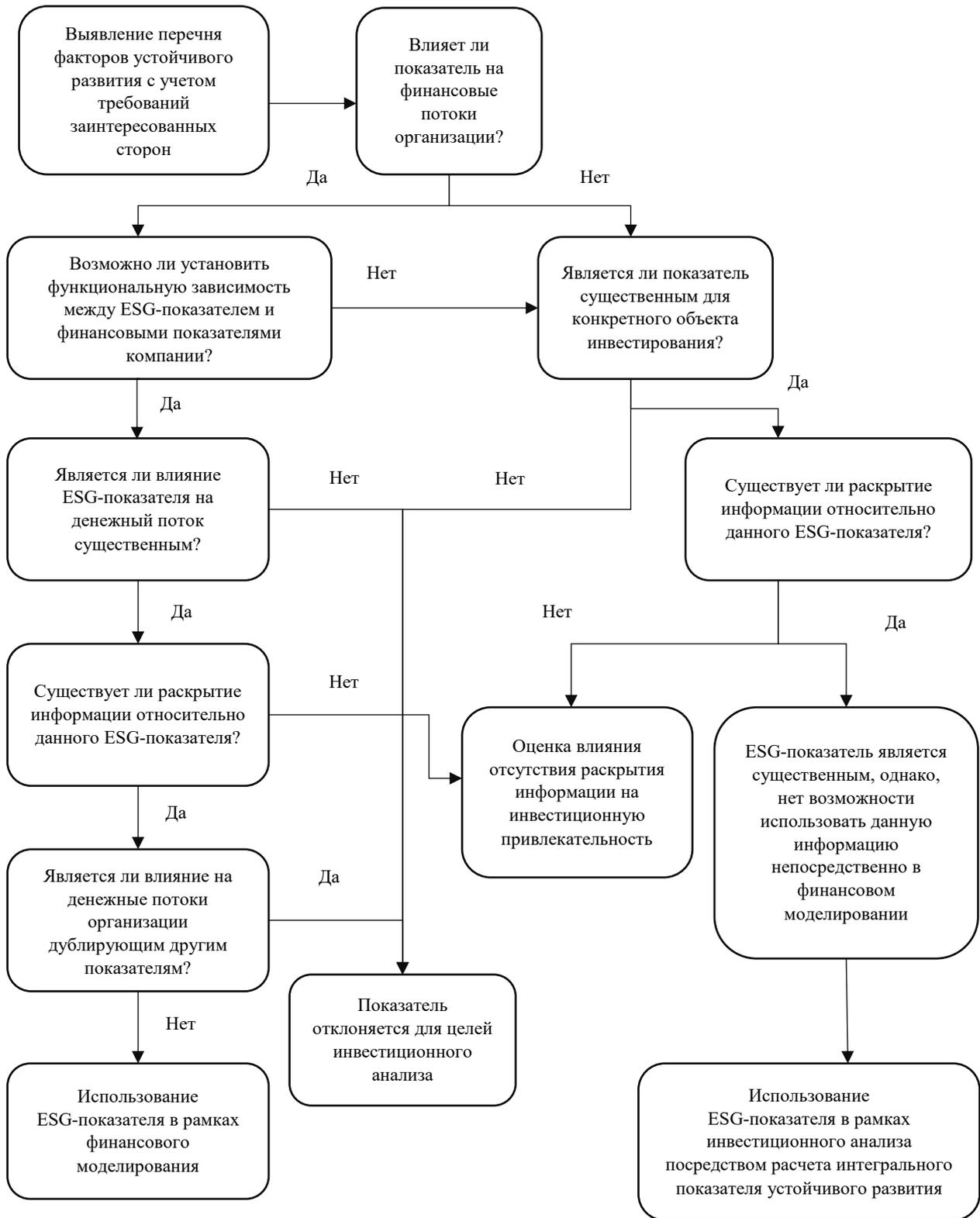
Одним из ключевых этапов методики является выявление и классификация существенных ESG-показателей по возможности их применения в инвестиционном анализе. Для этого разработан алгоритм их выявления и группировки. В результате его применения формируется перечень существенных показателей устойчивого

развития с распределением по категориям применимости, что создает основу для последовательной ESG-интеграции в анализ инвестиционной привлекательности компании.

