

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

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Шнайдер Ольга Владимировна,
кандидат экономических наук, доцент

Москва – 2026

Оглавление

Введение	4
Глава 1 Теоретико-методические аспекты инструментария интеграции факторов устойчивого развития в инвестиционный анализ	14
1.1 Анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности компаний.....	14
1.2 Факторы устойчивого развития как составляющая части анализа инвестиционной привлекательности компаний	42
1.3 Анализ путей к интеграции факторов устойчивого развития в процесс инвестиционного анализа	58
Глава 2 Обоснование методики интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности компаний.....	75
2.1 Цели и предпосылки методики интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности	75
2.2 Разработка подхода к интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности компаний	79
2.3 Возможности и допущения использования разработанной методики анализа влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний	102
Глава 3 Рекомендации по использованию методики анализа влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компании.....	105
3.1 Описание и анализ эмпирических данных, используемых в рамках применения разработанной методики	105
3.2 Анализ и оценка практической применимости методики интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности компаний.....	113
3.3 Интерпретация и анализ результатов	145
Заключение	151

Список литературы	155
Приложение А Система комплексного экономического анализа	179
Приложение Б Систематизация исследований и практических руководств по интеграции нефинансовых показателей в инвестиционный анализ.....	180
Приложение В Интеграция факторов устойчивого развития в инвестиционный анализ.....	185
Приложение Г Модель дисконтированных денежных потоков	200

Введение

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:

- вопросы выявления существенных для заинтересованных сторон нефинансовых факторов, оказывающих влияние на инвестиционную привлекательность компаний;
- вопросы отражения существенных нефинансовых факторов устойчивого развития в конкретных показателях деятельности;
- практические вопросы 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. Диссертационное исследование 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 положения и труды отечественных и зарубежных ученых в области инвестиционного анализа, концепции устойчивого развития и стейкхолдерского подхода к оценке эффективности бизнеса. Для написания исследования использовались следующие общенаучные методы познания: анализ, синтез, детализация, комплексность, системность. Для анализа и аргументации основных выводов использовались методы логического анализа, включая индукцию и дедукцию.

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, Глобальная инициатива отчетности (GRI), IRIECA, UNCTAD 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 Росстата, 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 на тему: «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 ООО «ДРТ Консалтинг» в рамках оказания консультационных услуг.

Материалы диссертации внедрены в учебный процесс и используются Кафедрой 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 и отнесенных к категории К2. Все публикации соответствуют теме диссертации.

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 и четырех приложений. Текст диссертации составляет 200 страниц, включая 42 таблицы, 7 рисунков и 13 формул. В исследовании использовано 156 наименований источников отечественной и зарубежной литературы.

Глава 1

Теоретико-методические аспекты инструментария интеграции факторов устойчивого развития в инвестиционный анализ

1.1 Анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности компаний

Концепция устойчивого развития сформировалась на стыке глобальных экологических и социально-экономических дискуссий второй половины XX в. Ее интеллектуальные корни восходят к докладу Римского клуба «Пределы роста» (1972 г.), который впервые на системном уровне показал ограниченность планетарных ресурсов, а институциональное оформление она получила на Конференции ООН по окружающей среде в Стокгольме (1972 г.). Ключевым же этапом стало опубликование доклада Всемирной комиссии по окружающей среде и развитию «Наше общее будущее» (1987 г., доклад Брундтланд), где была предложена классическая дефиниция устойчивого развития: «Развитие, удовлетворяющее потребности настоящего поколения без ущерба для возможностей будущих поколений [60]». Таким образом, возникновение концепции представляло собой постепенный переход от охраны природы как самостоятельной сферы к интеграции экологических, экономических и социальных целей в общую парадигму долгосрочного развития.

В последние годы концепция устойчивого развития занимает все более заметное место в корпоративной и инвестиционной практике, что связано с усилением внимания к экологическим, социальным и управленческим аспектам деятельности компаний. Рост значимости данной концепции в корпоративной и инвестиционной практике обусловлен рядом факторов:

– растущая экологическая осведомленность. В последние годы уровень осведомленности общества о проблемах окружающей среды значительно возрос. Климатические изменения, загрязнение воды и воздуха,

истощение природных ресурсов – все это вызывает беспокойство у людей. Потребители становятся все более осознанными и предпочитают сотрудничать с компаниями, которые принимают активное участие в охране окружающей среды;

– социальное влияние и репутация. Компании, проявляющие социальную ответственность, стремятся создать положительное впечатление на общество и своих потребителей. Предприятия, которые активно вкладываются в благотворительность, внедряют программы социальной помощи, поддерживают развитие образования и здравоохранения, пользуются хорошей репутацией и лояльностью клиентов;

– снижение рисков и затрат. С учетом строгих норм и правил в отношении экологической безопасности и социальных норм, компании, которые не уделяют должного внимания устойчивому развитию, могут столкнуться с высокими рисками и потерей репутации. С другой стороны, компании, инвестирующие в устойчивые практики, могут снизить свои экологические и социальные риски и сэкономить на затратах в долгосрочной перспективе;

– новые бизнес-возможности. Устойчивое развитие также предоставляет компаниям новые возможности для инноваций и развития. Внедрение новых технологий и процессов может привести к улучшению эффективности использования ресурсов, снижению экологического следа и созданию новых продуктов и услуг, отвечающих потребностям экологически осознанных потребителей;

– требования регуляторов. Многие правительства по всему миру внедряют строгие экологические и социальные стандарты для компаний. Несоблюдение таких требований может привести к юридическим проблемам, штрафам и ограничениям деятельности. Поэтому компании должны внимательно относиться к соответствию законодательству и стремиться к устойчивому развитию.

В современном деловом мире концепция устойчивого развития стала особенно важной из-за меняющихся общественных требований и экономических условий. Внедрение устойчивых практик в деятельность компаний рассматривается как фактор, потенциально способствующий повышению их конкурентоспособности, укреплению репутации, улучшению взаимодействия с заинтересованными сторонами и снижению долгосрочных рисков.

Применение принципов устойчивого развития в бизнес-практике выражается в интеграции экологических, социальных и управленческих аспектов в стратегию, операционную деятельность и систему корпоративной отчетности компании. Такой подход позволяет учитывать не только текущие финансовые результаты, но и долгосрочные риски и возможности, влияющие на устойчивость бизнеса.

Концепция устойчивого развития в настоящее время рассматривается как значимый ориентир при оценке рисков и влияния нефинансовых факторов на деятельность компаний, а также при выявлении возможностей их снижения.

Как показывает анализ источников и исследований, рассмотренных далее, первоначально концепция устойчивого развития разрабатывалась преимущественно в контексте стран и регионов, однако впоследствии получила развитие и на микроуровне, став применяться в деятельности компаний и в инвестиционном анализе.

Многие отечественные и зарубежные авторы по-разному определяют понятие «устойчивое развитие». Так, Всемирный банк определяет устойчивое развитие как: «Управляемое совокупным капиталом общества в интересах сохранения и приумножения человеческих возможностей» [41].

А.Д. Урсул приводит следующую трактовку: «Управляемое системно-сбалансированное социо-природное развитие, не разрушающее окружающую природную среду и обеспечивающее выживание, и безопасное неопределенно долгое существование цивилизации» [8].

Н. Давыдова определяет устойчивое развитие как: «Развитие, которое не влечет за собой необратимого изменения среды обитания человека» [41]. Данные определения можно рассматривать как понимание устойчивого развития на макроуровне.

О.В. Ефимова предлагает следующее определение понятия устойчивого развития на микроуровне, то есть на уровне хозяйствующих субъектов: «Устойчивое развитие – долгосрочная стратегия, основанная на оценке взаимодействия и комплексном управлении важнейшими финансовыми и нефинансовыми факторами создания стоимости (экономическими, социальными и экологическими) для обеспечения долгосрочной устойчивости компании» [30]. С таким определением можно согласиться, поскольку оно полностью отражает концепцию устойчивого развития, используемую хозяйствующими субъектами.

Концепция устойчивого развития предполагает принятие финансовых и инвестиционных решений, с учетом их социальных и экологических последствий для компании и общества. Такой подход становится ключевым фактором в стратегическом развитии и повышении конкурентоспособности компании. Он основан на всесторонней оценке как финансовых, так и нефинансовых факторов, которые влияют на деятельность компании. При этом устойчивое финансовое состояние сохраняет важное значение, однако не исчерпывает всех характеристик, необходимых для полной оценки привлекательности бизнеса.

Факторы, влияющие на устойчивость компании, можно разделить на нефинансовые (ESG – Environmental, Social, Governance) и финансовые факторы. ESG-факторы являются нефинансовыми показателями, которые используются для оценки устойчивого развития компаний. Хотя они напрямую не касаются традиционных финансовых показателей, таких как прибыль или рентабельность, ESG-факторы предоставляют важную информацию о долгосрочной устойчивости и социальной ответственности бизнеса. Таким образом, ESG-факторы выступают важным дополнением к

финансовому анализу. Они позволяют оценить, какое влияние деятельность компании оказывает на окружающую среду, общество, а также каким образом осуществляется ее управление.

На рисунке 1 рассмотрены основные нефинансовые факторы устойчивого развития – ESG-факторы.



Источник: составлено автором по материалам [29].

Рисунок 1 – ESG-факторы и их краткая характеристика

Рассмотрение устойчивого развития на уровне компании предполагает учет не только экологических, социальных и управленческих аспектов, но и финансовой составляющей, поскольку именно она во многом определяет способность компании поддерживать и развивать соответствующие нефинансовые направления. Финансовая устойчивость создает предпосылки для сохранения конкурентоспособности, финансирования экологических и социальных инициатив, а также развития корпоративного управления. В этой связи ослабление финансовой устойчивости может негативно отражаться на возможности долгосрочного выполнения компанией своих нефинансовых обязательств. Таким образом, факторы ESG и финансовая устойчивость взаимосвязаны, и для достижения долгосрочной устойчивости компании важно поддерживать как финансовую, так и нефинансовую стабильность [30].

Нефинансовые факторы ESG наряду с финансовыми факторами учитываются при анализе инвестиционной привлекательности компании, поскольку позволяют дополнить представление о долгосрочных рисках, возможностях и качестве корпоративного развития. Они помогают оценить устойчивость и ответственность бизнеса в долгосрочной перспективе, предоставляя инвесторам более полную картину о потенциальных рисках и возможностях. Экологические, социальные и управленческие аспекты, хотя и не связаны напрямую с традиционными финансовыми показателями, дополняют их, что делает инвестиционный анализ компании более комплексным и точным.

Цель данной работы – разработка и обоснование методических положений и инструментов, позволяющих учитывать влияние факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний. Для начала рассмотрим различные подходы к определению термина «инвестиционная привлекательность».

В таблице 1 представлены различные трактовки понятия «инвестиционная привлекательность» отечественных исследователей.

Таблица 1 – Трактовки понятия «инвестиционная привлекательность»

Автор	Трактовка
1	2
Д.А. Ендовицкий	«состояние организации, при котором у потенциального собственника капитала (инвестора, кредитора, лизингодателя и пр.) возникает желание пойти на определенный риск и обеспечить приток инвестиций в монетарной и (или) немонетарной форме» [6]
Т.Г. Бондаренко	«инвестиционная привлекательность предприятия – это его интегральная характеристика как объекта будущего инвестирования с позиции перспектив развития (динамики объемов продаж, конкурентоспособности продукции), эффективности использования ресурсов и активов, их ликвидности, состояния платежеспособности и финансовой устойчивости, а также значение ряда неформализованных показателей» [65]
И.Я. Лукаевич	«инвестиционная привлекательность предприятия – это комплексная экономическая характеристика, которая характеризуется финансовым состоянием хозяйствующего субъекта, его деловой активностью, структурой капитала, формой» [65]

Продолжение таблицы 1

1	2
Е.В. Марковина	«инвестиционная привлекательность предприятия – это обобщенная характеристика совокупности социальных, экономических, организационных, правовых, политических, социокультурных предпосылок, предопределяющих привлекательность и целесообразность инвестирования в ту или иную хозяйственную систему (экономику страны, региона, корпорации)» [65]
Н.Д. Гуськова	«показатель, который характеризует перспективность объекта с позиции окупаемости вложений инвестиций и ряда содействующих рисков» [37; 49]
Ю.В. Синько	«инвестиционная привлекательность – совокупность объективных признаков, свойств, средств и возможностей, обуславливающих потенциальный платежеспособный спрос на инвестиции» [49]
Ю.А. Юхтанова, А.В. Братенкова	«инвестиционная привлекательность предприятия – самостоятельная экономическая категория, которая характеризуется не только устойчивостью финансового состояния предприятия, но и находится в зависимости от конкурентоспособности продукции или оказываемых услуг, клиентоориентированности предприятия, уровня лояльности персонала и степени инновационной деятельности хозяйствующего субъекта» [49]

Источник: составлено автором по материалам [6; 37; 49; 65].

Инвестиционная привлекательность является одним из ключевых факторов для коммерческих организаций при привлечении финансовых ресурсов, а также для инвесторов, выбирающих объекты для вложений. Это понятие охватывает как финансовые, так и нефинансовые аспекты, такие как управление, риски, репутация и устойчивость компании. Из-за своей комплексности и многогранности объективная оценка инвестиционной привлекательности может вызывать трудности, что затрудняет применение универсальных методов анализа.

Как показывает анализ представленных выше российских исследований, инвестиционная привлекательность предприятия в большинстве случаев трактуется как комплексная или интегральная характеристика объекта инвестирования, рассматриваемая с позиции инвестора и отражающая сочетание ожидаемой доходности, сопутствующих рисков, финансового состояния предприятия и иных качественных параметров. При этом в ряде работ ключевое значение придается финансовым индикаторам: ликвидности,

рентабельности, структуре капитала, платежеспособности и финансовой устойчивости. Тогда как в других подходах дополнительно учитываются конкурентоспособность, организационные характеристики, социальные аспекты и иные нефинансовые факторы.

Основой для анализа инвестиционной привлекательности является доступная аналитикам и инвесторам существенная информация [33]. На основе нее заинтересованные стороны принимают управленческие и инвестиционные решения. Согласно Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО), информация является существенной, если ее пропуск или искажение могут повлиять на решения, принимаемые пользователями на основе финансовой информации о конкретной отчитывающейся организации [17]. Существенная информация включает финансовые и нефинансовые данные, которые могут оказать влияние на инвестиционные решения.

В соответствии с исследованием Д.А. Ендовицкого: «целью анализа инвестиционной привлекательности является системное исследование уровня инвестиционной привлекательности организации для различных вариантов инвестирования, направленное на выявление факторов, влияющих на нее, обеспечивающее оптимальный выбор управленческих решений во взаимозависимых координатах: собственник – менеджер, инвестор – реципиент, доходность – риск, допущение о непрерывности деятельности – защита прав кредиторов – прав собственника» [6, с. 35]. Другими словами, целью анализа инвестиционной привлекательности является оценка эффективности и привлекательности потенциальных инвестиций с точки зрения требований конкретного инвестора. При этом само понятие «инвестиции» предполагает под собой долгосрочные вложения капитала с целью получения прибыли или иного положительного экономического эффекта в будущем.

Таким образом, в рамках настоящего исследования под «инвестиционной привлекательностью» понимается совокупность характеристик объекта инвестирования, обеспечивающих его

привлекательность для конкретного инвестора в долгосрочной перспективе при условии учета возможных рисков и опоры на доступную и существенную информацию.

Предлагаемое в работе определение понятия «инвестиционной привлекательности» отличается от существующих научных трактовок по трем методологически значимым направлениям.

Во-первых, в нем закрепляется персонализированный субъект оценки – «конкретный инвестор», что трансформирует категорию из объективного свойства объекта инвестирования в реляционную характеристику, проявляющуюся лишь во взаимосвязи с определенными индивидуальными предпочтениями инвестора. Таким образом устраняется подразумеваемая универсальность, присущая большинству традиционных определений.

Во-вторых, в качестве самостоятельного детерминанта вводится критерий «доступной и существенной информации», тем самым признается, что недостаточная информированность, или информационная асимметрия способна превратить даже экономически сильный объект в непривлекательный, тогда как предшествующие подходы подразумевали полноту данных.

Третье отличие заключается в явной фиксации долгосрочного временного горизонта, что смещает акцент с текущих финансовых показателей или единичного акта инвестиционного выбора на устойчивый потенциал создания ценности во времени. Данное расширение позволяет органично интегрировать риск-ориентированные и стратегические аспекты, неразрывно связанные с концепцией устойчивого развития предприятия.

Анализом инвестиционной привлекательности занимаются различные участники рынка, включая коммерческие организации, фондовых и венчурных инвесторов. Подход к анализу будет различаться в зависимости от типа инвестирования. Например, анализ инвестиционной привлекательности инвестиционного проекта включает в себя оценку внутренних данных компании, которая сама осуществляет проект и обладает всей необходимой

информацией для принятия решений. Для сделок слияния и поглощения применяется метод *due diligence*, который представляет собой комплексную проверку объекта инвестирования с привлечением независимых экспертов. Этот процесс включает налоговый, юридический, финансовый и операционный аудиты. *Due diligence*, в отличие от других видов анализа, требует доступа к непубличной информации. В то же время, анализ ценных бумаг публичных компаний основывается на общедоступной информации, такой как финансовая отчетность, котировки акций и рыночные данные. Венчурное инвестирование также требует специфического подхода, основанного на оценке потенциала роста стартапов и уровне риска. Кроме того, важным аспектом является анализ инвестиционной привлекательности заемщика, который проводится для оценки его способности погашать заемные обязательства. При этом основное внимание уделяется финансовой устойчивости компании, ее кредитной истории, уровню долговой нагрузки и денежным потокам. Для кредиторов такие параметры, как ликвидность активов заемщика и его способность обслуживать долг, играют ключевую роль в принятии решения о предоставлении финансирования.

Таким образом, каждый вариант анализа инвестиционной привлекательности требует использования различных методов и подходов в зависимости от объекта и субъекта инвестирования.

Учитывая разнообразие подходов к анализу инвестиционной привлекательности в зависимости от типа инвестирования и субъекта анализа, в данной работе будет сделан акцент на анализ инвестиционной привлекательности публичных компаний. Такой выбор обусловлен тем, что публичные компании, в отличие от других объектов инвестирования, предоставляют широкий доступ к публичной информации, что позволяет проводить анализ на основе открытых данных, таких как финансовая отчетность компаний, рыночные котировки и прочие публичные источники.

В настоящее время существует множество различных подходов к анализу инвестиционной привлекательности, что связано с многообразием

факторов, влияющих на принятие инвестиционных решений. Рассмотрим некоторые методы анализа инвестиционной привлекательности компаний более подробно.

Для анализа инвестиционной привлекательности компаний в литературе выделяются рыночный, бухгалтерский, комбинированный подходы, а также подход, основанный на соотношении риска и доходности [45]. Рыночный подход ориентирован на использование рыночных индикаторов, отражающих восприятие компании участниками рынка, включая показатели капитализации, дивидендной доходности и соответствующие мультипликаторы. Бухгалтерский подход основывается на данных финансовой отчетности и предполагает анализ активов, обязательств, ликвидности, рентабельности, платежеспособности и финансовой устойчивости компании. Комбинированный подход объединяет элементы рыночного и бухгалтерского анализа, что позволяет учитывать как внутренние финансово-экономические характеристики компании, так и параметры ее рыночной оценки [7; 11]. Подход, основанный на соотношении риска и доходности, предполагает сопоставление ожидаемой доходности инвестиций с уровнем принимаемого риска; в рамках данного подхода могут использоваться показатели, отражающие доходность с учетом рыночного риска. В совокупности указанные подходы формируют методическую основу многоаспектного анализа инвестиционной привлекательности компании.

Подход, основанный на соотношении риска и доходности, исходит из необходимости сопоставления потенциальной доходности инвестиций с уровнем сопутствующего риска. Это делает его значимым для инвестиционного анализа, ориентированного на оценку эффективности вложений с учетом рыночной неопределенности.

Использование указанных подходов и методов в совокупности позволяет проводить комплексную оценку инвестиционной привлекательности, учитывая как рыночные, так и финансово-экономические характеристики компаний.

В рамках инвестиционного анализа можно выделить методику комплексного экономического анализа А.Д. Шеремета, М.В. Мельник и М.И. Баканова [1]. В приложении А представлена схема комплексного экономического анализа, которая предполагает изучение бизнес-модели организации и анализ показателей, отражающих основные аспекты экономического анализа. Комплексный экономический анализ и инвестиционный анализ, несмотря на различие в целях и направлениях применения, являются тесно взаимосвязанными аналитическими инструментами, дополняющими друг друга при оценке деятельности компании. Их синергетическое использование позволяет получить более полную и достоверную картину как внутреннего состояния компании, так и ее инвестиционного потенциала.

Комплексный экономический анализ, базирующийся на методических разработках А.Д. Шеремета, М.В. Мельник и М.И. Баканова, направлен на всестороннюю оценку эффективности использования ресурсов предприятия, выявление внутренних резервов, анализ производственно-хозяйственной и финансовой деятельности, а также диагностику устойчивости и платежеспособности организации. Он формирует основу для принятия управленческих решений на уровне руководства компании и служит инструментом внутреннего контроля и стратегического планирования [1].

Инвестиционный анализ, в отличие от комплексного, ориентирован на внешнего инвестора и направлен на оценку уровня доходности, рисков и перспектив вложений в конкретный бизнес. В его рамках анализируются показатели рентабельности капитала, ликвидности активов, стабильности денежного потока, а также рыночная позиция компании и уровень доверия со стороны инвесторов и кредиторов.

Взаимосвязь между этими видами анализа проявляется, прежде всего, в информационной и методической преемственности. Результаты комплексного экономического анализа обеспечивают информационную базу для проведения инвестиционного анализа. Так, оценка эффективности использования активов,

структура капитала, показатели ликвидности и оборачиваемости, рассчитанные в рамках внутреннего анализа, являются необходимыми исходными данными для анализа инвестиционной привлекательности.

Кроме того, отдельные методологические инструменты комплексного анализа, такие как факторный анализ, горизонтальный и вертикальный анализ, а также расчет финансовых коэффициентов, используются и в инвестиционной аналитике. При этом инвестиционный анализ расширяет рамки комплексного анализа за счет включения внешней среды, таких как конъюнктура фондового рынка, макроэкономические условия, нормативное регулирование, а также нефинансовые аспекты, в частности, ESG-факторы.

Таким образом, комплексный экономический анализ можно рассматривать как внутренний компонент инвестиционного анализа, обеспечивающую глубину и точность оценки, тогда как инвестиционный анализ выполняет функцию внешней оценки и служит инструментом для принятия решений о вложении капитала. Их совместное использование позволяет повысить обоснованность как управленческих, так и инвестиционных решений, особенно в условиях необходимости учета устойчивого развития и роста требований к прозрачности деятельности компаний.

Также необходимо отметить стейкхолдерский подход и его связь с анализом инвестиционной привлекательности. Стейкхолдерский подход – это концепция, направленная на учет интересов всех групп, взаимодействующих с организацией, так называемых стейкхолдеров. К ним относятся не только инвесторы, но и сотрудники, клиенты, поставщики, партнеры, государственные органы, местные сообщества. Основная идея стейкхолдерского подхода заключается в том, что организация должна не только стремиться к увеличению прибыли, но и учитывать интересы и ожидания этих групп, поскольку их поддержка напрямую влияет на устойчивость и успех компании в долгосрочной перспективе [2].

Разработанная В.И. Бариленко теория стейкхолдеров представляет собой эволюцию отечественного экономического анализа от преимущественно финансовой ориентации к системному учету интересов всех ключевых заинтересованных сторон как базового условия устойчивого развития организации. В.И. Бариленко выстраивает методологию через инструментарий бизнес-анализа. Удовлетворение требований стейкхолдеров выступает у В.И. Бариленко главным критерием эффективности и механизмом профилактики социальных, экологических и экономических конфликтов, интегрируя все три измерения устойчивого корпоративного развития [2; 19].

Взаимосвязь между анализом инвестиционной привлекательности и стейкхолдерским подходом проявляется в том, что учет интересов различных стейкхолдеров позволяет более точно оценить потенциальные риски и возможности компании. Инвестиционная привлекательность определяется не только финансовыми показателями, но и нематериальными аспектами, такими как репутация компании, качество корпоративного управления, экологические и социальные инициативы, которые в значительной степени зависят от взаимодействия компании со стейкхолдерами.

Так, эффективное управление ожиданиями стейкхолдеров способствует снижению конфликтов и укреплению доверия, что, в свою очередь, повышает финансовую стабильность и репутацию компании. Например, позитивное восприятие компании клиентами и обществом может повысить ее рыночную привлекательность и уровень продаж, а уважительное отношение к сотрудникам – снизить текучесть кадров и увеличить производительность. Игнорирование же требований регуляторов и экологических норм может привести к штрафам и ухудшению репутации, что отразится на снижении инвестиционной привлекательности.

Таким образом, интеграция стейкхолдерского подхода в анализ инвестиционной привлекательности позволяет инвесторам получить более полное представление о компании, учитывая, как финансовые, так и

нефинансовые факторы. Это повышает аналитическую обоснованность результатов для долгосрочного планирования и устойчивого развития.

При анализе инвестиционной привлекательности компании целесообразно учитывать совокупность внутренних и внешних факторов, поскольку именно их сочетание формирует условия для оценки перспектив доходности, уровня риска и устойчивости объекта инвестирования. К внутренним факторам могут быть отнесены нематериальные характеристики компании, включая известность бренда, лояльность клиентов и деловую репутацию, а также финансовые и хозяйственные параметры ее деятельности. Финансовая группа факторов охватывает показатели эффективности, финансовой устойчивости и кредитоспособности, тогда как хозяйственные характеристики связаны со структурой предприятия, доступностью сырьевой базы, наличием каналов сбыта и возможностями расширения бизнеса. Самостоятельное значение в современных условиях приобретают факторы устойчивого развития, включая экологические, социальные аспекты и корпоративное управление. Внешняя среда инвестиционного анализа включает макроэкономические и институциональные условия, в том числе уровень экономической и политической стабильности, валютные колебания, инфляционные процессы, степень прозрачности регулирования и иные параметры деловой среды. Наряду с этим существенное влияние могут оказывать региональные и отраслевые особенности, такие как инфраструктурные условия, характеристики рынка труда, меры государственной поддержки, емкость и динамика отраслевого рынка, уровень конкуренции, технологическое развитие и положение компании в соответствующем сегменте. Таким образом, анализ инвестиционной привлекательности предполагает учет широкого круга взаимосвязанных факторов, совокупное рассмотрение которых позволяет сформировать более обоснованное представление о компании как об объекте инвестирования.

Для целей данной работы применение комбинированного или комплексного подхода к оценке инвестиционной привлекательности

представляется наиболее предпочтительным. Комбинированный подход позволяет учитывать, как внешние рыночные факторы, отражаемые через рыночные методы, так и внутренние финансовые показатели компании, анализируемые с помощью бухгалтерских методов. Это создает возможность более объективной и многогранной оценки, которая важна при сложных инвестиционных решениях.

Использование комплексного подхода позволяет в определенной степени нивелировать ограничения, присущие отдельным методам анализа, и сформировать более обоснованное представление об инвестиционной привлекательности компании за счет сочетания показателей рыночной стоимости, ликвидности, финансовой устойчивости и операционной эффективности. Такой подход способствует повышению аналитической достоверности результатов и обеспечивает более целостный учет факторов, значимых для инвестиционного анализа и управления рисками. В этой связи комплексный подход в наибольшей степени соответствует целям настоящего исследования. Одним из его значимых элементов выступает оценка стоимости, которая может рассматриваться как составная часть анализа инвестиционной привлекательности, поскольку позволяет определить текущую стоимость компании, ее потенциал роста и способность генерировать доходы в будущем.

Оценка бизнеса основывается на анализе ожидаемых денежных потоков, темпов их роста и уровня риска. При этом при формировании стоимостной оценки учитываются показатели прибыльности, структуры капитала и долговой нагрузки, а качество управления и устойчивость конкурентных преимуществ рассматриваются как факторы, способные влиять на рост, риск и итоговую стоимость компании [93]. Эти данные помогают инвестору понять, насколько перспективна компания в долгосрочной перспективе и какие риски могут быть связаны с вложениями. Таким образом, оценка бизнеса служит важным инструментом для принятия обоснованных решений о

целесообразности инвестиций, предоставляя информацию, необходимую для всестороннего анализа привлекательности компании.

Оценка бизнеса не предполагает жесткого использования каких-либо строго определенных методик и может варьироваться в зависимости от конкретных видов инвестирования или требований самого инвестора. Различные инвесторы могут использовать разные подходы в зависимости от целей вложений и характера бизнеса. Кроме того, инвесторы могут адаптировать оценочные методы под свои приоритеты, акцентируя внимание на тех аспектах, которые для них более важны – будь то краткосрочная прибыльность, устойчивость к рискам или долгосрочные перспективы роста. Такая гибкость делает оценку бизнеса универсальным инструментом, который можно настраивать под конкретные инвестиционные стратегии и условия рынка.

Оценка стоимости бизнеса, как один из ключевых факторов инвестиционной привлекательности компании, рассматривается в фундаментальных работах А. Дамодарана [93], А. Раппапорта [132], П. Фернандеса [103], Б. Грэм [109], Р.А. Брейли, С. Майерс [4], Дж. Кан, П.Д. Сонкина, М. ван Бима [110], Ж. Монтье [122]. Данные авторы внесли значительный вклад в изучение факторов создания стоимости и методологии инвестиционного анализа. Отечественные ученые, как И.А. Бланк [3], П.Л. Виленский [5], В.Г. Когденко [38], Н.С. Пласкова [46], В.Н. Нестеров [43], М.А. Федотова [10], Э.И. Крылов [39], также внесли заметный вклад в разработку методологии управления стоимостью для акционеров, выявление и анализ факторов ее формирования и влияния на инвестиционную привлекательность.

Основными документами, регламентирующими оценочную деятельность в России, являются: Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 № 135-ФЗ [15] и Федеральные стандарты оценки. В соответствии с данными документами существуют три формализованных подхода к оценке:

– доходный подход – методы, которые оценивают объект на основе ожидаемых будущих доходов, которые он способен генерировать.

– сравнительный подход – методы, которые сравнивают оцениваемый объект с аналогичными на рынке, используя рыночные данные для определения его стоимости.

– затратный подход – методы, оценивающие объект на основе затрат, необходимых для его приобретения, воспроизводства или замещения.

Данные подходы являются наиболее распространенными на практике методами для оценки стоимости бизнеса и применяются как профессиональными оценщиками, так и инвестиционными аналитиками и консультантами [9].

Рассмотрим подробнее три основных подхода к оценке. В соответствии с работой А. Дамодарана [93] доходный подход является одним из ключевых подходов к оценке бизнеса. Доходный подход иначе называют оценкой дисконтированных денежных потоков (discount cash flow – DCF). DCF является процессом определения значения величины денежных потоков на сегодняшний день, исходя из предполагаемого значения денежных потоков в будущем. Основой данного подхода является концепция приведенной стоимости (present value – PV), которая предполагает, что стоимость актива равна сумме его ожидаемых будущих денежных потоков, дисконтированных до текущего момента. В соответствии с этим подходом [93] стоимость бизнеса может быть рассчитана с помощью следующей формулы (1)

$$P = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (1)$$

где P – стоимость;

n – срок жизни актива;

CF (cash flow) – будущие денежные потоки за период;

r – ставка дисконтирования, являющаяся отражением риска.

Оценка стоимости компании включает в себя рассмотрение различных денежных потоков, включая выплаченные дивиденды и денежные поступления после уплаты налогов. Для осуществления такой оценки требуется сформировать прогноз будущих денежных потоков компании, величина и динамика которых обусловлены совокупностью внутренних и внешних факторов. Существенным элементом расчетной процедуры выступает ставка дисконтирования, отражающая ожидаемое соотношение риска и доходности в сравнении с альтернативными направлениями вложений. Указанная ставка применяется для приведения прогнозируемых денежных потоков к текущей стоимости и, тем самым, для определения текущей стоимости компании на основе ожидаемых денежных поступлений. При этом более высокие ставки дисконтирования относятся к более рискованным проектам или бизнесам, а низкие – к менее рискованным. Такая зависимость отражает правило «риск – доходность», согласно которому чем больше доходность актива, тем большие риски данный актив несет. Более подробно ставка дисконтирования и ее влияние на инвестиционную привлекательность бизнеса будет рассмотрена далее.

Существует множество моделей DCF, которые разрабатываются оценщиками и инвестиционными консультантами. Тем не менее, все они имеют общие основы. А. Дамодаран выделяет три основных модели оценки: оценка собственного капитала, оценка фирмы и скорректированная оценка приведенной стоимости [93]. Первый способ позволяет оценить собственный капитал фирмы, второй состоит в оценке как собственного капитала, так и заемного капитала, то есть фирмы в целом, а третий подход предполагает DCF компании по разным ставкам дисконтирования. Различием данных подходов является тот показатель денежных потоков, который используется для расчета приведенной стоимости. Так, определение стоимости собственного капитала осуществляется путем DCF, связанных с собственным капиталом. Эти потоки включают сальдо денежных поступлений после учета всех расходов, реинвестиций, налоговых обязательств, процентных платежей и выплат по

основному долгу. Для дисконтирования используется ставка дисконтирования, которая равна стоимости привлечения собственного капитала без учета долгового финансирования. Стоимость компании определяется путем DCF до выплат владельцам обязательств и акций с использованием средневзвешенной стоимости привлечения капитала с учетом долгового финансирования.

П. Фернандес в своей работе выделяет 10 методов оценки бизнеса доходным подходом. Все они сосредоточены на анализе денежных потоков и различаются в зависимости от того, какой тип потока используется (собственный капитал, капитал компании или свободный денежный поток) и какую ставку дисконтирования применяют (WACC, требуемая доходность активов, безрисковая ставка). Эти методы учитывают такие аспекты, как структура капитала, бизнес-риски и доходность, позволяя проводить всестороннюю оценку бизнеса с учетом финансовых и нефинансовых факторов [104].

Метод DCF базируется на прогнозировании будущих денежных потоков и определении ставки дисконтирования, соответствующей уровню риска этих потоков. Однако его применение не во всех случаях является одинаково надежным и однозначным. Наибольшие методические сложности возникают при оценке проблемных компаний, компаний со значительным объемом неиспользуемых активов, фирм, обладающих патентами и опционами на продукты, компаний в процессе реструктуризации или вовлеченных в сделки слияний и поглощений, а также частных компаний [93].

Сравнительный подход является одним из наиболее распространенных методов оценки. Стоимость активов в сравнительном подходе отталкивается от ценообразования на сопоставимые активы, стандартизированные при помощи какой-либо общей переменной, например, прибыль, выручка или денежные потоки. Для оценки компаний обычно используются мультипликаторы такие как: цена/прибыль (P/E), цена/выручка (P/Sales), цена/балансовая стоимость (P/Book value) и другие [93]. При сравнительном

подходе, в отличие от доходного подхода, согласно которому определяется внутренняя стоимость компании, оценка компании опирается на рыночную конъюнктуру. Теоретическая база сравнительного анализа заключается в представлении, что, в общем и целом, рыночные механизмы точно устанавливают стоимость акций, однако иногда допускают неточности при оценке стоимости конкретных ценных бумаг. Согласно этой концепции, использование мультипликаторов дает возможность обнаружить данные ошибки, и предполагается, что с течением времени мультипликаторы окажутся скорректированными.

При использовании сравнительного подхода ключевым методическим принципом выступает опора на сопоставимые показатели, позволяющие корректно соотнести оцениваемый объект с аналогами. В рамках данного подхода применяются мультипликаторы компаний-аналогов либо мультипликаторы самой оцениваемой компании, рассчитанные по данным прошлых периодов [93]. Наиболее проблемным этапом является отбор действительно сопоставимых и релевантных фирм-аналогов, тогда как непосредственный расчет мультипликаторов, как правило, не представляет собой трудоемкой процедуры.

Тем не менее, существуют определенные проблемы, связанные с использованием мультипликаторов. Во-первых, они могут быть легко манипулированы и подвержены злоупотреблению. Учитывая, что полностью одинаковых предприятий не существует, процесс отбора компаний для сравнения имеет определенную долю субъективности и основывается на экспертном мнении. В результате, аналитики, имеющие предвзятое мнение, могут использовать подбор соизмеримых компаний, как средство подкрепления своих суждений касательно оценки стоимости конкретной компании. Второй проблемой при использовании мультипликаторов является их подверженность переоценке или недооценке, которые могут быть вызваны колебаниями на финансовых рынках. Таким образом, несмотря на

преимущества, необходимо учитывать ограничения и потенциальные проблемы при использовании мультипликаторов в оценке компаний.

Сутью затратного подхода является оценка всех активов предприятия, из которых вычитается сумма текущих обязательств предприятия. Итогом является получение стоимости собственного капитала предприятия. Затратный подход включает в себя совокупность методов оценки, суть которых заключается в нахождении суммы затрат, осуществляемых для воспроизводства или замещения объекта оценки с учетом устаревания и износа основных средств. К затратному подходу относят следующие методы: метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости. Наиболее применимым затратный подход является для объектов недвижимости или компаний, осуществляющих специфические услуги, например, гостиничный бизнес [93]. Применение затратного метода для крупных публичных компаний является менее распространенным из-за сложности определения стоимости всех основных средств, используемых компаниями. Также затратный метод не будет отражать реальную стоимость компаний, которые оказывают услуги, и у которых величина активов на балансе не является доминирующей.

Таким образом, затратный подход не подходит для оценки инвестиций в долгосрочной перспективе, поскольку он основан на стоимости активов компании на текущий момент и не учитывает будущие возможности ее развития, генерирование доходов и изменения рыночных условий. Этот метод фокусируется на оценке затрат, связанных с воспроизводством или замещением активов, что делает его более применимым для оценки компаний с большой долей материальных активов. Однако, для компаний, чья стоимость во многом зависит от нематериальных активов (таких как бренды, технологии или интеллектуальная собственность), а также для тех, кто ориентирован на долгосрочный рост, данный подход не отражает их реальный инвестиционный потенциал. В долгосрочной перспективе важнее учитывать будущие денежные потоки и способность компании адаптироваться к изменениям на рынке, что затратный подход не позволяет сделать.

Подводя итог всему вышеизложенному, следует отметить, что анализ инвестиционной привлекательности должен быть комплексным, чтобы охватить все ключевые характеристики объекта инвестирования, которые делают его привлекательным для конкретного инвестора. Это означает, что для эффективного анализа необходимо учитывать как финансовые, так и нефинансовые факторы, включая возможные риски и перспективы развития в долгосрочной перспективе. Комплексный подход включает оценку внутренних показателей компании и внешних факторов. Важным аспектом является использование доступной и существенной информации для принятия объективных инвестиционных решений. Такой всесторонний анализ позволит не только определить текущую привлекательность объекта, но и оценить его потенциал с учетом конкретных требований инвестора, что делает такой подход к анализу инвестиционной привлекательности практически применимым для принятия решений.

Дополнительно к комплексному подходу анализа инвестиционной привлекательности, важным инструментом становится стейкхолдерский подход, который помогает более глубоко исследовать внешние и внутренние факторы влияния. В данном контексте стейкхолдерский подход позволяет выделить и проанализировать интересы, а также влияние различных заинтересованных сторон, включая акционеров, сотрудников, клиентов, поставщиков, государственных органов и общественность. Понимание и учет позиций этих групп помогает инвесторам оценить устойчивость и репутацию компании, а также ее способности эффективно взаимодействовать с внешней средой.

