

ТЕХНОЛОГИЯ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ ДОЛГОСРОЧНОЙ СТОИМОСТЬЮ КОРПОРАЦИИ С УЧЕТОМ ФАКТОРОВ ESG

Бродунов Андрей Николаевич¹,

канд. экон. наук, доцент,
e-mail: abrodunov@muiiv.ru,

Бушуева Наталья Владимировна¹,

канд. экон. наук, доцент,
e-mail: nbushueva@muiiv.ru,

¹Московский университет имени С.Ю. Витте, г. Москва, Россия

В настоящее время происходит процесс глобального перераспределения потоков капитала в пользу рынков, обеспечивающих продвижение целей устойчивого развития, а учет в корпоративных стратегиях факторов, связанных с ответственным отношением к окружающей среде, высокой социальной ответственностью, должного качества корпоративного управления (вместе: ESG), анализируется рыночными агентами и оценивается с точки зрения способности корпораций к созданию долгосрочной стоимости. Научная и методологическая проблема состоит в том, что в настоящее время в недостаточной мере проработан методологический аппарат, связанный с оценкой эффективности принимаемых управленческих решений в части реализации проектов ESG и их влияния на стоимость корпорации. Статья посвящена технологии оценки и управления на основе стоимости с учетом экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления в гармонии с факторами экономического характера деятельности корпорации, формулирующей цель – создание устойчивой корпоративной стоимости.

Ключевые слова: ESG-факторы, окружающая среда, социальная ответственность, корпоративное управление, долгосрочная стоимость бизнеса

CORPORATION'S LONG-TERM VALUE TAKING INTO ACCOUNT ESG FACTORS

Brodunov A.N.¹,

candidate of economic sciences, associate professor,
e-mail: abrodunov@muiiv.ru,

Bushueva N.V.¹,

candidate of economic sciences, associate professor,
e-mail: nbushueva@muiiv.ru,

¹Moscow Witte University, Moscow, Russia

Currently, there is a process of global redistribution of capital flows in favor of markets that ensure the promotion of sustainable development goals, and the consideration in corporate strategies of factors related to responsible attitude to the environment, high social responsibility, proper quality of corporate governance (together: ESG) is analyzed by market agents and evaluated from the point of view of the ability of corporations to create long-term value. The scientific and methodological problem lies in the fact that currently the methodological apparatus related to the assessment of the effectiveness of management decisions made in terms of the implementation of ESG projects and their impact on the value of the corporation is insufficiently developed. The article is devoted to the technology of valuation and value-based management, taking into account environmental, social and corporate governance factors in harmony with the factors of the economic nature of the corporation's activities, which formulates the goal of creating sustainable corporate value.

Keywords: ESG factors, environment, social responsibility, corporate governance, long-term business value

DOI 10.21777/2587-554X-2023-2-81-93

Введение

В основе корпоративного финансового управления основным показателем, характеризующим стратегическую эффективность управленческих решений, является способность корпорации создавать стоимость. Вместе с тем, в соответствии с современной теорией корпоративного управления, целью любой корпорации должно явиться удовлетворение интересов заинтересованных сторон (стейкхолдеров)¹, а при разработке стратегии корпорации неизбежно сталкиваются с задачами, требующими принятия сложных компромиссных решений. Необходимость принятия таких решений, чаще всего, проявляется между капиталами или компонентами капитала, между различными временными горизонтами, а также между капиталами, принадлежащими организации, и капиталами, принадлежащими другим заинтересованным сторонам или не принадлежащими никому.

В стейкхолдерской модели управления корпоративная стоимость является характеристикой, затрагивающей интересы всех заинтересованных сторон компании. Поскольку из всего перечня заинтересованных сторон остаточными претендентами на создаваемую компанией стоимость являются акционеры, управленческие решения, принимаемые в рамках корпоративного управления и учитывающие интересы всех заинтересованных сторон (кроме акционеров), одновременно определяют уровень удовлетворенности интересов акционеров. У заинтересованных сторон могут быть разные интересы, которые оказывают влияние на бизнес, и наоборот, современные требования к ведению бизнеса, однозначно, оказывают влияние на формирование интересов стейкхолдеров. К современным интересам стейкхолдеров можно отнести социальные факторы и риски, а также проблемы окружающей среды и корпоративного управления.

По мере роста значимости этих интересов, связанных с требованиями устойчивого развития, растет потребность в комплексных и надежных способах оценки того, как различные аспекты корпоративного управления, экологические и социальные риски и возможности влияют на эффективность инвестиционных стратегий и создание стоимости [1].