Анализ применимости разработанных предложений, выносимых на защиту, выполнен на материале нефтегазовой отрасли: эмпирической базой выступили данные ПАО «Лукойл» и сопоставимой выборки публичных компаний-аналогов. На основе отраслевых стандартов Глобальной инициативы по отчетности (GRI), стандартов Совета по стандартам учета в области устойчивого развития (SASB), рекомендаций Целевой группы по раскрытию финансовой информации, связанной с климатом (TCFD), Целей устойчивого развития Организации Объединенных Наций и Стандарта общественного капитала бизнеса сформирован перечень из 57 ESG-показателей. По итогам классификации 12 показателей признаны избыточными либо неудовлетворительно раскрываемыми и исключены; 38 показателей задействованы при расчете интегрального показателя устойчивого развития; 7 показателей используются для корректировок денежных потоков в модели дисконтированных денежных потоков.

К категории показателей, применяемых в финансовом моделировании, отнесены, в частности, расходы и платежи, связанные с выбросами парниковых газов с учетом сценариев углеродного регулирования, капитальные вложения в экологическую модернизацию и климатическую адаптацию, а также показатели надежности цепочки поставок, влияющие на величину чистого оборотного капитала. К категории показателей, используемых при расчете интегрального показателя, отнесены индикаторы промышленной безопасности, элементы корпоративного управления и раскрытия. В исключенную категорию вошли показатели с формальным характером или недостаточной репрезентативностью и стабильностью раскрытия.

Разработанный комплексный алгоритм идентификации и отбора существенных нефинансовых показателей представлен на рисунке 3. Алгоритм ориентирован на формирование релевантной информационной базы для последующей интеграции факторов устойчивого развития в анализ.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Алгоритм выявления и классификации существенных ESG-показателей

Предложен методический инструментарий определения модифицированной инвестиционной стоимости компании для конкретного

инвестора на дату анализа, основанный на детерминированной модели доходного подхода с двухконтурной интеграцией факторов устойчивого развития.

Модифицированная инвестиционная стоимость рассматривается как комплексная стоимостная оценка инвестиционной привлекательности компании, учитывающая финансовые и нефинансовые аспекты деятельности компании. Она определяется на основе метода дисконтирования денежных потоков, скорректированных с учетом результатов анализа факторов устойчивого развития, и отражает влияние этих факторов на долгосрочные перспективы компании.

В рамках предложенной методики модифицированная инвестиционная стоимость рассчитывается по формуле (1)

$$IV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + TV_{base} \times (1 + \Delta ISDI) + Cash - Debt - NCI, \quad (1)$$

где IV – модифицированная инвестиционная стоимость на дату анализа;

FCF_t – прогнозный свободный денежный поток за год t ;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала;

T – горизонт прогноза;

TV_{base} – базовая терминальная стоимость, рассчитанная как результат капитализации будущих денежных потоков в постпрогнозном периоде на основе применения модели Гордона;

$\Delta ISDI$ – отклонение интегрального показателя устойчивого развития (Integrated Sustainable Development Indicator) компании от медианного отраслевого уровня;

$Cash$ – денежные средства и денежные эквиваленты;

$Debt$ – совокупный процентный долг (краткосрочные и долгосрочные кредиты и займы, обязательства по облигациям) по данным консолидированного отчета о финансовом положении;

NCI – неконтролирующие доли участия (доля капитала дочерних обществ,

принадлежащая миноритарным акционерам), принимаемые в абсолютной величине.

Денежные средства и денежные эквиваленты, совокупный процентный долг и неконтролирующие доли участия принимаются на дату анализа, соответствующую отчетной дате последней доступной финансовой отчетности, используемой при построении модели.