Использование стейкхолдерского подхода позволяет выявить риски, которые могут возникнуть в результате неудовлетворения требований ключевых заинтересованных сторон, и возможности, связанные с поддержанием положительных отношений с ними. Например, высокая степень удовлетворенности клиентов может способствовать увеличению выручки, тогда как игнорирование экологических требований, выдвигаемых

регуляторами, может привести к значительным финансовым санкциям. Таким образом, стейкхолдерский подход помогает структурировать оценку как внутренних, так и внешних факторов влияния, выделяя наиболее существенные аспекты, которые напрямую воздействуют на инвестиционную привлекательность компании.

Для инвесторов такой подход предоставляет комплексное представление о положении компании на рынке, уровне ее социальной и корпоративной ответственности, а также ее устойчивости к изменениям в экономической и политической среде.

С учетом целей настоящего исследования в качестве базового метода анализа инвестиционной привлекательности целесообразно использовать метод DCF, поскольку он позволяет учесть основные финансовые драйверы стоимости и интегрировать их в прогнозную модель. Это особенно важно при оценке инвестиционной привлекательности компании. Однако данный метод сосредотачивается исключительно на финансовых показателях, которые используются инвестором для расчета будущих денежных потоков. Как было упомянуто ранее, анализ инвестиционной привлекательности должен отвечать комплексному подходу и включать в себя анализ не только финансовых, но и факторов ESG. Таким образом, для комплексного анализа инвестиционной привлекательности необходимо интегрировать факторы ESG в прогноз будущих денежных потоков. Принимая во внимание то, что рассмотренные методики анализа инвестиционной привлекательности не дают четкого ответа на вопрос о том, каким образом можно учитывать факторы ESG в рамках инвестиционного анализа, разработка метода интеграции факторов ESG в анализ инвестиционной привлекательности является одной из ключевых целей данной работы. В дальнейшем будет рассмотрено, как ESG-факторы могут быть включены в модели, такие как DCF, с целью создания более комплексного подхода к анализу инвестиционной привлекательности.

Важным элементом при анализе инвестиционной привлекательности является определение результирующего показателя, который интегрирует

различные аспекты оценки и позволяет инвестору объективно оценить потенциал вложений. Такой показатель должен учитывать, как финансовые, так и нефинансовые факторы, включая прогнозируемые денежные потоки, риски, связанные с деятельностью компании, а также нефинансовые аспекты, такие как экологические, социальные и ESG факторы.

В качестве результирующего показателя можно предложить модифицированный показатель инвестиционной стоимости. Под данным показателем можно понимать: «стоимость вложений капитала для конкретного инвестора, основанная на его потребностях и инвестиционных требованиях» [18]. Данное определение может быть применено для описания предлагаемого показателя «инвестиционная стоимость». Однако такое описание характеризует уже случившиеся вложения капитала. С учетом цели инвестиционного анализа, которая предполагает под собой анализ эффективности и привлекательности потенциальных инвестиций для конкретного инвестора, под термином «модифицированная инвестиционная стоимость» будет пониматься требуемая стоимость вложений капитала для конкретного инвестора, основанная на его индивидуальных потребностях и инвестиционных требованиях с учетом показателей устойчивого развития. Под «требуемой стоимостью» в контексте данного определения понимается сумма, которую конкретный инвестор готов вложить в объект инвестиций, основываясь на его личных потребностях, целях и ожиданиях от доходности. Это понятие включает в себя индивидуальные предпочтения инвестора по отношению к рискам, ожидания по прибыли, а также другие факторы, которые влияют на его решение о вложениях.

Опираясь на вышеизложенные теоретико-методические основы, автором предложена концептуальная схема анализа инвестиционной привлекательности публичной компании, включающая следующие последовательные этапы, изложенные ниже.

Этап 1. Комплексный анализ внутренних и внешних факторов инвестиционной привлекательности с учетом требований заинтересованных

сторон. На первом этапе проводится всесторонняя оценка факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность компании. Внешние факторы включают макроэкономические и отраслевые условия, политическую и социальную стабильность, степень конкурентоспособности, а также требования регуляторов и глобальные вызовы. Внутренние – охватывают как финансовые показатели (рентабельность, ликвидность, структура капитала), так и нефинансовые аспекты: система корпоративного управления, экологическая ответственность, кадровая политика. Анализ проводится с учетом интересов ключевых стейкхолдеров: акционеров, сотрудников, клиентов, регулирующих органов и общественных организаций. На этом этапе формируется общее представление о позиционировании компании и выявляются ключевые зоны риска и потенциала.

Этап 2. Интеграция факторов устойчивого развития в инвестиционный анализ. На данном этапе осуществляется сбор и обработка информации о существенных нефинансовых показателях устойчивого развития (ESG-показателях), потенциально влияющих на инвестиционную привлекательность компании. Существенные показатели классифицируются по степени их применимости в рамках инвестиционного анализа, в том числе по возможности их количественного включения в финансовые модели. Проводится анализ подходов к оценке влияния ESG-факторов на ключевые параметры деятельности компании, такие как выручка, операционные расходы, капитальные затраты (CAPEX), стоимость капитала (WACC), а также на риск-профиль бизнеса в целом. Особое внимание уделяется методологическим вопросам интеграции релевантных показателей в аналитическую модель. Это позволяет перейти от формального описательного подхода к интегрированной оценке, учитывающей как финансовые, так и нефинансовые аспекты функционирования компании и обеспечивающей более полное отражение условий ее развития в долгосрочной перспективе.

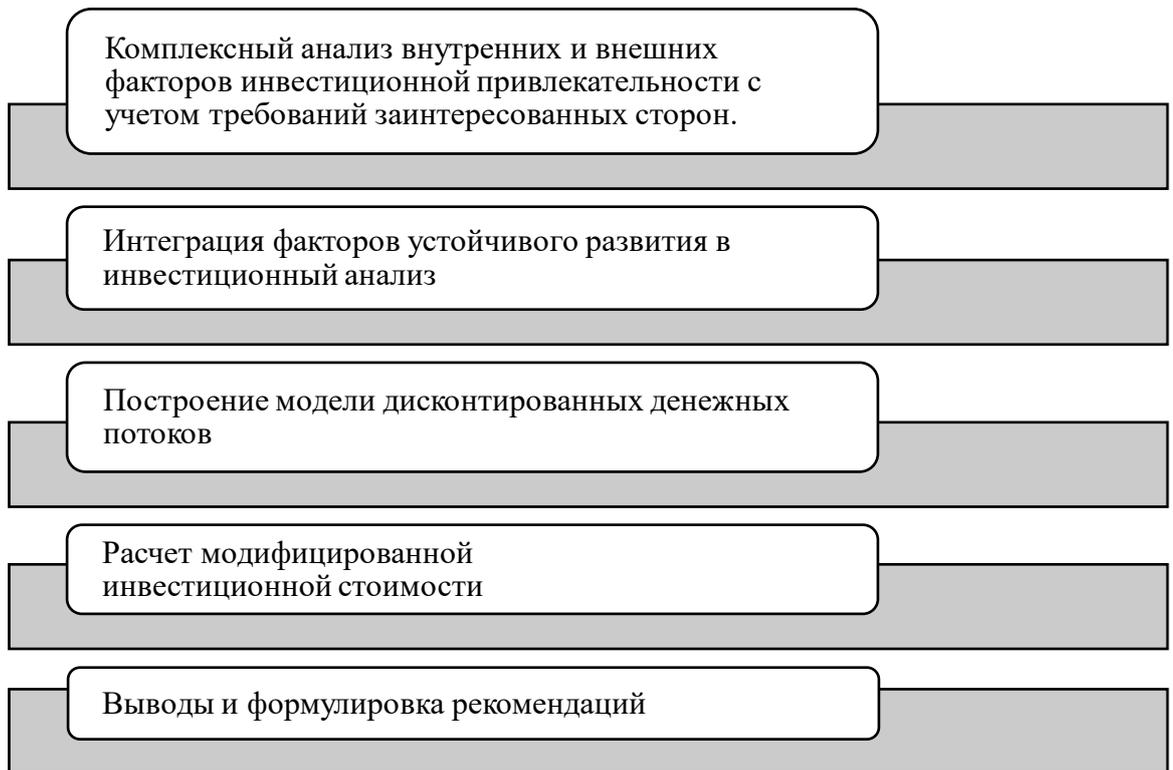
Этап 3. Построение модели DCF. На основе скорректированных параметров осуществляется построение финансовой модели DCF,

отражающей фундаментальную стоимость компании. Прогнозируются свободные денежные потоки (FCFF или FCFE) с учетом влияния ESG-факторов на ключевые драйверы роста и затрат. Денежные потоки дисконтируются по ставке, отражающей уровень риска, откорректированный на нефинансовые факторы. Модель DCF позволяет получить базовую оценку инвестиционной стоимости компании, интегрируя как финансовую, так и нефинансовую составляющую.

Этап 4. Расчет модифицированной инвестиционной стоимости. На этом этапе проводится итоговая оценка модифицированной инвестиционной стоимости компании для конкретного инвестора. Показатель формируется на основе результатов модели DCF с учетом корректировок, обусловленных ESG-факторами, а также индивидуальных требований инвестора к уровню риска и доходности. При необходимости применяются премии или скидки за реализуемые стратегии устойчивого развития, что позволяет учесть влияние долгосрочных нефинансовых эффектов на стоимость бизнеса.

Этап 5. Выводы и формулировка рекомендаций. Завершающий этап включает интерпретацию результатов, полученных на всех предыдущих стадиях анализа. Оценивается влияние отдельных факторов на итоговую инвестиционную стоимость, формулируются выводы о текущем и перспективном инвестиционном потенциале компании. Результаты могут быть использованы как при принятии инвестиционного решения, так и при разработке стратегий устойчивого развития на уровне корпоративного управления.

На рисунке 2 схематично представлен процесс анализа инвестиционной привлекательности.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Этапы анализа инвестиционной привлекательности

В дальнейшем в работе будут детально рассмотрены вопросы связи инвестиционной привлекательности и устойчивого развития, а также возможности и ограничения интеграции ESG-факторов в анализ инвестиционной привлекательности.

В параграфе 1.1 было определено основное направление исследования – анализ инвестиционной привлекательности публичных компаний. По результатам обзора методов анализа были сделаны выводы о необходимости проведения комплексного анализа, который включает как финансовые, так и нефинансовые факторы. Были определены и обоснованы ключевые этапы такого анализа, а также предложен расчет модифицированной инвестиционной стоимости, который выступает результирующим показателем при анализе инвестиционной привлекательности и включает в себя влияние факторов устойчивого развития.

1.2 Факторы устойчивого развития как составляющая части анализа инвестиционной привлекательности компаний

Наравне с финансовыми показателями, нефинансовые показатели являются ключевыми при анализе внешних и внутренних факторов деятельности компании, в рамках анализа инвестиционной привлекательности публичной компании.

Комплексный подход к анализу инвестиционной привлекательности предполагает необходимость прогнозирования будущих денежных поступлений при использовании доходного подхода. Необходимо учитывать как финансовые, так и нефинансовые факторы, которые могут повлиять на инвестиционную привлекательность компании.

Как было изложено ранее, основными нефинансовыми факторами устойчивого развития являются ESG-факторы. ESG-факторы включают в себя широкий перечень количественных и качественных показателей, которые можно использовать при анализе инвестиционной привлекательности компаний, а в частности при анализе нефинансовых факторов. В последние годы появился термин «ESG-интеграция», под которым понимается принятие управленческих и бизнес-решений с учетом факторов ESG.

Еще десять лет назад термин ESG существовал, но редко использовался инвестиционным сообществом или менеджментом компаний. Вместо этого внимание уделялось более общим концепциям корпоративной ответственности и устойчивости. Лишь недавно ESG стал рассматриваться как отдельная и важная категория, что привело к резкому увеличению спроса на информацию. В ответ на это, за последнее десятилетие появилось множество стандартов и руководств, помогающих формировать и раскрывать нефинансовую информацию, связанную с ESG-асpekтами [34].

Существуют международные стандарты, направленные на раскрытие нефинансовой информации, особенно касающейся экологических, социальных и управленческих (ESG) факторов. Одним из наиболее известных

является Global Reporting Initiative (GRI), который предоставляет руководство для структурированного раскрытия нефинансовых данных. Sustainability Accounting Standards Board (SASB) также разработал стандарты, которые помогают компаниям раскрывать информацию, важную для финансовых рынков.

GRI – это международный стандарт для раскрытия нефинансовой информации, касающейся устойчивого развития. GRI предоставляет компании руководство по систематическому отчету об экологических, социальных и управленческих (ESG) аспектах их деятельности. Стандарты GRI используются компаниями по всему миру для повышения прозрачности и демонстрации ответственности перед заинтересованными сторонами [112]. Эти стандарты охватывают широкий спектр тем, таких как выбросы парниковых газов, права человека, условия труда и управление отходами, что делает их гибкими и применимыми к различным отраслям и организациям.

Стандарты GRI делятся на три основных категории: универсальные, тематические и отраслевые. Универсальные стандарты применимы ко всем организациям и включают такие документы, как GRI 101 (Основы), GRI 102 (Общие показатели отчетности) и GRI 103 (Управление существенными темами), которые задают базовые принципы отчетности, описывают профиль компании и ее подход к управлению устойчивым развитием. Тематические стандарты охватывают три направления – экономические, экологические и социальные аспекты. Например, GRI 201 касается экономических показателей, GRI 302 – управления энергией, а GRI 403 – вопросов здоровья и безопасности на рабочем месте. Отраслевые стандарты разработаны для конкретных секторов, таких как энергетика или сельское хозяйство, и учитывают их особенности и риски, позволяя компаниям предоставлять более детализированную информацию. Эти стандарты помогают компаниям создавать полные и прозрачные отчеты, адаптированные под их деятельность и ожидания заинтересованных сторон.

Нужно отметить, что стандарты GRI стремительно развиваются, адаптируясь под потребности пользователей отчетности. Так, постоянно обновляются стандарты GRI в отношении отдельных секторов экономики. Например, GRI 11 для нефтегазового сектора (Oil and Gas Sector 2021) учитывает экологические и социальные риски, характерные для отрасли, GRI 12 для угольной промышленности (Coal Sector 2021) фокусируется на воздействиях добычи угля, а GRI 13 для сельского хозяйства, аквакультуры и рыболовства (Agriculture, Aquaculture and Fishing Sectors 2021) охватывает вопросы устойчивого использования ресурсов и влияния на окружающую среду. Эти отраслевые стандарты позволяют учесть уникальные риски и возможности каждой отрасли, улучшая прозрачность и комплексность корпоративной отчетности.

Стандарты SASB ориентированы на разработку отчетности в области устойчивого развития для раскрытия существенных факторов устойчивого развития для публичных компаний [32]. SASB разрабатывает отраслевые стандарты для раскрытия значимой информации о воздействии компаний на экологические, социальные и ESG факторы, которые могут влиять на их финансовую результативность. SASB создала 77 стандартов, каждый из которых ориентирован на конкретную отрасль, чтобы учесть уникальные риски и возможности. Основное внимание уделяется финансово значимым показателям, таким как выбросы, условия труда и корпоративное управление, с четкими метриками для их раскрытия. Стандарты SASB используются по всему миру, предоставляя инвесторам сопоставимую и финансово релевантную информацию.

Также стоит выделить руководство рабочей группы по связанным с темой климата финансовым раскрытиям TCFD. Данный стандарт ставит своей целью раскрытие всеобъемлющей информации о последствиях изменения климата и такого влияния на финансовые показатели [133]. На текущий момент TCFD фактически стали частью глобального стандарта раскрытия устойчивого развития через стандарты ISSB. МСФО S2 включает в себя

ключевые элементы, такие как раскрытие климатических рисков и их влияние на финансовую стабильность компаний, что делает TCFD основополагающим элементом для стандартов ISSB, особенно в части раскрытия климатической информации.

В ноябре 2021 года попечители Фонда МСФО объявили о создании Совета по международным стандартам устойчивого развития (ISSB), призванного в общественных интересах разработать глобальную основу высококачественных стандартов раскрытия информации в сфере устойчивого развития, ориентированных на удовлетворение информационных потребностей инвесторов [74].

В 2023 году были опубликованы стандарты МСФО в области устойчивого раскрытия – IFRS S1 и IFRS S2, разработанные с учетом методологических наработок SASB и концепции интегрированной отчетности. [149]. Стандарт S1 фокусируется на предоставлении общих требований к раскрытию нефинансовой информации. Он направлен на то, чтобы компании раскрывали сведения о своей устойчивости, которая имеет значительное влияние на их финансовое состояние и операционную деятельность. Этот стандарт охватывает широкий спектр ESG-факторов и направлен на предоставление инвесторам полной картины о деятельности компании с точки зрения устойчивого развития. Стандарт S2 посвящен раскрытию информации о климатических рисках. Он требует от компаний предоставления данных о том, как изменение климата влияет на их бизнес, финансовые показатели и стратегию [107].

Отдельно стоит выделить отраслевые стандарты, связанные с концепцией устойчивого развития. Так, например, можно отметить IRIECA. В соответствии с данным руководством многие американские добывающие компании в стандартизированном виде раскрывают существенную нефинансовую информацию, связанную с ESG-асpekтами [145].

В 2023 году в России также были опубликованы ряд национальных документов в области устойчивого развития, направленные на

стандартизацию показателей раскрытия нефинансовой информации. Так, Банк России выпустил ряд информационных писем, связанных с рекомендациями в адрес публичных компаний и финансовых организаций по разработке стратегии устойчивого развития и стратегии климатического перехода, и учета климатических рисков для финансовых организаций [53; 55]. В соответствии с приказом Минэкономразвития «Об утверждении методических рекомендаций по подготовке отчетности об устойчивом развитии» был выделен перечень из 44 показателей устойчивого развития, которые министерство рекомендует раскрывать эмитентам ценных бумаг в своей отчетности [16].

Регуляторы в России также усиливают требования к раскрытию информации об устойчивом развитии. В 2024 году Московская биржа ввела обязательное раскрытие нефинансовой отчетности для эмитентов, которые сами выбирают формат, при этом приветствуется соответствие международным стандартам, таким как GRI и SASB [59]. Подобные меры в России и за рубежом, включая недавние стандарты ISSB, направлены на создание универсальной системы ESG-показателей, полезной для инвесторов, регуляторов и общественности при оценке устойчивости компаний.

При этом действующие стандарты демонстрируют существенную вариативность по тематическому охвату, глубине требуемых метрик и уровню юридической обязательности. Следствием указанной фрагментации является то, что корпорации вынуждены формировать отчетность, комбинируя положения нескольких рамок – от глобальной платформы ISSB и общеевропейской системы ESRS до климатических требований SEC и традиционных стандартов GRI.

В таблице 2 представлены характеристики и особенности основных стандартов раскрытия нефинансовой информации.

Таблица 2 – Характеристики основных стандартов раскрытия нефинансовой информации

Наименование стандарта	Применение	Особенность
GRI (Global Reporting Initiative)	Добровольно по всему миру; базовый выбор для отчетов устойчивого развития крупных и средних компаний	«Двойная» материальность – раскрывается как влияние рисков на компанию, так и влияние компании на окружающую среду и общество
SASB Industry Standards	Добровольный инвестор-фокус; интегрированы в структуру IFRS Foundation и широко применяются публичными компаниями для отраслевых метрик	Четкие требования, ориентированные на «финансовую» материальность и сравнимость показателей внутри отрасли
IFRS S1, S2	Обязательны там, где утверждены регулятором (Великобритания, Канада, Сингапур и другие); принимаются как «глобальная база» раскрытий	S1 – универсальный набор требований, S2 – модуль по климату; полная увязка с МСФО и интеграция рекомендаций TCFD
European Sustainability Reporting Standards (ESRS)	Обязательны для крупных и публичных компаний ЕС в рамках Директива о корпоративной отчетности в области устойчивого развития	Широкий пакет из 12 стандартов, принцип «двойной» материальности и связка с Таксономией ЕС
SEC Climate-Related Disclosure Rule	Обязателен для всех публичных компаний, акции которых обращаются на биржах Соединенных Штатов Америки (США), внедряется поэтапно с отчетности 2025 г.	Фокус только на климате: стратегия, риски и подтверждение выбросов охватов 1 и 2

Источник: составлено автором по материалам [91; 112; 116; 138; 140].

Современная архитектура нефинансовой отчетности формируется под влиянием нескольких взаимосвязанных методологических подходов. К их числу относятся инвестор-ориентированная концепция финансовой материальности, получившая развитие в стандартах ISSB; концепция двойной материальности, закрепленная в европейских стандартах ESRS и предполагающая учет как влияния факторов устойчивого развития на стоимость компании, так и воздействия деятельности компании на внешнюю среду и заинтересованные стороны; а также требование сопоставимости, надежности и определенной институциональной согласованности

раскрываемых данных, характерное для современных систем устойчивой отчетности [91; 112; 116; 138; 140].

Эволюция стандартов раскрытия ESG-информации обусловлена «двусторонним давлением»: снизу – растущим спросом институциональных инвесторов на сопоставимую и финансово значимую отчетность, и сверху – регулятивными целями государств, стремящихся повысить прозрачность рынков и управлять системными рисками. Так, ISSB выпустил IFRS S1 и S2. В США Комиссия по ценным бумагам и биржам утвердила климатическое правило раскрытия 2024 г., прямо ссылаясь на «многолетний запрос рынка» на единообразную информацию о рисках и выбросах [140]. В Европейском Союзе комплекс ESRS, закрепленный директивой CSRD, стал ответом на стратегию «Зеленого курса» и потребность инвесторов видеть двойную материальность воздействия компаний [91]. Таким образом, инвесторы заинтересованы в раскрытии данных для оценки стоимости, а государства – для адресации внешних экологических и социальных эффектов.

С развитием стандартов раскрытия нефинансовых факторов на рынке появились специализированные рейтинговые агентства, оценивающие раскрытие факторов ESG по аналогии с кредитными агентствами. Эти агентства, такие как MSCI, ISS ESG, Sustainalytics, Refinitiv и FTSE Russell, предоставляют информацию инвесторам, аналитикам и руководителям компаний о взаимосвязи между компаниями и интересами их заинтересованных сторон. Они анализируют нефинансовую информацию, раскрываемую компаниями, для формирования ESG-рейтингов. Инвесторы используют эти рейтинги, как один из инструментов для принятия инвестиционных решений, а компании получают обратную связь о качестве своих инициатив в области устойчивого развития. В связи с разработкой новых стандартов раскрытия нефинансовой информации, методики ESG-рейтинговых агентств продолжают стремительно развиваться и иногда пересматриваются для актуализации предыдущих оценок [81].

В России развитие повестки устойчивого развития сопровождалось формированием практики присвоения ESG-рейтингов специализированными агентствами. Это свидетельствует о повышении внимания к вопросам устойчивого развития и корпоративной ответственности на национальном уровне. В числе наиболее заметных участников данного направления выступает агентство «Эксперт РА», присваивающее ESG-рейтинги российским компаниям с учетом экологических, социальных и управленческих факторов. [63]. Национальное рейтинговое агентство также формирует собственный методический подход к ESG-оценке, предусматривающий рейтингование российских компаний на основе анализа раскрываемой ими нефинансовой информации. [69]. Эти агентства становятся особенно актуальными в условиях санкций и ограничений, когда международные рейтинговые агентства прекращают выдачу ESG-рейтингов для российских компаний. В такой ситуации российские агентства заполняют этот пробел, предоставляя релевантные оценки, адаптированные к локальным условиям. Развитие отечественных ESG-рейтинговых агентств позволяет инвесторам и другим заинтересованным сторонам оценивать российские компании с учетом глобальных трендов в области устойчивого развития, даже в условиях ограниченного доступа к международным рейтингам.

В России на сегодняшний день функционирует ряд ресурсов, аккумулирующих информацию, связанную с раскрытием ESG-показателей публичными компаниями. Среди них можно выделить специализированную платформу ESG Disclosure от информационного агентства Интерфакс, предоставляющую структурированные данные о нефинансовой отчетности и устойчивом развитии российских эмитентов [64]. Кроме того, Федеральный ресурс содержит обязательные сведения о существенных корпоративных событиях, включая аспекты, относящиеся к устойчивому развитию и социальной ответственности [67]. Еще одним значимым источником является Библиотека корпоративных отчетов Российского союза промышленников и предпринимателей, где аккумулируются отчеты в области устойчивого

развития, корпоративной ответственности и нефинансовой отчетности ведущих российских компаний [51].

Проведенный анализ показывает, что развитие стандартов раскрытия нефинансовой информации стало устойчивой тенденцией современной корпоративной отчетности. Расширение таких стандартов связано, в частности, с ростом информационных запросов со стороны инвесторов и иных заинтересованных сторон. Прогресс в этой области был бы невозможен без существования спроса на подобные инструменты со стороны заинтересованных субъектов, среди которых ключевую роль играют инвесторы. Существует ряд опросов и исследований, подтверждающих влияние факторов устойчивого развития на принятие инвестиционных решений аналитиками [78; 100; 143; 146; 147].

С увеличением внимания к принципам устойчивости в среде инвестирования возрастает и необходимость в целостных и достоверных методиках оценивания воздействия аспектов экологии, социальной ответственности и управления корпорациями, что влияет на результативность инвестиционных решений.

Предметом актуальных дискуссий в последнее время является выявление и подтверждение влияния факторов устойчивого развития на различные результаты деятельности компаний [19; 20; 42; 47; 75; 78; 79; 84; 90; 97; 118]. Предметом особо актуальных дискуссий являются такие аспекты, как подтверждение связи между ESG-факторами и финансовыми показателями компаний в работах М. Барнетт, Р. Саломон [79], В. Чэн [87], А. Кларк, А. Файнер, М. Вихс [90], А. Грегори, Р. Тарьян, Дж. Уиттакер [111], Р.Дж. Экклз [96], характер влияния этих связей в работе М. Барнетт, Р. Саломон [79] и А.А. Реншоу [134], способность идентифицировать и количественно оценивать финансовую зависимость ESG-аспектов в работах Г. Серафейм [73], Н.П. Любушина и других [40], требования к полноте раскрытия информации, необходимой для комплексного инвестиционного

анализа в работах Т. Буш, Р. Бауэр, М. Орлицки [84], М. Хан [117], рекомендациях CFA [101].

Обобщение рассмотренных выше исследований позволяет заключить, что учет ключевых рисков и возможностей, связанных с факторами устойчивого развития, расширяет аналитическую основу оценки инвестиционной привлекательности компании [31]. Это обусловлено влиянием указанных факторов как на стратегическую модель бизнеса, так и на его способность к созданию стоимости в долгосрочной перспективе. В научной литературе также рассматривается вопрос о том, что компании, демонстрирующие более высокие результаты в области устойчивого развития, могут обладать дополнительными конкурентными преимуществами и более устойчивыми финансовыми характеристиками. Наряду с этим подчеркивается значимость раскрываемой ESG-информации для инвестиционного анализа, поскольку ее содержание способно оказывать влияние на принимаемые инвесторами решения.

В своих работах В. Чэн [87], А. Кларк, А. Файнер, М. Вихс [90], Т. Буш, Р. Бауэр, М. Орлицки [84] приходят к выводу, что ESG-факторы и финансовые результаты показывают положительную взаимосвязь. В работах Т. Буш, Р. Бауэр, М. Орлицки [84]; А. Госс, Г. Робертс [108] делается вывод о том, что высокие показатели ESG, прежде всего корпоративное управление, могут способствовать снижению стоимости заемного финансирования. В исследовании А. Кларк [90], Д.С. Дхаливал [94] изучалась корреляция между рейтингом ESG и стоимостью капитала, результаты которых показали, что корпоративное управление снижает стоимость капитала компании из-за прозрачности и более низких рисков.

Также во многих работах подчеркивается то, что инструменты анализа и система раскрытия факторов ESG не являются оптимальными и на данный момент не удовлетворяют всем потребностям заинтересованных сторон [78].

В академическом сообществе существуют исследования [92; 96], поднимающие вопрос о том, что связь между устойчивостью и финансовыми

показателями может быть двусторонней. Компании, показывающие лучшие финансовые результаты, чаще принимают решения в пользу устойчивого развития и внедрения экологически чистых технологий. Эти исследования подчеркивают, что между факторами ESG и финансовыми показателями нет прямой корреляции, предполагая, что инвестирование требует многоаспектного анализа, включающего обширный спектр финансовой и нефинансовой информации. В частности, в работе исследователей М. Барнетт, Р. Саломон [79] делается заключение, что связь ESG с финансовыми результатами нелинейна, учитывая, что последствия ESG проявляются в долгосрочной перспективе, в отличие от текущих финансовых доходов. Эти выводы могут быть интерпретированы в контексте показателей, которые опережают или отстают по времени.

В работе О.В. Ефимовой, М.А. Волкова и Д.А. Королевой рассматривается утверждение о том, что следование концепции устойчивого развития является драйвером рыночной доходности для инвестора. В рамках данного исследования был сделан следующий вывод: «инвестиции в компании с высоким ESG-рейтингом приносят доходность, не уступающую инвестициям в ESG-нейтральные компании при учете риска. Однако фундаментальные показатели ESG-ориентированных компаний, такие как долговая нагрузка, рентабельность капитала и ценовые мультипликаторы, могут быть менее привлекательными по сравнению с ESG-нейтральными компаниями. Таким образом, связь между соответствием принципам устойчивого развития и инвестиционной привлекательностью акций публичных компаний определяется как финансовыми, так и нефинансовыми факторами стоимости» [29]. Этот вывод также подтверждается результатами глобального опроса инвестиционного сообщества, проведенного Амел-Заде и Г. Серафейм [73], в котором почти 97% инвесторов подтвердили значимость ESG факторов для репутации при совершении инвестиционных шагов.

В четырех исследованиях – М. Бейкер, М. Л. Иган, С.К. Саркар [77]; Ц. Ли, Э. М. Уоттс, Ц. Чжу [120]; Л. Пастор, Р.Ф. Стамбо, Л.А. Тейлор [127];

Ф. Лопес-де-Силанес, Дж.А. Маккахери, П.К. Пудшедль [121] – рассматривается, как параметры устойчивого развития (ESG) влияют на решения разных групп участников рынка. Работы охватывают индексные фонды, розничную торговлю, «зеленые» портфели акций и поведение институциональных владельцев.

Во-первых, инвесторы фондового сегмента проявляют явную «премию вкуса»: средняя готовность платить за фонды с ESG-мандатом достигает около 0,2% годовых и быстро растет. Однако разложение доходности показывает, что прежняя «передоходность» зеленых активов целиком обусловлена неожиданным всплеском общественной тревоги по климату; ожидаемая доходность зеленых бумаг остается ниже, то есть инвесторы фактически финансируют экологические выгоды снижением собственной прибыли.

Во-вторых, розничные трейдеры увеличивают операции только тогда, когда новость об ESG способна повлиять на будущие денежные потоки компании; чисто репутационные сведения ими игнорируются. Институциональные инвесторы, напротив, охотно включают лидеров ESG в портфели, но удерживают минимальные доли, что указывает на «витринный» спрос: демонстрация приверженности без существенного риска. Лишь крупнейшие диверсифицированные фонды наращивают значимые позиции, особенно в блоке корпоративного управления.

Наконец, вес отдельных элементов различен: параметры управления стабильно получают наибольшую оценку, тогда как экологические и социальные показатели ценятся выше лишь при явной связи с риском или регуляторными расходами. Раскрытие данных само по себе рассматривается как благо: компании с более полными и проверяемыми отчетами притягивают больше инвесторов.

Таким образом, рынок уже учитывает нематериальную ценность устойчивости – инвесторы добровольно принимают более низкую доходность и платят повышенные комиссии. Но преобладают прагматичные мотивы: масштабные вложения происходят только при финансовой значимости

сигнала, а широкий «зеленый» сдвиг капитала требует либо дальнейшего усиления общественных предпочтений, либо жестких стандартов раскрытия, превращающих экологические и социальные показатели в явные финансовые факторы.

В последние годы появилось много исследований, которые проверяют, связаны ли показатели ESG компаний с их прибыльностью и рыночной ценой. С 2020 г. по 2025 г. в международных журналах вышли десятки таких работ: они изучают разные страны, отрасли и используют разные методы: от больших панельных выборок до отдельных отраслевых примеров и кризисных периодов.

Так, например, в работе [76] исследовались 1 720 компаний с 2013 г. по 2021 г. В исследовании было установлено, что совокупный интегрированный показатель ESG положительно и значимо связан с рыночной стоимостью фирмы. При этом социальный и управленческий компоненты ESG в отдельности имеют положительное влияние на стоимость, тогда как экологический компонент сам по себе статистически незначим. Все три компонента ESG также оказали положительное влияние на прибыльность компаний. Авторы делают вывод, что высокие показатели ESG в целом способствуют повышению рыночной ценности и финансовой эффективности компании.

В работе [135] были проанализированы 42 индонезийские публичные компании (2015-2021 гг.) и влияние раскрытия ESG-информации на рыночную стоимость компаний. Прямого влияния раскрытия ESG на рыночную стоимость компании не выявлено. Однако при учете конкурентного преимущества как промежуточного фактора раскрытие ESG опосредованно приводит к значимому увеличению ценности фирмы. Раскрытие ESG способствует формированию конкурентных преимуществ, что, в свою очередь, ведет к росту рыночной стоимости.

Иные исследования также находят и подтверждают связь раскрытия и качества раскрытия нефинансовой информации с рыночной стоимостью

публичных компаний [70; 72; 88; 123; 128; 131; 152; 153; 156]. Данные исследования, фиксирующие положительную связь между ESG-показателями и стоимостью компаний, охватывают самые разные рынки - от развитых (США, Европа, Австралия) до развивающихся (Индия, Юго-Восточная Азия) - и используют различные метрики ESG (интегральные рейтинги, раскрытие информации, отдельные компоненты E, S и G). При этом в качестве финансовых результатов рассматриваются как классические мультипликаторы (Tobin's Q, P/BV, EV/S), так и показатели доходности акций и прибыльности, что подтверждает универсальность наблюдаемого эффекта, хотя и с учетом отраслевых и региональных особенностей.

В работе «The relationship between ESG and firm value. Case study of the automotive industry» [95] авторы анализируют панель из 131 автопроизводителя за период с 2015 г. по 2020 г., применяя структурное моделирование для отдельной оценки влияния экологического, социального и управленческого компонентов на стоимость фирмы. Результаты показывают гетерогенность эффекта: знаки и значимость коэффициентов по разным компонентам и годам варьируются, что не позволяет вывести однозначную направленную связь между ESG-показателями и рыночной ценностью. В свою очередь, в работе «The Impact of ESG Criteria on Firm Value: A Strategic Analysis of the Airline Industry» [154], охватывающей 32 авиакомпания в период с 2018 г. по 2023 г., установлено, что экологический и социальный критерии не оказывают статистически значимого влияния на Tobin's Q, а компонент «управление» коррелирует с отрицательной и значимой для рынка оценкой. Эти отраслевые исследования демонстрируют, насколько контекстно обусловленным и зависимым от сектора может быть эффект ESG на стоимость компаний.

В ряде исследований фиксируется неопределенная или смешанная связь между показателями ESG и рыночной стоимостью компаний. Исследование [86] демонстрирует нелинейный «S-образный» характер зависимости. Исследование [125] отмечает слабый положительный, но статистически

незначимый эффект раскрытия ESG, а в китайском контексте активная ESG-деятельность в ряде случаев даже сопряжена со снижением оценки из-за дополнительных издержек [136].

Рассмотренные эмпирические исследования в целом подтверждают наличие связи между ESG-показателями и результатами деятельности компаний, однако ее направление, сила и статистическая значимость зависят от отраслевой специфики, институциональной среды, уровня раскрытия информации и применяемой методологии оценки. Как показывают рассмотренные выше исследования, в отдельных отраслевых контекстах, в частности в автомобильной отрасли и сфере авиаперевозок, влияние ESG-факторов характеризуется неоднородностью либо не достигает статистической значимости. При этом для компаний со средними значениями ESG-показателей может наблюдаться временное снижение ценности, обусловленное сопутствующими издержками. В то же время на развитых и институционально формализованных рынках, где инвесторы предъявляют более высокие требования к качеству раскрытия информации, положительная премия за высокий ESG-рейтинг проявляется наиболее устойчиво.

Следует разграничивать ESG-инвестирование и скрининговый подход, основанный на отказе от инвестирования в компании, не соответствующие установленным ESG-критериям. Если скрининг обычно используется на предварительном этапе отбора и предшествует финансовому анализу, то ESG-инвестирование предполагает совместное рассмотрение финансовых показателей и данных об устойчивом развитии компании. В этом случае акцент переносится с формального исключения отдельных компаний, отраслей или стран на интеграцию ESG-факторов в инвестиционный анализ для формирования более устойчивого портфеля.

Далее указаны примеры того, как включение ESG-критериев может влиять на принятие инвестиционных решений:

- отбор инвестиционных объектов. ESG-аналитика становится решающим фактором при выборе между компаниями с сопоставимыми

финансовыми характеристиками. В этом случае компании с более сильными ESG-показателями получают преимущество перед аналогами, что способствует повышению устойчивости инвестиций;

– комплексная оценка компании. При инвестиционной оценке инвестор рассматривает как финансовые, так и нефинансовые показатели. Если компания демонстрирует низкие результаты, как по стоимости, так и по ESG-показателям, инвестор может принять решение о продаже активов. В случае, когда ESG-показатели компании остаются на низком уровне, но ее финансовые характеристики привлекательны, это может стать основанием для более глубокого анализа, чтобы оценить потенциальное влияние ESG-факторов на операционную и финансовую эффективность;

– инвестирование в недооцененные и переоцененные бумаги. Инвесторы вкладывают средства в бумаги, которые недооценены рынком, с расчетом на повышение стоимости благодаря улучшению ESG-факторов. В то же время они могут продавать переоцененные бумаги, если ухудшение ESG-показателей предполагает снижение их привлекательности в долгосрочной перспективе [139].

Подводя итог вышеизложенному, следует отметить, что нефинансовые показатели, агрегируемые под аббревиатурой ESG, превратились из «репутационного» дополнения к финансовым метрикам в самостоятельный драйвер ценности для инвесторов. Две конкурирующие концепции – «финансовая» и «двойная» материальность – задают разные углы зрения: первая измеряет влияние ESG-рисков на стоимость капитала, вторая – еще и воздействие самой компании на внешних стейкхолдеров. Для оценки инвестиционной привлекательности это означает переход от узкой проверки рисков к двустороннему анализу риска-воздействия.

Ключевыми показателями устойчивого развития остаются стандартизированные раскрытия (ISSB S1/S2, ESRS, SEC Climate, GRI, SASB) и производные от них ESG-рейтинги (MSCI, Sustainalytics, ISS ESG и другие). Они дают инвесторам первичную структурированную информацию, однако

между ними сохраняются разрывы по тематическому охвату, глубине метрик и юридической силе. Вследствие такой фрагментации компании вынуждены «комбинаторно» собирать отчетность, а аналитики – нормализовать показатели перед включением их в оценочные модели.