Интеграция факторов ESG (Environmental, Social, Governance) в новый или существующий процесс создания стоимости требует времени и сопровождается постоянным поиском наиболее достоверных методик методом проб и ошибок. При этом задействовано множество переменных, а подходы к этому процессу различаются между менеджерами и даже между командами. Первый шаг – это убедить корпоративное руководство воспользоваться преимуществами интеграции факторов ESG в инвестиционные процессы корпорации.

Традиционный финансовый анализ и управление инвестиционным портфелем часто отличается от анализа ESG, причем вопросы устойчивости могут иметь значительные финансовые последствия для компаний.

Корпоративные финансовые и инвестиционные менеджеры должны знать, как оценивать эти факторы и нести ответственность за понимание рисков и возможностей ESG.

Подходы к интеграции факторов ESG можно отразить в так называемой фундаментальной стратегии с проведением количественного анализа создания стоимости до внедрения в стратегии развития факторов ESG и после ее внедрения. Данный подход требует внесения соответствующих корректировок в расчетные метрики.

Таким образом, модель интеграции факторов ESG в бизнес-модель определяет интеграцию ESG как «систематическое и явное включение существенных факторов ESG в инвестиционно-финансовый анализ и инвестиционные решения».

1. Методологическое обеспечение оценки стоимости компании при интеграции факторов ESG

Модель, представленная ниже, иллюстрирует, как интеграция ESG может применяться во всех инвестиционных стратегиях. Она состоит из пяти этапов, которые включают следующие действия:

¹ Стейкхолдеры компании (англ. stakeholder – «заинтересованная сторона», «причастная сторона») – это заинтересованные группы или лица, которые могут влиять на достижение компанией ее целей или сами находятся под воздействием этого процесса. Источник: Freeman R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach. – Boston: Pittman, 1984.

Этап 1: Качественный анализ – сбор соответствующей информации из различных источников и определение существенных факторов, влияющих на деятельность корпорации.

Этап 2: Количественный анализ – проведение количественного анализа финансового состояния корпорации, ее устойчивости, выявление существенных финансовых факторов, влияющих на стоимость активов.

Этап 3: Активная оценка собственности – выявление существенных финансовых факторов, инвестиционный анализ и инвестиционное решение могут инициировать или поддерживать обязательства компании об информировании заинтересованных сторон. Собранная дополнительная информация и результаты взаимодействия с заинтересованными сторонами будут использоваться в будущем инвестиционном анализе и, следовательно, окажут влияние на последующие инвестиционные решения.

Этап 4: Расчет чувствительности стоимости к изменению существенных финансовых факторов, определение набора направлений управленческих воздействий с учетом ESG-рисков и возможностей, выбор наиболее перспективных инвестиционных решений для роста стоимости.

Этап 5: Инвестиционное решение – анализ, выполненный на этапах 1–4, приведет к управленческому решению, которое должно основываться на основе принципов юридической разрешенности, физической осуществимости, социально-экономической эффективности и финансовой допустимости.

Обобщенная схема реализации процесса внедрения факторов ESG в процесс инвестиционно-финансового управления, основанного на стоимости, представлена на рисунке 1.

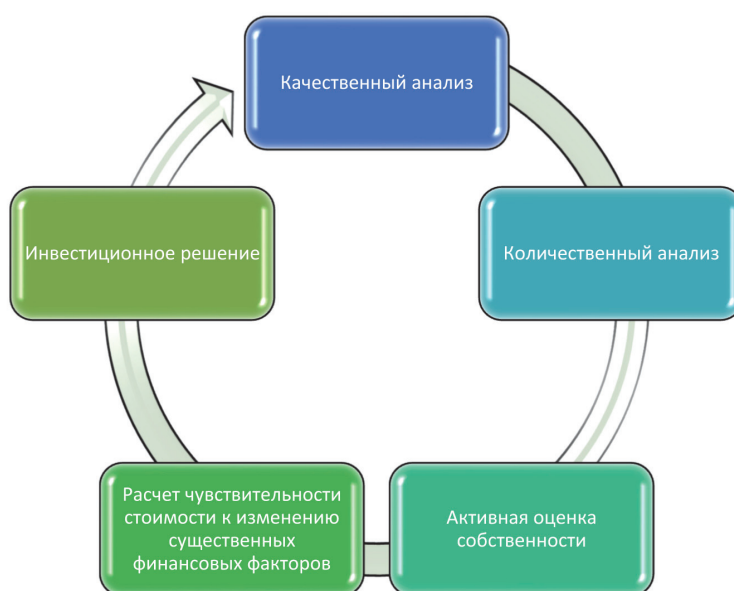


Рисунок 1 – Процедура принятия управленческих решений, основанных на стоимости²

Стоимость как конечный результат процесса управления, характеризует состояние компании на дату ее определения, что может послужить началом для принятия дальнейших решений, направленных на развитие компании.