В основе предложенной методики лежит распределение факторов устойчивого развития по двум контурам интеграции в зависимости от характера их влияния на инвестиционную стоимость компании. На первоначальном этапе учитывается расширенный круг заинтересованных сторон, однако далее соответствующие ESG-показатели дифференцируются по способу включения в расчет. В первый, финансовый, контур включаются факторы, влияние которых может быть непосредственно отражено в параметрах модели дисконтированных денежных потоков. К ним относятся, в частности, отдельные требования государства, учитываемые через налоговую нагрузку и сценарные предпосылки углеродного регулирования, факторы, связанные с потребителями, отражаемые в прогнозе спроса и ценовых параметрах выручки, а также факторы, связанные с поставщиками и внешними ограничениями, влияющими на логистику, затраты, оборотный капитал и ключевые допущения модели.

Во второй контур включаются показатели, характеризующие устойчивое развитие компании, но не имеющие однозначной прямой функциональной связи с денежными потоками. Для их систематизации и последующей количественной оценки используется интегральный показатель устойчивого развития, формируемый по четырем блокам - сотрудники, государство, акционеры и инвесторы, местные сообщества. Выбор указанных блоков обусловлен тем, что именно по ним в публичной отчетности нефтегазовых компаний представлен наиболее сопоставимый массив ESG-показателей, а влияние факторов, относимых к иным заинтересованным сторонам, учитывается в финансовом контуре. Характеристики корпоративного управления в рамках данного подхода учитываются в блоке «акционеры и инвесторы». Весовые коэффициенты

30/30/30/10 применяются как инструмент агрегирования показателей второго контура и могут корректироваться при изменении состава используемых показателей в зависимости от задач аналитика или предпочтений инвестора.

Интегральный показатель второго контура формируется на основе сравнительного подхода: исходные ESG-показатели компаний отрасли приводятся к сопоставимому виду, после чего определяется их отклонение от эталонных значений, сформированных по сопоставимой выборке. Интегральный показатель устойчивого развития рассчитывается по формуле (2)

$$ISDI_i = 100 \times \sqrt{\left(\frac{1}{m}\right) \times \sum_{j=1}^m (z_{ij}^2)}, \quad (2)$$

где $ISDI_i$ – интегральный показатель устойчивого развития (Integrated Sustainable Development Indicator) i -ой компании, выраженный в балльной оценке от 0 до 100;

m – число ESG-показателей в расчете;

z_{ij} – относительный индекс показателя j компании i , рассчитываемый по сопоставимой выборке как отношение фактического значения к эталонному: для показателей типа «больше – лучше» (например, доля перерабатываемых отходов) эталоном принимается максимальное значение в выборке, для показателей типа «меньше – лучше» (например, коэффициенты производственного травматизма и смертности) применяется обратное отношение к эталону, задаваемому минимальным значением. Значение z_{ij} , близкое к 1, означает близость показателя к эталонному уровню.

В таблице 1 представлена балльная оценка интегральных показателей устойчивого развития компаний нефтегазовой отрасли России по группам заинтересованных сторон и в целом, а также отклонение оценок компаний от медианного уровня по выборке сопоставимых организаций в отрасли, что позволяет провести сравнительный анализ их относительных позиций и выявить особенности распределения значений по рассматриваемым направлениям оценки.

Таблица 1 – Расчет интегральных показателей устойчивого развития компаний нефтегазовой отрасли в России

В баллах

Показатели	Лукойл	Татнефть	Роснефть	Новатэк	Газпром	Сургутнефтегаз
Сотрудники	86,92	64,25	58,48	67,97	62,02	40,82
Государство	54,98	48,73	30,10	66,69	57,37	37,89
Акционеры и инвесторы	93,13	92,54	89,81	99,84	76,56	75,60
Местные сообщества	70,88	100,00	70,71	72,39	74,28	70,71
Интегральная оценка	77,59	71,66	60,59	77,59	66,22	53,37
Отклонение от медианного значения, в процентах	12,56	3,95	-12,11	12,55	-3,95	-22,59

Источник: составлено автором.

Разработанная методика предполагает внедрение рассчитанного интегрального показателя в модель дисконтированных денежных потоков путем корректировки терминальной стоимости.

В таблице 2 представлен расчет модифицированной инвестиционной стоимости компании ПАО «Лукойл» в рамках предложенной методики количественной оценки влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компании.