В параграфе 1.2 данного исследования была рассмотрена взаимосвязь между факторами устойчивого развития и инвестиционной привлекательностью, а также их влияние на процесс принятия инвестиционных решений. Проведен анализ инструментов раскрытия нефинансовой информации, что позволило вывести тезис о быстром прогрессе и активном развитии этих инструментов. Таким образом, раскрытие и верифицированные ESG-данные выступают не только условием регуляторного соответствия, но и значимым информационным фактором, учитываемым при анализе инвестиционной привлекательности компаний. Более того, глобальные опросы институциональных инвесторов фиксируют, что не менее 90% респондентов уже используют ESG-метрики в процессах оценки стоимости капитала и принятия управленческих решений, а большинство считают их критически важными для репутационной устойчивости компаний.

1.3 Анализ путей к интеграции факторов устойчивого развития в процесс инвестиционного анализа

Как было изложено в предыдущем параграфе, существует значительное количество работ, направленных на обоснование влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний. Тем не менее количество работ посвященных разработке механизмов анализа и оценки такого воздействия на инвестиционную привлекательность остается незначительным. Это обуславливает необходимость разработки соответствующих механизмов и инструментария для анализа влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность

компаний. В последнее время начинают предлагаться различные подходы к учету факторов устойчивого развития [26; 27; 28; 31; 35; 36; 68; 78; 99; 115; 126; 141].

Прежде чем перейти к рассмотрению ключевых идей, предлагаемых исследователями и инвестиционными аналитиками и обладающих практической применимостью на современном этапе, целесообразно оценить возможность классификации ESG-факторов по характеру их использования в анализе инвестиционной привлекательности.

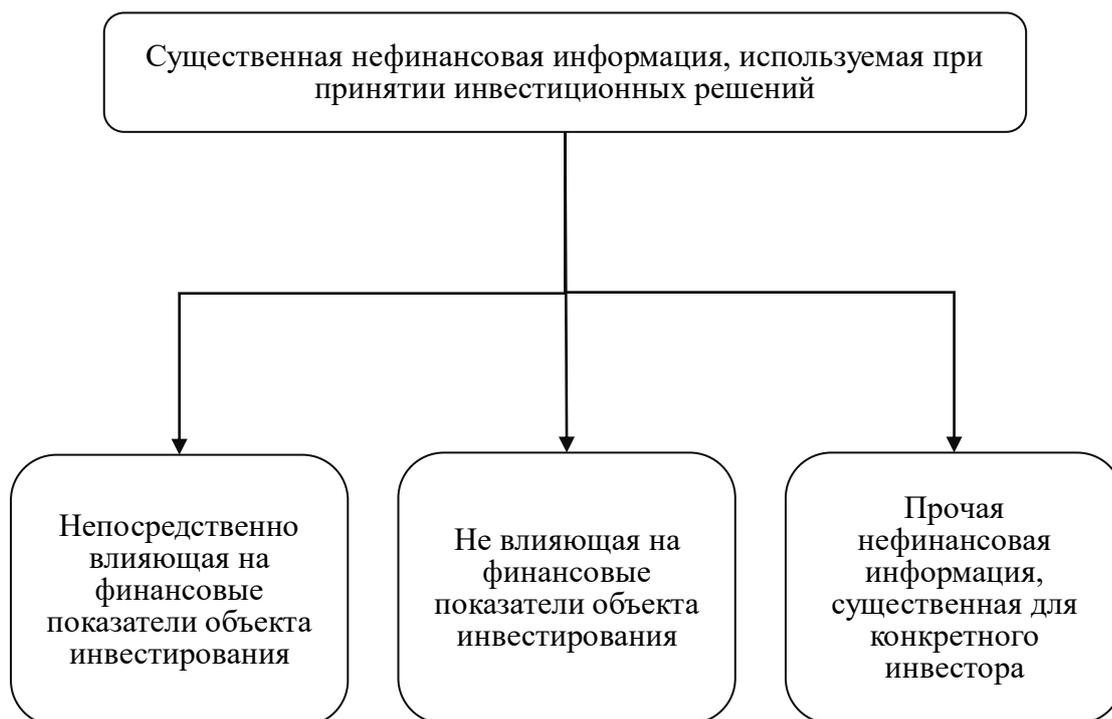
При этом следует подчеркнуть, что включение ESG-факторов в инвестиционный анализ предполагает их существенность, то есть наличие влияния на принятие инвестиционного либо управленческого решения со стороны аналитика или менеджмента. Проблемы с раскрытием нефинансовой информации, описанные в параграфе 1.2, усложняют отбор и выявление наиболее существенных показателей. Систематизация и классификация нефинансовой информации позволит упростить выявление существенной для инвестора информации, а также позволит оценить возможности по интеграции данной информации в инвестиционный анализ.

В данном исследовании предлагается классификация существенной информации для упрощения ее использования в инвестиционном анализе. На рисунке 3 представлена предлагаемая схема классификации [25].

Первым этапом классификации выступает разграничение информации на финансовую и нефинансовую. Как отмечалось ранее, финансовые данные, представленные в отчетности компаний, имеют ключевое значение для анализа инвестиционной привлекательности, прежде всего в рамках финансового моделирования. Нефинансовая информация, в свою очередь, включает сведения из ESG-отчетности, результаты ESG-рейтингов, а также иные релевантные нефинансовые показатели.

В целях инвестиционного анализа представляется целесообразным дифференцировать нефинансовую информацию на три категории:

- нефинансовая информация, непосредственно влияющая на финансовые показатели объекта инвестирования;
- нефинансовая информация, непосредственно не влияющая на финансовые показатели объекта инвестирования;
- прочая специфическая нефинансовая информация, существенная для конкретного инвестора.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Классификация существенной информации, используемой в рамках инвестиционного анализа

Рассмотрим подробнее каждую из данных категорий. Первая категория включает факторы, такие как ESG-показатели, которые могут напрямую влиять на финансовые результаты компании. В эту группу относятся только те факторы, влияние которых на финансовые результаты может быть количественно оценено и выражено через функциональные зависимости. Например, к этой категории можно отнести:

- качество и надежность цепочки поставок, которая может повлиять на размер чистого рабочего капитала;

- инвестиции в экологическую модернизацию, отражающиеся на капитальных затратах и амортизации [32];
- анализ климатических рисков, таких как повышение температуры и их влияние на финансы компании [115].

Инвесторы могут использовать такие данные для интеграции в финансовые модели, прогнозирования будущих денежных потоков и оценки значимости этих факторов для инвестиционной привлекательности. Если влияние того или иного фактора минимально, он может быть исключен из дальнейшего анализа.

Вторая категория включает факторы, которые косвенно влияют на финансы компании, но их воздействие сложно или невозможно количественно оценить на основе традиционных инструментов анализа. Примеры таких факторов включают выбросы углекислого газа (CO₂), использование возобновляемой энергии, корпоративное управление или социальные программы для сотрудников. Эти факторы могут влиять на общие характеристики компании, однако их конкретное влияние на финансовые результаты не может быть легко измерено.

Информация этой категории, на первый взгляд, не оказывает непосредственного влияния на финансовые показатели, но может быть учтена через сравнительный анализ, корректировки стоимости компании или проведение риск-анализа.

Третья категория включает нефинансовую информацию, которая важна для отдельных инвесторов на основе их личных убеждений или специфических интересов. Эта информация может не иметь значения для большинства участников рынка и не влиять на фундаментальные показатели компании, но может быть критически важна для принятия индивидуальных инвестиционных решений [25].

Важно отметить, что факторы и показатели устойчивого развития тесно связаны между собой, так как показатели выступают в качестве измеримого выражения факторов, влияющих на деятельность компании. Факторы

отражают общие условия и характеристики, которые воздействуют на устойчивость компании, такие как экологическая ответственность, социальное взаимодействие или качество корпоративного управления. Показатели же представляют собой количественные или качественные данные, которые позволяют оценить уровень влияния этих факторов на компанию. Например, фактор экологической устойчивости может быть выражен такими показателями, как уровень выбросов CO₂ или объем переработанных отходов. Аналогично, социальные факторы могут отражаться через показатели удовлетворенности сотрудников или степень вовлеченности в программы поддержки местных сообществ. Таким образом, показатели делают факторы устойчивости видимыми и позволяют систематически анализировать их влияние на инвестиционную привлекательность компании.

Предложенная классификация помогает упростить выявление существенной информации для целей инвестиционного анализа. Она будет использована в дальнейшем для построения алгоритма отнесения той или иной информации к значимой для анализа инвестиционной привлекательности. В итоге, классификация включает три категории:

- нефинансовая информация, влияющая на финансовые показатели;
- нефинансовая информация, не оказывающая прямого влияния на финансы;
- специфическая нефинансовая информация, значимая для отдельных инвесторов.

В Приложении Б представлена таблица Б.1 с систематизацией ключевых исследований и практических руководств, в которых анализируются количественные механизмы интеграции ESG-факторов в анализ инвестиционной привлекательности. В контексте эволюции методологии корпоративных финансов выбранные источники демонстрируют, что учет устойчивого развития проявляется преимущественно через модификацию прогнозных денежных потоков, ставки дисконтирования (WACC), стоимости долга, а также через сценарный и портфельный анализ, однако пока не

сформирован единый, универсально признанный механизм, сопоставимый по зрелости с классическим DCF-подходом.

Можно выделить следующие подходы к учету ESG-факторов при анализе инвестиционной привлекательности компаний, в частности в рамках подхода, описанного в параграфе 1.1 исследования:

- использование корректировок к финансовым показателям компании и основным драйверам доходов и затрат компании в рамках оценки компании методом DCF;
- использование корректировок коэффициента бета и ставки дисконтирования;
- использование корректировок в рамках проведения сценарного анализа, анализа чувствительности или моделирования методом Монте-Карло;
- использование ESG-факторов при осуществлении портфельного инвестирования: количественные стратегии и «умные» бета-стратегии.

Ниже рассмотрим более детально каждый из данных подходов к интеграции факторов устойчивого развития.

Корректировка таких финансовых показателей, как выручка, себестоимость, операционные расходы, капитальные затраты и изменение чистого рабочего капитала, в DCF-моделях должна учитывать их зависимость от ESG-факторов. При прогнозировании выручки консультанты и аналитики анализируют темпы роста компании и ее рыночные перспективы. ESG-факторы могут корректировать эти прогнозы, изменяя ожидаемые темпы роста или долю на рынке в зависимости от выявленных рисков и возможностей, связанных с устойчивым развитием, таких как экологические риски или социальная ответственность компании. По операционным затратам корректировки также могут вноситься напрямую в модель, а если применение корректировки напрямую осложняется недостаточностью информации, то есть возможность учитывать факторы косвенно через корректировки различных показателей рентабельности. Капитальные затраты также

возможно прогнозировать с учетом факторов ESG, например, размер затрат, направленных на инвестиционные проекты, связанные с охраной окружающей среды. Данный подход нашел отражение в научных работах. Так, в своей работе В. Шрамаде предлагает использовать данный подход и обосновывает учет ESG-факторов через их влияние на бизнес-модель компании и ее конкурентные позиции [139]. Подход к корректировкам финансовых показателей требует тщательной оценки и отбора тех ESG-факторов, которые оказывают значительное влияние на финансовые результаты компании. Для использования данного метода важно, чтобы выбранные факторы имели прямую связь с ключевыми финансовыми показателями, что позволяет точно оценить их воздействие на финансовые результаты компании.

Корректировка ставки дисконтирования предполагает учет премий за выявленные ESG-риски, если они оказывают существенное влияние, или ее снижение в результате положительной оценки ESG-аспектов компании. В своей работе Р.М. Висконти отмечает, что различные элементы устойчивого развития могут значительно влиять как на систематический, так и на несистематический риск, что, в свою очередь, отражается на расчете ставки дисконтирования [151]. Этот подход наиболее эффективен, когда существует значительный риск, связанный с аспектами устойчивого развития, который сложно учесть другими методами. Один из способов применения этого подхода – это сравнение компании с аналогичными предприятиями в том же секторе экономики и сравнительная оценка их ESG-факторов. На основе такой оценки, аналитик может корректировать ставку дисконтирования, повышая или понижая ее в зависимости от выявленных факторов. Однако важно понимать и ограничения метода. Например, возможны манипуляции со ставкой дисконтирования или двойной учет ESG-факторов как в денежных потоках, так и в ставке. Кроме того, корректировка коэффициента бета может быть проблематичной, так как этот индикатор уже учитывает большинство факторов, влияющих на цену акций.

В научной литературе в качестве одного из подходов к учету ESG-факторов в инвестиционном анализе рассматривается корректировка стоимости акций компаний в рамках сценарного анализа, анализа чувствительности и моделирования методом Монте-Карло [113; 130]. Данный подход предполагает корректировку как финансовых показателей, так и ставок дисконтирования в рамках определенных сценариев и симуляций. Данный подход возможно использовать вместе с остальными подходами для подробного анализа рисков и возможностей компаний с учетом факторов устойчивого развития.

Внимания заслуживает подход, предполагающий учет ESG-факторов при портфельном управлении, так называемые «системные стратегии». Портфельные управляющие используют статистические данные для анализа корреляций между ESG-факторами и изменениями цен на акции компаний. В результате ESG-факторы становятся одним из ключевых критериев для увеличения или сокращения доли ценных бумаг конкретных компаний в портфеле, что позволяет учитывать устойчивость бизнеса и его потенциал для долгосрочного роста [129].

В современных научных работах и практических руководствах подход корректировки оценочных мультипликаторов и терминальной стоимости не нашел широкого освещения. В соответствии с тем, что ESG-аспекты влияют на деятельность компании в долгосрочной перспективе, а эмпирические исследования показывают определенную зависимость стоимости компании от ESG-факторов, можно говорить о том, что данный подход имеет под собой теоретическое обоснование. При таком подходе корректируется либо терминальная стоимость компании, которая отражает долгосрочные перспективы развития компании и используется в построениях DCF-моделей, либо оценочные мультипликаторы при сравнительном анализе. Такой подход является достаточно простым для расчетов, но в то же время имеет все необходимые теоретические основы для применения. Еще одним плюсом

является то, что его можно использовать как при использовании доходного метода, так и сравнительного метода для оценки стоимости компании.

Существуют и недостатки, например, данный подход не подойдет для оценки краткосрочных проектов, рассчитанных на определенное время жизни и для которых не рассчитывается терминальная стоимость. Другим ограничением может служить манипуляция с оценочными мультипликаторами, также нужно учитывать аналитику при проведении инвестиционного анализа.

На текущем этапе указанные подходы пока не получили широкого распространения в практической деятельности. Так, Ф. Бансель, Д. Главас и Г.А. Каройи отмечают [78] что в настоящее время инвесторы и аналитики преимущественно опираются на качественные оценки факторов устойчивого развития при принятии инвестиционных решений, в частности, на рейтинги ESG-агентств.

Следовательно, несмотря на наличие различных методических решений по интеграции факторов устойчивого развития в финансовые модели, предлагаемых как инвестиционным, так и научным сообществом, их практическое применение остается ограниченным. Современные исследования сходятся во мнении, что ESG-факторы значимо влияют на оценку бизнеса, и этот эффект можно количественно учесть. Единого универсального способа нет: интеграция осуществляется через комбинирование подходов – от настройки денежных потоков (учет инвестиций, социальных издержек, роста из-за устойчивого спроса) до изменения ставки дисконтирования (корректировка β , добавление премий за ESG-риск или скидок за ESG-лидерство). Важна согласованность: двойной счет должен избегаться, а сценарный анализ помогает охватить неопределенности. Практические руководства советуют делать ESG-влияние максимально явным, прозрачным для пользователей оценки, и фокусироваться на материальных для бизнеса факторах.

Существуют объективные проблемы, ограничивающие инвесторов в оценке инвестиционной привлекательности с учетом факторов устойчивого развития. Несмотря на растущую популярность ESG-факторов и их важность для бизнес-решений, интеграция ESG сталкивается с рядом трудностей. К таким проблемам относятся:

- наличие различных стандартов учета нефинансовых факторов, которое приводит к несопоставимости раскрываемой информации в отчетах компаний;
- отсутствие явной взаимосвязи между финансовыми и нефинансовыми факторами, которая приводит к сложности количественной оценки влияния факторов ESG на принятие бизнес-решений;
- ранний этап развития аудита нефинансовой информации, который приводит к недоверию пользователей к раскрываемым данным компаний [31];
- различные методологии информационных агентств в сфере ESG анализа и оценки, которые приводят к разнонаправленным результатам ранжирования компаний [119].

Эти проблемы значительно осложняют процесс принятия инвестиционных решений, так как инвесторы не всегда могут объективно оценить реальное влияние ESG-факторов на долгосрочные результаты компаний. Недостаток сопоставимых данных и несогласованность в подходах к оценке создают риски для инвесторов, вынуждая их полагаться на неполную или недостоверную информацию.

Так, несмотря на многообразие стандартов и рекомендаций о формировании отчетов об устойчивом развитии, многие исследования респондентов пользователей нефинансовой отчетности, подтверждают, что зачастую нефинансовая информация, раскрываемая компаниями, не соответствует требованиям заинтересованных сторон и не позволяет инвесторам обосновывать инвестиционные решения с использованием такой нефинансовой отчетности. Инвесторы и аналитики, являющиеся основными потребителями отчетности, часто отмечают недостаточную глубину и

неполноту представления информации о рисках и перспективах деятельности компаний, которая имеет для них значительное значение. Исследование, проведенное совместно Комитетом COSO (Комитет организаций-спонсоров Комиссии Тредвея) и Международным Советом по Устойчивому Развитию, показало, что 72% опрошенных считают, что риски, связанные с устойчивым развитием, недостаточно отражены в корпоративной отчетности [144]. Опрос, осуществленный GRI-GlobeScan в октябре 2020 года, выявил, что только 51% участников оценивают представленную информацию в сфере устойчивого развития как достоверную.

В отчете «The move to mandatory reporting: Survey of Sustainability Reporting 2024» подчеркивается, что почти все из 250 крупнейших компаний мира и большинство лидеров по регионам уже готовятся к внедрению обязательной ESG-отчетности в соответствии с европейской директивой CSRD. Концепция двойной материальности применяется в 42% компаний, а в целом 79% респондентов проводят материалы оценки влияния и воздействия; при этом показатели раскрытия по биоразнообразию выросли с 23% в 2020 г. до 49% в 2024 г. Несмотря на переход к обязательным стандартам, добровольные рамки (GRI, SASB) сохраняют широкое применение, а рекомендации TCFD приняты 72% опрошенных, первые внедрения IFRS S2 отмечены в 4% [148].

Инвесторы, ориентированные на принципы устойчивого развития, нередко сталкиваются со значимым ограничением: оценка и сопоставление множества аспектов, относящихся к экологическим, социальным и управленческим критериям, представляет собой существенную методическую и практическую сложность при выборе инвестиционных объектов.

В своей работе П. Хокен обратил внимание на дилемму глобального использования ESG-метрик, предпочитаемых многими крупными институциональными инвесторами. Изучая фонды, ориентированные на устойчивое развитие, он выявил, что они включают компании разных размеров, в том числе крупные публичные акционерные общества [114]. В

результате, такие ESG-портфели зачастую мало отличаются от традиционных инвестиционных портфелей. Кроме того, западные ESG-фонды нередко включают акции компаний с сомнительными практиками в области устойчивого развития, таких как Coca-Cola, McDonald's и Procter & Gamble. Аналогичная ситуация наблюдается и в России, где, например, биржевой паевой фонд «Сбер – Ответственные инвестиции» включает в себя Норильский Никель, несмотря на его неоднозначные ESG-показатели.

Проблема заключается и в том, что ориентация на компании, демонстрирующие высокие результаты по отдельным ESG-критериям, может приводить к включению в ESG-фонды эмитентов, не обеспечивающих сопоставимого уровня раскрытия по другим аспектам устойчивого развития. В результате в состав таких фондов нередко входят крупные публичные компании вне зависимости от того, реализуют ли они комплексную стратегию устойчивого развития. Это, в свою очередь, указывает на значимость проблемы выбора критериев отбора, способной оказывать существенное влияние на инвестиционные решения с учетом ESG-факторов. Дополнительным предметом критики в научной литературе выступает неоднородность подходов к отбору и оценке ESG-факторов. Так, в работе А. Чаттерджи с соавторами на основе анализа рейтингов шести ведущих агентств выявлены различия и противоречия в используемых методологиях ESG-оценки, что подтверждает необходимость большей унификации критериев для повышения объективности анализа [85].

Анализ четырех ведущих ESG-индексов показал совпадение не более чем у 15% компаний: различные агентства используют несопоставимые наборы показателей и не располагают единой таксономией, что порождает так называемое «структурное несогласие» между рейтингами [82]. Анализ несоответствия рейтингам в работе Ф. Берг, К. Фабисик, З. Заутнер [81] продемонстрировал, что более половины (56%) отличий между оценками объясняется разными методами измерения одних и тех же метрик, порядка

38% – различным охватом тематик, и лишь около 6% – различиями в весовых коэффициентах при агрегации.

Причины сохраняющегося разброса даже при расширении корпоративных раскрытий проясняет исследование Д. Кристенсен, Г. Серафейм, А. Сикочи [89]. Авторы показали, что рост объема раскрываемых данных усиливает разногласия в оценках, особенно по «выходным» показателям, поскольку агентства по-разному интерпретируют единый массив ESG-данных. При этом выявлена прямая корреляция между высокой дисперсией рейтингов и увеличением волатильности акций, а также снижением вероятности привлечения внешнего финансирования, что свидетельствует о дополнительном «шуме» ESG оценок как рыночном риске.

Концептуальные несоответствия целей и стимулов в индустрии ESG-рейтингов рассматриваются в работах Д.Ф. Ларкер [119] и А. Энгерт [98]. Д.Ф. Ларкер и соавторы подчеркивают непрозрачность методик и отсутствие выравнивания интересов поставщиков данных и пользователей оценок, что превращает рейтинги в «компас без стрелки». А. Энгерт, в свою очередь, указывает на конфликт между прагматической функцией (оценка финансовых рисков) и про-социальной функцией (учет внешнего воздействия). Попытка совмещать эти задачи в рамках одного рейтинга приводит к методологическим противоречиям и политической окрашенности результатов.

Вместе с тем ряд исследований предлагает практические механизмы снижения разброса. В. Биссундуайял-Бхиник и соавторы [83] продемонстрировали, что агрегирование оценок Sustainalytics, MSCI и Refinitiv (среднее арифметическое, методы главных компонент, «голосование» и оптимизированный скоринг) повышает согласованность итоговых показателей: агрегированные баллы коррелируют значительно сильнее, чем рейтинги по-отдельности, тогда как чистый рейтинг MSCI может даже отрицательно коррелировать с двумя другими. Обзор А. Агосто и А. Танда [71] подкрепляет эту рекомендацию, отмечая, что до появления

единого стандарта применение «мульти-источника» и прозрачных алгоритмов агрегации остается наиболее надежным способом формирования ESG-оценок.

Таким образом, исследования фиксируют, что ESG-рейтинги, несмотря на свою потенциальную ценность, представляют собой сегодня фрагментированный и методологически несогласованный набор сигналов. Без публичного раскрытия методик, обязательных регуляторных требований и четкого разделения целей оценки сохраняются ошибки классификации и «рэнкинг-шум». В практическом контексте это означает необходимость использования нескольких рейтингов, проверки их корреляции и применения прозрачных схем агрегации или самостоятельный расчет ESG-индекса.

Включение ESG-факторов в инвестиционный анализ компаний связано с рядом значительных трудностей, которые ограничивают их эффективную интеграцию в оценку инвестиционной привлекательности. Во-первых, отсутствие общепринятых стандартов учета ESG-факторов обуславливает дефицит сопоставимости данных: компании раскрывают соответствующую информацию в неоднородных форматах и в разрезе различающихся критериев [22]. Это затрудняет единообразную оценку компаний даже внутри одной отрасли, а отсутствие стандартизированных методов мешает использовать ESG-данные для построения точных финансовых моделей.

Во-вторых, ESG-факторы оказывают специфическое влияние на компании в разных отраслях, что делает сложной задачу создания универсальной методики. Например, для технологических компаний первоочередными могут быть факторы управления и приватности данных, тогда как для энергетического сектора на первый план выходят экологические аспекты, такие как выбросы углерода и управление ресурсами. Унификация подходов к ESG-анализу, способная учесть отраслевые различия, пока не достигнута, что также усложняет оценку для инвесторов.

В-третьих, значительная часть ESG-факторов затруднительно поддается количественной формализации и, следовательно, интеграции в финансовые модели. Экологические, социальные и управленческие аспекты нередко

имеют преимущественно нефинансовую природу и требуют оценки через косвенные метрики либо качественные индикаторы, что повышает степень субъективности. В результате ограничивается их использование в традиционных инструментах анализа, а также снижается доверие инвесторов и аналитиков к соответствующим данным.

Еще одной проблемой является недостаток прозрачности в том, как ESG-факторы влияют на конечные оценки и рекомендации аналитиков. Влияние отдельных ESG-рисков и возможностей на будущие денежные потоки и общую оценку компании остается слабо структурированным и часто опирается на мнения рейтинговых агентств или субъективные экспертные оценки. Это увеличивает неопределенность в прогнозах и ограничивает возможности инвесторов принимать решения на основе объективных данных [34; 44].

Кроме того, процесс сбора и интеграции ESG-данных требует значительных ресурсов, временных затрат и доступа к специализированным источникам информации, что повышает стоимость и сложность анализа. В результате многие компании и инвесторы сталкиваются с барьерами на пути к полной ESG-интеграции, что негативно сказывается на качестве оценок и стратегическом планировании.

Выявленные трудности могут быть объяснены незавершенностью формирования практики ESG-интеграции и сохраняющейся неоднородностью подходов к раскрытию и интерпретации соответствующей информации. Вместе с тем развитие стандартов, повышение требований к ESG-прозрачности и более активное внедрение принципов устойчивого развития в корпоративную практику создают условия для дальнейшего совершенствования аналитического инструментария. [22].

По результатам анализа, проведенного в параграфе 1.3, установлено, что, несмотря на значительное число исследований, посвященных обоснованию влияния ESG-факторов на инвестиционную привлекательность, инструментарий их количественной оценки остается недостаточно

разработанным. Сохраняющийся разрыв между теоретическими подходами и их практической реализацией обуславливает дефицит универсальных методик, сопоставимых по степени проработанности с классическими DCF-моделями. Наряду с этим разрозненность стандартов раскрытия и неполнота нефинансовой отчетности затрудняют отбор и оценку наиболее существенных показателей, что подтверждает необходимость систематизации ESG-данных.

В качестве решения предложена трехуровневая классификация нефинансовой информации. Первая категория включает те факторы, которые прямо воздействуют на финансовые показатели компании и могут быть количественно интегрированы в модели DCF – например, затраты на экологическую модернизацию или изменение чистого рабочего капитала в результате оптимизации цепочки поставок. Ко второй относятся косвенные, но значимые ESG-аспекты, затрудненные для прямой количественной оценки, такие как выбросы CO₂ или социальные программы, использование которых возможно через корректировки стоимости компании и риск-анализ. Третья категория охватывает специфические нефинансовые показатели, важные для отдельных инвесторов, исходя из их личных предпочтений и стратегических приоритетов.

Литературный обзор позволил выделить пять основных подходов к учету ESG-факторов в финансовых моделях: непосредственные корректировки ключевых статей DCF-модели (выручки, операционных расходов, капитальных затрат, чистого рабочего капитала), модификация дисконтирующей ставки и коэффициента бета с учетом премий или скидок за ESG-риски, адаптация терминальной стоимости и мультипликаторов сравнительного анализа, применение сценарного и чувствительного анализа, включая симуляции методом Монте-Карло, а также внедрение «умных бета» и количественных ESG-стратегий в портфельное управление. Каждый из этих подходов обладает своими плюсами и ограничениями: прямые корректировки обеспечивают наиболее явную количественную связь, но требуют надежных

данных и функциональных зависимостей; изменение дисконтирующей ставки удобно, однако может привести к двойному учету факторов и не всегда отражает долгосрочные эффекты; корректировка терминальной стоимости проста в расчетах и теоретически обоснована, но неприменима для краткосрочных проектов; сценарный анализ дает возможность стресс-тестирования, но требует значительных ресурсов; портфельные стратегии учитывают ESG-факторы в структуре инвестиций, однако ограничены неоднородностью методик рейтинговых агентств.

На пути к широкому внедрению рассмотренных методов стоят объективные барьеры: отсутствие единых стандартов нефинансовой отчетности, приводящее к несопоставимости данных; слабая взаимосвязь между ESG-факторами и финансовыми результатами компаний, затрудняющая количественную оценку; ранний этап развития аудита нефинансовой информации и разнообразие методологий рейтинговых агентств, порождающие противоречивые оценки. Эти проблемы создают препятствия для инвесторов и аналитиков, вынуждая их опираться на неполные или субъективные данные.

Дальнейшее развитие интеграции ESG-факторов в инвестиционный анализ требует формирования единой методологической базы, основанной на прозрачной классификации нефинансовой информации и комбинации нескольких количественных подходов. Наиболее перспективным представляется гибридный механизм, сочетающий прямые корректировки DCF-моделей по ключевым ESG-факторам и адаптацию терминальной стоимости на основе сравнительного индекса устойчивого развития. Такая схема позволит обеспечить баланс между точностью количественной оценки и практической применимостью, повысить доверие инвесторов к нефинансовым отчетам и более полно учитывать долгосрочные риски и возможности, связанные с устойчивым развитием.

Глава 2

Обоснование методики интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности компаний

2.1 Цели и предпосылки методики интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности

В рамках данной работы было предложено авторское определение понятия «инвестиционная привлекательность» и предложен расчет модифицированной инвестиционной стоимости как результирующий показатель анализа инвестиционной привлекательности компаний. Также было изучено влияние факторов устойчивого развития на этот показатель и разработана классификация таких факторов по их применимости в инвестиционном анализе. Был выполнен анализ существующих инструментов и подходов к интеграции факторов устойчивого развития в оценку инвестиционной привлекательности и в процессы принятия управленческих решений.

Проведенный анализ показал целесообразность разработки методики, обеспечивающей более эффективную интеграцию ESG-факторов в инвестиционный анализ компаний. Предлагаемая методика предполагает, с одной стороны, количественную оценку влияния ESG-факторов на финансовые показатели компании, а с другой – проведение сравнительного анализа сопоставимых организаций с учетом факторов, не оказывающих прямого воздействия на финансовые результаты, но имеющих значимость для инвесторов. Реализация данного подхода позволяет оценить совокупное влияние ESG на инвестиционную привлекательность, а также идентифицировать вклад отдельных показателей.

К числу преимуществ предлагаемой методики относится возможность ее адаптации к различным объектам инвестирования при условии учета отраслевых особенностей, целей конкретного инвестора и доступности релевантной информации о факторах устойчивого развития.

Теоретической основой предлагаемой методики выступает концепция устойчивого развития, интегрирующая три взаимосвязанные компоненты: экономическую, социальную и экологическую. Указанные компоненты оказывают существенное влияние на формирование инвестиционных решений в рамках анализа инвестиционной привлекательности компаний.

Цель методики заключается в выявлении и оценке воздействия факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность, выражаемую через модифицированную инвестиционную стоимость. Данный показатель отражает влияние факторов устойчивости на долгосрочные перспективы компании, включая ее экономические результаты, экологическое воздействие, социальную ответственность и качество корпоративного управления. Разработанная методика может применяться по следующим направлениям:

- определение лучших компаний в отрасли для включения их в инвестиционный портфель с учетом ESG-факторов, что помогает инвесторам выбрать наиболее устойчивые предприятия;
- анализ влияния отдельных ESG-факторов на общую инвестиционную привлекательность для инвесторов, ориентированных на устойчивое развитие;
- выявление так называемых «отстающих факторов» устойчивого развития, под которыми понимаются те аспекты компании, которые не соответствуют современным требованиям по устойчивому развитию или демонстрируют слабые результаты в сравнении с конкурентами. Исправление таких факторов помогает снизить риски и повысить инвестиционную привлекательность;
- исследование ключевых факторов устойчивого развития в рамках конкретной отрасли для расчета инвестиционной стоимости акций компаний;

– анализ влияния качества раскрытия нефинансовой информации на восприятие компании инвесторами и ее инвестиционную привлекательность.

Дополнительной целью методики является возможность использовать ее для формирования запроса со стороны заинтересованных сторон к форматам, стандартам и полноте, раскрываемой компаниями информации относительно нефинансовых факторов устойчивого развития. Более того, использование данной методики позволит углубить и улучшить ESG-интеграцию в рамках проведения инвестиционного анализа.

Необходимо также выделить основные предпосылки и допущения для использования данной методики:

– ESG-факторы все в большей степени учитываются участниками рынка при принятии инвестиционных решений. Вместе с тем количественная оценка их влияния на инвестиционную привлекательность и фундаментальные показатели компаний остается методологически сложной и не всегда дает однозначные результаты;

– несмотря на то, что факторы устойчивого развития непосредственно влияют на инвестиционную привлекательность и принятие управленческих решений, влияние факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность и фундаментальные показатели не является очевидным. Так, существующие исследования, обзор которых был представлен в пункте 1.2 и 1.3 данной работы, показывают различные результаты влияния факторов устойчивого развития, как на фундаментальные показатели (рентабельность, стоимость заемного финансирования, систематический риск и другие), так и на рыночные показатели (например, прирост капитализации или снижения риска инвестиционного портфеля устойчивых компаний в рамках экономических кризисов). Такие результаты существующих исследований могут быть связаны с относительно низким развитием инструментария, связанного с устойчивым развитием. Многие исследования влияния факторов устойчивого развития на фундаментальные и рыночные показатели компаний основываются на присвоенных компаниям

ESG-рейтингах, многие из которых в свою очередь не являются объективными для анализа (например, учитывают не относительные показатели устойчивого развития, а оценивают приверженность к раскрытию нефинансовой информации в целом). Несмотря на сохраняющиеся сложности в выявлении устойчивых зависимостей между отдельными показателями устойчивого развития и финансовыми результатами, можно заключить, что ESG-факторы в целом являются значимыми для инвесторов при принятии инвестиционных решений. Вместе с тем, при существующем аналитическом инструментарии затруднительно количественно оценить, в какой мере раскрытие тех или иных факторов устойчивого развития отражается на фундаментальных показателях компании;

– по результатам анализа, проведенного в параграфе 1.3, можно заключить, что существующие механизмы количественного учета ESG-факторов в анализе инвестиционной привлекательности пока не получили широкого распространения в бизнес-практике. В силу особенностей существующего аналитического инструментария анализ влияния ESG-факторов в инвестиционном анализе в большинстве случаев осуществляется в форме качественных аналитических допущений, не позволяющих напрямую использовать их при расчете модифицированной инвестиционной стоимости;

– следует отметить, что данная методика направлена в первую очередь на долгосрочные инвестиции, принимая во внимание тот факт, что нефинансовые факторы по сравнению с финансовыми показателями компании оказывают влияние на компанию в целом в более долгой перспективе;

– данная методика направлена на инвесторов, которые стремятся к инвестированию в устойчивые компании и учитывают не только финансовые показатели как фактор инвестиционной привлекательности, но и нефинансовые факторы устойчивого развития, но и нефинансовые факторы устойчивого развития;

– результирующим показателем методики является модифицированная инвестиционная стоимость. Данный показатель рассчитывается путем сочетания подхода DCF и премии (скидки) к стоимости, рассчитанной методом DCF. Премия/скидка определяется на основе рассчитываемого интегрального показателя устойчивого развития компании, который может включать в себя различные показатели устойчивого развития, которые напрямую не влияют на финансовые показатели компании. Такие показатели могут быть определены как на основе численных значений, так и качественных характеристик;

– внутренняя стоимость компании рассчитывается с использованием метода DCF, но методика допускает использование других моделей оценки, если это необходимо для анализа конкретной компании или отвечает требованиям отдельных инвесторов.

Таким образом, в данном параграфе были изложены основные цели применения методики, установлены существующие предпосылки применения методики, которые должны быть учтены при ее внедрении в бизнес-процессы.

2.2 Разработка подхода к интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности компаний

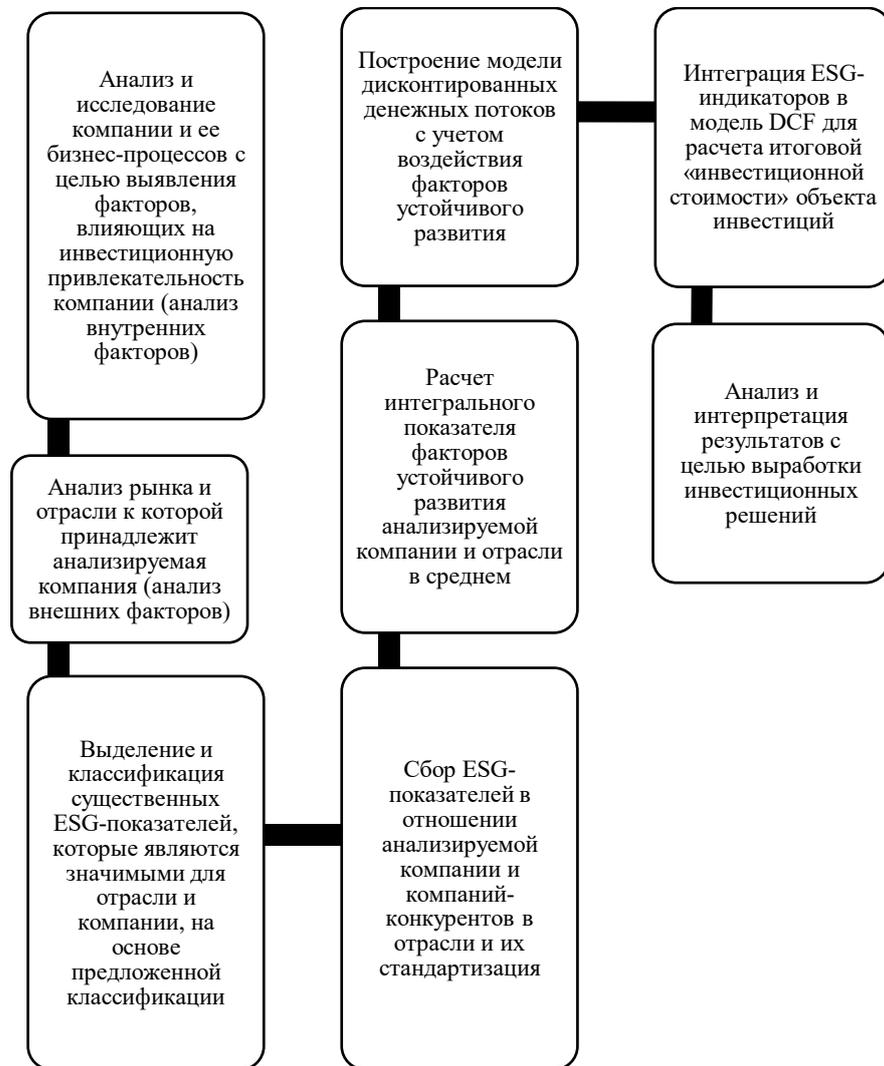
Основу предлагаемой методики составляет синтез двух подходов к ESG-интеграции: 1) корректировки финансовых показателей с учетом влияния на них признанных существенными нефинансовых факторов; 2) сравнительный анализ характеристик сопоставимых объектов инвестиций (публичных компаний). В рамках методики существенные факторы устойчивого развития конкретизируются до показателей, а показатели с применением разработанного алгоритма классифицируются на две основные категории: показатели, которые непосредственно влияют на финансовые показатели, и показатели, которые непосредственно не влияют на финансовые показатели. Первая категория показателей используется для корректировки финансовых

данных в рамках финансового моделирования и построения модели DCF. Вторая категория показателей используется в рамках сравнительного анализа путем расчета интегрального показателя устойчивого развития анализируемого объекта и сопоставимых компаний.