Большинство подходов к оценке и управлению компанией направлено на рост фундаментальной стоимости. В свою очередь, фундаментальная стоимость – это та стоимость, которую заинтересованное лицо на основе оценки или доступных фактов рассматривает как «истинную».

Отметим, что в рамках такого подхода решения для прогнозирования будущих возможных результатов принимаются на основе данных компании о ее инвестиционных возможностях. Само прогнозирование при этом базируется на качественном и количественном анализе конкурентной среды, потенциальных возможностей продукции (услуг) компании, текущего состояния экономики и дальнейших тенденций в отрасли, оперативного и стратегического управления и т.п.

² Составлено авторами.

Далее требуется выстраивание модели оценки или ее подстройка под конкретные цели – оценить внутреннюю стоимость компании для сравнения ее с текущей стоимостью акций. Таким образом, аналитически можно определить компании, которые недооценены или переоценены рынком.

Альтернативным или дополнительным аналитическим инструментом выступает сравнительный анализ определенных мультипликаторов (коэффициентов), таких как: соотношение цена – прибыль (P/E), рентабельность инвестированного капитала (ROIC) и др. с данными показателями аналогичных компаний и/или их средним значением по отрасли для той же цели – определить, является ли стоимость компании недооцененной, переоцененной или справедливой. Сравнение в рамках относительной оценки осуществляется также по компаниям отрасли с дифференциацией выборки на корпорации, реализующие принципы ESG и корпорации, которые еще не пошли по этому пути.

Иначе говоря, при интеграции факторов ESG в инвестиционный анализ они рассматриваются наряду с другими факторами оценки.

На ранних этапах внедрения ESG был более распространен подход к обработке факторов ESG посредством качественного анализа, но инвесторы и менеджеры все чаще также проводят количественную оценку и интеграцию факторов ESG в модели финансового прогнозирования и оценки компании в соответствии с другими финансовыми факторами.

Далее более подробно рассмотрим методику проведения количественного анализа с фундаментальной точки зрения, при которой наиболее приемлемым считается доходный подход. Суть данного подхода определяется тем, что собственник капитала, вкладывающий его в действующий бизнес, в конечном счете, приобретает поток выгод, позволяющий ему претендовать на возврат и прирост капитала.

Фундаментальным фактором в модели DCF является свободный денежный поток (*free cash flow* – FCF), который показывает количество денежных средств в фиксированный промежуток времени, являющееся необходимым для компании в целях сохранения бизнеса [2]. Для осуществления оценки стоимости компании на основе метода дисконтирования денежных потоков необходимо построить прогнозную модель изменения денежных потоков, абсолютные значения которых за отчетные периоды приводятся (дисконтируются) к текущему временному моменту с использованием ставки дисконтирования, отражающей степень очевидности планируемых денежных потоков.

Другими словами, согласно методу дисконтированных денежных потоков, основой стоимости компании являются будущие денежные потоки, имеющие нестабильные темпы роста и остаточную (терминальную) стоимость, которая рассчитывается по истечении прогнозного периода, когда предполагается, что денежные потоки примут устойчивый вид (рисунок 2).

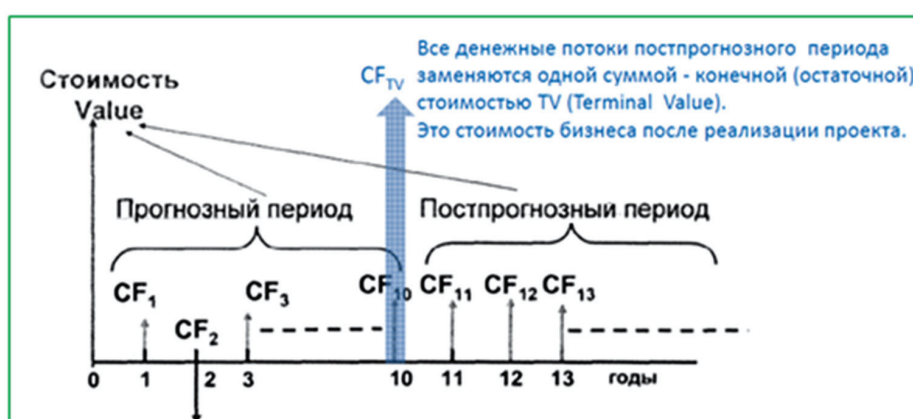


Рисунок 2 – Формирование стоимости на основе дисконтирования денежных потоков³

Базовый принцип построения денежных потоков формулируется следующим образом:

1) анализ притоков и оттоков денежных средств проводится по направлениям деятельности корпорации – основной, инвестиционной и финансовой;

³ Составлено авторами.