Таблица 2 – Расчет инвестиционной стоимости ПАО «Лукойл»

В миллиардах рублей

Показатели	Значения на дату анализа (30.04.2024)
Сумма денежных потоков в прогнозный период с учетом корректировок на ESG-показатели, используемые в рамках финансового моделирования (2024-2028 гг.)	3 363
Терминальная стоимость (определяется на основе модели Гордона)	1 825
Стоимость компании (Enterprise value)	5 187
Денежные средства и эквиваленты	1 180
Долг	396
Доля участия в неконтролируемых компаниях	17
Сумма дисконтированного денежного потока (с учетом денежных средств, долга и доли участия в неконтролируемых компаниях)	5 954
Корректировка суммы дисконтированного денежного потока на основе рассчитанного интегрального показателя устойчивого развития	231
Модифицированная инвестиционная стоимость	6 185

Источник: составлено автором.

Рассчитанный интегральный показатель устойчивого развития компании ПАО «Лукойл» отклоняется от медианного уровня по выборке на 8,66 пункта или 12,56%. В соответствии с разработанной методикой показатель терминальной стоимости должен быть скорректирован с учетом отклонения интегрального показателя. Рассчитанная терминальная стоимость компании ПАО «Лукойл» на дату анализа составляет 1 825 млрд рублей. С учетом проведенной корректировки терминальная стоимость ПАО «Лукойл» составляет 2 055 млрд рублей, а модифицированная инвестиционная стоимость – 6 185 млрд рублей, что на 231 млрд рублей (3,88%) больше, чем рассчитанная сумма дисконтированных денежных потоков в прогнозный период. Полученные различия связаны с тем, что модель дисконтированных денежных потоков используется как основа расчета приведенной стоимости, тогда как модифицированная инвестиционная стоимость определяется с учетом совокупного влияния финансовых и нефинансовых факторов устойчивого развития в рамках комплексного двухконтурного подхода.

III Заключение

В диссертационном исследовании обоснована и апробирована методика количественного учета факторов устойчивого развития в анализе инвестиционной привлекательности публичных компаний на основе доходного подхода, обеспечивающая формализованную интеграцию ESG-показателей при соблюдении требований сопоставимости и качества данных. Сформирован подход к систематизации существенной финансовой и нефинансовой информации для инвестора на основе критериев значимости и качества данных. Разработана двухконтурная логика учета ESG-факторов: первый контур реализуется через корректировки параметров финансового моделирования для показателей, связанных с денежными потоками, второй – через интегральный показатель устойчивого развития, отражающий факторы, влияющие на долгосрочный потенциал компании. Предложен алгоритм идентификации и классификации ESG-показателей с распределением по категориям применимости и соблюдением принципа недопущения двойного учета. На этой основе предложен

инструментарий определения модифицированной инвестиционной стоимости как показателя стоимости, скорректированного с учетом факторов устойчивого развития и ориентированного на потребности конкретного инвестора.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

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

1. Батехин, В.И. Классификация существенной информации, используемой при анализе инвестиционной привлекательности компаний / В.И. Батехин // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2023. – № 12А. Том 13. – С. 97-105. – ISSN 2222-9167.

2. Батехин, В.И. Алгоритм классификации ESG-факторов по степени влияния на стоимость компании: развитие методологии инвестиционного анализа / В.И. Батехин // Финансовые рынки и банки. – 2024. – № 1. – С. 69-74. – ISSN 2658-3917.

3. Батехин, В.И. Влияние внедрения углеродного налога в России на инвестиционную привлекательность публичных нефтяных компаний / В.И. Батехин // Финансовые рынки и банки. – 2024. – № 6. – С. 272-276. – ISSN 2658-3917.

4. Батехин, В.И. Количественная оценка устойчивого развития организаций нефтегазовой отрасли / В.И. Батехин // Финансовые рынки и банки. – 2025. – № 2. – С. 270-275. – ISSN 2658-3917.

Публикации в других научных изданиях:

5. Батехин, В.И. ESG-интеграция: текущее состояние и перспективы развития / В.И. Батехин // Научный аспект. – 2023. – № 5. Том 7. – С. 846-851. – ISSN 2226-5694.