Разработанная методика анализа инвестиционной привлекательности основывается на подходе, предложенном в пункте 1.1 данной работы, и предполагает выполнение следующих этапов:

- анализ и исследование компании и ее бизнес-процессов с целью выявления факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность компании (анализ внутренних факторов);
- анализ рынка и отрасли, к которой принадлежит анализируемая компания (анализ внешних факторов);
- выделение и классификация существенных ESG-показателей, которые являются значимыми для отрасли и компании, на основе предложенной классификации;
- сбор ESG-показателей в отношении анализируемой компании и компаний-конкурентов в отрасли и их стандартизация;
- расчет интегрального показателя факторов устойчивого развития анализируемой компании и отрасли в среднем, которые непосредственно не влияют на финансовые показатели. Выявление и расчет отклонения данного показателя для анализируемой компании по сравнению с медианным значением сопоставимых компаний;
- построение модели DCF с учетом воздействия факторов устойчивого развития, непосредственно влияющих на финансовые показатели компании;
- интеграция ESG-индикаторов в модель DCF для расчета итоговой «инвестиционной стоимости» объекта инвестиций;
- анализ и интерпретация результатов с целью выработки инвестиционных решений.

На рисунке 4 в схематичном виде представлены этапы применения разработанной методики.



Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – Этапы применения разработанной методики интеграции факторов устойчивого развития в инвестиционный анализ

Первые этапы предполагают предварительный анализ отрасли и компании, в частности, для формирования информационной базы, которая послужит в дальнейшем в целях выявления значимых для объекта инвестирования факторов и показателей устойчивого развития и построения модели DCF.

Первый этап. Исследование бизнес-модели компании. Данный этап предполагает выявление основных факторов, влияющих на деятельность и финансовые показатели анализируемого объекта. К таким факторам можно отнести: источники формирования доходов и расходов объекта, возможности для роста компании, подход к инвестиционной политике и предполагаемые капитальные затраты объекта инвестирования, имеющийся долг, дивидендная политика и прочие факторы. Данные факторы будут использованы в дальнейшем для целей построения модели DCF. Другой стороной данного этапа является предварительная оценка нефинансовых факторов устойчивого развития компании. В первую очередь – оценка степени раскрытия информации относительно нефинансовых факторов, а также предварительный анализ нефинансовых факторов существенных для инвестора при инвестировании в конкретный объект. Для целей структурирования анализа внутренних факторов может применяться стейкхолдерский подход, который предполагает выявление существенных для заинтересованных сторон факторов. В последующем выводы данного этапа будут использоваться для выбора и выявления значимых факторов и показателей устойчивого развития и расчета интегрального показателя.

Второй этап. Исследование отрасли объекта инвестирования. Анализ структуры отрасли предоставляет возможность более глубокого понимания динамики рынка и уровня конкуренции. Исследование факторов роста отрасли помогает выявить потенциальные перспективы для инвестирования, например, в случае подверженности отрасли технологическим инновациям. Анализ степени регулирования помогает предсказать возможные изменения в законодательстве, которые могут оказать влияние на бизнес. Это важно для обоснованной оценки рисков и возможностей. Изучение конкурентной среды позволяет определить стратегии компаний в конкурентной борьбе за рыночные позиции и выявить конкурентные преимущества, влияющие на долгосрочную устойчивость инвестиций. Анализ инноваций помогает определить уровень готовности отрасли к изменениям и выявить

технологические тренды, которые могут повлиять на ее будущее развитие. Всеобъемлющий анализ отрасли предоставляет основу для дальнейшего анализа инвестиционной привлекательности объекта инвестирования, включая обоснование выбора тех или иных показателей устойчивого развития инвестором.

Обобщая, первые два этапа представляют собой формирование информационной базы относительно объекта и отрасли, которая будет являться основой для анализа инвестиционной привлекательности объекта инвестирования и расчета модифицированной инвестиционной стоимости. В рамках применения методики данные этапы могут быть объединены. Однако необходимо подчеркнуть, что проведенный анализ на данных этапах будет играть важнейшее значение при расчете инвестиционной стоимости и интерпретации полученных в рамках выполнения методики результатов. Ошибки и необоснованные выводы, полученные по итогам выполнения данных этапов, могут привести к искажению результатов применения всей методики.

Следующие три этапа представляют собой детальное изучение нефинансовых факторов устойчивого развития отрасли и объекта инвестирования. Следующие три этапа образуют основу разработанной методики и являются наиболее значимыми для целей работы, так как результатом данных этапов будет являться полноценный анализ нефинансовых показателей устойчивого развития объекта инвестирования, на основе которого уже могут приниматься определенные инвестиционные и управленческие решения.

Третий этап. На данном этапе предусматриваются выявление, классификация, описание и обоснование выбора показателей устойчивого развития, которые будут использованы инвестором при последующем анализе инвестиционной привлекательности объекта инвестирования. Показатели устойчивого развития отражают соответствующие факторы устойчивого развития и обеспечивают их количественное либо качественное выражение с

точки зрения влияния на деятельность компании. Таким образом, эти показатели позволяют инвестору оценить, как факторы устойчивого развития могут способствовать созданию долгосрочной ценности компании и влиять на ее финансовые и нефинансовые результаты, обеспечивая более комплексное понимание ее инвестиционной привлекательности.

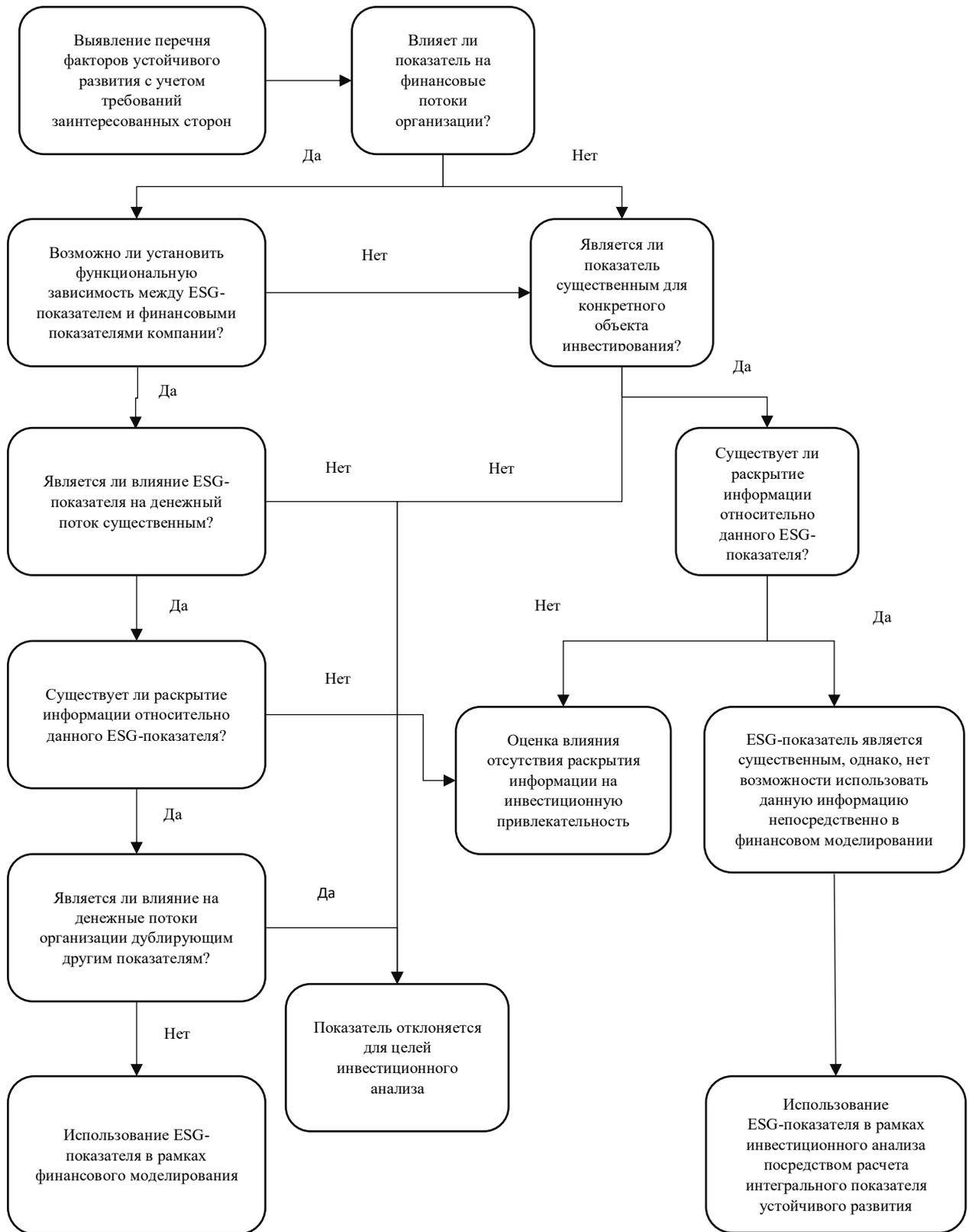
Как упоминалось в параграфе 1.3, ESG-показатели для целей инвестиционного анализа делятся на две основные категории:

- показатели, оказывающие непосредственное влияние на финансовые показатели компании;
- показатели, не влияющие напрямую на финансовые показатели, но влияющие на принятие инвестиционных решений.

Первая категория может быть интегрирована в финансовое моделирование и использована для корректировки прогнозных показателей, таких как доходы или расходы. Вторая категория, хотя и не может быть включена в прогноз денежных потоков, играет значительную роль в сравнительном анализе и принятии инвестиционных решений.

Идентификация и классификация ESG-показателей по этим категориям представляют собой сложный и многоэтапный процесс. Для упрощения этого процесса в данном исследовании был разработан алгоритм выявления и классификации существенных ESG-показателей, который представлен на рисунке 5 [23].

Алгоритм классификации ESG-показателей начинается с составления списка возможных ESG-показателей, которые могут повлиять на инвестиционное решение. Для этого используются годовые отчеты, публичная отчетность аналогичных компаний, стандарты раскрытия нефинансовой информации и ESG-рейтинги.



Источник: составлено автором по материалам [23].

Рисунок 5 – Алгоритм выявления и классификации существенных ESG-показателей

На втором шаге оценивается влияние каждого ESG-показателя на финансовые показатели компании. ESG-показатели распределяются на две категории: 1) непосредственно влияющие на финансовые показатели; 2) не оказывающие прямого влияния на финансовые результаты. Если для показателя из первой категории можно установить функциональную зависимость, выраженную формулой, он остается в этой категории. В противном случае показатель переносится во вторую категорию.

Третий шаг предполагает оценку существенности ESG-показателя. Для факторов первой категории это делается через оценку их воздействия на денежные потоки компании. Для второй категории – через оценку значимости показателя для заинтересованных сторон и конкретного инвестора.

Четвертый шаг включает сбор информации по каждому показателю. Если информация о показателе не раскрыта компанией, он выделяется в отдельную категорию, и инвестор должен принять это во внимание при принятии инвестиционного решения.

На пятом шаге проверяется наличие дублирования показателей. Если показатель уже учтен в финансовой модели через другие показатели, его влияние не должно дублироваться.

Таким образом, алгоритм позволяет классифицировать ESG-показатели на две категории: 1) показатели, которые можно использовать в финансовом моделировании; 2) показатели, которые не могут быть использованы для моделирования, но влияют на принятие решений через сравнительный анализ. В отношении нераскрытой информации аналитик должен самостоятельно оценить ее значимость для принятия инвестиционного решения [23].

Показатели устойчивого развития, сформированные в рамках данного этапа, могут быть выражены в форме коэффициента с определенной формулой и являться одним из показателей раскрытия информации на основе какого-либо стандарта (например, отношение возобновляемой энергии к общему потреблению, стандарт GRI), так и произвольно выражены инвестором путем последующей экспертной оценки данного показателя

(например, профессионализм генерального директора и качество управления компанией).

Для показателей, которые непосредственно не влияют на финансовые показатели компании, необходимо присвоить веса от 0 до 100%. При этом сумма данного коэффициента по всем показателям должна составлять 100%. Присвоение веса позволит выделить наиболее значимые показатели устойчивого развития, а также устранить риски двойного счета показателей при расчете интегрального показателя в дальнейшем.

Результатом данного этапа является формирование перечня факторов и показателей устойчивого развития с обоснованием их включения в анализ инвестиционной привлекательности.

Четвертый этап. Сбор показателей в отношении анализируемой компании и компаний-конкурентов в отрасли. В рамках данного этапа инвестором собирается и оценивается информация по выявленным существенным показателям устойчивого развития как для объекта инвестиций, так и для сопоставимых компаний в отрасли. Сбор и анализ показателей компаний отрасли необходим, так как основой интегрального показателя в рамках методики является применение сравнительного метода. Выполнение данного этапа основано на предварительном анализе компаний и отрасли в целом в рамках этапов 1 и 2.

Первым шагом данного этапа является выявление сопоставимых компаний в отрасли, с показателями которых будет сравниваться объект инвестиций. Выбор сопоставимых компаний в первую очередь основан на экспертном мнении инвестора. Компании могут быть признаны сопоставимыми с объектом инвестирования на основе различных факторов и показателей: страна операционной деятельности, характер операционной деятельности, уровень капитализации, объем выручки и другие. К выбору потенциальных сопоставимых компаний необходимо подходить максимально внимательно, анализируя и обосновывая решение по включению той или иной компании в список сопоставимых, так как от выбора сопоставимых компаний

будет в целом зависеть инвестиционная привлекательность объекта инвестирования. В определенной ситуации сопоставимыми компаниями могут быть признаны компании, инвестиции в которые рассматривает конкретный инвестор.

После определения сопоставимых компаний необходимо провести сбор информации относительно выявленных ранее существенных факторов устойчивого развития, которые были классифицированы ранее как факторы, непосредственно не влияющие на финансовые показатели компании. Источниками такой информации могут являться отчетности самих компаний или информация, содержащаяся в различных базах данных (Refinitiv, Sustainalytics, Bloomberg и других). Необходимо отметить, что показатели могут быть представлены в абсолютном виде и быть непригодными к сравнительному анализу. Так, например, показатель выбросов углекислого газа CO₂ в атмосферу является абсолютным, и очевидно, что чем больше компания, тем, скорее всего, больше выбросов в атмосферу будет произведено данной компанией. Такие показатели должны быть приведены в сопоставимый вид, который бы учитывал размер компании. Например, показатель выбросов CO₂ в атмосферу можно разделить на общую выручку компании за период, таким образом такой показатель будет приведен в сопоставимый вид и его можно будет использовать в дальнейшем для расчета интегрального показателя.

Необходимо отметить, что для некоторых значимых показателей может отсутствовать цифровое значение и такие показатели в целом могут не являться каким-либо коэффициентом или величиной (например, качество корпоративного управления компанией). Такие показатели должны быть самостоятельно оценены инвестором на основе доступной ему информации и приведены в цифровой вид. Если инвестор считает, что управление компанией А является идеальным, то такой показатель может составлять 90%-100%.

Пятый этап. Расчет интегрального показателя устойчивого развития. Для оценки влияния показателей устойчивого развития, которые

непосредственно не влияют на финансовые показатели компании, предполагается использование интегральной оценки для сравнения эффективности деятельности организаций в сфере устойчивого развития и уровня их приверженности данному принципу.

Для оценки влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность предлагается применять подход, основанный на интегральной рейтинговой оценке и опирающийся на концепцию бенчмаркинга, то есть на сравнительный анализ объекта инвестирования с показателями сопоставимых компаний.

Основная задача методики заключается в сведении множества разнородных параметров в единый интегральный показатель, отражающий совокупный уровень устойчивости компании по сравнению с эталонной моделью. Этапы расчета интегральной оценки включают:

- выбор показателей. Формируется совокупность показателей, отражающих экологические, социальные и управленческие (ESG) аспекты деятельности, а также показатели, отражающие операционную и финансовую эффективность;
- нормализация данных. Показатели приводятся к безразмерному виду с использованием методов стандартизации, таких как Z-преобразование или минимаксная нормализация;
- определение весов. Весовые коэффициенты присваиваются каждому показателю в соответствии с их значимостью в общей системе оценки. Весы могут быть определены экспертно, на основе статистических методов или методом анализа иерархий;
- агрегирование показателей. Показатели умножаются на их веса и суммируются для получения итогового интегрального показателя.

Методология бенчмаркинга требует четкого механизма для определения эталонного состояния, что позволяет установить ориентиры для развития и целевые значения показателей. Рейтинговая оценка организации основывается на сравнении ее показателей с показателями условной эталонной организации,

которая демонстрирует лучшие результаты по всем параметрам. Таким образом, итоговый интегральный показатель методики основан не на субъективных предположениях инвестора, а на объективных результатах, достигнутых в условиях рыночной конкуренции.

Алгоритм рейтинговой оценки, основанный на методе расстояний, представляет собой последовательность процедур, в рамках которых оцениваются отклонения каждого показателя организации от эталонных значений. Применение данного подхода позволяет сформировать более объективное представление об эффективности организации по сравнению с другими участниками рынка [50]:

а) исходные данные представляются в виде матрицы (x, y) , таблицы, где по строкам записаны номера показателей $(x = 1, 2, 3, \dots, n)$, а по столбцам – номера организаций $(y = 1, 2, 3, \dots, m)$;

б) такой эталон может быть как наивысшим, так и наименьшим из значений, отмеченных среди рассматриваемых предприятий. Например, в контексте показателей, отражающих негативное воздействие на долговременное развитие фирмы (как, скажем, объемы выбросов CO_2 на единицу выручки), в качестве эталонного берется минимальное число. Однако, когда речь идет о показателе с положительным эффектом (как, например, пропорция использования энергии из возобновляемых источников), эталоном становится максимальное значение. Указанный эталонный показатель фиксируется в столбце, предназначенном для условной эталонной организации $(m+1)$;

в) исходные показатели матрицы стандартизируются относительно соответствующего эталонного показателя в формуле (2) и (3)

Для показателей, для которых эталоном является максимальное значение в формуле (2)

$$x_{ij} = \frac{a_{ij}}{\max a_{ij}}, \quad (2)$$

Для показателей, для которых эталоном является минимальное значение в формуле (3)

$$x_{ij} = \frac{\min a_{ij}}{a_{ij}}, \quad (3)$$

где x_{ij} – стандартизированные показатели j -го состояния;
 a_{ij} - исходные показатели j -го состояния.

г) для каждой анализируемой компании определяется значение ее рейтинговой оценки по следующей формуле (4)

$$r_j = \sqrt{\frac{x_{1j}^2 + x_{2j}^2 + \dots + x_{nj}^2}{n}}, \quad (4)$$

где r_j – интегральная оценка для j -го предприятия;
 $x_{1j}^2 + x_{2j}^2 + \dots + x_{nj}^2$ – стандартизированные показатели j -го анализируемого предприятия.

Использование корня из средней суммы квадратов обусловлено необходимостью учета совокупного отклонения всех нормализованных показателей от эталонного значения при одновременном сохранении одинакового веса и знака влияния каждого показателя. Данная формула аналогична евклидовому расстоянию в многомерном пространстве, где каждая компания рассматривается как точка в пространстве показателей, а эталон – как точка отсчета. Таким образом, интегральная оценка отражает «расстояние» до эталонной компании, минимизация которого интерпретируется как приближение к наилучшему (референсному) уровню устойчивости.

Преимущество данного подхода заключается в объективности: метод позволяет сравнивать компании по множеству параметров без доминирования

какого-либо из них, а также обеспечивает устойчивость результатов при расширении системы критериев;

д) организации ранжируются в порядке убывания рейтинговой оценки от 0 до 1 (или от 0% до 100%). Наивысший показатель имеет компания с наибольшим значением интегрального показателя. Показатели компаний сравниваются с медианным показателем по всем компаниям для оценки эффективности деятельности.

Таким образом, предложенный механизм оценки обладает рядом преимуществ, которые делают его эффективным инструментом для бенчмаркинга показателей устойчивого развития:

- методика опирается на комплексный и многомерный подход, что позволяет учитывать широкий спектр ESG-параметров и делает ее применимой для оценки сложных социально-экономических явлений;

- сравнительная оценка основывается на фактических результатах деятельности компаний, что особенно актуально в условиях отсутствия универсальных нормативных эталонов в сфере устойчивого развития;

- использование адаптивного алгоритма расчета обеспечивает гибкость методики и позволяет учитывать специфику выборки при формировании рейтинговой оценки.

В то же время применение данного подхода сопряжено с рядом ограничений:

- интегральная оценка и эталонные значения зависят от состава выборки, то есть от перечня компаний, включенных в анализ, что может влиять на объективность результатов при изменении набора наблюдений;

- надежность оценок ограничивается полнотой и качеством раскрытия нефинансовой информации: в случаях, когда компании не публикуют значимые показатели устойчивого развития, такие значения приравниваются к нулю, что может исказить фактическую картину.

Таким образом, разработанный интегральный показатель показывает эффективность компаний в стремлении к следованию принципам устойчивого

развития. Используя этот интегральный показатель, можно судить о конкурентоспособности компаний в сравнении с аналогами, исходя исключительно из критериев и индикаторов устойчивого развития.

Рассчитанный интегральный показатель уже может быть использован не только инвестором, но и другими заинтересованными сторонами при проведении различного рода исследований и принятии управленческих решений. Так, например, руководство компании может сравнивать результаты деятельности компании с конкурентами для выявления слабых сторон.

Следующие три этапа методики представляют собой количественную оценку инвестиционной привлекательности объекта инвестирования для конкретного инвестора путем расчета будущих DCF объекта инвестирования, с учетом показателей устойчивого развития, непосредственно влияющих на финансовые показатели компании и корректировку расчета с использованием рассчитанного интегрального показателя устойчивого развития объекта инвестирования. Результирующим показателем в рамках данных этапов является модифицированная инвестиционная стоимость. Анализ и интерпретация рассчитанного показателя модифицированной инвестиционной стоимости позволит оценить влияние того или иного ESG-показателя на инвестиционную привлекательность компании.

Шестой этап. Построение модели DCF. Расчет суммы будущих денежных потоков с использованием метода DCF включает в себя определение свободного денежного потока. Существуют различные типы денежных потоков: свободный денежный поток для фирмы (FCFF – Free Cash Flow to Firm) и свободный денежный поток для собственного капитала (FCFE – Free Cash Flow to Equity). В рамках данной методики предлагается использование показателя FCFF, который отражает денежный поток компании до распределения обязательств по финансированию и распределения доходов между различными видами капитала [93].

FCFF рассчитывается по формуле (5)

$$FCFF = EBITDA - NWC - T - CAPEX, \quad (5)$$

где FCFF – свободный денежный поток для фирмы;
 EBITDA – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации;
 NWC – изменение чистого рабочего капитала;
 T – налог на прибыль;
 CAPEX – капитальные затраты.

Таким образом, для расчета FCFF необходимо спрогнозировать значения показателей EBITDA, чистого рабочего капитала, налога на прибыль и капитальных затрат компании за прогнозный период.

EBITDA является расчетным показателем и рассчитывается по отчету о финансовых результатах компании по формуле (6)

$$EBITDA = П + А, \quad (6)$$

где EBITDA – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации;
 П – прибыль от продаж;
 А – амортизация.

Таким образом, для начала необходимо спрогнозировать показатели выручки, себестоимости и операционных расходов компании за прогнозный период. Прогнозирование выручки является основой для расчета как показателя EBITDA, так и всего денежного потока компании.

Применение метода DCF с использованием показателя FCFF предполагает расчет WACC как ставки дисконтирования для приведения будущих денежных потоков по состоянию на дату оценки.

WACC может быть рассчитан с применением методики CAPM (Capital Assets Pricing Model) [93]. Формула расчета WACC по методике CAPM представлена в формуле (7)

$$r = r_f + \beta \times ERP, \quad (7)$$

где r – требуемая инвесторами ставка доходности;

r_f – безрисковая ставка доходности;

ERP – Equity risk premium (представляет собой разницу между доходностью, ожидаемой от инвестиций в диверсифицированный портфель акций, и доходностью вложения в безрисковые ценные бумаги.);

β – коэффициент бета (показатель систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране).

Далее для оценки инвестиционной привлекательности необходимо рассчитать терминальную стоимость компании. Терминальная стоимость является оценкой ожидаемого денежного потока в постпрогнозный период времени. Для расчета терминальной стоимости обычно используют метод выходного мультипликатора или подход с применением модели Гордона. В рамках оценки инвестиционной привлекательности ПАО «Лукойл» будут использованы оба метода с последующим согласованием результатов.

Модель Гордона [93] для расчета терминальной стоимости представлена в формуле (8)

$$r = \frac{DCF \times (1 + g)}{r - g}, \quad (8)$$

где DCF – дисконтированный денежный поток последнего прогнозного года;

r – ставка дисконтирования;

g – темп роста в постпрогнозный период.

Модель Гордона исходит из предположения о том, что в постпрогножном периоде денежные потоки будут увеличиваться с постоянным темпом роста.

Значение данного темпа, как правило, определяется с учетом долгосрочных макроэкономических параметров, а также характеристик самой компании. При этом обычно принимается, что темп роста в модели Гордона не должен превышать темпы роста экономики страны, в которой функционирует компания, однако специфические особенности ее деятельности также могут оказывать влияние на выбор данного показателя [93].

Выходной мультипликатор – это другой метод, используемый для расчета терминальной стоимости в формуле DCF для оценки бизнеса. Метод предполагает, что стоимость бизнеса может быть определена в конце прогнозируемого периода на основе существующих публичных рыночных оценок сопоставимых компаний. Чаще всего используются мультипликатор EV/EBITDA [93]. Расчет терминальной стоимости с использованием выходного мультипликатора представлен в формуле (9)

$$\text{Терминальная стоимость} = \frac{\text{EBITDA} \times \text{Мультипликатор EV/EBITDA}}{(1+r)^n}, \quad (9)$$

где r – ставка дисконтирования;

n – фактор периода для последнего прогнозного года;

EBITDA – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации.

Под построением модели DCF понимается прогнозирование будущих денежных потоков и расчет значения ставки дисконтирования с использованием специализированного программного обеспечения. Модель DCF должна отражать прогнозные финансовые значения и быть достаточно детализированной.

Более того, в рамках применения данной методики в модель DCF должны быть интегрированы существенные факторы устойчивого развития путем корректировки тех или иных финансовых показателей. В рамках четвертого этапа методики должны быть выделены показатели устойчивого развития, непосредственно оказывающие влияние на финансовые показатели

компании, а также определена функциональная зависимость показателей устойчивого развития и финансовых показателей. В рамках этапа построения модели DCF такие показатели и функциональная зависимость должны быть интегрированы в саму модель.

Результирующим показателем данного этапа является рассчитанная фундаментальная стоимость с учетом влияния на нее факторов устойчивого развития.

Седьмой этап. Интеграция показателя устойчивого развития в модель DCF и расчет инвестиционной стоимости объекта инвестирования. После построения модели DCF и определения фундаментальной стоимости компании с учетом влияния факторов устойчивого развития возникает задача интеграции в инвестиционный анализ рассчитанного интегрального показателя, отражающего относительный уровень устойчивости анализируемой компании по сравнению с сопоставимыми предприятиями.

Одним из возможных подходов является корректировка ключевых параметров DCF-модели – выручки, себестоимости, операционных расходов, капитальных затрат и других – с учетом влияния ESG-факторов. При этом предполагается использование интегрального показателя в качестве инструмента для корректировки рентабельности компании в прогнозном периоде. Однако данный подход сопряжен с рядом существенных методологических ограничений. Во-первых, ESG-факторы, как правило, оказывают долгосрочное и отложенное влияние на деятельность компании, что затрудняет их корректное включение в кратко- или среднесрочные прогнозы. Во-вторых, существует неопределенность в выборе показателя рентабельности, подлежащего корректировке (валовая прибыль, рентабельность продаж, чистая рентабельность, рентабельность по EBITDA), что может приводить к разным и не всегда сопоставимым результатам. Наконец, следует учитывать, что корректировка самих финансовых параметров с учетом конкретных ESG-показателей уже была произведена на предыдущих этапах анализа. Повторная корректировка интегральным

показателем может привести к двойному учету эффекта ESG, что снижает точность оценки. В связи с этим, использование интегрального показателя устойчивого развития в качестве инструмента прямой корректировки прогнозных денежных потоков представляется методологически неоправданным и требует поиска альтернативных способов его включения в инвестиционный анализ.

Другим методом учета факторов устойчивого развития является корректировка ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования используется в финансовом моделировании для приведения будущих денежных потоков к стоимости на дату оценки. Ставкой дисконтирования обычно выступает стоимость привлечения собственного капитала или средневзвешенная стоимость капитала (WACC – weighted average cost of capital). Корректировка ставки дисконтирования предполагает учет премии риска или корректировку коэффициента бета [93]. Как было изложено ранее корректировка коэффициента бета не является оправданной с точки зрения сущности данного показателя, так как показатель бета является мерой рыночного риска, отражая изменчивость доходности ценной бумаги по отношению к доходности другого портфеля, в роли которого выступает среднерыночный портфель. Далее рассмотрим подробнее возможность учета ESG-премии к ставке дисконтирования. Подход к корректировке ставки дисконтирования путем ESG-премии обусловлен существующими исследованиями, которые доказывают связь между стоимостью капитала и результатами ESG. Учет ESG-премии к ставке дисконтирования предполагает расчет такой премии аналитиком на основе факторов устойчивого развития. Разработанный интегральный показатель факторов устойчивого развития сам по себе не может являться ESG-премией. Таким образом, стоит вопрос по расчету стандартной премии за ESG, что предполагает использование регрессионного и корреляционного анализа для расчета базовой ESG-премии и последующей корректировки стандартной премии с учетом разработанного интегрального показателя. Такой расчет должен быть основан на показателях

доходности акций компаний с положительным ESG-рейтингом и отрицательным ESG-рейтингом, а также на основе показателей стандартного отклонения. Таким образом, такой расчет является трудозатратным с точки зрения выборки и деления компаний на компании с положительным и отрицательным ESG-рейтингом. Более того, факторы устойчивого развития воздействуют на компанию в долгосрочной перспективе, а корректировка ставки дисконтирования будет отражаться в финансовой модели в краткосрочной перспективе. Таким образом, корректировка ставки дисконтирования не является оптимальным механизмом для учета факторов устойчивого развития с учетом разработанного интегрального показателя.

Еще одним подходом является корректировка терминальной стоимости и оценочных мультипликаторов для учета влияния факторов устойчивого развития. Данный подход учитывает то, что влияние ESG-факторов имеет долгосрочный эффект. Именно это является теоретической основой для применения данного подхода. Данный подход может быть использован как при построении DCF-модели, так и оценки компании сравнительным подходом с использованием рыночных мультипликаторов. Более того, такой способ корректировки связан с рассчитанным интегральным показателем, для расчета которого использовались данные сопоставимых компаний. Для расчета терминальной стоимости может использоваться рыночный мультипликатор, который рассчитывается как средний показатель по отрасли или в рамках методики, как средний показатель сопоставимых компаний, данные которых использовались для расчета интегрального показателя. Таким образом, данный подход может быть использован для учета факторов устойчивого развития с использованием рассчитанного интегрального показателя.

Механизм учета интегрального показателя при данном подходе предполагает корректировку терминальной стоимости. Таким образом, те компании, которые показали результат по ESG-факторам выше рыночного, получают определенную премию к терминальной стоимости, а компании с

результатом ниже отрасли – скидку. Так, влияние факторов устойчивого развития можно отразить в количественном показателе инвестиционной стоимости с применением доходного подхода через построение модели DCF.

Данный подход характеризуется сравнительно более высокой прикладной реализуемостью по сравнению с альтернативными способами интеграции интегрального показателя, поскольку не требует повторной корректировки прогнозных денежных потоков и позволяет отразить долгосрочный эффект факторов устойчивого развития в стоимостной оценке.

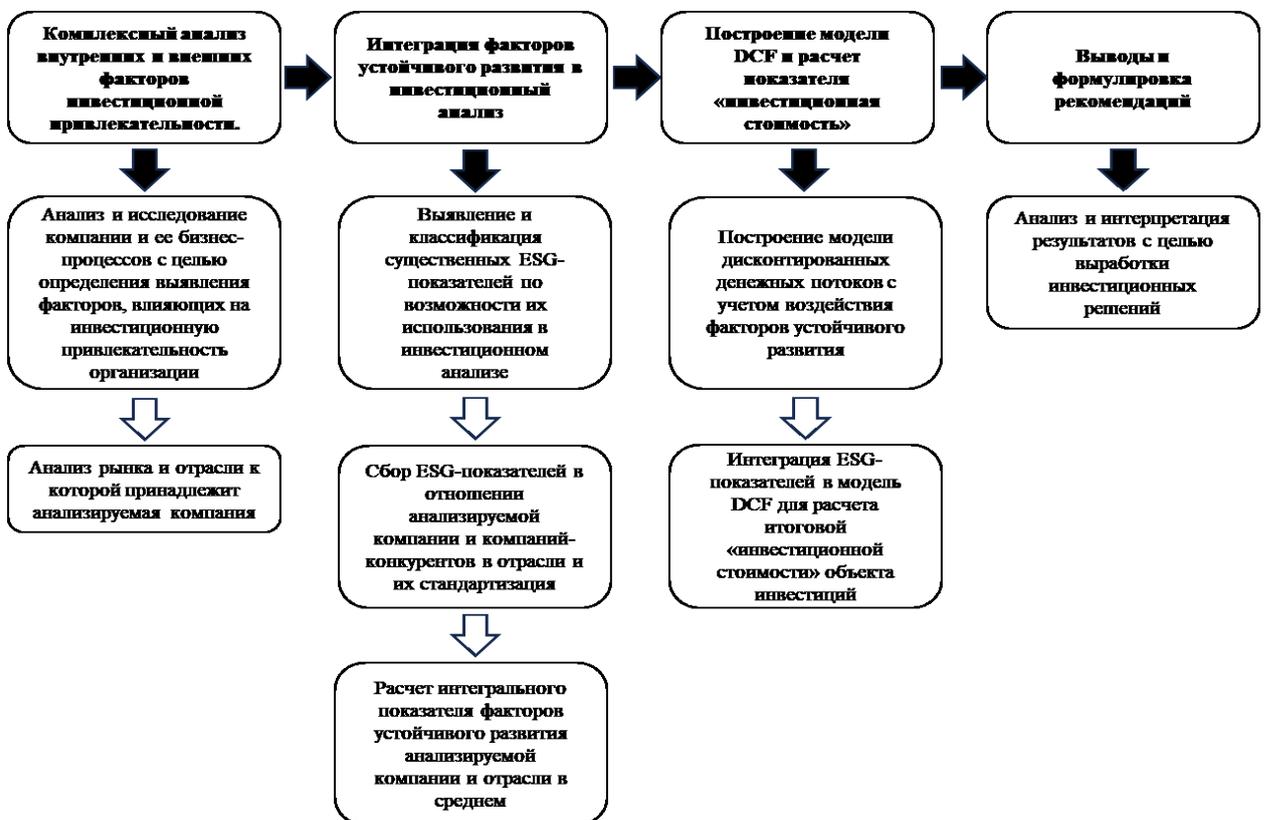
Другие методы по учету влияния факторов устойчивого развития (имитационное моделирование или сценарный анализ) являются производными от метода, связанного с корректировкой денежных потоков, так как предполагают расчет величин отклонения денежных потоков и других переменных в модели DCF. Применение данных методов в рамках учета влияния факторов устойчивого развития возможно, как подтверждающего и подкрепляющего метода, при оценке стоимости компании методом DCF.

С учетом логики разработанной методики и долгосрочного характера влияния ESG-факторов наиболее предпочтительным представляется учет интегрального показателя через корректировку терминальной стоимости компании в постпрогнозный период.

Восьмой этап. Анализ и интерпретация полученных результатов. На последнем этапе применения методики оценивается модифицированная инвестиционная стоимость анализируемого объекта и факторы устойчивого развития, которые в большей степени повлияли на инвестиционную стоимость. С применением разработанной методики для инвестора или любой другой заинтересованной стороны есть возможность количественно оценить влияние того или иного фактора устойчивого развития на показатель инвестиционной стоимости, выделить наиболее значимые факторы, оценить возможные риски, связанные с данными факторами. В случае если методика применяется инвестором, то на данном этапе принимается решение о вложении денежных средств в анализируемый объект. В случае если данную

методику применяют иные заинтересованные лица, то она способствует выявлению наиболее существенных факторов устойчивого развития для анализируемой компании. Более того, сравнительный анализ устойчивого развития анализируемой компании и сопоставимых компаний позволяет оценить эффективность политики компании в области устойчивого развития и выделить риски и возможности по улучшению устойчивого развития компании.

На рисунке 6 в схематичном виде представлена блок-схема этапов выполнения методики анализа влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний.



Источник: составлено автором.

Рисунок 6 – Блок-схема этапов выполнения методики анализа влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний

Таким образом, в параграфе 2.2 была разработана и обоснована методика по анализу влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний. Были обоснованы основные этапы применения методики, особый алгоритм по выявлению и

классификации показателей устойчивого развития по возможности их использования в рамках инвестиционного анализа, был разработан подход к интеграции показателей устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности, который представляет самостоятельную научную ценность.

2.3 Возможности и допущения использования разработанной методики анализа влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компаний

Разработанная методика позволяет учитывать влияние факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компании. Несмотря на все возможности использования данной методики в рамках инвестиционного анализа, она обладает некоторыми ограничениями, которые необходимо понимать при ее использовании.

Основным ограничивающим фактором применения методики является то, что основой ее применения является экспертная оценка инвестором различных показателей на большинстве этапов применения методики. При этом данное ограничение не является специфическим для данной методики, но в целом относится к большинству процессов в рамках анализа инвестиционной привлекательности.

В рамках разработанной методики наиболее существенным этапом является выявление и классификация факторов устойчивого развития по их возможному применению в рамках инвестиционного анализа. Для снижения возможных ошибок в выявлении и классификации факторов, в рамках исследования был разработан специальный алгоритм. Тем не менее основой применения данного алгоритма является экспертное мнение инвестора или аналитика. Так в рамках данного алгоритма первоначально предполагается выделение всевозможных ESG-факторов, которые могут повлиять на анализ инвестиционной привлекательности. Уже на данном этапе отбор таких

факторов является объектом экспертного мнения аналитика. На последующих этапах экспертное мнение проявляется в оценке существенности факторов, а также в обосновании функциональной зависимости факторов и финансовых показателей. Выбор сопоставимых для анализа компаний также осуществляется с учетом экспертного мнения аналитика. Сам процесс построения модели DCF и обоснования прогнозных значений также во многом основан на экспертном мнении. Также многие исследователи и аналитики, ввиду своих собственных интересов, могут завышать или занижать степень существенности влияния тех или иных факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность.