2) притоки денежных средств отражаются с положительным знаком, оттоки – с отрицательным (рисунок 3).

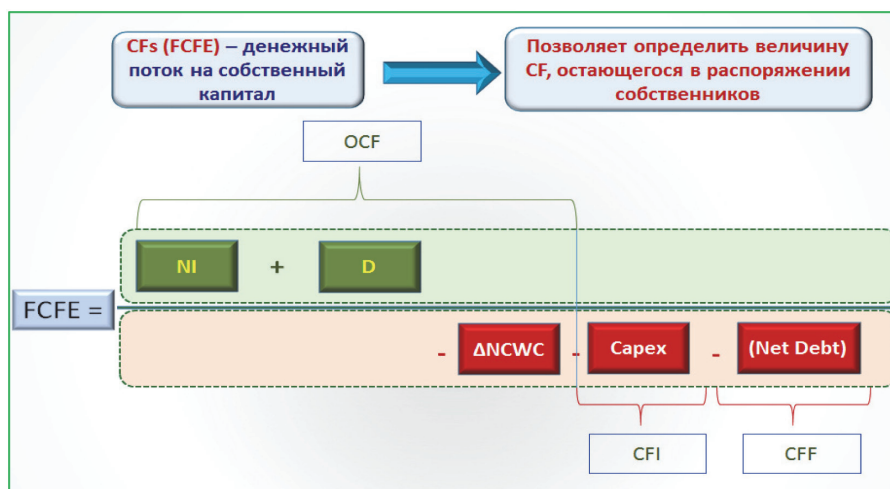


Рисунок 3 – Схема формирования свободного денежного потока на акционерный капитал⁴: NI (*net income*) – чистая прибыль; D (*depreciation*) – расходы на амортизацию; $\Delta NCWC$ (*non cash working capital*) – изменения в неденежной части чистого оборотного капитала (потребность в оборотном капитале); Capex – капиталовложения в долгосрочные активы; ND (*net debt*) – чистый заемный капитал, равный новым поступлениям заемного капитала за минусом выплаты основной суммы долга по существующим обязательствам

Источниками денежных средств компании выступают: прибыль от основной деятельности (за вычетом платежей заинтересованным сторонам); амортизация основных фондов и нематериальных активов; доходы от реализации имущества; прочие доходы, а также привлеченные внешние источники финансирования.

Основные направления использования денежных средств связаны с увеличением оборотного капитала, инвестициями в постоянные активы и обслуживанием внешней задолженности (выплаты по займам).

Структура денежного потока от использования собственного капитала (свободный денежный поток от собственного капитала – *free cash flow to equity* – FCFE) отражает как текущий, так и планируемый способ финансирования начальных, текущих и последующих инвестиций, обеспечивающих жизненный цикл компании, и дает возможность оценить стоимость акционерного капитала.

Иначе говоря, свободный денежный поток от собственного капитала дает возможность определить величину финансовых ресурсов, остающихся после выполнения всех финансовых обязательств, включая платежи по долгам, а также после осуществления капитальных затрат и покрытия потребностей в оборотном капитале [3].

Денежный поток на инвестированный капитал (свободный денежный поток компании – *free cash flow to the firm* – FCFF) не отражает планируемого движения и стоимости заемных средств, используемых для финансирования инвестиционного процесса (рисунок 4).

Для целей оценки в рамках стейкхолдерской модели правильнее использовать денежный поток на инвестированный капитал. Его также используют в тех случаях, когда, по каким-либо причинам, невозможно планировать денежные потоки с учетом движения заемных средств. Причиной этому могут быть следующие факторы:

- конкретный способ финансирования инвестиций, которые намечаются в будущие периоды t , начиная со стартовых инвестиций, еще не является проработанным;
- все соответствующие кредитные соглашения не подготовлены, а кредиторы лишь только приглашаются профинансировать бизнес по компенсирующим их риски ставкам.

⁴ Составлено авторами.