Таким образом, для целей применения методики инвестор или аналитик должен глубоко понимать бизнес-процессы анализируемой компании и отрасли, а также осознавать потенциальные механизмы влияния факторов устойчивого развития на финансовые показатели, то есть обладать специализированными компетенциями. Предположить, что два разных аналитика рассчитают инвестиционную стоимость с учетом факторов устойчивого развития полностью идентично, не представляется возможным. Вместе с тем сама логика методики и последовательность ее этапов предполагают развернутое обоснование как выбора конкретных факторов устойчивого развития для инвестиционного анализа, так и способов их интеграции в оценку инвестиционной привлекательности. В частности, в рамках алгоритма выявления и классификации факторов аналитику необходимо в достаточной мере установить и аргументировать функциональную зависимость влияния каждого фактора устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компании.

Иной проблемой и ограничением методики является информационная база и раскрываемая информация. Как было изложено в параграфе 1.3, на данный момент существуют определенные проблемы с раскрытием и стандартизацией информации относительно факторов устойчивого развития. Вся предложенная методика основывается на том, что аналитику или

инвестору будет доступна определенная информация, как относительно объекта инвестирования, так и о сопоставимых компаниях в отрасли. Такая информация может быть получена как от представителей компании, так и являться публичной информацией. Однако, в случае отсутствия или минимального раскрытия такой информации применение данной методики является ограниченным. Так, в рамках алгоритма по выявлению и классификации существенной информации были выделены такие факторы устойчивого развития, которые являются существенными, но не раскрываются компаниями. Такая классификация позволяет выявлять такие факторы и выделять их при анализе инвестиционной привлекательности компании, и в определенной мере учитывать отсутствие раскрытия информации в рамках анализа инвестиционной привлекательности. Необходимо отметить, что надежность и качество информации относительно факторов устойчивого развития будут напрямую влиять на применение методики и результирующий показатель. Тем не менее, на данный момент раскрытие информации в области устойчивого развития развивается стремительными темпами и можно предположить, что через несколько лет проблемы с раскрытием и стандартизацией нефинансовой информации будут в значительной степени разрешены.

Несмотря на указанные ограничения, методика может использоваться не только розничными и институциональными инвесторами при анализе инвестиционной привлекательности объекта инвестирования, но и сотрудниками компаний для выявления и оценки рисков, связанных с факторами устойчивого развития. Кроме того, предложенный алгоритм может применяться для формирования и стандартизации раскрытия информации с учетом запросов инвесторов.

В данной главе обоснованы цели и предпосылки методики, разработаны этапы ее применения, предложен алгоритм выявления и классификации факторов устойчивого развития, определены источники информации, а также раскрыты ограничения методики и возможности ее использования.

Глава 3

Рекомендации по использованию методики анализа влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность компании

3.1 Описание и анализ эмпирических данных, используемых в рамках применения разработанной методики

В рамках данной работы для демонстрации апробации разработанной методики интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности была выбрана компания ПАО «Лукойл». Выбор ПАО «Лукойл» в качестве объекта инвестиционного анализа для апробации разработанной методики обусловлен следующими причинами:

- компания осуществляет деятельность в нефтегазовой сфере и является одним из крупнейших игроков на рынке добычи нефти и ее переработки на территории России, что обуславливает существенное влияние факторов устойчивого развития на бизнес-модель компании и возможность оценки влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность;
- компания раскрывает достаточно большой объем как финансовой, так и нефинансовой информации, которая необходима для прогнозирования будущих денежных потоков и применения разработанной методики интеграции факторов устойчивого развития в инвестиционный анализ на практике.

Для апробации методики были использованы следующие источники информации: финансовая отчетность ПАО «Лукойл» за 2019-2023 гг.; нефинансовая отчетность ПАО «Лукойл» за 2019-2023 гг.; различные пресс-релизы и информация с официального сайта ПАО «Лукойл» [52]; финансовая и нефинансовая информация сопоставимых компаний в отрасли

на российском рынке; отраслевые обзоры информационных агентств; информация с официальных сайтов Центрального Банка, Федеральной Налоговой Службы и Федеральной службы государственной статистики; нормативные документы, рекомендации и законы, регулирующие деятельность компаний в сфере устойчивого развития.

Для апробации методики была выбрана публичная компания, что позволяет продемонстрировать ее применение в условиях использования исключительно открытой (публичной) информации. Такой подход отражает реальные условия, в которых работают ключевые пользователи данной методики – внешние инвесторы, не обладающие доступом к внутренней информации менеджмента анализируемой компании. Несмотря на ориентацию на открытые источники, разработанная методика может быть также использована и другими заинтересованными сторонами – в частности, аналитиками, органами государственной власти и представителями общественности – для оценки влияния факторов устойчивого развития как на операционную деятельность компании, так и на ее инвестиционную стоимость.

ПАО «Лукойл» является вертикально интегрированной публичной нефтегазовой компанией, осуществляющей полный производственный цикл: от разведки и добычи углеводородов до переработки, сбыта нефтепродуктов и производства электроэнергии. По состоянию на 2023 год компания занимает второе место в России по объемам добычи нефти и остается одним из ключевых игроков отрасли. Несмотря на неблагоприятную внешнеэкономическую конъюнктуру и воздействие санкционных ограничений, ПАО «Лукойл» в 2023 году достигло рекордной чистой прибыли в размере 1 155 млрд рублей. Основной вклад в выручку компании обеспечивает нефтеперерабатывающий сегмент: по итогам 2021 года более 95% выручки было получено от реализации нефтепродуктов, несмотря на наличие добычи и продажи природного газа [61].

Особое внимание в стратегии ПАО «Лукойл» уделяется вопросам устойчивого развития. С 2009 года компания регулярно публикует нефинансовую отчетность, включая специализированные отчеты об устойчивом развитии. Ключевыми приоритетами компании в данной области являются:

- экономическая устойчивость и развитие;
- декарбонизация и адаптация к изменению климата;
- обеспечение экологической безопасности и высокие стандарты промышленной безопасности и труда;
- обеспечение достойных условий труда;
- вклад в социально-экономическое развитие регионов и стран присутствия.

Нефинансовая отчетность компании формируется на основе международных стандартов и рекомендаций, включая GRI, IPIECA, UNCTAD, а также методических указаний Российского союза промышленников и предпринимателей. В числе ключевых заинтересованных сторон ПАО «Лукойл» выделяет: клиентов, работников, акционеров и инвесторов, поставщиков и подрядчиков, государственные органы и местные сообщества. Взаимодействие с данными стейкхолдерами представлено в отчетах через количественные и качественные показатели [61].

Компанией приняты и утверждены различные программы, направленные на устойчивое развитие: программа экологической безопасности Группы «ЛУКОЙЛ» на 2022-2024 гг.; Программа декарбонизации Группы «ЛУКОЙЛ» на 2022-2024 гг.; Программа промышленной безопасности, улучшения условий и охраны труда, предупреждения и ликвидации чрезвычайных ситуаций Группы «Лукойл» на 2022-2024 гг. и другие.

ПАО «Лукойл» осуществляет деятельность в нефтегазовой сфере. Основными заинтересованными лицами, оказывающими влияние на деятельность нефтегазовых компаний во всем мире, являются государства.

Данное влияние в первую очередь выражается в регулировании налогообложения и сборов компаний нефтегазовой отрасли по всему миру. В России данное регулирование выражено в установлении ставок на добычу ископаемых в рамках налога на добычу полезных ископаемых и экспортных пошлин.

Как показывает анализ современных тенденций, развитие экологической повестки во многом определяется действиями государств. Для крупнейших экономик мира, включая США, страны ЕС, Китай и Россию, одним из ключевых направлений становится реализация мер, ориентированных на снижение выбросов парниковых газов и достижение целей декарбонизации. Одним из наиболее существенных инструментов снижения выбросов парниковых газов, который в большей степени может повлиять на деятельность компаний в нефтегазовой отрасли, является введение углеродного налога, который взимается с выбросов налогоплательщиком парниковых газов. Данный налог предполагает под собой стимулирующую функцию по формированию у налогоплательщиков финансовой мотивации к обновлению оборудования и внедрению зеленых технологий с целью снижения выбросов парниковых газов от добычи или производства продукции.

По данным Всемирного банка, в 2022 году в мире действовало около 70 инициатив по ценообразованию углерода [142]. В российской повестке на момент подготовки настоящей работы вопросы применения налоговых и финансовых механизмов декарбонизации рассматривались в контексте Стратегии социально-экономического развития Российской Федерации с низким уровнем выбросов парниковых газов до 2050 года [66]. Практическим ориентиром в российской повестке выступает климатический эксперимент в Сахалинской области, проводимый с 1 сентября 2022 года по 31 декабря 2028 года. В рамках эксперимента предусмотрены инвентаризация выбросов и поглощений парниковых газов, квотирование выбросов для региональных регулируемых организаций, обязательная углеродная отчетность и ее

верификация. При превышении установленной квоты применяется плата, ставка которой определяется Правительством Российской Федерации [12]. Следовательно, появление в России механизма углеродного налогообложения в среднесрочной перспективе выглядит вероятным.

Экологическая повестка и изменение климата также в достаточной степени влияют на объемы спроса на нефть и газ в долгосрочной перспективе в связи с развитием и внедрением возобновляемых источников энергии. Так, в рамках исследования, проведенного ПАО «Лукойл», было выявлено, как снижение мирового спроса на углеводороды после 2035 года, так и изменение структуры спроса по регионам и по продуктам нефтепереработки [62]. Таким образом, в долгосрочной перспективе нефтепроизводители столкнутся с проблемой снижения спроса на нефть, что будет выражаться в снижении цен, с необходимостью изменения цепочек поставок и структуры производства нефтепродуктов.

Еще одним значимым фактором, влияющим на деятельность нефтегазовых компаний, остаются санкции, введенные против России рядом недружественных стран. С 5 декабря 2022 года США, Великобритания, ЕС, другие страны «Большой семерки» и Австралия установили предельную цену в 60 долларов США за баррель на морские перевозки российской нефти. Дополнительно, с 5 февраля 2023 года эти страны ввели ограничения на стоимость российских нефтепродуктов: 100 долларов США за баррель для продуктов, продаваемых с премией к нефти, и 45 долларов США за баррель для продуктов с дисконтом к нефти [137; 150]. Данные санкции напрямую повлияли не только на деятельность российских компаний нефтегазового сектора, но и на объемы раскрытия финансовой и иной информации российскими публичными компаниями. С 2022 года некоторые публичные российские компании ограничили раскрытие финансовой и нефинансовой информации, которая может являться чувствительной, с учетом постановлений Правительства России [13; 14]. Ограничения раскрытия чувствительной информации будут учтены в данной работе при применении

методики. Необходимо отметить, что существует определенный риск введения дополнительных санкций, которые также могут повлиять на российскую нефтегазовую отрасль.

К основным конкурентам ПАО «Лукойл» на российском рынке можно отнести крупнейшие вертикально-интегрированные нефтегазовые компании, к которым относятся: Татнефть; Роснефть; Зарубежнефть; НОВАТЭК; Газпром; Якутская топливно-энергетическая компания; Сургутнефтегаз; РуссНефть; Газпром Нефть; Башнефть; Сахалинская энергия; Славнефть; Нетиса; Независимая нефтегазовая компания.

Для целей применения методики необходимо определить перечень сопоставимых компаний, в сравнении с которыми будут анализироваться показатели объекта анализа (ПАО «Лукойл»). К основным требованиям для выбора сопоставимых компаний являются: сопоставимость деятельности и наличие раскрытия финансовой и нефинансовой информации деятельности.

Как было изложено ранее на российском рынке сопоставимую с ПАО «Лукойл» деятельность осуществляют 14 компаний. Однако, не все из данных компаний публично раскрывают финансовую и нефинансовую информацию о своей деятельности. С целью отбора сопоставимых компаний для целей апробации методики будут выбраны исключительно публичные нефтегазовые компании: Татнефть; Роснефть; НОВАТЭК; Газпром; Сургутнефтегаз; РуссНефть; Газпром нефть; Башнефть; Славнефть. С учетом того, что Башнефть с 2016 года входит в ПАО НК «Роснефть», а Газпром нефть входит в группу Газпром и деятельность данных компаний отражена в консолидированной отчетности головных компаний, компании Башнефть и Газпром нефть не будут рассматриваться отдельно в рамках данной методики. Компании РуссНефть и Славнефть являются компаниями с меньшими объемами добычи и выручки по сравнению с другими сопоставимыми компаниями, раскрытие нефинансовой информации данных компаний также является ограниченным. Данные компании не будут рассматриваться в качестве сопоставимых с ПАО «Лукойл».

Таким образом, следующие публичные вертикально-интегрированные нефтегазовые компании были выбраны в качестве сопоставимых для применения методики: Татнефть; Роснефть; НОВАТЭК; Газпром; Сургутнефтегаз.

Как было изложено в Главе 2, выбор сопоставимых компаний в целях применения методики является одним из ключевых этапов, так как от выбора сопоставимых компаний будет зависеть расчет интегрального показателя устойчивого развития и рассчитанная корректировка. В рамках апробации методики в данной работе не рассматривались зарубежные сопоставимые компании, так как экономическая среда деятельности таких компаний может значительно различаться. Однако, разработанная методика не вводит существенных ограничений на выбор сопоставимых компаний. Так, в случае если на российском рынке в рамках апробации методики не было бы выявлено достаточного количества сопоставимых компаний, то зарубежные аналоги рассматривались бы в качестве сопоставимых компаний.

В соответствии с вышеизложенными фактами о деятельности компании и отрасли, а также информацией, содержащейся в отчетах ПАО «Лукойл» и сопоставимых компаний, отраслевых обзорах, исследованиях рынка были выявлены заинтересованные стороны и связанные с заинтересованными сторонами направления деятельности в области устойчивого развития, которые оказывают непосредственное влияние на деятельность компаний в нефтегазовой отрасли.

В таблице 3 представлены заинтересованные стороны и связанные с ними направления устойчивого развития.

Таблица 3 – Заинтересованные стороны и факторы устойчивого развития

Заинтересованные стороны	Факторы устойчивого развития	Описание взаимодействия
1	2	3
Потребители	Диверсификация реализованной продукции	Развитие ВИЭ и иных источников энергии повлияет на долгосрочный спрос на нефть и нефтепродукты

Продолжение таблицы 3

1	2	3
Поставщики и подрядчики	Изменение цепочки поставок	Изменение цепочек поставок приводит к необходимости соблюдения участниками деятельности ESG-требований на новых рынках.
Сотрудники	Социальная поддержка работников	Работники заинтересованы в лучших условиях труда
	Обучение и развитие сотрудников	
	Охрана труда и промышленная безопасность	
	Вопросы корпоративной этики	
Государство	Выбросы парниковых газов	Общество в лице государства заинтересованно в улучшении экологии и минимизации вреда природе
	Управление отходами	
	Управление водопотреблением	
	Энергопотребление	
Акционеры и инвесторы	Корпоративное управление	Акционеры и инвесторы заинтересованы в качественном и прозрачном управлении для повышения акционерной стоимости компании
Местные сообщества	Вклад в развитие местных сообществ	Местные жители регионов, в которых происходит добыча, заинтересованы в развитии своих сообществ
Недружественные государства	Разрушение устойчивого развития	Введение санкций, направленных в том числе на нефтегазовый сектор, с целью снижения эффективности деятельности российских компаний

Источник: составлено автором.

Определение перечня заинтересованных сторон и связанных с ними направлений деятельности в области устойчивого развития, в соответствии с методикой, является первым этапом к выявлению и классификации существенных показателей устойчивого развития. На основе данного анализа далее будет составлен перечень показателей устойчивого развития для каждого из направлений деятельности в области устойчивого развития.

Анализ взаимодействия заинтересованных сторон и направлений деятельности в области устойчивого развития в текущем виде может применяться для большинства секторов экономики. Специфика влияния отрасли на отбор и интеграцию существенных показателей устойчивого развития в большей степени будет проявляться, как во внедрении показателей в рамках инвестиционного анализа посредством расчета модели

дисконтирования будущих денежных потоков, так и при расчете интегрального показателя.

В параграфе 3.1 ПАО «Лукойл» было выбрано в качестве анализируемого объекта для целей применения методики анализа влияния факторов устойчивого развития на инвестиционную привлекательность. Кроме того, дано описание деятельности ПАО «Лукойл», проанализированы основные тренды в нефтегазовой отрасли, определен перечень сопоставимых с ПАО «Лукойл» компаний для целей применения методики, выделены основные заинтересованные лица, связанные с заинтересованными лицами направления деятельности в области устойчивого развития. Изложенные результаты являются информационной базой для апробации методики.

3.2 Анализ и оценка практической применимости методики интеграции факторов устойчивого развития в анализ инвестиционной привлекательности компаний

Перед применением методики целесообразно определить основные предпосылки и положения, используемые при ее апробации. В данной работе при применении методики были использованы следующие предпосылки и положения относительно используемой информации и процесса анализа инвестиционной привлекательности ПАО «Лукойл»:

- проведение анализа на 30 апреля 2024 года. При проведении анализа инвестиционной привлекательности необходимо определить дату проведения такого анализа. От выбора даты анализа зависит выбор доступных источников информации и характеристик, закладываемых в модель. В соответствии с выбранной датой анализа при применении методики будет использоваться финансовая и нефинансовая информация ПАО «Лукойл» и сопоставимых компаний за 2023 год;

- финансовая информация ПАО «Лукойл» для построения модели будет взята из консолидированной отчетности ПАО «Лукойл» в соответствии

со стандартами МСФО. Использование финансовой отчетности по Российским стандартам бухгалтерского учета в целях применения методики не является корректным, так как такая отчетность не является консолидированной и не содержит информации о дочерних компаниях Группы «Лукойл»;

– необходимо заметить, что с 2022 года, в связи с введенными против России санкциями со стороны недружественных государств, ПАО «Лукойл» ограничил раскрытие финансовой информации. В соответствии с этим некоторые статьи доходов и расходов компании отражены укрупненно (например, показатель выручки не детализируется в зависимости от направлений деятельности). В рамках прогнозирования будущих денежных потоков, некоторые показатели также будут спрогнозированы укрупненно. Несмотря на то, что детализация некоторых статей доходов или расходов привела бы к более детальному прогнозу, агрегирование некоторых показателей является целесообразным в рамках применения методики с учетом ограничений раскрываемой информации;

– модель дисконтированных денежных потоков будет построена на основе методики WACC с расчетом прогнозных значений показателя FCFF. Прогнозный период составляет пять лет (с 2024 г. по 2028 г.). Для расчета терминальной стоимости будет использоваться модель Гордона. В соответствии с формулами расчета FCFF по формуле (5), ставки дисконтирования по формуле (7) и модели Гордона по формуле (8) основными показателями для прогноза будут являться: прибыль от продаж; изменение чистого рабочего капитала; капитальные затраты; налог на прибыль; ставка дисконтирования; темп роста в прогнозном периоде;

– модель DCF в рамках данной методики не будет включать в себя выплату дивидендов. ПАО «Лукойл» стабильно и долгое время выплачивает ежегодные дивиденды владельцам акций. Однако, в целях применения данной методики в соответствии с теорией иррелевантности дивидендов Модильяни и Миллера [58] дивиденды не будут прогнозироваться отдельно.

В соответствии с разработанной методикой первыми шагами к ее применению является анализ компании и отрасли. Основные положения о деятельности компании, отрасли и конкурентах представлены в параграфе 3.1. После анализа компании и отрасли методика предполагает выявление и классификацию существенных показателей устойчивого развития по возможности их использования в рамках инвестиционного анализа.

Основой для выявления показателей устойчивого развития будет являться информация, представленная в таблице 3. К каждому из направлений деятельности в области устойчивого развития будут определены показатели, которые характеризуют данное направление деятельности. Такие показатели могут иметь как качественное, так и количественное выражения. Информация по данным показателям раскрывается в финансовой и нефинансовой отчетности анализируемых компаний, а также может быть взята из иных источников информации, включая обзоры рынка и различные исследования.

В приложении В в таблице В.1 представлен общий перечень показателей устойчивого развития в привязке к заинтересованным сторонам и направлениям деятельности в области устойчивого развития. В соответствии с алгоритмом выявления и классификации существенных показателей устойчивого развития, представленный в Главе 2 на рисунке 5, выявленный перечень факторов будет служить базой для применения данного алгоритма.

Данные показатели были выбраны на основе анализа международных стандартов и рекомендаций по ESG-отчетности, таких как GRI, SASB, TCFD и цели устойчивого развития Организации Объединенных Наций. При этом акцент делался на специфике нефтегазовой отрасли, где вопросы, связанные с выбросами парниковых газов, управлением отходами, водопотреблением и энергоэффективностью, играют ключевую роль. Для оценки социальных аспектов (сотрудники, местные сообщества) использовались лучшие мировые практики, отражающие требования к охране труда, развитию человеческого капитала и взаимодействию с местными заинтересованными сторонами. Кроме того, для оценки корпоративного управления и взаимодействия с

инвесторами и акционерами учитывались показатели, связанные с прозрачностью работы совета директоров, механизмами контроля поставщиков и наличием стратегических документов по устойчивому развитию, что позволяет обеспечить комплексный подход к управлению рисками и возможностями, вызванными переходом к более устойчивой модели бизнеса. Таким образом, выбранные индикаторы представляют собой комбинацию академических исследований, нормативно-правовых требований и практических рекомендаций от ведущих международных организаций, что делает их релевантными и применимыми для оценки устойчивого развития публичной компании нефтегазовой отрасли.

В представленный перечень вошло 57 показателей, которые на следующем этапе будут классифицированы по возможностям их использования в рамках методики. Необходимо отметить, что предварительный перечень выбранных показателей устойчивого развития включает в себя не все показатели устойчивого развития, которые раскрывают компании в своей нефинансовой отчетности. Часть показателей были исключены из-за их дублирующего характера или чрезмерной детализации.

В рамках апробации методики целесообразно рассмотреть каждый из представленных показателей с точки зрения возможности его использования в соответствии с разработанным алгоритмом классификации показателей устойчивого развития.

В таблице 4 представлены выводы относительно использования показателей, связанных с деятельностью по диверсификации продукции.

Таблица 4 – Показатели, связанные с диверсификацией продукции

Показатель	Вывод по использованию
Спрос на нефтепродукты в долгосрочном периоде	Использование показателя в рамках финансового моделирования
Структура продаж	Показатель отклоняется для целей инвестиционного анализа из-за отсутствия раскрытия информации и дублирующего характера

Источник: составлено автором.

Показатель спроса на нефтепродукты в долгосрочном периоде является существенным показателем с точки зрения деятельности компании и развития рынка нефтепродуктов. Данный показатель напрямую влияет на финансовые потоки организации в существенном объеме, так как от объема спроса на нефть зависит объем продаж и выручка ПАО «Лукойл». Как было изложено ранее, модель предполагает прогноз следующих финансовых показателей: прибыль от продаж; изменение чистого рабочего капитала; капитальные затраты; налог на прибыль; WACC; темп роста в прогнозном периоде. В рамках модели наиболее целесообразным является корректировка темпа роста в прогнозном периоде для целей отражения данного показателя устойчивого развития. Функциональная зависимость будет выражаться в изменении темпа роста в долгосрочном периоде в соответствии с предполагаемым изменением спроса на нефтепродукты. Таким образом, данный показатель будет интегрирован в модель дисконтирования денежных потоков.

Показатель структуры продаж также является существенным и напрямую влияет на деятельность компании. Функциональная зависимость данного показателя может выражаться в изменении структуры продаваемой продукции и расходов на добычу и производство такой продукции. Тем не менее, с 2022 года ПАО «Лукойл» не раскрывает детализированную информацию о сегментах выручки, что является препятствием к интеграции данного показателя в финансовую модель. Более того, показатель спроса на продукцию, который ранее был выбран для интеграции в модель, определенным образом может дублировать эффект от изменения структуры продаж. Таким образом, показатель структуры продаж был исключен из дальнейшего анализа.

В таблице 5 представлены выводы относительно использования показателей, связанных с цепочкой продаж.

Таблица 5 – Показатели, связанные с цепочкой продаж

Показатель	Вывод по использованию
Условия приобретения/реализации продукции	Использование показателя в рамках финансового моделирования
Расходы на транспорт	Показатель отклоняется для целей инвестиционного анализа из-за отсутствия раскрытия информации и дублирующего характера

Источник: составлено автором.

Показатель условий приобретения и реализации продукции является существенным для анализируемой компании. Изменение рынка сбыта продукции, в связи с рыночной конъюнктурой и введенными против России санкциями, напрямую отражаются на деятельности компании. Переориентация поставок на новые рынки сбыта в азиатско-тихоокеанском регионе приводит к необходимости соблюдения участниками деятельности ESG-требований на новых рынках. Функциональная зависимость данного показателя основывается на предпосылке того, что компании, которые соблюдают ESG-требования и показывают лучшие ESG-результаты, смогут находить лучших контрагентов и заключать договоры на более выгодных условиях. Данный показатель может быть интегрирован в финансовую модель с целью корректировок показателей чистого рабочего капитала.

Расходы на транспорт также связаны с переориентацией поставок на новые рынки сбыта и является существенным. Внедрение данного показателя в финансовую модель возможно для корректировок себестоимости продаж и затрат на транспорт. Однако, принимая во внимание ограниченность раскрытия информации ПАО «Лукойл» данный показатель не может быть интегрирован в финансовую модель. Более того, данный показатель частично дублирует финансовый эффект от изменения условий приобретения и реализации продукции, рассмотренный ранее. Таким образом, данный показатель был исключен из дальнейшего анализа.

В таблице 6 представлены выводы относительно использования показателей, связанных с поддержкой работников и условиями труда.

Таблица 6 – Показатели, связанные с поддержкой работников и условиями труда

Показатель	Вывод по использованию
Наличие корпоративной пенсионной программы	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Текучесть кадров	Использование показателя в рамках финансового моделирования
Численность молодых сотрудников	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Доля работников, охваченных коллективными договорами	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Средняя заработная плата	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Доля сотрудников, работающих по бессрочному трудовому договору	Отклонение показателя в связи с его несущественностью
Доля сотрудников, работающих по срочному трудовому договору	Отклонение показателя в связи с его несущественностью

Источник: составлено автором.

Показатель текущесть кадров является существенным с точки зрения деятельности компании. Высокая текучесть кадров свидетельствует о неудовлетворенности сотрудников условиями труда и приводит к издержкам, связанным с поиском и наймом новых сотрудников, что влияет на финансовый результат компании. Функциональная зависимость текущесть кадров может выражаться в изменении дополнительных затрат на поиск и наем персонала в результате изменения текущесть кадров. Показатель текущесть кадров будет использован в рамках финансового моделирования.

Показатели наличия корпоративной пенсионной программы и средней заработной платы напрямую влияют на затраты предприятия, связанные с оплатой труда и социальными обязательствами. Функциональная зависимость данных показателей может выражаться в увеличении затрат с увеличением заработной платы или объема выплат по корпоративной пенсии. Тем не менее, такая функциональная зависимость не отражает преимуществ компаний, которые выплачивают корпоративную пенсию или высокую по отрасли заработную плату. Так, наличие корпоративной пенсии стимулирует работников оставаться в компании и не менять место работы, а высокая заработная плата позволяет привлекать высококвалифицированных специалистов для повышения эффективности труда. Такие положительные

эффекты достаточно сложно интегрировать в финансовую модель. Также необходимо отметить, что в модели затраты, связанные с выплатой пенсий и зарплаты, будут учтены агрегировано. Таким образом, негативный эффект на финансовые показатели, связанный с наличием корпоративной пенсии ПАО «Лукойл» и выплатой заработной платы, будет отражен в финансовой модели, а позитивный эффект оценен в рамках интегрального показателя устойчивого развития.

Показатели численности молодых сотрудников и доли работников, охваченных коллективными договорами также в определенной степени, являются существенными, но не отражаются напрямую в финансовых результатах компании. Предпосылкой включения показателя численности молодых специалистов является факт того, что развитие компании в будущем будет детерминировано наличием высококлассных специалистов, а наличие молодых работников на текущий момент говорит о том, что у компании есть потенциал развития в будущем. Высокая доля работников, охваченных коллективными договорами, является преимуществом, как для работодателя, так и для работников, путем которого четко регулируются взаимоотношения между работодателем и работником. Данный показатель будет использован в целях расчета интегрального показателя.

Показатели «Доля сотрудников, работающих по бессрочному трудовому договору» и «Доля сотрудников, работающих по срочному трудовому договору» отражают структуру занятости персонала в компании в разрезе формы трудовых отношений – постоянной или временной. Отклонение этих показателей объясняется их несущественностью в контексте оценки устойчивого развития. Они в большей степени зависят от специфики кадровой политики и особенностей организации труда, нежели от стратегических ESG-факторов. Поэтому данные показатели были исключены из анализа как не оказывающие значимого влияния на долгосрочную устойчивость компании.

В таблице 7 представлены выводы относительно использования показателей, связанных с обучением работников.

Таблица 7 – Показатели, связанные с обучением работников

Показатель	Вывод по использованию
Доля расходов на обучение в фонде оплаты труда	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Среднее количество часов обучения на одного обученного работника	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Среднегодовые затраты на обучение одного обученного работника	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя

Источник: составлено автором.

Показатели обучения работников являются существенными и отражаются в финансовых результатах, в связи с расходами на обучение. Тем не менее, положительный эффект от обучения работников на эффективность труда достаточно сложно оценить. Таким образом, негативный эффект на финансовые показатели будет отражен в финансовой модели, а позитивный эффект оценен в рамках интегрального показателя устойчивого развития.

В таблице 8 представлены выводы относительно использования показателей, связанных с охраной труда и промышленной безопасностью.

Таблица 8 – Показатели, связанные с охраной труда и промышленной безопасностью

Показатель	Вывод по использованию
Коэффициент частоты связанного с работой травматизма (LTAFR)	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Коэффициент травм, в результате которых наступила утрата трудоспособности или смерть работника (LTIFR)	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Количество смертельных случаев сотрудников	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Коэффициент частоты всех регистрируемых травм (TRIFR)	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя

Источник: составлено автором.

Данные показатели являются существенными и в количественном виде отражают состояние промышленной безопасности на объектах компании. Функциональная зависимость данных показателей может отражаться в зависимости между частотой травм и дополнительными расходами компании

на замещение и лечение сотрудников. Однако, при детальном рассмотрении данных показателей эффект влияния на финансовые результаты дополнительных затрат является минимальным и включение данных показателей в финансовый анализ не является целесообразным. Более того, предпосылкой включения данных показателей в анализ является не только прямые затраты компании, связанные с травматизмом, но и то, что случаи травматизма могут в серьезной степени повлиять на репутацию компании, что будет сопровождаться негативными последствиями. Таким образом, является целесообразным использовать данные показатели при расчете интегрального показателя устойчивого развития.

В таблице 9 представлены выводы относительно использования показателей, связанных с корпоративной этикой.

Таблица 9 – Показатели, связанные с корпоративной этикой

Показатель	Вывод по использованию
Доля женщин в занятом персонале	Отклонение показателя в связи с его несущественностью
Доля в персонале работающих инвалидов	Отклонение показателя в связи с его несущественностью
Наличие политики по корпоративной этике	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя

Источник: составлено автором.

Показатель «Доля женщин в занятом персонале» отражает гендерную структуру кадрового состава компании и используется для оценки гендерного равенства в сфере занятости. Отклонение данного показателя связано с его ограниченной значимостью в условиях нефтегазовой отрасли, где специфика производственной деятельности предполагает преобладание мужского труда. Вследствие этого показатель был исключен из анализа, как не оказывающий существенного влияния на устойчивое развитие компании. Показатель «Доля работающих инвалидов в персонале» характеризует уровень инклюзивности и социальной интеграции в кадровой политике компании. Отклонение данного показателя объясняется его низкой применимостью в контексте отраслевой специфики, где значительная часть должностей требует физической

выносливости и присутствует повышенный уровень производственных рисков. Поэтому он не был включен в оценку устойчивого развития как несущественный. Показатель «Наличие политики по корпоративной этике» отражает формализованный подход компании к соблюдению норм делового поведения, этических стандартов и принципов ответственного ведения бизнеса. Показатель включен в анализ и используется при расчете интегрального показателя устойчивого развития, поскольку наличие такой политики способствует снижению нефинансовых рисков и укреплению системы корпоративного управления.

В таблице 10 представлены выводы относительно использования показателей, связанных с выбросами парниковых газов.

Таблица 10 – Показатели, связанные с выбросами парниковых газов

Показатель	Вывод по использованию
Выбросы парниковых газов (Охват 1)	Использование показателя в рамках финансового моделирования
Выбросы парниковых газов (Охват 2)	Использование показателя в рамках финансового моделирования
Выбросы парниковых газов (Охват 3)	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Выбросы парниковых газов (Охват 1) от сжигания газов на факелах	Использование показателя в рамках финансового моделирования

Источник: составлено автором.

Показатели выбросов парниковых газов являются одними из ключевых показателей в рамках тенденции по декарбонизации и снижения воздействия на изменение климата. У компании ПАО «Лукойл» есть разработанная и принятая программа декарбонизации, в соответствии с которой выбросы парниковых газов должны быть сокращены до 2030 года на 20% в сравнении с 2017 годом. Также, в рамках программы декарбонизации и инициатив всемирного банка ПАО «Лукойл» собирается снизить до нуля все выбросы парниковых газов от сжигания газов на факелах. В соответствии с анализом отрасли, наиболее вероятным сценарием воздействия государства на деятельность компаний в области выбросов парниковых газов будет введение углеродного налога. В соответствии с данной предпосылкой

функциональная зависимость показателей выбросов парниковых газов (охват 1 и охват 2) может выражаться в изменении объема выплат государству налогов в среднесрочной и долгосрочной перспективах. Показатели выбросов (охват 1 и охват 2) будут использованы в рамках финансового моделирования [24]. Показатели, связанные с управлением отходами, водопотреблением и энергопотреблением будут рассмотрены агрегировано. В таблице 11 представлены выводы относительно использования данных показателей.

Таблица 11 – Показатели, связанные с управлением отходами, водопотреблением и энергопотреблением

Показатель	Вывод по использованию
Выброс загрязняющих веществ в атмосферу от стационарных источников	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Объем образованных отходов в отчетном году (в разрезе классов опасности отходов)	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Доля отходов, идущих на переработку	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Рекультивировано земель	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Собственное использование воды	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Объемы оборотного водоснабжения и повторно используемой воды	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Водоотведение	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Водоотведение загрязненных вод	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Производственное потребление энергии всего	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Производственное потребление энергии от возобновляемых источников энергии	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя

Источник: составлено автором.

Выбросы парниковых газов (Охват 3), в соответствии с текущим развитием законодательства и регулирования, не предполагается облагать налогом. Однако, данный показатель может быть важен не только для государства, но и для инвесторов и контрагентов, которые оценивают общее влияние компании на климат. Показатель выбросов парниковых газов (Охват 3) будет использован в целях расчета интегрального показателя.

Все представленные показатели являются существенными с точки зрения охраны окружающей среды. Данные показатели непосредственно не влияют на финансовые показатели объекта анализа, однако затраты на утилизацию отходов, рекультивацию земель водоотведение и другие включаются в общие расходы, которые несет компания. Положительный эффект от лучшего использования ресурсов оценить с учетом раскрываемой ПАО «Лукойл» информации является проблематичным. Принимая во внимание тот факт, что улучшение данных показателей может повлиять, как на снижение расходов на обязательные выплаты в пользу государства, так и репутацию компании, целесообразным является включение данных показателей в расчет интегрального показателя устойчивого развития.

В таблице 12 представлены выводы относительно использования иных показателей, связанных с требованиями государства.

Таблица 12 – Иные показатели, связанные с требованиями государства

Показатель	Вывод по использованию
Доля закупок, товаров, работ, услуг у российских организаций в общем объеме закупок, от общей суммы	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Доля закупок у субъектов малого и среднего предпринимательства в общем объеме закупок у российских организаций, от общей суммы	Отклонение показателя в связи с его незначительностью
Затраты на охрану окружающей среды всего	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя

Источник: составлено автором.

Показатель «Доля закупок товаров, работ, услуг у российских организаций в общем объеме закупок» отражает уровень локализации закупочной деятельности компании и степень ее вовлеченности в развитие национальной экономики. Данный показатель включен в анализ и используется при расчете интегрального показателя устойчивого развития, поскольку отражает вклад компании в поддержку внутреннего рынка, развитие отечественной промышленности и снижение внешнеэкономических рисков.

Показатель «Доля закупок у субъектов малого и среднего предпринимательства в общем объеме закупок у российских организаций» отражает степень вовлеченности малого и среднего бизнеса в цепочку поставок компании. Однако для нефтегазовой отрасли его аналитическая значимость ограничена ввиду высокой капиталоемкости, технологической сложности проектов и повышенных требований к поставщикам. Вследствие этого основная часть закупок объективно приходится на крупных специализированных контрагентов. По данной причине показатель был признан несущественным и исключен из анализа.

«Затраты на охрану окружающей среды всего» отражает объем финансовых вложений компании в природоохранные мероприятия, направленные на снижение негативного воздействия на окружающую среду. Данный показатель включен в расчет интегрального показателя устойчивого развития, поскольку он характеризует степень экологической ответственности компании, ее ориентированность на соблюдение природоохранных стандартов, снижение экологических рисков и реализацию практических мер по минимизации отрицательных последствий хозяйственной деятельности.

В таблице 13 представлены выводы относительно использования показателей, связанных с корпоративным управлением.

Таблица 13 – Показатели, связанные с корпоративным управлением

Показатель	Вывод по использованию
1	2
Наличие политики по устойчивому развитию и (или) иных стратегических документов в этой сфере	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Вхождение генерального директора в состав Совета директоров	Отклонение показателя в связи с его несущественностью
Коэффициент посещаемости заседаний совета директоров	Отклонение показателя в связи с его несущественностью
Доля женщин – руководителей всех уровней управления	Отклонение показателя в связи с его несущественностью
Доля женщин в Совете директоров (наблюдательном совете)	Отклонение показателя в связи с его несущественностью

Продолжение таблицы 13

1	2
Наличие системы проверки поставщиков	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Независимые директора в составе совета директоров	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Наличие стимулов компенсации за устойчивое развитие	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Отвечает ли менеджмент компании качеству корпоративного управления	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Доля соблюдаемых пунктов Кодекса корпоративного управления	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Количество лет, за которые опубликована нефинансовая отчетность	Отклонение показателя в связи с его несущественностью
Аудит нефинансовой отчетности за отчетный период	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя

Источник: составлено автором.

Показатель «Наличие политики по устойчивому развитию и (или) иных стратегических документов в этой сфере» отражает наличие у компании формализованного подхода к управлению аспектами устойчивого развития на стратегическом уровне. Он включен в расчет интегрального показателя устойчивости, поскольку наличие таких документов подтверждает системную работу компании по ESG-направлениям и формирует основу для долгосрочной устойчивой стратегии.

Показатель «Вхождение генерального директора в состав Совета директоров» демонстрирует уровень концентрации управленческих полномочий. Показатель отклонен в связи с его несущественностью для оценки устойчивого развития. Он не дает объективной информации о качестве корпоративного управления и не отражает реальные управленческие практики в ESG-контексте.

Показатель «Коэффициент посещаемости заседаний совета директоров» отражает формальную активность членов совета в управлении компанией. Показатель отклонен как несущественный, поскольку высокий уровень посещаемости не всегда коррелирует с качеством принимаемых решений в области устойчивого развития и не характеризует стратегическую вовлеченность.

Показатель «Доля женщин – руководителей всех уровней управления» отражает гендерное разнообразие в системе управления компанией. Показатель отклонен по причине ограниченной значимости в отраслевом контексте: в нефтегазовой сфере преобладает технически сложный труд, где, исторически, доля женщин в управлении остается низкой, и данный показатель не оказывает существенного влияния на устойчивость компании.

Показатель «Доля женщин в Совете директоров (наблюдательном совете)» демонстрирует степень гендерного баланса в высшем органе управления. Показатель отклонен, как несущественный для оценки устойчивости компании в специфике нефтегазовой отрасли, поскольку не является критичным фактором для принятия ESG-решений в условиях производственной направленности бизнеса.

Показатель «Наличие системы проверки поставщиков» отражает уровень контроля компании над своей цепочкой поставок, включая оценку соответствия контрагентов экологическим и социальным требованиям. Показатель включен в расчет интегрального показателя, поскольку способствует снижению рисков по всей цепочке создания стоимости и демонстрирует ответственность в области устойчивого снабжения.

Показатель «Независимые директора в составе совета директоров» отражает степень объективности и сбалансированности принимаемых решений в корпоративном управлении. Показатель включен в расчет интегрального показателя, так как наличие независимых директоров способствует повышению прозрачности, снижению конфликта интересов и укреплению системы контроля за устойчивым развитием.

Показатель «Наличие стимулов компенсации за устойчивое развитие» отражает связь вознаграждения менеджмента с достижением ESG-целей. Показатель включен в расчет интегрального показателя устойчивости, поскольку стимулирование руководства на достижение устойчивых результатов усиливает стратегическую ориентацию на ESG и формирует долгосрочную мотивацию.

Показатель «Отвечает ли менеджмент компании качеству корпоративного управления» оценивает соответствие управленческих практик установленным стандартам и лучшим практикам. Показатель включен в интегральную оценку, как отражающий общее качество системы управления, что напрямую влияет на эффективность реализации устойчивых стратегий.

Показатель «Доля соблюдаемых пунктов Кодекса корпоративного управления» показывает, насколько полно компания следует рекомендованным принципам корпоративного управления. Показатель включен в интегральный расчет, как индикатор зрелости и транспарентности управленческой системы, способствующий формированию доверия со стороны инвесторов и других заинтересованных сторон.

Показатель «Количество лет, за которые опубликована нефинансовая отчетность» отражает длительность практики раскрытия ESG-информации. Показатель отклонен по причине его формального характера – наличие отчетности за больший период не всегда свидетельствует о высоком качестве или глубине раскрываемых данных и не влияет напрямую на устойчивость бизнеса.

Показатель «Аудит нефинансовой отчетности за отчетный период» демонстрирует достоверность и подверженность ESG-информации. Показатель включен в расчет интегрального показателя устойчивости, поскольку внешний аудит повышает доверие к нефинансовой отчетности, усиливает прозрачность и снижает риск манипуляций в области устойчивого развития.

В таблице 14 представлены выводы относительно использования показателей, связанных с вкладом в развитие местных сообществ.

Таблица 14 – Показатели, связанные с вкладом в развитие местных сообществ

Показатель	Вывод по использованию
Наличие программы взаимодействия и поддержки местных сообществ	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя
Объем поддержки местных сообществ	Использование показателя в целях расчета интегрального показателя

Источник: составлено автором.

Выявленные показатели, связанные с вкладом в развитие местных сообществ, является существенными для заинтересованных сторон. Наличие корпоративной политики и раскрытие информации о данной политике говорят о том, что компания обращает определенное внимание на данную область. Данный показатель не влияет на финансовые потоки и будет проанализирован в рамках расчета интегрального показателя.

Показатель объема поддержки местных сообществ напрямую влияет на финансовые показатели. Тем не менее, положительный эффект от него оценить невозможно. В рамках финансового моделирования расходы на цели устойчивого развития будут включены в прогнозные значения расходов в агрегированном виде. Положительный эффект данного показателя предполагается оценивать в рамках интегрального показателя.

Показатель цены на нефть под воздействием санкций со стороны недружественных государств предлагается интегрировать в финансовую модель.

Таким образом, в рамках применения алгоритма по классификации показателей устойчивого развития 7 показателей определены в показатели, которые непосредственно влияют на финансовые показатели и которые будут интегрированы в финансовую модель, 12 отклонены, а 38 использованы при расчете интегрального показателя устойчивого развития.

Следующим этапом применения методики является построением модели денежных потоков с учетом воздействия факторов устойчивого развития, непосредственно влияющих на финансовые показатели компании.

Построение модели сводится к определению, прогнозированию и расчету следующих показателей в прогнозный период: прибыль от продаж; амортизация; изменение чистого рабочего капитала; капитальные затраты; налог на прибыль; ставка дисконтирования; темп роста в прогнозном периоде.

Показатель прибыли от продаж состоит из выручки и операционных затрат компании.

Для прогнозирования показателя выручки используется факторный анализ на основе количественных и ценовых показателей. К таким факторам будут относиться: 1) объем продаж нефти и нефтепродуктов; 2) цена продажи нефтепродуктов. Для прогнозирования объема выручки в прогнозном периоде будут использованы показатели изменения объема выручки и цены на нефть. Базой для расчета выручки в прогнозном периоде будет являться выручка в 2023 году. Функциональная формула расчета выручки ПАО «Лукойл» представлена в формуле (10)

$$\text{Выручка}_i = \text{Выручка}_{i-1} \times (1 + \Delta V_i) \times (1 + \Delta P_i), \quad (10)$$

где Выручка_i – общая выручка ПАО «Лукойл» за период i ;
 ΔV_i – темп прироста (снижения) объемов продаж за период i ;
 ΔP_i – темп прироста (снижения) цены на нефть за период i .

В соответствии с публичной информацией ПАО «Лукойл» не ожидает серьезного увеличения уровня добычи и продажи нефтепродуктов. В целях прогнозирования выручки темп прироста объемов продаж в прогнозном периоде будет составлять 1%.

На показатель цены на нефть влияют различные факторы. К основным из них относятся мировая цена на нефть марки Brent и курс рубля по отношению к доллару. Необходимо отметить, что ПАО «Лукойл», являясь российской компанией, продает нефть марки Urals, цена на которую всегда формируется с дисконтом к Brent. На российскую цену на нефть влияют санкции, введенные недружественными государствами. Таким образом, на темп прироста цены на нефть в прогнозном периоде будут влиять следующие показатели: цена на нефть марки Brent; курс доллара; дисконт цены на нефть марки Urals по сравнению с маркой Brent. Для прогноза цены на нефть марки Brent и курса доллара была использована информация Центрального Банка России на период 2024-2026 гг. [57]. Прогноз на 2027-2028 гг. был проведен

самостоятельно с использованием данных Центрального Банка России. Дисконт цены на нефть марки Urals к Brent был спрогнозирован на основе исторических данных, принимая во внимание влияние санкций недружественных государств. Эффект от интеграции влияния санкций будет рассмотрен в рамках параграфа 3.3.

В таблице 15 представлены основные показатели, используемые для расчета темпа прироста цены на нефть марки Urals.

Таблица 15 – Показатели расчета темпа прироста цены на нефть в прогнозном периоде

Показатели	Единицы измерения	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
Цена на нефть марки Brent	долл.	85	80	75	75	75
Изменение цены на Brent.	проценты	4,00	-6,00	-6,00	0,00	0,00
Средний курс доллара	руб.	92,9	95,9	98	100	102
Цена на нефть марки Urals	долл.	65	60	55	55	55
Дисконт к марке Urals по отношению к Brent	долл.	20	20	20	20	20
Цена на нефть марки Urals	руб.	6 038	5 754	5 390	5 500	5 610
Темп прироста цены на Urals	проценты	12,52	-4,71	-6,33	2,04	2,00

Источник: составлено автором по материалам [61; 62].

ПАО «Лукойл» раскрывает следующие статьи затрат:

- операционные расходы;
- стоимость приобретенных нефти, газа и продуктов их переработки;
- транспортные расходы;
- коммерческие, общехозяйственные и административные расходы;
- износ и амортизация;
- налоги (кроме налога на прибыль) и экспортные пошлины;
- затраты на геологоразведочные работы.

Показатель стоимости приобретенных нефти, газа и продуктов их переработки прогнозируется исходя из 36,16% от величины выручки ПАО «Лукойл» в определенном периоде. Показатель 36,16% основывается на данных 2023 года. Показатель транспортных расходов также рассчитывается как 7,14% от выручки ПАО «Лукойл» на основании данных за 2023 год. Использование показателей за 2023 год для целей прогнозирования данных показателей является наиболее обоснованным, так как в 2023 году произошли серьезные изменения в цепочке поставок компании, которые нашли отражение в данных финансовых показателях.

Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы, а также затраты на геологоразведочные работы будут спрогнозированы, исходя из средней доли данных затрат в выручке в историческом периоде.

Показатель операционных расходов включает в себя расходы на персонал и прочие расходы. Прочие расходы будут спрогнозированы исходя из средней доли прочих расходов в выручке в историческом периоде.

Показатель расходы на персонал будет рассмотрен отдельно. Для прогнозирования затрат на персонал будет использован факторный анализ, где в качестве фактора количества будет выступать численность персонала, а в качестве фактора цены средняя заработная плата.

Функциональная формула расчета затрат на персонал ПАО «Лукойл» представлена в формуле (11)

$$ЗП_i = ЗП_{i-1} \times (1 + \Delta V_i) \times (1 + \Delta P_i), \quad (11)$$

где $ЗП_i$ – расходы на заработную плату ПАО «Лукойл» за период i ;

ΔV_i – темп прироста (снижения) среднесписочной численности за период i ;

ΔP_i - темп прироста (снижения) средней заработной платы за период i .

В таблице 16 представлены основные показатели, используемые для расчета расходов на заработную плату. Прогноз по изменению среднесписочной численности основывался на средних данных исторического периода. Изменение средней заработной платы было рассчитано на основе прогнозируемой Центральным Банком России инфляции, увеличенной на 2%.

Таблица 16 – Показатели расчета затрат на персонал в прогнозном периоде

Показатели	Единицы измерения	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
Среднесписочная численность	чел.	111 422	112 628	113 848	115 081	116 327
Изменение численности	проценты	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
Среднемесячная заработная плата	руб.	117 076	124 218	131 671	139 571	147 945
Изменение среднемесячной заработной платы	проценты	7,20	6,10	6,00	6,00	6,00
Инфляция	проценты	5,20	4,10	4,00	4,00	4,00

Источник: составлено автором по материалам [61].

В финансовой модели должен быть учтен показатель текучести кадров. Для его интеграции используется рассчитанный показатель расходов, связанных с текучестью кадров. В рамках интеграции данного показателя была принята предпосылка о том, что расходы на замену одного сотрудника составляют 12 среднемесячных заработных плат, что позволяет учесть как затраты на поиск и найм персонала, так и издержки, связанные с его адаптацией. Показатель текучести кадров был рассчитан на основе средних значений за исторический период. Эффект от интеграции данного показателя будет рассмотрен в рамках параграфа 3.3.

В таблице 17 представлены основные показатели, используемые для расчета расходов, связанных с текучестью кадров.

Таблица 17 – Показатели расчета расходов, связанных с текучестью кадров

Показатели	Единицы измерения	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
Текучесть кадров	проценты	8,08	8,08	8,08	8,08	8,08
Расходы на замену одного человека в ежемесячной заработной плате	кол.	12	12	12	12	12
Расходы на замену одного человека	руб.	1 404 915	1 490 615	1 580 052	1 674 855	1 775 346
Количество увольнений	кол.	9 003	9 100	9 199	9 299	9 399
Расходы, связанные с текучестью кадров	млрд	12,65	13,57	14,53	15,57	16,69

Источник: составлено автором по материалам [61].

Налоги (кроме налога на прибыль) и экспортные пошлины в прогнозном периоде будут рассчитаны как 20% от прогнозной выручки в каждом из периодов. Показатель 20% отражает расходы на налоги и экспортные пошлины в 2023 года.

В рамках интеграции показателей устойчивого развития, связанных с выбросами парниковых газов, в модели будет заложено определенное увеличение налогов, связанных с введением углеродного налога. В модель были заложены следующие допущения для интеграции показателей, связанных с выбросами парниковых газов: налог на выбросы парниковых газов будет введен в 2027 году; плата за 1 тонну выбросов CO₂ составит 5 000 руб. В рамках интеграции данного показателя в модель основными переменными будут являться прогнозируемый объем выбросов CO₂, а также капитальные расходы компании на снижение выбросов. Функциональная зависимость капитальных затрат программы декарбонизации с выбросами CO₂ будет выражаться в снижении выбросов на 1 млн т CO₂-экв. при инвестировании 7 млрд руб. В базовом сценарии дополнительные

капитальные расходы, связанные с декарбонизацией, составляют 10 млрд руб. в год. Данные показатели являются ориентировочными и в большей мере направлены на демонстрацию экономического эффекта от снижения выбросов парниковых газов. В таблице 18 представлены основные показатели, используемые для интеграции данного показателя.

Таблица 18 – Показатели, используемые для интеграции углеродного налога

Показатели	Единицы измерения	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
Размер углеродного налога	млрд	0	0	0	206	199
Плата за выбросы 1 тонны CO ₂ -экв.	руб.	0	0	0	5 000	5 000
Выбросы CO ₂ в атмосферу (охват 1 и охват 2)	млн т CO ₂ -экв.	45,46	44,03	42,60	41,17	39,74
Снижение выбросов в атмосферу за счет развития ВИЭ	млн т CO ₂ -экв.	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43

Источник: составлено автором по материалам [61].

Амортизация прогнозируется с учетом будущих капитальных затрат компании. В соответствии с учетной политикой ПАО «Газпром» амортизация начисляется линейным способом, а средний срок полезного использования составляет 20 лет.

На данный момент были спрогнозированы выручка и операционные расходы компании. Прочие доходы и расходы будут спрогнозированы на основе показателя за 2023 год, так как данные расходы не являются существенными.

Налог на прибыль будет рассчитан в размере 20% от прибыли до налогообложения.

В таблице 19 представлена информация о прогнозных финансовых результатах ПАО «Лукойл».

Таблица 19 – Прогнозируемые финансовые результаты по статьям

В миллиардах рублей

Показатели	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
Выручка	9 010	8 671	8 204	8 455	8 710
Операционные расходы	695	712	726	766	809
Стоимость приобретенных нефти, газа и продуктов их переработки	3 258	3 135	2 966	3 057	3 150
Транспортные расходы	643	619	586	604	622
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	269	259	245	253	260
Износ и амортизация	621	664	708	751	795
Налоги (кроме налога на прибыль) и экспортные пошлины	1 802	1 734	1 641	1 897	1 941
Затраты на геологоразведочные работы	12	12	11	11	12
Операционная прибыль	1 709	1 535	1 321	1 115	1 122
Прочие расходы и доходы	19	19	19	19	19
Прибыль до налога на прибыль	1 690	1 516	1 302	1 096	1 103
Налог на прибыль	338	303	260	219	221
Чистая прибыль	1 352	1 213	1 042	877	882

Источник: составлено автором по материалам [61].

Следующим шагом методики является расчет чистого рабочего капитала. Чистый рабочий капитал показывает то количество денежных средств, которое необходимо компании для осуществления операционной деятельности. В общем виде показатель чистого рабочего капитала рассчитывается по формуле (12)

$$\text{ЧРК} = \text{Деб.} + \text{З} - \text{Кред.}, \quad (12)$$

где ЧРК – чистый рабочий капитал;
 Деб. – дебиторская задолженность;
 З – запасы;
 Кред. – кредиторская задолженность.

Изменение чистого рабочего капитала отражает прирост или выбытие денежных средств, необходимых для операционной деятельности предприятия. Рост чистого рабочего капитала приводит к снижению чистого денежного потока для фирмы, и наоборот. Величина дебиторской задолженности, запасов и кредиторской задолженности определяется показателями оборачиваемости, поэтому для прогнозирования чистого рабочего капитала целесообразно использовать их средние исторические значения. При этом в расчет интегрируется показатель изменения условий приобретения и реализации продукции, который прежде всего отражается в оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности.

В таблице 20 представлена информация о прогнозных значениях чистого рабочего капитала. Эффект от интеграции изменения условий поставок и реализации продукции будет рассмотрен в рамках параграфа 3.3.

Таблица 20 – Прогнозируемые финансовые результаты по статьям

В миллиардах рублей

Показатели	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
Чистый рабочий капитал	423	403	378	382	392
Изменение чистого рабочего капитала	-256	-19	-26	4	11
Дебиторская задолженность	646	622	588	606	625
Запасы	495	484	466	497	514
Кредиторская задолженность	(718)	702	677	722	747

Источник: составлено автором по материалам [61].

Показатели капитальных затрат будут спрогнозированы на уровне 2023 года, включая затраты, направленные на декарбонизацию.

В таблице 21 представлены показатели для расчета FCFF в соответствии с формулой (5).

Положительный денежный поток в прогнозируемый период свидетельствует о финансовой устойчивости компании. Это означает, что компания будет располагать денежными средствами как для расчетов с кредиторами, так и для выплат акционерам.

Таблица 21 – Расчет FCFF

В миллиардах рублей

Показатели	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
ЕБИТДА	2 330	2 200	2 029	1 867	1 917
Изменение чистого рабочего капитала	-256	-19	-26	4	11
Расходы по налогу на прибыль	338	303	260	219	221
Капитальные затраты	870	870	870	870	870
FCFF	1 378	1 046	924	773	815

Источник: составлено автором по материалам [61].

Применение метода DCF с использованием показателя FCFF предполагает расчет WACC как ставки дисконтирования для приведения будущих денежных потоков по состоянию на дату оценки.

WACC может быть рассчитан с применением методики CAPM (Capital Assets Pricing Model). Формула расчета WACC по методике CAPM представлена в формуле (7).

Для расчета безрисковой ставки была взята доходность 15-летних российских государственных облигаций на дату оценки (30.04.2024) [56]. Информация о премии за риск и безрычаговой бета была взята с базы данных, разработанной Дамодараном. Безрычаговая бета представляет собой бету компаний нефтегазового сектора, которая не учитывает долг компании.

В таблице 22 представлены основные компоненты расчета WACC.

Таблица 22 – Показатели расчета WACC

В процентах

Показатели	Значения
rf (Безрисковая ставка)	13,82
ERP	11,18
β_U (Безрычаговая бета), коэффициент	0,61
E/D (Отношение собственного капитала к долгу)	6,20
β_L (Рычаговая бета), коэффициент	0,66
Стоимость долга	16,00
Ставка подоходного налога	20,00
Стоимость собственного капитала	21,15
WACC	20,85

Источник: составлено автором по материалам [61].

Для расчета рычаговой беты была использована модель Хамады [93].
Модель Хамады рассчитывается по формуле (13)

$$\beta_L = \beta_U \times (1 + (1 - t) \times D/E) \quad (13)$$

где β_L – рычаговая бета;

β_U – безрычаговая бета;

t – ставка налога на прибыль;

D/E – финансовый рычаг компании, отношение долга к величине собственного капитала.

Ставка подоходного налога принимается за нормативный показатель в размере 20%. Отношение долга к собственному капиталу рассчитывается по данным финансовой отчетности ПАО «Лукойл» на 31.12.2023 г. Стоимость долга определена как фактический показатель ключевой ставки Центрального банка на дату оценки.

Показатель WACC на дату оценки составляет 20,85%. Именно по такой ставке будут дисконтированы прогнозируемые денежные потоки компании.

В таблице 23 представлены дисконтированные денежные потоки компании за прогнозный период. Денежные потоки компании дисконтируются с учетом того, что приток и отток денежных средств происходят постоянно в течение всего года. Для учета данного положения дисконтирование происходит на середину прогнозного периода.

Таблица 23 – Дисконтированные денежные потоки ПАО «Лукойл»

В миллиардах рублей

Показатель	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
WACC, в процентах	20,85	20,85	20,85	20,85	20,85
Фактор периода, коэффициент	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
DCF	1 254	787	576	399	348

Источник: составлено автором по материалам [61].

Далее для оценки инвестиционной привлекательности необходимо рассчитать терминальную стоимость компании. Терминальная стоимость является оценкой ожидаемого денежного потока в постпрогнозный период времени. Для расчета терминальной стоимости обычно используют метод выходного мультипликатора или подход с применением модели Гордона. В рамках оценки инвестиционной привлекательности ПАО «Лукойл» будет использована совокупность данных методов и дальнейшее их согласование. Модель Гордона для расчета терминальной стоимости представлена в формуле (8).

Модель Гордона предполагает, что денежные потоки в постпрогнозный период будут увеличиваться с постоянным темпом роста. Темп роста определяется, как темп роста экономики в построгнозный период. Считается, что темп роста в модели Гордона не может быть выше темпов роста экономики страны, в которой оперирует оцениваемая компания. Базовым показателем темпа роста будет являться 2%. Однако понимая тенденции в отрасли и воздействие факторов устойчивого развития на деятельность нефтегазовых компаний, разумным будет использование более низкого показателя 1,5% с учетом снижения спроса на нефть в долгосрочном периоде.

В таблице 24 представлен расчет стоимости компании ПАО «Лукойл» с учетом показателей устойчивого развития, которые непосредственно влияют на финансовые результаты.

Таблица 24 – Расчет акционерной (внутренней) стоимости ПАО «Лукойл»

В миллиардах рублей

Показатели	Значения
Сумма денежных потоков в прогнозный период	3 363
Терминальная стоимость (Модель Гордона)	1 825
Стоимость компании (Enterprise value)	5 187
Денежные средства и эквиваленты	1 180
Долг	396
Доля участия в неконтролируемых компаниях	17
Акционерная (внутренняя) стоимость	5 954

Источник: составлено автором по материалам [61].

В соответствии с рассчитанной моделью DCF с учетом воздействия факторов устойчивого развития, непосредственно влияющих на финансовые показатели компании, стоимость компании ПАО «Лукойл» на 30.04.2024 составляет 5 954 млрд рублей.

Следующим этапом применения методики является расчет интегрального показателя по факторам устойчивого развития, не оказывающим непосредственного влияния на финансовые показатели, для анализируемой компании и сопоставимых компаний отрасли, выявление и расчет отклонения данного показателя для анализируемой компании по сравнению с медианным значением сопоставимых компаний.

Показатели для расчета интегрального показателя были определены ранее в методике. Однако, для коррективного расчета интегрального показателя, отдельные показатели устойчивого развития должны быть представлены в нормированной форме. Так, например, сравнивать объем выбросов отходов без учета масштаба деятельности компании является некорректным.

Также для расчета интегрального показателя необходимо определить удельный вес каждого из показателей в системе показателей. Для этого в рамках апробации данной методики удельные веса будут привязаны к заинтересованным сторонам и областям воздействия заинтересованных сторон на показатели устойчивого развития, которые были выделены в таблице 3.

Влияние потребителей, поставщиков и недружественных государств было интегрировано в анализ инвестиционной привлекательности в рамках финансового моделирования. Для оценки устойчивого развития компании предлагается определить весовые коэффициенты показателей, относящихся к ключевым группам заинтересованных сторон: сотрудники, государство, акционеры и инвесторы, а также местные сообщества. На основании анализа отраслевой специфики и рыночной среды установлено, что наибольшее влияние на деятельность компании оказывают три группы: сотрудники, государство, акционеры и инвесторы. Влияние местных сообществ признано менее значимым. В связи с этим, в рамках апробации методики, предлагается следующее распределение весов: сотрудники – 30%, государство – 30%, акционеры и инвесторы – 30%, местные сообщества – 10%. В приложении Б представлена информация о стандартизированных показателях устойчивого развития с учетом их весов.

В таблице 25 представлена информация с рассчитанными показателями интегральной оценки по показателям, относящимся к конкретным заинтересованным сторонам, а также отклонение показателей компаний от среднеотраслевого значения по всем сопоставимым компаниям. Показатели были рассчитаны на основе алгоритма, представленного в Главе 2.

Результаты расчета интегрального показателя показывают, что компания ПАО «Лукойл» показывает лучшие результаты в области устойчивого развития по сравнению с конкурентами компании в отрасли на российском рынке. Рассчитанный интегральный показатель самостоятельно может быть использован в анализе инвестиционной привлекательности в

случае, если инвестор заинтересован в инвестировании в акции компании, показывающие лучшие результаты устойчивого развития.

Разработанная методика предполагает внедрение рассчитанного интегрального показателя в модель DCF путем корректировки терминальной стоимости проекта и расчета инвестиционной стоимости анализируемой компании.

Рассчитанный интегральный показатель устойчивого развития компании ПАО «Лукойл» отгоняется от медианного показателя на 8,66 пункта или 12,65%. Соответствии с разработанной методикой показатель терминальной стоимости должен быть скорректирован с учетом отклонения интегрального показателя. Рассчитанная терминальная стоимость компании ПАО «Лукойл» на дату оценки 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 акционерная стоимость.

Таблица 25 – Рассчитанные показатели интегральной оценки

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 по материалам [61; 64].

Таким образом, в параграфе 3.2 была представлена апробация разработанной методики на практическом примере. В рамках апробации

методики было выявлено 57 показателей устойчивого развития в привязке к требованиям заинтересованных сторон: 7 показателей были отнесены к числу показателей, непосредственно влияющих на финансовые показатели и которые были интегрированы в финансовую модель, 12 показателей были отклонены, 38 показателей были использованы при расчете интегрального показателя устойчивого развития.

Далее в работе рассматривается влияние отдельных показателей устойчивого развития на инвестиционную привлекательность, выраженную в модифицированной инвестиционной стоимости.

3.3 Интерпретация и анализ результатов

Для анализа воздействия отдельных показателей устойчивого развития будет использован анализ чувствительности модифицированной инвестиционной стоимости к изменению соответствующих показателей. Проведение анализа чувствительности в рамках применения методики позволит оценить изменение инвестиционной стоимости при изменении заданных показателей устойчивого развития. Для проведения чувствительного анализа будет использован инструмент Excel.

Рассмотрим влияние 7 показателей, к которым были классифицированы как показатели, которые непосредственно влияют на финансовые результаты и которые будут интегрированы в финансовую модель. К таким показателям относятся: спрос на нефтепродукты в долгосрочном периоде; условия приобретения/реализации продукции; текучесть кадров; выбросы парниковых газов (охват 1); выбросы парниковых газов (охват 2); выбросы парниковых газов (охват 1) от сжигания газов на факелах; санкции недружественных государств. Спрос на нефтепродукты в долгосрочной перспективе в модели DCF был интегрирован в показатель «темпы роста в постпрогнозном периоде», который используется для расчета терминальной стоимости. В соответствии с анализом рынка и долгосрочными прогнозами ПАО «Лукойл» был сделан

вывод о том, что в долгосрочной перспективе спрос на нефтепродукты будет снижен, что окажет влияние на деятельность компании в долгосрочной перспективе. В случае, если данный показатель не был бы учтен в модели DCF компании, то «темп роста в постпрогнозный период» на основе прогнозов роста мировой экономики в будущем равнялся бы 2%. Однако, принимая во внимание то, что нефтегазовая отрасль в долгосрочной перспективе подвержена влиянию внешних факторов, которые скажутся на снижении спроса на нефтепродукты, показатель «темп роста в постпрогнозный период» был скорректирован на 0,5% и составил 1,5%. В таблице 26 представлен анализ чувствительности инвестиционной стоимости в зависимости от изменения спроса на нефтепродукты, выраженном в темпе роста в долгосрочном периоде.

Таблица 26 – Анализ чувствительности (темп роста в долгосрочном периоде)

Показатели	Значения				
Темп роста в прогнозный период, в процентах	0,50	1,00	1,50	2,00	2,50
Модифицированная инвестиционная стоимость, млрд руб.	6 065	6 124	6 185	6 250	6 319
Изменение инвестиционной стоимости, в процентах	-1,94	-1,00	0,00	1,05	2,16

Источник: составлено автором по материалам [61].

Показатель условий приобретения/реализации продукции был интегрирован в показатели оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности ПАО «Лукойл». Предпосылкой интеграции данного показателя через оборачиваемость являлось предположение о том, что компании, которые соблюдают ESG-требования контрагентов смогут согласовывать контракты на более выгодных для себя условиях.

В таблице 27 представлен анализ чувствительности инвестиционной стоимости в зависимости от изменения условий приобретения продукции, выраженный в коэффициенте оборачиваемости кредиторской задолженности.

Таблица 27 – Анализ чувствительности (оборачиваемость кредиторской задолженности)

Показатели	Значения				
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	8,16	9,16	10,16	11,16	12,16
Модифицированная инвестиционная стоимость, млрд руб.	6 362	6 264	6 185	6 121	6 067
Изменение инвестиционной стоимости, в процентах	2,86	1,27	0,00	-1,04	-1,92

Источник: составлено автором по материалам [61].

В таблице 28 представлен анализ чувствительности инвестиционной стоимости в зависимости от изменения условий продажи продукции, выраженный в коэффициенте оборачиваемости дебиторской задолженности.

Таблица 28 – Анализ чувствительности (оборачиваемость дебиторской задолженности)

Показатели	Значения				
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	11,94	12,94	13,94	14,94	15,94
Модифицированная инвестиционная стоимость, млрд руб.	6 083	6 138	6 185	6 226	6 262
Изменение инвестиционной стоимости, в процентах	-1,66	-0,76	0,00	0,66	1,24

Источник: составлено автором по материалам [61].

Следующим показателем, интегрированным в финансовую модель, являлся показатель текучести кадров. Интеграция данного показателя предполагала расчет дополнительных расходов ПАО «Лукойл», связанных с поиском и замещением сотрудников в связи с текучестью кадров.

В таблице 29 представлен анализ чувствительности инвестиционной стоимости в зависимости от изменения текучести кадров.

Таблица 29 – Анализ чувствительности (текучесть кадров)

Показатели	Значения				
Текучесть кадров, в процентах	4,08	6,08	8,08	10,08	12,08
Модифицированная инвестиционная стоимость, млрд руб.	6 220	6 203	6 185	6 168	6 151
Изменение инвестиционной стоимости, в процентах	0,56	0,28	0,00	-0,28	-0,56

Источник: составлено автором по материалам [61].

В соответствии с представленной таблицей, изменение текучести кадров на 2% приводит к изменению инвестиционной стоимости на 21 млрд рублей или 0,28%.

Показатели выбросов парниковых газов были интегрированы в рамках модели DCF путем расчета углеродного налога и дополнительных капитальных затрат ПАО «Лукойл», связанных со снижением выбросов парниковых газов в атмосферу. Интеграция данного показателя в модель строилась на предпосылке того, что углеродный налог будет введен в России в 2027 году. Показатель выбросов в атмосферу повлиял на следующие финансовые показатели компании: налоги (помимо налога на прибыль), амортизация и капитальные затраты. В разработанной модели функциональная зависимость показателя определяется дополнительной экономией на углеродном налоге при снижении выбросов парниковых газов в атмосферу. Основные переменные для интеграции данного показателя устойчивого развития были приведены в параграфе 3.2. В случае полного игнорирования данного показателя и отсутствия в модели прогноза дополнительного налога, инвестиционная стоимость компании составила бы 6 736 млрд рублей, что на 551 млрд рублей больше, чем инвестиционная стоимость, включающая данный показатель, что является значительной суммой и в большей степени влияет на принятие инвестиционного решения.

В соответствии с функциональной зависимостью в таблице 30 представлен анализ чувствительности инвестиционной стоимости в зависимости от дополнительных капитальных затрат на снижение объема выбросов парниковых газов.

Таблица 30 – Анализ чувствительности (капитальные затраты на декарбонизацию)

Показатели	Значения				
	8	9	10	11	12
Капитальные затраты на декарбонизацию, млрд руб.					
Модифицированная инвестиционная стоимость, млрд руб.	6 177	6 181	6 185	6 189	6 193
Изменение инвестиционной стоимости, в процентах	-0,13	-0,06	0,00	0,06	0,13

Источник: составлено автором по материалам [61].

В соответствии с моделью, увеличение расходов на проекты, связанных с декарбонизацией, ведет к увеличению инвестиционной стоимости компании путем экономии на углеродный налог.

Последним показателем устойчивого развития, который был интегрирован в финансовую модель являлся показатель санкций недружественных государств, который был выражен через изменение дисконта российской нефти марки Urals к марке Brent.

В соответствии с функциональной зависимостью в таблице 31 представлен анализ чувствительности инвестиционной стоимости от изменения дисконта российской нефти марки Urals к марке Brent.

Таблица 31 – Анализ чувствительности (Дисконт Urals к Brent)

Показатели	Значения				
	18	19	20	21	22
Дисконт Urals к Brent, долл.					
Модифицированная инвестиционная стоимость, млрд руб.	6 592	6 389	6 185	5 982	5 778
Изменение инвестиционной стоимости, в процентах	6,58	3,29	0,00	-3,29	-6,58

Источник: составлено автором по материалам [61].

В соответствии с анализом чувствительности изменение дисконта Urals к Brent на нефть на 1 долл. приводит к изменению инвестиционной стоимости на 3,29% или 204 млрд руб.

В таблице 32 представлен анализ чувствительности изменения инвестиционной стоимости от изменения интегрального показателя устойчивого развития.

Таблица 32 – Анализ чувствительности (интегральный показатель устойчивого развития)

Показатели	Значения				
	2,65	7,65	12,65	17,65	22,65
Интегральный показатель, в процентах					
Модифицированная инвестиционная стоимость, млрд руб.	6 003	6 094	6 185	6 277	6 368
Изменение инвестиционной стоимости, в процентах	-2,95	-1,47	0,00	1,47	2,95

Источник: составлено автором по материалам [61].

Так, в случае если ПАО «Лукойл» будет показывать иные результаты в рамках показателей, которые были выбраны для расчета интегрального показателя, при изменении отклонения интегрального показателя ПАО «Лукойл» от медианного значения в отрасли на 5%, модифицированная инвестиционная стоимость компании меняется на 1,47% или 91 млрд руб.

Анализ результатов применения методики и проведение анализа чувствительности инвестиционной стоимости к нефинансовым факторам устойчивого развития позволяет оценить наиболее существенные показатели, которые в наибольшей степени влияют на инвестиционную привлекательность анализируемого объекта.

В рамках апробации методики изучена специфика деятельности нефтегазовых компаний на российском рынке, выявлены ключевые заинтересованные стороны и связанные с ними направления устойчивого развития, определен и классифицирован перечень отраслевых показателей устойчивого развития по возможности их использования в финансовом моделировании. На этой основе построена DCF-модель, определена акционерная стоимость с учетом показателей, непосредственно влияющих на финансовые параметры объекта, рассчитан интегральный показатель устойчивого развития для сопоставимых компаний, определена модифицированная инвестиционная стоимость ПАО «Лукойл» и проведен анализ чувствительности, позволяющий оценить влияние отдельных показателей на инвестиционную привлекательность компании.

Проведенный анализ подтвердил применимость разработанной методики для оценки инвестиционной привлекательности компаний нефтегазового сектора с учетом факторов устойчивого развития. Использование методики показало, что интеграция нефинансовых показателей в DCF-модель позволяет более полно учитывать влияние ESG-факторов как на финансовые параметры компании, так и на формирование ее долгосрочной инвестиционной привлекательности.

Заключение

Усиление роли экологических, социальных и управленческих аспектов деятельности формирует потребность в интеграции ESG-показателей в традиционные процедуры инвестиционного анализа, поскольку использование исключительно финансовых метрик приводит к неполному учету долгосрочных рисков и возможностей.

В ходе работы решены задачи, связанные с критическим анализом подходов к оценке инвестиционной привлекательности, систематизацией существенной нефинансовой информации, разработкой методики двухконтурной интеграции ESG-факторов и апробацией предложенного инструментария на материалах нефтегазовой отрасли.

Ключевым результатом исследования выступает разработка методики количественного учета факторов устойчивого развития в анализе инвестиционной привлекательности на базе модели дисконтированных денежных потоков с использованием двухконтурной логики интеграции. Первый контур реализуется через прямые корректировки финансовых драйверов модели (в тех случаях, когда воздействие ESG-факторов поддается количественной оценке и обоснованию). Второй контур обеспечивает учет остаточного влияния устойчивого развития через внедрение интегрального показателя устойчивого развития, рассчитываемого методом рейтинговой оценки на основе сопоставления с компаниями-аналогами и последующей корректировки терминальной стоимости. Такой механизм позволяет увязать профиль корпоративной устойчивости с долгосрочным потенциалом создания стоимости и одновременно избежать методологически неоправданной повторной корректировки прогнозных денежных потоков.

Важным элементом разработанного подхода является обеспечение логической связности и прозрачности процедур интеграции: предусмотрена последовательность идентификации существенных ESG-показателей, их

распределение по каналам влияния и дальнейшая трассировка к элементам финансовой модели либо к интегральной оценке. Это позволяет формировать единый аналитический контур, в котором нефинансовая информация не подменяет финансовую, а дополняет ее, улучшая качество прогнозирования и интерпретации результатов. Тем самым устраняется характерный для практики разрыв между декларативным учетом ESG-факторов и их фактическим отражением в анализе инвестиционной привлекательности.

В рамках предложенного инструментария разработан подход к расчету модифицированной инвестиционной стоимости. Данный показатель отражает скорректированную с учетом ESG-факторов оценку стоимости объекта инвестирования для конкретного инвестора. Инвестиционная стоимость трактуется как итоговая стоимостная величина, получаемая на основе расчета дисконтированных денежных потоков с учетом прямых ESG-корректировок и дополнительной поправки, определяемой отклонением уровня устойчивости компании от отраслевых ориентиров и интегрируемой через терминальный компонент модели. Применение данного показателя обеспечивает связность учета нефинансовых факторов в результирующем показателе, что расширяет аналитические возможности интерпретации инвестиционной привлекательности.

Эмпирическая апробация разработанной методики выполнена на примере ПАО «Лукойл» и сопоставимой выборки публичных компаний отрасли. В рамках исследования сформирован перечень показателей устойчивого развития и проведена их практическая классификация по предложенному алгоритму: из 57 показателей 7 были интегрированы в DCF-модель через прямые корректировки, 38 использованы для расчета интегрального показателя устойчивого развития, а 12 исключены вследствие недостатка раскрытия или несоответствия критериям существенности. Полученные результаты подтверждают воспроизводимость и прикладной характер подхода, а также его пригодность для выявления ключевых ESG-рисков и преимуществ компании относительно аналогов.

Теоретическая значимость исследования заключается в развитии понятийного аппарата инвестиционного анализа в части интеграции ESG-факторов и уточнении трактовки инвестиционной привлекательности как категории, ориентированной на долгосрочную ценность для конкретного инвестора. Методическая значимость определяется разработкой формализованных процедур отбора существенных ESG-показателей, построения интегральной оценки устойчивого развития и корректировки терминального компонента DCF-модели на основе отраслевых ориентиров, что в совокупности создает воспроизводимый инструментарий количественного учета нефинансовых факторов.

Практическая значимость полученных результатов состоит в возможности применения разработанного инструментария в деятельности инвесторов, аналитиков и корпоративных финансовых подразделений при анализе инвестиционной привлекательности, а также при сравнительном анализе устойчивого развития компаний-аналогов. Отдельно следует отметить, что рассчитанный интегральный показатель устойчивого развития может применяться не только инвесторами, но и иными стейкхолдерами как инструмент диагностики: для выявления конкурентных преимуществ и зон улучшения, приоритизации ESG-инициатив и оценки их потенциального влияния на инвестиционную привлекательность и риск-профиль компании.