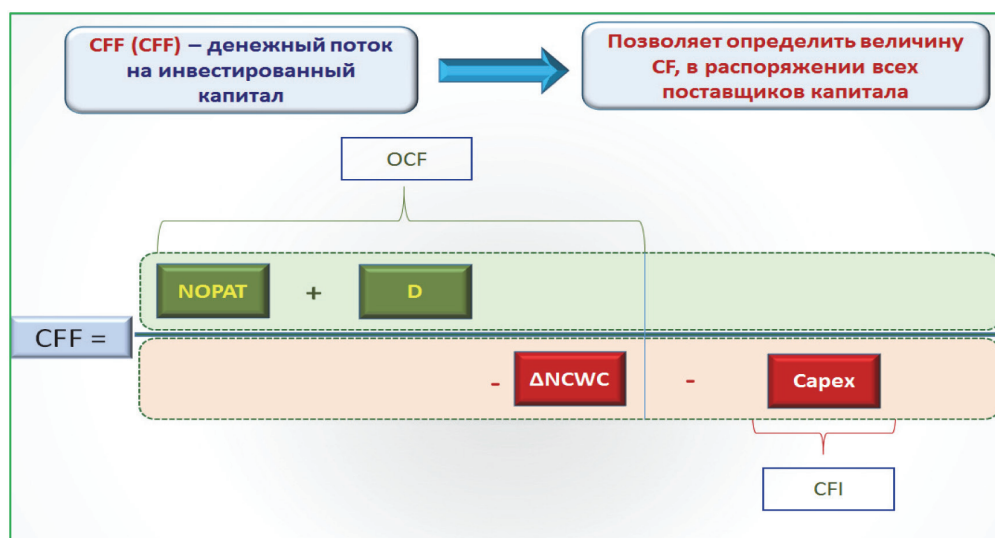


Рисунок 4 – Схема формирования денежного потока на инвестированный капитал⁵

В этом случае денежный поток от инвестированного капитала может быть определен по аналогии с приведенной ранее схемой, с той лишь разницей, что в ней будут отсутствовать процентные выплаты, прирост и уменьшение долгосрочной задолженности.

Стоимость, генерируемая корпорацией при использовании DCFM, определяется следующим соотношением (1):

$$V = \sum_{i=1}^N \frac{FCFF_i}{(1 + DR)^i} + \sum_{i=N+1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{(1 + DR)^N} = V_1 + V_2, \quad (1)$$

где V_1 – стоимость, создаваемая за прогнозный период;

V_2 – стоимость, создаваемая за постпрогнозный период.

Для прогноза денежных потоков в контексте выявления факторов стоимости может быть использована модель баланса и отчета о финансовых результатах, которая в качестве исходных данных требует построения аналитического баланса и отчета о финансовых результатах.

После введения в модель переменных из финансовой отчетности у аналитика появляется возможность определения ключевых факторов, влияющих на величину свободного денежного потока компании и, соответственно, на стоимость компании в целом (2):

$$FCFF_i = R_i \times EBIT MP_i \times (1 - T) - Capex_i + \frac{R_i}{T_i} \times [(OLT_i - CAT_i) - \frac{R_{i-1}}{T_{i-1}} \times (OLT_{i-1} - CAT_{i-1})], \quad (2)$$

где R_i – выручка в i -том периоде;

EBIT MP – маржа по операционной прибыли;

T – эффективная ставка налога на прибыль;

Capex – капитальные затраты;

OLT – коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности;

CAT – коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности;

T_i – количество дней в i -том году.

Нужно отметить, что последние два слагаемых – это часть денежного потока, обусловленного необходимостью вложений в оборотные средства.

Выведенное соотношение для FCFF верно для любого периода прогноза.

После представления FCFF в таком виде нам остается применить его для вывода стоимости, создаваемой в прогнозном периоде (V_1) (3):

⁵ Составлено авторами.

$$V_1 = \sum_{i=1}^N \frac{R_i \times EBIT MP_i \times (1 - Tax) - Capex_i}{(1 + DR)^i} + \sum_{i=1}^N \frac{\frac{R_i}{T_i} \times (OLT_i - CAT_i) - \frac{R_{i-1}}{T_{i-1}} \times (OLT_{i-1} - CAT_{i-1})}{(1 + DR)^i} \quad (3)$$

Если представить общий вид модели оценки стоимости корпорации следующим образом, то задача аналитика на следующем шаге анализа сводится к выделению ключевых факторов стоимости в рамках конкретной модели оценки (4):

$$V = V0(\vec{F}_0), \quad (4)$$

где V – стоимость корпорации;

$V0$ – функция оценки стоимости;

\vec{F}_0 – вектор факторов стоимости.

Фактором стоимости в широком смысле называется любая скалярная величина или вектор, от которого зависит стоимость компании. Задача модели оценки – определить функцию $V0$ и вектор факторов стоимости \vec{F}_0 .

Таким образом, если обозначить прогнозную выручку как вектор R и аналогично построить векторы $EBITMP$, CAT , OLT , $Capex$, то можно прийти к выводу, что в прогнозном периоде $FCFF$ определяется следующими факторами стоимости: R , $EBITMP$, CAT , OLT , $Capex$.

Для определения остаточной стоимости принимается, что бизнес будет способен генерировать доход и в постпрогнозный период.

В модели предполагается, что в постпрогнозный период доходы бизнеса будут стабильны, что приведет к адекватным долгосрочным темпам роста.

Аналитический инструментарий определения стоимости в постпрогнозный период может варьироваться в зависимости от планируемых изменений, которые наиболее вероятны, а именно:

- по ликвидационной стоимости – данный метод используется в том случае, если по истечении прогнозного периода ожидается ликвидация бизнеса с последующей перепродажей имеющихся активов. При расчете ликвидационной стоимости необходимо принять во внимание расходы, связанные с ликвидацией, и скидку на срочность (при срочной ликвидации);

- по стоимости чистых активов – техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, но не учитывает затрат на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов. Данный метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются накопленные активы;

- метод «предполагаемой продажи» – состоит в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых бизнесов;

- модель Гордона – капитализирует годовой доход постпрогнозного периода в показатель стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами прироста⁶.

Основной метод «предполагаемой продажи» и модели Гордона является предположение, что в постпрогнозный период доходы будут стабильными, а величины амортизации и капиталовложений будут равны. Также предполагается, что неизменной останется и стратегия развития бизнеса.

Модель Гордона используется при определении постпрогнозной стоимости бизнеса с учетом его дальнейшего развития и базируется на широко известной формуле бессрочно растущего денежного потока⁷ [4]. Модель Гордона представлена формулой 5:

⁶ Щепотьев А.В., Вязьмов А.А., Карпова Т.Е. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебное пособие. – М.; Берлин: Директ-Медиа, 2014. – 185 с.: табл. – URL: <https://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=256331> (дата обращения: 10.04.2023). – Текст: электронный.

⁷ Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Сборник статей. – М.: Дело, 1999. – 271 с.

$$V_2 = \frac{NOPAT_{N+1} \times \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{(WACC - g) \times (1 + WACC)^N}. \quad (5)$$

Основой для определения ставки ROIC при оценке стоимости в постпрогнозном периоде являются ретроспективные и прогнозные значения ROIC.

Независимо от периода значение ROIC определяется следующей формулой 6:

$$ROIC_i = \frac{NOPAT_i}{IC_i} = \frac{NOPAT_i}{FA_i + CA_i - OL_i}. \quad (6)$$

Используя относительные параметры учета влияния операционной бизнес-архитектуры компании, мы имеем возможность представить расчет ROIC следующим образом (7):

$$ROIC_i = \frac{R_i \times EBITMP_i \times (1 - Tax)}{FA_0 + \sum_{j=1}^i Capex_j + \frac{R_i}{T_i} \times (CAT_i - OLT_i)}. \quad (7)$$

Завершающим этапом данной модели стоимостного анализа является анализ чувствительности стоимости компании к ключевым факторам.

Анализ чувствительности. При описании модели оценки методом дисконтированных денежных потоков функция стоимости может быть задана как: $V = V_0(\bar{F}_0)$ – вектор факторов стоимости модели.

Далее важно понять последовательность этапов, которую необходимо применить при анализе чувствительности⁸.

Первым этапом анализа является определение коэффициента чувствительности стоимости по выбранному фактору x . При этом коэффициент чувствительности может быть вычислен по следующей формуле 8:

$$S(x) = \frac{x}{E} \times \frac{\Delta E}{\Delta x}, \quad (8)$$

где x – числовой фактор;

V – стоимость компании.

Экономический смысл данного уравнения показывает, на сколько процентов изменится стоимость компании при увеличении фактора (x) на 1 %.

Коэффициент чувствительности стоимости по выбранному векторному фактору $F = \{x_1, \dots, x_n\}$ вычисляется по формуле 9:

$$S(\bar{F}) = \sum_{i=1}^N \frac{x_i}{E} \times \frac{\Delta E}{\Delta x_i}. \quad (9)$$

Экономический смысл данного уравнения показывает, на сколько процентов изменится стоимость компании при увеличении каждого компонента векторного фактора F на 1 %.

Отметим, что при анализе чувствительности стоимости к ключевым факторам аналитиками могут моделироваться варианты регулирования нескольких факторов и влияние этих регулирований на V . Чаще всего при таком подходе анализу поддаются один или два фактора. В подобной ситуации выявленные значения факторов включают в модель оценки и получают стоимость при их значениях. При этом коэффициенты чувствительности в таких расчетах не используются, в связи с тем, что они могут дать результат с искажениями, т.к. может отсутствовать линейная зависимость стоимости от выбранных факторов⁹.