Одновременно результаты исследования позволяют сформулировать ряд методологических ограничений и направлений дальнейшей научной проработки. Во-первых, надежность оценок зависит от полноты и качества раскрытия нефинансовой информации: при отсутствии раскрытия отдельных значимых показателей их формальное приравнивание к нулю способно исказить оценочную картину и требует дальнейшего развития процедур корректного обращения с пропусками и неопределенностью данных. Во-вторых, для повышения сопоставимости результатов целесообразны дополнительные исследования по калибровке весов и чувствительности

параметров интегральной оценки, расширению отраслевого охвата и адаптации методики к различным юрисдикциям и стандартам раскрытия.

Поставленная цель исследования достигнута, а результаты диссертационной работы подтверждают возможность и целесообразность системной интеграции факторов устойчивого развития в количественный анализ инвестиционной привлекательности публичных компаний. Предложенная методика обеспечивает прозрачный и методологически согласованный синтез показателей текущей операционной эффективности и профиля корпоративной устойчивости, повышает обоснованность инвестиционных выводов и снижает риск неполного учета долгосрочных факторов создания стоимости. Тем самым сформирована методическая основа для более точной интерпретации инвестиционной привлекательности компаний в условиях роста значимости нефинансовых факторов и усиления требований к качеству инвестиционной аналитики.

Список литературы

Книги

1. Баканов, М.И. Теория экономического анализа : учебник / М.И. Баканов, М.В. Мельник, А.Д. Шеремет ; под общей редакцией М.И. Баканова. – Москва : Финансы и статистика, 2005. – 536 с. – ISBN 978-5-279-02718-7.
2. Бариленко, В.И. Влияние теории стейкхолдеров на развитие современного экономического анализа / В.И. Бариленко. – Москва : КноРус, 2025. – 220 с. – ISBN 978-5-406-10913-7.
3. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. – Москва : Эльга, 2007. – 624 с. – ISBN 978-966-521-266-9.
4. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов : базовый курс / Р. Брейли, С. Майерс, Ф. Аллен ; под общей редакцией А. В. Бухвалова; перевод с английского В. Л. Окулова. – Москва : Диалектика-Вильямс, 2022. – 736 с. – ISBN 978-5-907458-29-1.
5. Виленский, П.Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов: теория и практика / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. – Москва : Поли Принт Сервис, 2015. – 1300 с. – ISBN 978-5-904466-17-6.
6. Ендовицкий, Д.А. Анализ инвестиционной привлекательности организации : научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.А. Бабушкин, Н.А. Батурина [и др.] ; под общей редакцией Д.А. Ендовицкого. – Москва : КноРус, 2017. – 374 с. – ISBN 978-5-406-04662-3.
7. Савицкая, Г.В. Анализ эффективности и рисков предпринимательской деятельности : методические аспекты / Г.В. Савицкая. – Москва : Инфра-М, 2022. – 291 с. – ISBN 978-5-16-012373-8.
8. Урсул, А.Д. Путь в ноосферу: концепция выживания и устойчивого развития цивилизации / А.Д. Урсул. – Москва : Луч, 1993. – 275 с. – ISBN отсутствует.

9. Усманова, А.С. Оценка стоимости компаний на российском рынке: особенности и направления совершенствования / А.С. Усманова, Д.С. Тараскин. – Москва : Русайнс, 2022. – 108 с. – ISBN 978-5-466-04531-4.

10. Федотова, М.А. Стоимостно-ориентированное управление корпорацией: теория, методология и практика / М. А. Федотова, Т.В. Тазихина, В.В. Григорьев. – Москва : КноРус, 2020. – 146 с. – ISBN 978-5-406-00658-0.

11. Шеремет, А.Д. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций / А.Д. Шеремет, Е.В. Негашев. – Москва : Инфра-М, 2022. – 206 с. – ISBN 978-5-16-003068-5.

Нормативные правовые акты

12. О проведении эксперимента по ограничению выбросов парниковых газов в отдельных субъектах Российской Федерации [Федеральный закон от 06.03.2022 № 34-ФЗ (ред. от 13.06.2023)]. – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_411051/ (дата обращения: 07.03.2026).

13. Об особенностях раскрытия и (или) предоставления информации, подлежащей раскрытию и (или) предоставлению в соответствии с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг» [Постановление Правительства Российской Федерации от 04.07.2023 № 1102]. – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_451396/ (дата обращения: 07.04.2025).

14. Об особенностях раскрытия консолидированной финансовой отчетности [Постановление Правительства Российской Федерации от 13.09.2023 № 1490]. – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс».

– Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_457247/ (дата обращения: 07.04.2025).

15. Об оценочной деятельности в Российской Федерации [Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ (ред. от 02.07.2021)]. – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения: 07.04.2025).

16. Об утверждении методических рекомендаций по подготовке отчетности об устойчивом развитии [Приказ Министерства экономического развития Российской Федерации от 01.11.2023 № 764]. – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_461485/ (дата обращения: 07.04.2025).

Стандарты

17. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 1 «Представление финансовой отчетности» [Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 28.12.2015 № 217н (ред. от 13.12.2023)]. – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193588/ (дата обращения: 07.04.2025).

18. Федеральный стандарт оценки «Виды стоимости (ФСО II)» [Приказ Министерства экономического развития Российской Федерации от 14.04.2022 № 200 (ред. от 30.11.2022)]. – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_415358/2ec6f63e908756cse61cd3b11ea65b742bcc70fb/ (дата обращения: 07.04.2025).

19. Бариленко, В.И. Расширение комплексности экономического анализа / В.И. Бариленко // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. – 2021. – № 4. – С. 142-147. – ISSN 1560-8816.

20. Батаева, Б.С. Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний / Б.С. Батаева, А.Д. Кокурина, Н.А. Карпов // Управленец. – 2021. – № 6. Том 12. – С. 20-32. – ISSN 2218-5003.

21. Батаева, Б.С. Влияние факторов корпоративного управления на уровень раскрытия ESG-информации российскими публичными компаниями / Б.С. Батаева, Н.А. Карпов // Управленец. – 2023. – № 3. Том 14. – С. 30-43. – ISSN 2218-5003.

22. 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.

23. 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.

24. 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.

25. 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.

26. 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.

27. Белик, И.С. Влияние ESG-факторов на финансовое состояние и инвестиционную привлекательность российских публичных компаний / И.С. Белик, А.С. Дуцинин, Н.Л. Никулина // Управленец. – 2022. – № 6. Том 13. – С. 44-55. – ISSN 2218-5003.

28. Белик, И.С. Управленческий аспект учета ESG-факторов в оценке стоимости компании / И.С. Белик, А.С. Дуцинин, Н.Л. Никулина // Финансы: теория и практика. – 2023. – № 6. Том 27. – С. 161-172. – ISSN 2078-9017.

29. Ефимова, О.В. Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование / О.В. Ефимова, М.А. Волков, Д.А. Королева // Финансы: теория и практика. – 2021. – № 4. Том 25. – С. 82-97. – ISSN 2587-5671.

30. Ефимова, О.В. Анализ устойчивого развития компании: стейкхолдерский подход / О.В. Ефимова // Экономический анализ: теория и практика. – 2013. – № 45. – С. 41-51. – ISSN 2073-039X.

31. Ефимова, О.В. Интеграция аспектов устойчивого развития в процесс обоснования инвестиционных решений / О.В. Ефимова // Экономический анализ: теория и практика. – 2018. – № 1 (472). – С. 48-65. – ISSN 2073-039X.

32. Ефимова, О.В. Об учете факторов устойчивого развития в финансовом моделировании инвестиционных проектов / О.В. Ефимова // Вестник ВГУ. Серия: Экономика и управление. – 2021. – № 2. – С. 99-111. – ISSN 1814-2966.

33. Ефимова, О.В. ESG-аналитика в системе принятия инвестиционных решений: в поисках существенной информации / О.В. Ефимова // Вестник ВГУ. Серия: Экономика и управление. – 2023. – № 2. – С. 3-17. – ISSN 1814-2966.

34. Ефимова, О.В. ESG-рейтинги: актуальные проблемы формирования и использования / О.В. Ефимова // Вестник Академии знаний. – 2023. – № 4. – С. 104-110. – ISSN 2304-6139.

35. Захматов, Д.Ю. Система ESG-координат в методологии оценки стоимости активов / Д.Ю. Захматов // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2022. – № 59. – С. 109-126. – ISSN 1998-8648.

36. Зенкина, И.В. Влияние регуляторных рисков ESG-интеграции на устойчивое развитие энергетических компаний / И.В. Зенкина // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2021. – № 4. Том 17. – С. 624-648. – ISSN 2073-2872.

37. Каранина, Е.В. Исследование категории инвестиционной привлекательности организации / Е.В. Каранина, С.В. Перминов // Общество. Наука. Инновации (НПК-2022) : сборник статей XXII Всероссийской научно-практической конференции, Киров, 11-29 апр. 2022 г. – Киров : Вятский государственный университет, 2022. Том 1. – С. 1025-1030. – ISBN 978-5-98228-253-8.

38. Когденко, В.Г. Финансовое моделирование и прогностический анализ / В. Г. Когденко, Т.К. Винокурова // Финансовая безопасность – новые горизонты : материалы X Международной научно-практической конференции Международного сетевого института в сфере ПОД/ФТ, Москва, 19–20 ноября 2024 г. – Москва : Национальный исследовательский ядерный университет МИФИ, 2024. – С. 1075-1080. – ISBN 978-5-7262-3123-5.

39. Крылов, Э.И. Оценка эффективности инвестиционных проектов в условиях риска и неопределенности / Э.И. Крылов, В.М. Власова, В.А. Варфоломеева // Вестник современных исследований. – 2018. – № 12.2(27). – С. 296-298. – ISSN 2541-8300.

40. Любушин, Н.П. Моделирование устойчивого развития экономических систем различных иерархических уровней на основе ресурсоориентированного подхода / Н.П. Любушин, Н.Э. Бабичева, А.К. Игошев, Н.В. Кондрашова // Экономический анализ: теория и практика. – 2015. – № 48. – С. 2-12. – ISSN 2073-039X.

41. Мазуренко, О.М. Эволюция понятия «устойчивое развитие» в экономической науке / О.М. Мазуренко // Экономическая наука сегодня. – 2015. – № 3. – С. 206-210. – ISSN 2309-6667.

42. Мартынова, М.М. Раскрытие информации о климате как фактор инвестиционной привлекательности российских компаний / М.М. Мартынова // Московский экономический журнал. – 2021. – № 5. – С. 365-379. – ISSN 2413-046X.

43. Нестеров, В.Н. Методические подходы к оценке инновационной деятельности / В.Н. Нестеров, Л.Б. Сунгатуллина // Дайджест-финансы. - 2024. – № 3. – С. 244-264. – ISSN 2073-8005.

44. Овечкин, Д.В. Ответственные инвестиции: влияние ESG-рейтинга на рентабельность фирм и ожидаемую доходность на фондовом рынке / Д.В. Овечкин // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2021. – № 1. – С. 43-53. – ISSN 2310-1172.

45. Печенова, Е.А. Основные подходы к анализу и оценке инвестиционной привлекательности компании / Е.А. Печенова // Инновации и инвестиции. – 2019. – № 3. – С. 22-34. – ISSN 2307-180X.

46. Пласкова, Н.С. Совершенствование методического инструментария бизнес-анализа эффективности деятельности предприятия / Н.С. Пласкова // Управленческие науки. – 2022. – № 1. Том 12. – С. 32-41. – ISSN 2304-022X.

47. Селезнев, А.С. Место принципов ESG в повышении капитализации компании / А.С. Селезнев // Экономика строительства. – 2023. – № 9. – С. 23-28. – ISSN 0131-7768.

48. Федотова, М.А. Трансформация оценки инвестиционных проектов: от эффективности к интегрированной стоимости / М.А. Федотова, Т.В. Тазихина, Ю.В. Андрианова // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2020. – № 1 (220). – С. 59-69. – ISSN 2072-4098.

49. Чернышова, Л.И. Оценка инвестиционной привлекательности транспортного предприятия / Л.И. Чернышова // Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2022. – № 11. – С. 170-174. – ISSN 1818-4057.

50. Чугумбаев, Р.Р. Основы использования метода расстояний в проведении бенчмаркингвого анализа экономических показателей / Р.Р. Чугумбаев // Экономический анализ: теория и практика. – 2019. – № 26. – С. 40-46. – ISSN 2073-039X.

Электронные ресурсы

51. Библиотека корпоративных практик / Российский союз промышленников и предпринимателей : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: https://rspp.ru/sustainable_development/library-practic/ (дата обращения: 09.05.2025).

52. Инвесторам и акционерам / ПАО «ЛУКОЙЛ» : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://lukoil.ru/InvestorAndShareholderCenter> (дата обращения: 09.05.2025).

53. Информационное письмо Банка России от 29 декабря 2023 г. № ИН-02-28/76 «О рекомендациях публичным акционерным обществам и эмитентам эмиссионных ценных бумаг по разработке стратегии устойчивого развития и стратегии климатического перехода». – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс» – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_467288/ (дата обращения: 07.04.2025).

54. Информационное письмо Банка России от 30 июня 2023 г. № ИН-06-28/52 «О рекомендациях по разработке методологии и присвоению ESG-рейтингов (рейтингов устойчивого развития)». – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_451954/ (дата обращения: 07.04.2025).

55. Информационное письмо Банка России от 4 декабря 2023 г. № ИН-018-35/60 «О рекомендациях по учету климатических рисков для

финансовых организаций» / Банк России. – Текст : электронный. – URL: <https://www.cbr.ru/crosscut/lawacts/file/6556> (дата обращения: 07.04.2025).

56. Кривая бескупонной доходности государственных облигаций / Банк России : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/ (дата обращения: 07.04.2025).

57. Макроэкономический опрос Банка России / Банк России : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/ddkr/mo_br/ (дата обращения: 05.06.2024).

58. Маслин, Д.А. Теория иррелевантности дивидендной политики / Д.А. Маслин // Инновационная наука. – 2022. – № 6-2. – ISSN 2410-6070. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/teoriya-irrelevantnosti-dividendnoy-politiki> (дата обращения: 05.06.2024).

59. Московская биржа вводит требования к раскрытию нефинансовой информации / Московская Биржа : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/n73373?nt=0> (дата обращения: 07.10.2024).

60. Наше общее будущее : доклад / Международная комиссия по окружающей среде и развитию. – 1987. – Текст : электронный. – URL: <http://www.un.org/ru/ga/pdf/brundtland.pdf> (дата обращения: 15.02.2023).

61. ПАО «ЛУКОЙЛ» : файлы раскрытия информации / Центр раскрытия корпоративной информации Интерфакс : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=17&type=3> (дата обращения: 15.04.2024).

62. Перспективы развития мировой энергетики до 2050 года / ПАО «Лукойл» : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://lukoil.ru/Business/Futuremarketrends> (дата обращения: 15.04.2024).

63. Рейтинг ESG / Эксперт РА : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://raexpert.ru/ratings/esg> (дата обращения: 06.03.2025).

64. Сервис сравнения ключевых показателей нефинансовой отчетности российских компаний / Интерфакс : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://esg-disclosure.ru/> (дата обращения: 08.05.2025).

65. Синяков, Д.С. Инвестиционная привлекательность предприятий сферы торговли / Д.С. Синяков // Молодой ученый. – 2024. – № 46 (545). – С. 450–453. – ISSN 2077-8295. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://moluch.ru/archive/545/119195/> (дата обращения: 07.05.2025).

66. Стратегия социально-экономического развития Российской Федерации с низким уровнем выбросов парниковых газов до 2050 года / Правительство Российской Федерации : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://government.ru/docs/all/137358/> (дата обращения: 07.03.2025).

67. ESG отчетность / Федресурс : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://fedresurs.ru/esg> (дата обращения: 09.05.2025).

68. ESG-интеграция: рынки, методы и данные / CFA Institute : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.unpri.org/download?ac=9522> (дата обращения: 15.03.2022).

69. ESG-рейтинги / Национальное рейтинговое агентство : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ranational.ru/uslugi/sustainabilityservices/> (дата обращения: 06.03.2025).

Источники на иностранном языке

70. Ademi, B. Does it pay to deliver superior ESG performance? Evidence from US S&P 500 companies / B. Ademi, N.J. Klungseth // Journal of Global Responsibility. – 2022. – № 4. Volume 13. – P. 421-449. – ISSN 2041-2576. – Текст : электронный. – DOI 10.1108/JGR-01-2022-0006. – URL: <https://www.emerald.com/jgr/article/13/4/421/223876> (дата обращения: 08.05.2025).

71. Agosto, A. Divergence and aggregation of ESG ratings: a survey / A. Agosto, A. Tanda. – Open Research Europe, 2025. – ISSN 2732-5121. – Текст : электронный. – DOI 10.12688/openreseurope.19238.1. – URL: <https://open-research-europe.ec.europa.eu/articles/5-28> (дата обращения: 09.05.2025).

72. Ahmed, O. The impact of ESG on firm value: the moderating role of cash holdings / O. Ahmed, B. Abu Khalaf // Heliyon. – 2025. – Volume 11. – ISSN 2405-8440. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.heliyon.2025.e41868. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2405844025002488> (дата обращения: 09.05.2025).

73. Amel-Zadeh, A. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey / A. Amel-Zadeh, G. Serafeim // Financial Analysts Journal. – 2018. – № 3. Volume 74. – P. 87-103. – ISSN 1938-3312.

74. Answering Your Top Five Questions About the ISSB and SASB Standards / SASB : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://sasb.org/blog/answering-your-top-five-questions-about-the-issb-and-sasb-standards/> (дата обращения: 28.12.2023).

75. Atz, U. Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-analysis, and Propositions / U. Atz, T. Van Holt, Z. Liu, C. Bruno // Journal of Sustainable Finance and Investment. – 2023. – № 1. Volume 13. – P. 802-825. – ISSN 2043-0795. – Текст : электронный. – DOI 10.1080/20430795.2022.2106934. – URL: <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2106934> (дата обращения: 07.05.2025).

76. Aydoğmuş, M. Impact of ESG performance on firm value and profitability / M. Aydoğmuş, G. Gülay, K. Ergun // Borsa Istanbul Review. – 2022. – № 2. Volume 22. – P. 119-127. – ISSN 2214-8469. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.bir.2022.11.006. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S221484502200103X> (дата обращения: 07.05.2025).

77. Baker, M. How do investors value ESG? / M. Baker, M. Egan, S. Sarkar // NBER Working Paper Series. – 2022. – № 30708. – ISSN 0898-2937. – Текст : электронный. – DOI 10.3386/w30708. – URL: <https://www.nber.org/sy>

stem/files/working_papers/w30708/revisions/w30708.rev0.pdf (дата обращения: 07.04.2025).

78. Bancel, F. Do ESG Factors Influence Firm Valuation? Evidence from the Field / F. Bancel, D. Glavas, G. Karolyi // Social Science Research Network – 2023. – ISSN 1556-5068. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.4365196. – URL: <https://ssrn.com/abstract=4365196> (дата обращения: 09.05.2025).

79. Barnett, M. Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance / M. Barnett, R. Salomon // Strategic Management Journal. – 2006. – №11. Volume 27. – P. 1101-1122. – ISSN 0143-2095. – Текст : электронный. – DOI 10.1002/smj.557. – URL: <https://sms.onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.557> (дата обращения: 09.05.2025).

80. Berg, F. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings / F. Berg, J. Kölbel, R. Rigobon // Review of Finance. – 2022. – № 6. Volume 26. – P. 1315-1344. – ISSN 1573-692X. – Текст : электронный. – DOI 10.1093/rof/rfac033. – URL: <https://academic.oup.com/rof/article/26/6/1315/6590670> (дата обращения: 09.05.2025).

81. Berg, F. Is History Repeating Itself? The (Un)Predictable Past of ESG Ratings / F. Berg, K. Fabisik, Z. Sautner // Journal of Financial Economics. – 2023. – № 3. Volume 150. – ISSN 1879-2774. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jfineco.2023.103729. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3722087 (дата обращения: 03.06.2023).

82. Billio, M. Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance / M. Billio, M. Costola, I. Hristova [et al.] // Corporate Social Responsibility and Environmental Management. – 2021. – № 5. Volume 28. – ISSN 1535-3966. – Текст : электронный. – DOI 10.1002/csr.2177. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/csr.2177> (дата обращения: 08.05.2025).

83. Bissoondoyal-Bheenick, V. ESG Rating Disagreement: Implications and Aggregation Approaches / V. Bissoondoyal-Bheenick, S. Bennett, R. Lehnerr // Social Science Research Network – 2023. – ISSN 1556-5068. – Текст :

электронный. – DOI 10.2139/ssrn.4515761. – URL: <https://ssrn.com/abstract=4515761> (дата обращения: 09.05.2025).

84. Busch, T. Sustainable Development and Financial Markets: Old Paths and New Avenues / T. Busch, R. Bauer, M. Orlitzky // *Business and Society*. – 2016. – № 3. Volume 55. – P. 303-329. – ISSN 1552-4205. – Текст : электронный. – DOI 10.1177/0007650315570701. – URL: <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0007650315570701> (дата обращения: 09.05.2025).

85. Chatterji, A. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers / A. Chatterji, R. Durand, D. Levine, S. Touboul // *Strategic Management Journal*. – 2016. – № 8. Volume 37. – P. 1597-1614. – ISSN 1097-0266. – Текст : электронный. – DOI 10.1002/smj.2407. – URL: <https://sms.onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.2407> (дата обращения: 09.05.2025).

86. Chau, L. Valuing ESG: How financial markets respond to corporate sustainability / L. Chau, L. Anh, D. Vo // *International Business Review*. – 2025. – № 3. Volume 34. – ISSN 1873-6149. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.ibusrev.2025.102418. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969593125000319> (дата обращения: 09.05.2025).

87. Cheng, B. Corporate Social Responsibility and Access to Finance / B. Cheng, I. Ioannou, G. Serafeim // *Strategic Management Journal*. – 2014. – Volume 35. – P. 1-23. – ISSN 1097-0266. – Текст : электронный. – DOI 10.1002/smj.2131. – URL: <https://sms.onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.2131> (дата обращения: 09.05.2025).

88. Choi, S. ESG activities and financial stability: the case of a Korean financial firm / S. Choi, D. Ryu, W. You // *Borsa Istanbul Review*. – 2024. – № 5. Volume 24. – P. 945-951. – ISSN 2214-8469. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.bir.2024.05.007. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2214845024000863> (дата обращения: 09.05.2025).

89. Christensen, D. Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings / D. Christensen, G. Serafeim, A. Sikochi // *The*

Accounting Review – 2022. – № 1. Volume 97. – P. 147-175. – ISSN 1558-7967. – Текст : электронный. – DOI 10.2308/TAR20190506. – URL: <https://publications.aaahq.org/accounting-review/article-abstract/97/1/147/4390/Why-is-Corporate-Virtue-in-the-Eye-of-The-Beholder?redirectedFrom=fulltext> (дата обращения: 09.05.2025).

90. Clark, G.L. From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial performance / G.L. Clark, A. Feiner, M. Viehs // Social Science Research Network. – 2015. – ISSN 1556-5068. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.2508281. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2508281 (дата обращения: 09.05.2025).

91. Commission adopts European Sustainability Reporting Standards / European Commission : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://finance.ec.europa.eu/news/commission-adopts-european-sustainability-reporting-standards-2023-07-31_en (дата обращения: 08.05.2025).

92. Cornell, B. Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? / B. Cornell, A. Damodaran // NYU Stern School of Business. – 2020. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.3557432. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3557432 (дата обращения: 08.05.2025).

93. Damodaran, A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset / A. Damodaran. – New York : Wiley Finance, 2012. – 992 p. – ISBN 978-1-118-20657-7.

94. Dhaliwal, D.S. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting / D.S. Dhaliwal, O.Z. Li, A. Tsang [et al.] // The Accounting Review. – 2011. – № 1. Volume 86. – P. 59-100. – ISSN 1558-7967. – Текст : электронный. – DOI 10.2308/acrr.00000005. – URL: <https://publications.aaahq.org/accounting-review/article-abstract/86/1/59/3259/Voluntary-Nonfinancial-Disclosure-and-the-Cost-of?redirectedFrom=fulltext> (дата обращения: 08.05.2025).

95. Dincă, M.S. The relationship between ESG and firm value. Case study of the automotive industry / M.S. Dincă, C.D. Vezeteu, D. Dincă // *Frontiers in Environmental Science*. – 2022. – Volume 10. – ISSN 2296-665X. – Текст : электронный. – DOI 10.3389/fenvs.2022.1059906. – URL: https://www.researchgate.net/publication/366705648_The_relationship_between_ESG_and_firm_value_Case_study_of_the_automotive_industry (дата обращения: 08.05.2025).

96. Eccles, R. G. Investing Enlightenment: How Principle and Pragmatism Can Create Sustainable Value / R. G. Eccles, A. Kastropeli. – Boston : State Street Corporation, 2017. – Текст : электронный. – URL: https://arabesque.com/research/Final_The_Investing_Enlightenment.pdf (дата обращения: 08.05.2025).

97. Edmans, A. Sustainable Finance / A. Edmans, M.T. Kasperczyk // *Review of Finance*. – 2022. – Volume 69. – P. 1309-1313. – ISSN 1573-692X. – Текст : электронный. – DOI 10.1093/rof/rfac061. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4285892 (дата обращения: 09.05.2025).

98. Engert, A. ESG Ratings: Guiding a Movement in Search for Itself / A. Engert // *ECGI Working Paper Series in Law*. – 2023. – 44 p. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.4525932. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4525932 (дата обращения: 09.05.2025).

99. ESG Integration in Listed Equity: A Technical Guide / Principles for Responsible Investment. – Текст : электронный. – URL: <https://www.saoicmai.in/elibrary/practical-guide-to-ESG-integration-for-equity-investing.pdf> (дата обращения: 09.05.2025).

100. ESG Survey – What Corporates and Investors Think / Deutsche Bank : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000520951/ESG_Survey_%E2%80%93_What_corporates_and_investors_think.pdf (дата обращения: 29.12.2023).

101. ESG Survey Global Perceptions of Environmental, Social and Governance Investing' 2017 / CFA Institute : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/esg-survey-2017> (дата обращения: 09.05.2025).

102. Fang, L. From responsibility to value: ESG and long-term corporate value / L. Fang, X. Guo // PLoS One. – 2025. – № 4. Volume 20. – ISSN 1932-6203. – Текст : электронный. – DOI 10.1371/journal.pone.0322018. – URL: <https://journals.plos.org/plosone/article?id=10.1371/journal.pone.0322018> (дата обращения: 08.05.2025).

103. Fernandez, P. Are Calculated Betas Good for Anything? / P. Fernandez // Social Science Research Network. – 2004. – ISSN 1556-5068. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.504565. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=504565 (дата обращения: 08.05.2025).

104. Fernandez, P. Equivalence of ten different discounted cash flow valuation methods / P. Fernandez // EFMA 2004 Basel Meetings Paper. – 2004. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.367161. – URL : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=367161# (дата обращения: 08.05.2025).

105. Figuerola, I. ESG and Corporate Financial Performance: A Discounted Cash-Flow Perspective with Sustainability Implications / I. Figuerola, P. Paraskevas, S. Lumbreras [et al.] // Basel : MDPI AG. – 2025. – ISSN 2310-287X. – Текст : электронный. – DOI 10.20944/preprints202504.2210.v1. – URL: <https://scietty.org/articles/activity/10.20944/preprints202504.2210.v1> (дата обращения: 08.05.2025).

106. Fiorillo, P. ESG Performance and the Cost of Debt. Evidence from the Corporate Bond Market / P. Fiorillo, A. Meles, A. Ricciardi [et al.] // Social Science Research Network. – 2024. – ISSN 1556-5068. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.5024906. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5024906 (дата обращения: 08.05.2025).

107. General Sustainability-related Disclosures // IFRS : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ifrs.org/projects/completed-projects/2023/general-sustainability-related-disclosures/> (дата обращения: 29.12.2023).

108. Goss, A. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans / A. Goss, G.S. Roberts // *Journal of Banking & Finance*. – 2011. – № 7. Volume 35. – P. 1794-1810. – ISSN 1872-6372. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jbankfin.2010.12.002. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426610004498> (дата обращения: 08.05.2025).

109. Graham, B. *Security Analysis* / B. Graham, D. Dodd ; под общей редакцией W. Buffett. – 6th edition, – New York : McGraw-Hill Education, 2008. – 700 p. – ISBN 978-0-07-159253-6.

110. Greenwald, B.C.N. *Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond* / B.C.N. Greenwald, J. Kahn, P.D. Sonkin, M. – 1st edition – Hoboken : John Wiley & Sons, 2004. – 320 p. – ISBN 978-0-471-46339-9.

111. Gregory, A. Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth / A. Gregory, R. Tharyan, J. Whittaker // *Journal of Business Ethics*. – 2014. – № 4. Volume 124. – ISSN 1573-0697. – Текст : электронный. – DOI 10.1007/s10551-013-1898-5. – URL: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-013-1898-5> (дата обращения: 08.05.2025)

112. GRI Universal Standards 2021: Frequently Asked Questions (FAQs) / Global Reporting Initiative. – Amsterdam : GRI, 2021. – Текст : электронный. – URL: https://www.globalreporting.org/media/efoabd12/public-faqs-universal-standards-_1-october.pdf (дата обращения: 08.05.2025).

113. *Guidance for Integrating ESG Information into Equity Analysis and Research Reports* / CFA Institute. – Charlottesville, VA : CFA Institute, 2022. – Текст : электронный. – URL: <https://rpc.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/article/industry-research/guidance-for-integrating-esg-information-into-equity-analysis-and-research-reports.pdf> (дата обращения: 08.05.2025).

114. Hawken, P. Socially Responsible Investing: How the SRI Industry Has Failed to Respond to People Who Want to Invest with Conscience and What Can Be Done to Change It. / P. Hawken. – Sausalito, CA : Natural Capital Institute, 2004. – 40 р. – Текст : электронный. – URL: <https://community-wealth.org/sites/clone.community-wealth.org/files/downloads/report-harkin.pdf> (дата обращения: 10.04.2022).

115. Incorporating an ESG Lens in Business Valuations / KPMG : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/nl/pdf/2020/services/incorporating-esg-lens-in-business-valuations-final.pdf> (дата обращения: 21.12.2023).

116. ISSB issues inaugural global sustainability disclosure standards / IFRS Foundation : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2023/06/issb-issues-ifrs-s1-ifrs-s2/> (дата обращения: 08.05.2025).

117. Khan, M. Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality / M. Khan, G. Serafeim, A. Yoon // The Accounting Review. – 2016. – № 6. Volume 91. – P. 1697-1724. – ISSN 1558-7967. – Текст : электронный. – DOI 10.2308/accr-51383. – URL: <https://publications.aaahq.org/accounting-review/article/91/6/1697/3898/Corporate-Sustainability-First-Evidence-on> (дата обращения: 08.05.2025).

118. Kotsantonis, S. Four Things No One Will Tell You About ESG Data / S. Kotsantonis, G. Serafeim // Journal of Applied Corporate Finance. – 2019. – № 2. Volume 31. – ISSN 1745-6622. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/jacf.12346. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jacf.12346> (дата обращения: 08.05.2025).

119. Larcker, D.F. ESG Ratings: A Compass without Direction / D.F. Larcker, L. Pomorski, B. Tayan, E. M. Watts // Social Science Research Network. – 2022. – ISSN 1556-5068. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.4179647. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4179647 (дата обращения: 25.05.2023).

120. Li, Q. Retail investors and ESG news / Q. Li, E.M. Watts, C. Zhu // *Journal of Accounting and Economics*. – 2024. – № 2–3. Volume 78. – ISSN 1879-1980. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jacceso.2024.101719. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S016541012400049> (дата обращения: 07.04.2025).

121. Lopez-de-Silanes, F. Institutional investors and ESG preferences / F. Lopez-de-Silanes, J. A. McCahery, P.C. Pudschedl // *Corporate Governance: An International Review*. – 2024. – № 6. Volume 32. – ISSN 1467-8683. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/corg.12583. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/corg.12583> (дата обращения: 07.04.2025).

122. Montier, J. *Value Investing* / J. Montier. – 1st edition. – Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2009. – 424 p. – ISBN 978-0-470-68359-0.

123. Moolkham, M. SET ESG ratings and firm value: The new sustainability performance assessment tool in Thailand / M. Moolkham // *PLoS One*. – 2025. – № 2. Volume 20. – ISSN 1932-6203. – Текст : электронный. – DOI 10.1371/journal.pone.0315935. – URL: <https://journals.plos.org/plosone/article?id=10.1371/journal.pone.0315935> (дата обращения: 08.05.2025).

124. *MSCI ESG Ratings and Cost of Capital: A study of the long-term relationship between MSCI ESG Ratings and the cost of capital for corporate equity and debt issuers* / MSCI ESG Research LLC : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.msci.com/documents/10199/6c2115f3-5fef-b883-278d-853de6ffc019> (дата обращения: 08.05.2025).

125. Negara, N.G.P. Impact of ESG disclosure score on firm value: empirical evidence from ESG listed company in Indonesia Stock Exchange / N.G.P. Negara, G. Ishak, R.E.A. Priambodo // *European Journal of Business and Management Research*. – 2024. – № 2. Volume 9. – P. 114-118. – ISSN 2507-1076. – Текст : электронный. – DOI 10.24018/ejbmr.2024.9.2.2064. – URL: <https://www.ejbmr.org/index.php/ejbmr/article/view/2064> (дата обращения: 07.05.2025).

126. Norsif. Guide to ESG Integration in Fundamental Equity Valuation. – Текст : электронный. – URL: <https://finansfag.no/wp-content/uploads/2020/10/Guide-to-ESG-in-Valuation.pdf> (дата обращения: 19.12.2023).

127. Pastor, L. Dissecting green returns / L. Pastor, R.F. Stambaugh, L.A. Taylor // *Journal of Financial Economics*. – 2022. – № 2. Volume 146. – P. 403–424. – ISSN 1879-2774. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jfineco.2022.07.007. – URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2022.07.007> (дата обращения: 07.06.2025).

128. Pasupuleti, A. Assessing the impact of ESG scores on market performance in polluting companies: a post-COVID-19 analysis / A. Pasupuleti, L.R. Аyyagari, S.R. Akuthota // *Discover Sustainability*. – 2024. – Volume 5. – ISSN 2662-9984. – Текст : электронный. – DOI 10.1007/s43621-024-00338-8. – URL: <https://link.springer.com/article/10.1007/s43621-024-00338-8> (дата обращения: 07.06.2025).

129. Pedersen, L.H. Responsible investing: The ESG-efficient frontier / L.H. Pedersen, S. Fitzgibbons, L. Pomorski // *Journal of Financial Economics*. – 2021. – № 2. Volume 142. – P. 572-597. – ISSN 1879-2774. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jfineco.2020.11.001. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X20302853> (дата обращения: 08.05.2025).

130. Perspectives Paper: ESG and Business Valuation / International Valuation Standards Council (IVSC) ; сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ivsc.org/wp-content/uploads/2021/09/Perspectivespaper-ESGinBusinessValuation.pdf> (дата обращения: 08.05.2025).

131. Rahat, B. The impact of ESG profile on firm's valuation in emerging markets / B. Rahat, P. Nguyen // *International Review of Financial Analysis*. – 2024. – Volume 95. – ISSN 1873-8079. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.irfa.2024.103361. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S105752192400293X?via%3Dihub> (дата обращения: 08.05.2025).

132. Rappaport, A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors* / A. Rappaport. – New York : Free Press, 1998. – 205 p. – ISBN 978-0-684-84410-7.

133. *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures* / Task Force on Climate-related Financial Disclosures : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.fsb-tcfd.org/wp-content/uploads/2017/06/FINAL-TCFD-Report-062817.pdf> (дата обращения: 10.03.2022).

134. Renshaw, A.A. *ESG's Evolving Performance: First, Do No Harm* / A.A. Renshaw. – Frankfurt : Аxioma, Inc., 2018. – 17 p. – Текст : электронный. – URL: https://static1.squarespace.com/static/596a07c029687fd47a2d41cc/t/5b76dc0140ec9a72896d3ab5/1534516225871/WP_ESG_2018.07.pdf (дата обращения: 08.05.2025).

135. Rohendi, H. *Environmental, social, and governance disclosure and firm value: the role of competitive advantage as a mediator* / H. Rohendi, I. Ghozali, D. Ratmono // *Cogent Business & Management*. – 2024. – № 1. Volume 11. – ISSN 2331-1975. – Текст : электронный. – DOI 10.1080/23311975.2023.2297446. – URL: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23311975.2023.2297446> (дата обращения: 08.05.2025).

136. Ruan, L. *Environmental, Social, Governance Activities and Firm Performance: Evidence from China* / L. Ruan, H. Liu // *Sustainability*. – 2021. – № 2. Volume 13. – ISSN 2071-1050. – Текст : электронный. – DOI 10.3390/su13020767. – URL: <https://www.mdpi.com/2071-1050/13/2/767> (дата обращения: 07.04.2025).

137. *Russian oil: EU agrees on level of price cap* / Council of the European Union : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/12/03/russian-oil-eu-agrees-on-level-of-price-cap/> (дата обращения: 07.03.2025).

138. *SASB Standards overview* / IFRS Foundation : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://sasb.ifrs.org/standards/> (дата обращения: 08.05.2025).

139. Schramade, W. Integrating ESG into valuation models and investment decisions: the value-driver adjustment approach / W. Schramade // Journal of Sustainable Finance & Investment. – 2016. – № 2. Volume 6. – P. 95-111. – ISSN 2043-0809. – Текст : электронный. – DOI 10.1080/20430795.2016.1176425. – URL: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2016.1176425> (дата обращения: 08.05.2025).

140. SEC Adopts Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors / U.S. Securities and Exchange Commission : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-31> (дата обращения: 08.05.2025).

141. Seizing the ESG Criteria into Valuation Analysis / EY : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.ey.com/en_lu/sustainability-financial-services/seizing-the-esg-criteria-into-valuation-analysis (дата обращения: 23.05.2023).

142. State and Trends of Carbon Pricing 2022 / World Bank Open Knowledge : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/a1abead2-de91-5992-bb7a-73d8aaaf767f> (дата обращения: 06.03.2025).

143. Survey: Over 70% of Execs Lack Confidence in Their Own ESG Data Reported to Stakeholders / ESG Today : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.esgtoday.com/survey-over-70-of-execs-lack-confidence-in-esg-data-reported-to-stakeholders/> (дата обращения: 10.05.2023).

144. Sustainability and Enterprise Risk Management: The First Step Towards Integration / World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://docs.wbcsd.org/2017/01/WBCSD_Risk_Publication_2016.pdf (дата обращения: 08.05.2025).

145. Sustainability Reporting Guidance for the Oil and Gas Industry / ИРЕСА : сайт. – Текст : электронный. – URL:

<https://www.ipieca.org/resources/sustainability-reporting-guidance> (дата обращения: 29.12.2023).

146. The ESG Execution Gap: What Investors Think of Companies' Sustainability Efforts. PwC's Global Investor Survey 2022 / PwC : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/global-investor-survey-2022.html> (дата обращения: 29.12.2023).

147. The ESG Journey to Assurance: 2022 ESG Survey Results and Analysis / KPMG : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://kpmg.com/kpmg-us/content/dam/kpmg/pdf/2023/22122-esg-reporting-final.pdf> (дата обращения: 29.12.2023).