Определение ключевых факторов стоимости, а также измерителей чувствительности стоимости к данным факторам позволяет сформулировать набор управленческих решений, направленных на увеличение стоимости компании.

⁸ Примечание: в статье представлен один из возможных методов анализа чувствительности. В реальности можно использовать и другие методы, например, метод абсолютных разниц, который представляет собой модификацию способа цепных подстановок и используется для измерения влияния факторного показателя на результативный.

⁹ Романов В.С. Модель экспресс-оценки стоимости компании. – URL: https://www.cfn.ru/appraisal/business/prompt_evaluation.shtml (дата обращения 10.01.2023). – Текст: электронный.

Для того, чтобы понять уровень влияния факторов ESG на стоимость компании, необходимо провести анализ сценария, при котором осуществляется оценка компании, интегрированная в ESG, и далее сравнивается с базовой оценкой, методология которой подробно описана в рамках данной статьи. Различия между двумя сценариями очень четко отражают существенность и величину факторов ESG, влияющих на компанию.

Далее необходимо оценить возможное влияние факторов ESG на экономику компании, чтобы скорректировать прогнозируемые темпы ее экономического роста и применить их к прогнозируемым финансовым показателям.

2. Технология финансового управления при интеграции факторов ESG

Темпы роста и прогнозируемые финансовые показатели компании определяют модели оценки, такие как модель дисконтированного денежного потока (DCF), которая, в свою очередь, рассчитывает оценочную стоимость (или справедливую стоимость) компании и, следовательно, может повлиять на инвестиционные решения.

Чтобы уменьшить количество возможных субъективных ошибок при проведении оценки стоимости компании методом дисконтированных денежных потоков, можно построить несколько финансовых моделей, учитывающих разные сценарии развития ситуации (оптимистический, нормальный и пессимистический), а также выставить различные веса отдельным ключевым показателям [5].

Таким образом, как видно из описанной выше модели, у менеджмента или инвесторов имеется возможность скорректировать прогнозируемые финансовые показатели, определенные нами как факторы стоимости, с учетом ожидаемого воздействия факторов ESG. К таким ключевым показателям, напомним, относятся: балансовая стоимость активов; выручка и операционные расходы, формирующие операционную прибыль; операционная маржа; капитальные затраты; рентабельность капитала; ставка дисконтирования; продолжительность роста и др.

1. Корректировка отчета о прибылях и убытках (финансовых результатах) – Выручка

Будущие доходы и темпы роста доходов оказывают значительное влияние на справедливую стоимость компании, а также на другие связанные переменные (например, предполагаемые будущие операционные расходы рассчитаны как процент от продаж, а предполагаемые будущие амортизационные отчисления могут быть рассчитаны путем умножения продаж на отношение средней исторической амортизации к продажам).

Чтобы спрогнозировать доходы, следует исходить из того, насколько быстро отрасль растет, и будет ли конкретная компания увеличивать или уменьшать долю рынка. Факторы ESG могут быть интегрированы в эти прогнозы, увеличивая или уменьшая темпы роста продаж компании на сумму, которая отражает уровень возможностей ESG или рисков ESG.

Например, автопроизводители могут прекратить продажу определенного типа автомобиля в конкретной стране из-за экологических проблем, что, по оценкам, может снизить продажи на X % ежегодно, или рост количества человек с избыточным весом может стать драйвером увеличения дохода для компаний в сфере здорового питания и фармацевтической отрасли, продажи которых, по прогнозам, могут увеличиться на X % в течение следующих периодов.

2. Корректировка отчета о прибылях и убытках (финансовых результатах) – Операционные расходы и операционная маржа

В рамках анализа и принятия решения может быть сделано предположение о влиянии факторов ESG на будущие операционные расходы. Они могут быть либо скорректированы напрямую, либо может быть скорректирована маржа операционной прибыли (ЕВІТ МР). Некоторые операционные расходы можно прогнозировать в явном виде, например, изменение количества сотрудников, но, в зависимости от уровня раскрытия информации компаниями, может потребоваться корректировка операционной маржи.

Например, операционная маржа производственной компании может быть уменьшена, чтобы отразить производственные потери, вызванные высоким уровнем травматизма и смертности, а также низкими стандартами охраны труда и техники безопасности, или оценка операционных расходов может быть уве-

личена на X млн д.е. в год по причине дополнительных расходов, связанных с изменениями в законодательстве, регулирующем влияние компании на экологические и климатические последствия. И наоборот, внедрение в операционную деятельность стандартов по охране труда, инвестиции в наилучшие доступные технологии, снижающие выбросы вредных веществ и парниковых газов, налаживание устойчивых связей с сообществом и др., хоть и повлекут за собой повышение затрат в краткосрочном периоде, однако в скором времени повлияют на операционную маржу за счет увеличения производительности и снижения расходов, связанных с законодательным регулированием и общественными протестами.