148. The move to mandatory reporting: Survey of Sustainability Reporting 2024 / KPMG : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://kpmg.com/xx/en/our-insights/esg/the-move-to-mandatory-reporting.html> (дата обращения: 07.04.2025).

149. Transition Implementation Group on IFRS S1 and IFRS S2–Call for Candidates / IFRS : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2023/04/tig-s1-s1-call-for-candidates/> (дата обращения: 29.12.2023).

150. UK and coalition partners announce price caps on Russian oil products / GOV.UK : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gov.uk/government/news/uk-and-coalition-partners-announce-price-caps-on-russian-oil-products> (дата обращения: 07.03.2026).

151. Visconti, R. M. DCF Metrics and the Cost of Capital: ESG Drivers and Sustainability Patterns / R. M. Visconti // Social Science Research Network. – 2021. – ISSN 1556-5068. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.4132432. – URL: <https://ssrn.com/abstract=4132432> (дата обращения: 16.04.2022).

152. Wong, W.C. Does ESG certification add firm value? / W.C. Wong, J.A. Batten, A.H. Ahmad [et al.] // Finance Research Letters. – 2021. – Volume 39. – ISSN 1544-6131. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.frl.2020.101593. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612319312735> (дата обращения: 08.05.2025).

153. Wu, S. The impact of ESG performance on firm value: The moderating role of ownership structure / S. Wu, X. Li, X. Du [et al.] // Sustainability. – 2022. – № 21. Volume 14. – ISSN 2071-1050. – Текст : электронный. – DOI 10.3390/142114507. – URL: <https://www.mdpi.com/2071-1050/14/21/14507> (дата обращения: 08.05.2025).

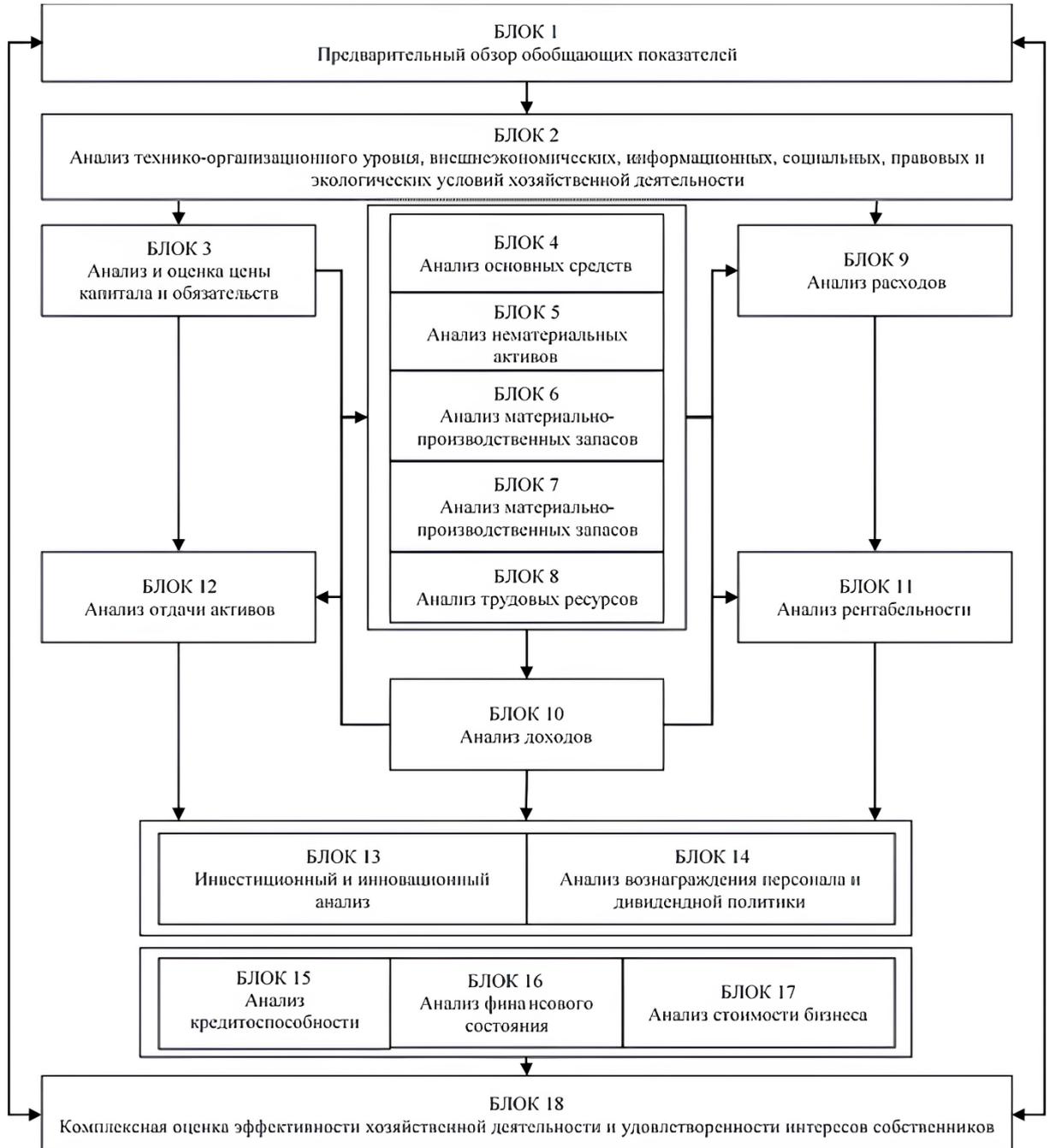
154. Yildiz, F. The Impact of ESG Criteria on Firm Value: A Strategic Analysis of the Airline Industry / F. Yildiz, F. Dayi, M. Yucel [et al.] // Sustainability. – 2024. – № 19. Volume 16. – ISSN 2071-1050. – Текст : электронный. – DOI 10.3390/su16198300. – URL: <https://www.mdpi.com/2071-1050/16/19/8300> (дата обращения: 08.05.2025).

155. Zerbib, O.D. Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Environmental Integration and Sin Stock Exclusion / O.D. Zerbib // Review of Finance. – 2022. – № 6. Volume 26. – P. 1345-1388. – ISSN 1573-692X. – Текст : электронный. – DOI 10.1093/rof/rfac045. – URL: <https://academic.oup.com/rof/article/26/6/1345/6647867> (дата обращения: 08.05.2025).

156. Zhou, J. Unlock your firm value with ESG performance? Evidence from ASX-listed companies / J. Zhou, W.H. Sharpe, A.K. Halabi [et al.] // Journal of Risk and Financial Management. – 2025. – № 5. Volume 18. – ISSN 1911-8074. – Текст : электронный. – DOI 10.3390/jrfm18050247. – URL: <https://www.mdpi.com/1911-8074/18/5/247> (дата обращения: 08.05.2025).

Приложение А
(Информационное)

Система комплексного экономического анализа



Источник: [3].

Рисунок А.1 – Система комплексного экономического анализа

Приложение Б
(Информационное)

Систематизация исследований и практических руководств по интеграции нефинансовых показателей в инвестиционный анализ

Таблица Б.1 – Систематизация исследований и практических руководств по интеграции нефинансовых показателей в инвестиционный анализ

Источник	Подход к ESG-интеграции	Обоснование подхода	Ограничения и примечания
1	2	3	4
Bancel, 2023 г.	Корректировка средневзвешенной стоимости капитала	Практики считают, что ESG-риски лучше учесть через надбавку к средневзвешенной стоимости капитала (отражает дополнительную премию за риск или снижение таковой).	Метод упрощает учет, однако существует риск нивелировать влияние факторов устойчивого развития, сведя их к единой корректировке; применение подхода требует надежного обоснования величины премии. Ограниченная достоверность исходных данных по показателям устойчивого развития затрудняет их количественную оценку.
Fang и Guo, 2025 г.	Прямые корректировки денежных потоков и средневзвешенной стоимости капитала	Выявлено эмпирическим путем: устойчивые практики приводят к росту прогнозируемых денежных потоков и снижению средневзвешенной стоимости капитала. Повышение показателей устойчивого развития усиливает операционную эффективность и сокращает системные и несистемные риски, что способствует росту рентабельности инвестированного капитала и дальнейшему снижению стоимости капитала.	Отраслевой контекст: экономика Китая в статусе переходной, поэтому полученные результаты могут не переноситься на развитые рынки. Причинно-следственная связь носит частично гипотетический характер, поскольку выводы основаны преимущественно на корреляционном анализе.
Fiorillo, 2024 г.	Корректировка стоимости заемного капитала	Согласно эмпирическим данным, компании с высокими показателями ESG привлекают заемный капитал на рынке облигаций примерно на 10 базисных пунктов дешевле по сравнению с остальными эмитентами, что объясняется снижением кредитного риска и растущим спросом инвесторов на «зеленые» облигации. В рамках модели дисконтированных денежных потоков это находит отражение в снижении стоимости заемного капитала или величины кредитного спреда.	Усредненное снижение доходности корпоративных облигаций составляет около десяти базисных пунктов, однако полученные данные демонстрируют значительную изменчивость в зависимости от сектора и страны. Исследование охватывает исключительно рынок облигаций, тогда как банки могут применять иные методики оценки ESG-рисков. Кроме того, величина эффекта подвержена оперативным изменениям в ответ на регуляторные новации.

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4
MSCI	Корректировка средневзвешенной стоимости капитала	Исторические данные свидетельствуют о том, что высокий ESG-рейтинг компании коррелирует с более низким значением β для акций и уменьшенными кредитными спредами облигаций, что отражает снижение требований рынка к доходности устойчивых эмитентов. На основании этих результатов предлагается корректировать стоимость собственного и заемного капитала пропорционально ESG-профилю компании.	Корреляционные зависимости не гарантируют наличия причинно-следственной связи, причем часть эффекта может уже быть учтена в ценах активов. Незначительные изменения ESG-рейтинга оказывают слабое влияние, что свидетельствует о чувствительности метода лишь к серьезным сдвигам порядка двух уровней; для корректного применения необходима своевременная и актуализированная информация о ESG-рейтингах.
Figuerola, 2025 г.	Комплексный подход: учет корректировка денежных потоков и средневзвешенной стоимости капитала	Систематический обзор показал, что факторы устойчивого развития воздействуют на четыре ключевых компонента стоимости компании в модели дисконтированных денежных потоков: во-первых, способствуют росту прогнозируемых денежных потоков за счет увеличения темпов роста и повышения маржинальности; во-вторых, снижают идиосинкратический риск, повышая стабильность этих потоков; в-третьих, уменьшают системный риск, что отражается в понижении показателя бета и волатильности; и, наконец, сокращают вероятность наступления экстремальных убытков. Совокупно влияние по всем четырем каналам приводит к повышению справедливой стоимости компании, поэтому рекомендуется количественно оценивать вклад устойчивых практик по каждому из указанных механизмов.	На практике выделение вклада каждого из каналов воздействия устойчивого развития сопряжено со значительными трудностями: эффекты могут накладываться друг на друга, поскольку снижение рисков одновременно отражается и в показателе бета, и в прогнозах денежных потоков. Несмотря на общее заключение о положительном влиянии устойчивых практик на стоимость компании, величина этого эффекта существенно варьируется в разных исследованиях. Поэтому важно проявлять осторожность и избегать завышения оценки, опираясь лишь на позитивные результаты.

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4
Zerbib, 2022 г.	Корректировка средневзвешенной стоимости капитала	В модели S-CAPM вводится корректировка: для акций компаний с низким уровнем ESG устанавливается повышенная требуемая доходность, что эмпирически проявляется в среднем снижении их стоимости на три процентных пункта вследствие исключения из устойчивых портфелей. В контексте оценки это позволяет изменять значение бета-коэффициента или величину риск-премии на собственный капитал в зависимости от ESG-профиля компании.	Модифицированная модель оценки капитальных активов с учетом устойчивого развития (S-CAPM) предполагает введение дополнительной премии за риск на основе ESG-профиля эмитента. Методологическая сложность заключается в необходимости задания параметра инвестиционных предпочтений, который не поддается прямому измерению. Данный подход применим преимущественно на тех рынках, где инвесторы, ориентированные на устойчивое развитие, занимают заметную долю. В рамках корпоративной оценки остается нерешенным вопрос определения доли таких инвесторов и степени «наказания» компаний за низкий ESG-рейтинг, что приводит к значительному разбросу оценочных результатов.
Pedersen, 2021 г.	Портфельный/отраслевой подход (оптимизация риска-доходности с учетом ESG)	Методология эффективной границы заключается в оптимизации компромисса между ожидаемой доходностью и уровнем ESG-оценки портфеля. В результате эмпирического анализа выявлен феномен «премии за компании с низким уровнем устойчивого развития»: эмитенты с худшими показателями ESG вынуждены предлагать более высокую избыточную доходность для привлечения интереса инвесторов. Следовательно, при оценке стоимости отдельной компании необходимо учитывать отраслевой контекст.	Для практического внедрения требуется наличие статистических данных о доходностях и значениях ESG-рейтингам по отрасли, которые не всегда доступны аналитику.

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4
KPMG, 2021 г.	Корректировка денежных потоков	KPMG демонстрирует методику прямой интеграции ESG-факторов в модель оценки: при негативном воздействии устойчивого развития следует снижать прогнозируемую выручку или увеличивать прогноз расходов (например, падение продаж вследствие трудовых конфликтов), а в случае положительного – учитывать экономию ресурсов и дополнительный доход от «зеленых» инициатив. В модель также закладываются потенциальные потери от экологических аварий, штрафов и иных инцидентов. При этом ставка дисконтирования остается «чистой», отражая лишь системный риск. Такой подход обеспечивает прозрачное выделение вклада каждого ESG-фактора в итоговую оценку.	Существует риск двойного учета, если аналитик вносит корректировки одновременно в прогнозы денежных потоков и в средневзвешенную стоимость капитала, что может привести к искажению итоговой оценки. Кроме того, высокая степень субъективности требует тщательного обоснования каждого допущения (например, размера штрафных санкций или процента снижения выручки). Во избежание подобных рисков рекомендуется применять сценарный анализ для отражения диапазона возможных результатов и повышения прозрачности модели.
IVSC, 2021 г.	Сценарный анализ	Международный совет по оценке (IVSC) рекомендует учитывать риски, связанные с ESG-факторами, посредством сценарного анализа. Вместо произвольного повышения ставки дисконтирования целесообразно моделировать, как, например, реализация жесткого климатического сценария скажется на будущей прибыли и справедливой стоимости компании. В рамках такого подхода вводятся явные корректировки финансовых прогнозов – например, закладываются дополнительные расходы на уплату углеродного налога с 2030 г., что позволяет отразить «хвостовые» риски. Кроме того, рекомендуется корректировать терминальную стоимость: для компаний с ограниченными ресурсами или устаревающей бизнес-моделью следует предусматривать более низкие темпы роста или ограничивать расчетный горизонт до момента завершения эксплуатации активов.	Сценарное моделирование существенно усложняет оценочную модель и увеличивает разброс итоговых значений, поскольку результаты напрямую зависят от выбора наборов вероятностей и допущений по каждому сценарию. К тому же на длинном горизонте неизбежны ошибки, связанные с возрастанием неопределенности будущих событий.

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4
CFA Institute, 2021 г.	Комбинированный метод: поправки к фин. моделям + чувствительность/сценарии	Рекомендуется корректировать финансовые прогнозы под влиянием ESG-факторов: например, снижать рентабельность продаж или чистую прибыль на величину ожидаемых штрафов, увеличивать капитальные затраты на экологические инициативы, а также корректировать оценочные мультипликаторы (коэффициент «цена/прибыль», коэффициент «стоимость предприятия/ЕБИТДА») относительно аналогов с учетом различий в устойчивом развитии. Помимо этого, целесообразно проводить анализ чувствительности (например, моделировать влияние изменения стоимости углеродных выбросов) и строить модели дисконтированных денежных потоков для альтернативных сценариев («базовый» и «ESG-ориентированный»).	Данный подход не предполагает наличия единой универсальной формулы и требует высокой профессиональной квалификации аналитика. Материальность факторов устойчивого развития устанавливается для каждой компании в индивидуальном порядке, что вносит элемент субъективности и может приводить к расхождению результатов у разных специалистов. Кроме того, различия в исходных данных и методологиях ESG-рейтинговых агентств снижают сопоставимость выводов и увеличивают неопределенность при принятии инвестиционных решений.
Федотова М.А.	Расширение модели дисконтированных денежных потоков за счет включения показателей технологической и интеллектуальной новизны, экологической и социальной значимости проекта	Традиционные показатели эффективности (NPV, IRR и другие) не отражают комплексные долгосрочные риски и выгоды, связанные с устойчивым развитием; внедрение интегральных нефинансовых показателей позволяет получить более полное представление о ценности проекта	Методика имеет концептуальный характер и требует адаптации под конкретные отраслевые условия, а также детализации количественных допущений при практической реализации

Источник: составлено автором по материалам [48; 78; 102; 105; 106; 113; 115; 130; 124; 129; 155].

Приложение В
(информационное)

Интеграция факторов устойчивого развития в инвестиционный анализ

Таблица В.1 – Перечень показателей устойчивого развития

Заинтересованные стороны	Направление деятельности в области устойчивого развития	Показатели	
1	2	3	
Потребители	Диверсификация реализованной продукции	Спрос на нефтепродукты в долгосрочном периоде	
		Структура продаж	
Контрагенты	Цепочка поставок	Условия приобретения/реализации продукции	
		Расходы на транспорт	
Сотрудники	Поддержка работников и условия труда	Наличие корпоративной пенсионной программы	
		Текучесть кадров	
		Доля в персонале молодежи до 30 лет	
		Доля работников, охваченных коллективными договорами	
		Средняя заработная плата	
		Доля сотрудников, работающих по бессрочному трудовому договору	
	Обучение и развитие сотрудников	Обучение и развитие сотрудников	Доля расходов на обучение в фонде оплаты труда
			Среднее количество часов обучения на одного обученного работника
			Среднегодовые затраты на обучение одного обученного работника
	Охрана труда и промышленная безопасность	Охрана труда и промышленная безопасность	Коэффициент частоты связанного с работой травматизма (LTAFR)
			Коэффициент травм, в результате которых наступила утрата трудоспособности или смерть работника (LTIFR)
			Количество смертельных случаев сотрудников

Продолжение таблицы В.1

1	2	3
Сотрудники	Охрана труда и промышленная безопасность	Коэффициент частоты всех регистрируемых травм (TRIFR)
	Вопросы корпоративной этики	Доля женщин в занятом персонале
		Доля в персонале работающих инвалидов
		Наличие политики по корпоративной этике
Государство	Выбросы парниковых газов	Выбросы парниковых газов (Охват 1)
		Выбросы парниковых газов (Охват 2)
		Выбросы парниковых газов (Охват 3)
		Выбросы парниковых газов (Охват 1) от сжигания газов на факелах
	Управление отходами	Выброс загрязняющих веществ в атмосферу от стационарных источников
		Образовано отходов I кл. опасности
		Образовано отходов II кл. опасности
		Образовано отходов III кл. опасности
		Образовано отходов IV кл. опасности
		Образовано отходов V кл. опасности
		Доля отходов, идущих на переработку Рекультивировано земель
	Управление водопотреблением	Собственное потребление воды из всех источников водоснабжения, без учета отпуска воды без использования внешним потребителям
		Объемы оборотного водоснабжения и повторно используемой воды
		Водоотведение всего
		Водоотведение загрязненных вод
	Энергопотребление	Собственное энергопотребление, без учета отпуска тепла и электроэнергии внешним потребителям
		Доля энергоресурсов, произведенных из ВИЭ, в общем объеме энергопотребления
	Иные вопросы	Затраты на охрану окружающей среды всего
		Доля закупок, товаров, работ, услуг у российских организаций в общем объеме закупок, от общей суммы
		Доля закупок у субъектов малого и среднего предпринимательства в общем объеме закупок у российских организаций, от общей суммы
Акционеры и инвесторы	Корпоративное управление	Наличие политики по устойчивому развитию и (или) иных стратегических документов в этой сфере
		Вхождение генерального директора в состав Совета директоров
		Коэффициент посещаемости заседаний совета директоров
		Доля женщин – руководителей всех уровней управления

Продолжение таблицы В1.

1	2	3
Акционеры и инвесторы	Корпоративное управление	Наличие политики по устойчивому развитию и (или) иных стратегических документов в этой сфере
		Вхождение генерального директора в состав Совета директоров
		Коэффициент посещаемости заседаний совета директоров
		Доля женщин – руководителей всех уровней управления
		Доля женщин в Совете директоров (наблюдательном совете)
		Наличие системы проверки поставщиков
		Независимые директора в составе совета директоров
		Наличие стимулов компенсации за устойчивое развитие
		Отвечает ли менеджмент компании качеству корпоративного управления
		Доля соблюдаемых пунктов Кодекса корпоративного управления
		Количество лет, за которые опубликована нефинансовая отчетность
Местные сообщества	Вклад в развитие местных сообществ	Наличие программы взаимодействия и поддержки местных сообществ
Недружественные государства	Разрушение устойчивого развития	Объем поддержки местных сообществ
		Цены на нефть под воздействием санкций

Источник: составлено автором.

Таблица В.2 – Показатели устойчивого развития, используемые в рамках расчета интегрального показателя

Заинтересованные стороны	Показатели	Единицы измерения	Лукойл	Татнефть	Роснефть	НОВАТЭК	Газпром	Сургутнефтегаз
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Сотрудники	Наличие корпоративной пенсионной программы	да/нет	Да	Да	Да	Да	Да	Да
	Доля в персонале молодежи до 30 лет	проценты	-	16	-	8	-	-
	Доля работников, охваченных коллективными договорами	проценты	93	-	68,5	91	-	-
	Средняя заработная плата	тыс. руб.	101	103	-	261	137	-
	Доля расходов на обучение в фонде оплаты труда	проценты	0.587588	0.530038	-	0.277495	-	-
	Среднее количество часов обучения на одного обученного работника	час.	100	34,88	68	54	65	-
	Среднегодовые затраты на обучение одного обученного работника	тыс. руб.	11,38	6,37	-	8,35	-	-
	Коэффициент частоты, связанного с работой травматизма (LTAFR)	коэф.	0,17	-	0,74	-	0,12	-
	Коэффициент травм, в результате которых наступила утрата трудоспособности или смерть работника (LTIFR)	коэф.	0.13	0.21	0.78	0.28	0.173	-
	Количество смертельных случаев сотрудников	чел.	2	2	4	1	11	-
	Коэффициент частоты всех регистрируемых травм (TRIFR)	коэф.	0,23	-	1,09	-	1,18	-
Наличие политики по корпоративной этике	да/нет	Да	Да	Да	Да	Да	Да	

Продолжение таблицы В.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Государство	Выбросы парниковых газов (Охват 3)	тонн	-	96 110 000	-	176 400 000	-	-
	Выброс загрязняющих веществ в атмосферу от стационарных источников	тонн	467 000	102 300	1 339 000	65 654	2 213 450	120 100
	Образовано отходов I кл. опасности	тонн	4	-	-	2	110	-
	Образовано отходов II кл. опасности	тонн	4	100	-	55	770	118,04354
	Образовано отходов III кл. опасности	тонн	32 000	84 170	-	2 740	104 230	-
	Образовано отходов IV кл. опасности	тонн	877 000	197 270	-	65 352	2 568 120	-
	Образовано отходов V кл. опасности	тонн	2 833 000	228 680	-	4 098	817 750	-
	Доля отходов, идущих на переработку	проценты	93	85,5	50	89	74	80
	Рекультивировано земель	га	71	-	470	425	15000	-
	Собственное потребление воды из всех источников водоснабжения, без учета отпуска воды без использования внешним потребителям	тыс.куб.м.	489 900	68 567	1 902 200	4 327	4 432 210	115 528
	Объемы оборотного водоснабжения и повторно используемой воды	тыс.куб.м.	3 230 000	1 111 400	2 181000	-	11 888 000	-
	Водоотведение всего	тыс.куб.м.	572 400	-	263 000	-	2 937 950	-
	Водоотведение загрязненных вод	млн куб. м	0,1	-	62,853	-	-	-
Собственное энергопотребление, без учета отпуска тепла и электроэнергии внешним потребителям	ГДж	471 000 000	153 252 967	565 100 000	17 294 000	2 448 200 000	143 804 359	

Продолжение таблицы В.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Государство	Доля энергоресурсов, произведенных из ВИЭ, в общем объеме энергопотребления	проценты	0,8	0,25	-	0,01	1,87	-
	Доля закупок, товаров, работ, услуг у российских организаций в общем объеме закупок, от общей суммы	проценты	99	100	-	82	98,5	-
	Затраты на охрану окружающей среды всего	тыс. руб.	7 978 000	11 099 255	41 766 302	3 088 000	43 517 900	23 801 400
Акционеры и инвесторы	Наличие политики по устойчивому развитию и (или) иных стратегических документов в этой сфере	да/нет	Да	Да	Да	Да	Да	Да
	Наличие системы проверки поставщиков	да/нет	Да	Да	Да	Да	Да	Да
	Независимые директора в составе совета директоров	проценты	33	20	45	56	18	2
	Наличие стимулов компенсации за устойчивое развитие	да/нет	Да	Да	Да	Да	Да	Да
	Отвечает ли менеджмент компании качеству корпоративного управления	да/нет	Да	Да	Нет	Да	Нет	Да
	Доля соблюдаемых пунктов Кодекса корпоративного управления	проценты	74	81	87	86	-	-
	Аудит нефинансовой отчетности за отчетный период	да/нет	Да	Да	Да	Да	Да	-
Местные сообщества	Наличие программы взаимодействия и поддержки местных сообществ	да/нет	Да	Да	Да	Да	Да	Да
	Объем поддержки местных сообществ	тыс. руб.	10 838 000	31 745 000	-	6 000 000	54 880 000	-

Источник: составлено автором по материалам [64].

Таблица В.3 – Нормированные показатели устойчивого развития, используемые в рамках расчета интегрального показателя

Заинтересованные стороны	Показатели	Единицы измерения	Лукойл	Татнефть	Роснефть	НОВАТЭК	Газпром	Сургутнефтегаз	Воздействие	Эталон
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Сотрудники	Наличие корпоративной пенсионной программы	да/нет	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	Положительное	1,00
	Доля в персонале молодежи до 30 лет	проценты	-	16,00	-	8,00	-	-	Положительное	16,00
	Доля работников, охваченных коллективными договорами	проценты	93,00	-	68,50	91,00	-	-	Положительное	93,00
	Средняя заработная плата	тыс. руб.	101,00	103,00	-	261,00	137,00	-	Положительное	261,00
	Доля расходов на обучение в фонде оплаты труда	проценты	0,59	0,53	-	0,28	-	-	Положительное	0,59
	Среднее количество часов обучения на одного обученного работника	час.	100,00	34,88	68,00	54,00	65,00	-	Положительное	100,00
	Среднегодовые затраты на обучение одного обученного работника	тыс.руб.	11,38	6,37	-	8,35	-	-	Положительное	11,38
	Коэффициент частоты связанного с работой травматизма (LTAFR)	коэф.	0,17	-	0,74	-	0,12	-	Отрицательное	0,12
	Коэффициент травм, в результате которых наступила утрата трудоспособности или смерть работника (LTIFR)	коэф.	0,13	0,21	0,78	0,28	0,17	-	Отрицательное	0,13

Продолжение таблицы В.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Сотрудники	Количество сотрудников на количество смертельных случаев сотрудников	коэф.	52 086,00	32 875,50	80 619,75	20 905,00	45 281,82	-	Положительное	80 619,75
	Коэффициент частоты всех регистрируемых травм (TRIFR)	коэф.	0,23	-	1,09	-	1,18	-	Отрицательное	0,23
	Наличие политики по корпоративной этике	да/нет	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	Положительное	1,00
Государство	Выбросы парниковых газов (Охват 3) / Выручка	коэф.	-	6 048,15	-	12 861,76	-	-	Отрицательное	6 048,15
	Выбросы парниковых газов (Охват 1) от сжигания газов на факелах / Выручка	коэф.	-	-	-	-	-	-	Отрицательное	0,00
	Выброс загрязняющих веществ в атмосферу от стационарных источников / Выручка	коэф.	5,89	6,44	14,61	4,79	25,91	5,35	Отрицательное	4,79
	Образовано отходов I кл. опасности / Выручка	коэф.	0,00	-	-	0,00	0,00	-	Отрицательное	0,00
	Образовано отходов II кл. опасности / Выручка	коэф.	0,00	0,01	-	0,00	0,01	0,01	Отрицательное	0,00
	Образовано отходов III кл. опасности / Выручка	коэф.	0,40	5,30	-	0,20	1,22	-	Отрицательное	0,20
	Образовано отходов IV кл. опасности / Выручка	коэф.	11,06	12,41	-	4,76	30,07	-	Отрицательное	4,76
Образовано отходов V кл. опасности / Выручка	коэф.	35,73	14,39	-	0,30	9,57	-	Отрицательное	0,30	
Доля отходов, идущих на переработку	проценты	93,00	85,50	50,00	89,00	74,00	80,00	Положительное	93,00	

Продолжение таблицы В.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Государство	Рекультивировано земель / Выручка	коэф.	0,00	-	0,01	0,03	0,18	3-	Положительное	0,18
	Собственное потребление воды из всех источников водоснабжения, без учета отпуска воды без использования внешним потребителям / Выручка	коэф.	6,18	4,31	20,76	0,32	51,89	5,14	Отрицательное	0,32
	Объемы оборотного водоснабжения и повторно используемой воды / Выручка	коэф.	40,74	69,94	-	-	139,17	-	Положительное	139,17
	Водоотведение всего / Выручка	коэф.	7,22	-	2,87	-	34,39	-	Положительное	34,39
	Водоотведение загрязненных вод / Выручка	коэф.	0,00	-	0,00	-	-	-	Положительное	0,00
	Собственное энергопотребление, без учета отпуска тепла и электроэнергии внешним потребителям / Выручка	коэф.	5 940,74	9 644,12	6 167,19	1 260,95	28 661,35	6 404,20	Отрицательное	1 260,95
	Доля энергоресурсов, произведенных из ВИЭ, в общем объеме энергопотребления	проценты	0,80	0,25	-	0,01	1,87	-	Положительное	1,87
	Доля закупок, товаров, работ, услуг у российских организаций в общем объеме закупок, от общей суммы	проценты	99	100	-	82	98,5	-	Положительное	100,00
	Затраты на охрану окружающей среды всего / Выручка	тыс. руб.	100,63	698,47	455,81	225,15	509,47	1 059,98	Положительное	1 059,98

Продолжение таблицы В.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Акционеры и инвесторы	Наличие политики по устойчивому развитию и (или) иных стратегических документов в этой сфере	да/нет	1	1	1	1	1	1	Положительное	1,00
	Наличие системы проверки поставщиков	да/нет	1	1	1	1	1	1	Положительное	1,00
	Независимые директора в составе совета директоров	%	33	20	45	56	18	2	Положительное	56,00
	Наличие стимулов компенсации за устойчивое развитие	да/нет	1	1	1	1	1	1	Положительное	1,00
	Отвечает ли менеджмент компании качеству корпоративного управления	да/нет	1	1	0	1	0	1	Положительное	1,00
	Доля соблюдаемых пунктов Кодекса корпоративного управления	проценты	74	81	87	86	-	-	Положительное	87,00
	Аудит нефинансовой отчетности за отчетный период	да/нет	1	1	1	1	1	-	Положительное	1,00
Местные сообщества	Наличие программы взаимодействия и поддержки местных сообществ	да/нет	1	1	1	1	1	1	Положительное	1,00
	Объем поддержки местных сообществ / Выручка	коэф.	136,70	1 997,69	-	437,47	642,49	-	Положительное	1 997,69

Источник: составлено автором по материалам [64].

Таблица В.4 – Расчет интегральной оценки по заинтересованной стороне «Сотрудники»

В долях единицы

Заинтересованные стороны	Показатели	Лукойл	Татнефть	Роснефть	НОВАТЭК	Газпром	Сургутнефтегаз
Сотрудники	Наличие корпоративной пенсионной программы	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Доля в персонале молодежи до 30 лет	0,00	1,00	0,00	0,25	0,00	0,00
	Доля работников, охваченных коллективными договорами	1,00	0,00	0,54	0,96	0,00	0,00
	Средняя заработная плата	0,15	0,16	0,00	1,00	0,28	0,00
	Доля расходов на обучение в фонде оплаты труда	1,00	0,81	0,00	0,22	0,00	0,00
	Среднее количество часов обучения на одного обученного работника	1,00	0,12	0,46	0,29	0,42	0,00
	Среднегодовые затраты на обучение одного обученного работника	1,00	0,31	0,00	0,54	0,00	0,00
	Коэффициент частоты связанного с работой травматизма (LTAFR)	0,50	0,00	0,03	0,00	1,00	0,00
	Коэффициент травм, в результате которых наступила утрата трудоспособности или смерть работника (LTIFR)	1,00	0,38	0,03	0,22	0,56	0,00
	Количество сотрудников на количество смертельных случаев сотрудников	0,42	0,17	1,00	0,07	0,32	0,00
	Коэффициент частоты всех регистрируемых травм (TRIFR)	1,00	0,00	0,04	0,00	0,04	0,00
Наличие политики по корпоративной этике	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Оценка показателей	-	0,87	0,64	0,58	0,68	0,62	0,41

Источник: составлено автором по материалам [64].

Таблица В.5 – Расчет интегральной оценки по заинтересованной стороне «Государство»

В долях единицы

Заинтересованные стороны	Показатели	Лукой	Татнефть	Роснефть	НОВАТЭК	Газпром	Сургутнефтегаз
1	2	3	4	5	6	7	8
Государство	Выбросы парниковых газов (Охват 3) / Выручка	0,00	1,00	0,00	0,22	0,00	0,00
	Выбросы парниковых газов (Охват 1) от сжигания газов на факелах / Выручка	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Выброс загрязняющих веществ в атмосферу от стационарных источников / Выручка	0,66	0,55	0,11	1,00	0,03	0,80
	Образовано отходов I кл. опасности / Выручка	1,00	0,00	0,00	0,12	0,00	0,00
	Образовано отходов II кл. опасности / Выручка	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Образовано отходов III кл. опасности / Выручка	0,24	0,00	0,00	1,00	0,03	0,00
	Образовано отходов IV кл. опасности / Выручка	0,19	0,15	0,00	1,00	0,03	0,00
	Образовано отходов V кл. опасности / Выручка	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00
	Доля отходов, идущих на переработку	1,00	0,85	0,29	0,92	0,63	0,74
	Рекультивировано земель / Выручка	0,00	0,00	0,00	0,03	1,00	0,00
Собственное потребление воды из всех источников водоснабжения, без учета отпуска воды без использования внешним потребителям / Выручка	0,00	0,01	0,00	1,00	0,00	0,00	

Продолжение таблицы В.5

1	2	3	4	5	6	7	8
Государство	Объемы оборотного водоснабжения и повторно используемой воды / Выручка	0,09	0,25	0,00	0,00	1,00	0,00
	Водоотведение всего / Выручка	0,04	0,00	0,01	0,00	1,00	0,00
	Водоотведение загрязненных вод / Выручка	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
	Собственное энергопотребление, без учета отпуска тепла и электроэнергии внешним потребителям / Выручка	0,05	0,02	0,04	1,00	0,00	0,04
	Доля энергоресурсов, произведенных из ВИЭ, в общем объеме энергопотребления	0,18	0,02	0,00	0,00	1,00	0,00
	Доля закупок, товаров, работ, услуг у российских организаций в общем объеме закупок, от общей суммы	0,98	1,00	0,00	0,67	0,97	0,00
	Затраты на охрану окружающей среды всего / Выручка	0,01	0,43	0,18	0,05	0,23	1,00
Оценка показателей	-	0,55	0,49	0,30	0,67	0,57	0,38

Источник: составлено автором по материалам [64].

Таблица В.6 – Расчет интегральной оценки по заинтересованной стороне «Акционеры и инвесторы»

В долях единицы

Заинтересованные стороны	Показатели	Лукойл	Татнефть	Роснефть	НОВАТЭК	Газпром	Сургутнефтегаз
Акционеры и инвесторы	Наличие политики по устойчивому развитию и (или) иных стратегических документов в этой сфере	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Наличие системы проверки поставщиков	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Независимые директора в составе совета директоров	0,35	0,13	0,65	1,00	0,10	0,00
	Наличие стимулов компенсации за устойчивое развитие	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Отвечает ли менеджмент компании качеству корпоративного управления	1,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00
	Доля соблюдаемых пунктов Кодекса корпоративного управления	0,72	0,87	1,00	0,98	0,00	0,00
	Аудит нефинансовой отчетности за отчетный период	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00
Оценка показателей	-	0,93	0,93	0,90	1,00	0,77	0,76

Источник: составлено автором по материалам [64].

Таблица В.7 – Расчет интегральной оценки по заинтересованной стороне «Местные сообщества»

В долях единицы

Заинтересованные стороны	Показатели	Лукой	Татнефть	Роснефть	НОВАТЭК	Газпром	Сургутнефтегаз
Местные сообщества	Наличие программы взаимодействия и поддержки местных сообществ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Объем поддержки местных сообществ / Выручка	0,00	1,00	0,00	0,05	0,10	0,00
Оценка показателей	-	0,71	1,00	0,71	0,72	0,74	0,71

Источник: составлено автором по материалам [64].

Таблица В.8 – Расчет общей интегральной оценки

В баллах

Показатели	Вес	Лукой	Татнефть	Роснефть	НОВАТЭК	Газпром	Сургутнефтегаз	Медианное значение
Сотрудники	30%	86,92	64,25	58,48	67,97	62,02	40,82	63,14
Государство	30%	54,98	48,73	30,10	66,69	57,37	37,89	51,85
Акционеры и инвесторы	30%	93,13	92,54	89,81	99,84	76,56	75,60	91,17
Местные сообщества	10%	70,88	100,00	70,71	72,39	74,28	70,71	71,63
Интегральная оценка	100%	77,59	71,66	60,59	77,59	66,22	53,37	68,94
Отклонение от медианного значения	-	12,56%	3,95%	-12,11%	12,55%	-3,95%	-22,59%	-

Источник: составлено автором по материалам [64].

Приложение Г
(информационное)

Модель дисконтированных денежных потоков

Таблица Г.1 – Прогнозные финансовые показатели ПАО «Лукойл» и расчет свободного денежного потока

В миллиардах рублей

Показатели	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
	факт	факт	факт	факт	факт	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз
Выручка	7 841	5 639	9 435	-	7 928	9 010	8 671	8 204	8 455	8 710
Операционная прибыль	821	281	979	-	1 427	1 709	1 535	1 321	1 115	1 122
Прибыль до налогообложения	793	99	967	-	1 408	1 690	1 516	1 302	1 096	1 103
Чистая прибыль	642	17	776	790	1 160	1 352	1 213	1 042	877	882
ЕБИТДА	1 236	687	1 404	-	2 005	2 330	2 200	2 029	1 867	1 917
Изменение чистого рабочего капитала	0	-44	224	0	255	-256	-19	-26	4	11
Расходы по налогу на прибыль	151	82	191	-	248	338	303	260	219	221
Капитальные затраты	450	495	433	-	860	870	870	870	870	870
Свободный денежный поток	635	154	555	-	642	1 378	1 046	924	773	815
Дисконтированный свободный денежный поток	-	-	-	-	-	1 254	787	576	399	348

Источник: составлено автором по материалам [61].