3. Корректировка баланса – балансовая стоимость и убытки от обесценения

Факторы ESG могут влиять на ожидаемый денежный поток от использования активов, например, по причине принудительного закрытия на длительное или постоянное время и, следовательно, изменять их чистую приведенную стоимость. Воздействие, скорее всего, будет уменьшением, что приведет к начислению убытков от обесценения, что приведет к соответствующему снижению балансовой стоимости и, следовательно, уменьшение не только стоимости активов, но и прибыли компании за год, в котором неденежные разовые убытки от обесценения отражаются в отчете о прибылях и убытках (о финансовых результатах). Переоценка активов может привести к снижению будущих доходов, меньшему балансу, дополнительным операционным/инвестиционным расходам и более низкой справедливой стоимости компании.

Например, будущий денежный поток от угольных активов горнодобывающей компании может быть значительно меньше расчетного будущего денежного потока из-за недостаточного спроса или нормативных изменений, или новые технологии могут позволить такой корпорации добывать сырьевые ресурсы, что ранее было невозможным с экологической точки зрения.

4. Корректировка денежного потока – Капитальные затраты

Можно полагать, что факторы ESG приведут к сокращению или увеличению будущих капитальных затрат компании (Capex), что приведет к уменьшению либо увеличению прогноза инвестиционных вложений. Для этого потребуются корректировка формулы, связывающей капитальные вложения с выручкой, или (если известны конкретные планы расширения), применение разовой, абсолютной корректировки затрат на прогнозируемый денежный поток.

Например, изменения в законодательстве могут вынудить производителя электроэнергии модернизировать свои угольные электростанции в соответствии с новыми экологическими и климатическими нормами или корпорация может внедрить новые технологии замкнутого цикла, которые требуют дополнительных затрат на установку нового производственного объекта.

5. Корректировка темпов роста

Любая компания рано или поздно достигнет периода стабильного роста, темпы которого будут соответствовать темпам роста экономики, в которой она ведет деятельность. Рост создает стоимость только тогда, когда компания получает избыточную прибыль на свои инвестиции. При избыточной прибыли чем продолжительнее период быстрого роста, тем выше стоимость компании. Однако, ни одна компания не может зарабатывать избыточные доходы в течение продолжительного времени на конкурентном рынке.

Таким образом, строится предположение о снижении барьеров, не позволяющих генерировать избыточные доходы, в случае внедрения факторов ESG. Внедрение этих факторов заключается в формировании существенных конкурентных преимуществ у компании, таких как усиление бренда, лояльности со стороны институциональных инвесторов и других заинтересованных сторон. За развитием данных преимуществ вытекает повышение стоимости.

Например, богатейшая управляющая компания мира BlackRock, контролирующая активы на более чем 8,7 триллиона долларов, поставила ультиматум участникам рынка, которые не ведут борьбу с изменением климата, об исключении их активов из своего портфеля.

Кроме того, новое поколение инвесторов-миллениалов в подавляющем большинстве выступают за ценностно-ориентированное инвестирование. Согласно исследованию Morgan Stanley, 9 из 10 миллениалов, ведущих активную рыночную деятельность, верят в устойчивое инвестирование¹⁰.

¹⁰ Сидорова Д. ESG-инвестирование: почему стоит вкладываться в «зеленые» компании и какую выгоду это приносит // Сетевое издание RB.RU. – URL: <https://rb.ru/story/why-esg-matter/> (дата обращения 12.01.2023). – Текст: электронный.

6. Корректировка рентабельности инвестированного капитала

Известно, что важным фактором, влияющим на стоимость компании, является фактор имиджа, который может быть создан факторами ESG. В частности, компании с более ценными брендами и высоким имиджем могут позволить себе назначать более высокие цены по сравнению с ценами конкурентов на те же товары (что приведет к более высокой марже) или продавать по той же цене, но в большем объеме, чем конкуренты (что приведет к более высоким показателям оборачиваемости).

Как правило, это сопровождается более высокой рентабельностью капитала и большей стоимостью в сравнении с отраслевыми конкурентами.

Однако важно помнить, что создание имиджа – трудный, дорогой и очень долгий процесс, в ситуации с ESG менеджеры компании, взявшись за его формирование, могут совершить ряд ошибок, называемых «гринвошингом», которые, наоборот, растрачивают преимущества компании и приводят к существенному снижению ее стоимости.

Кроме того, ROIC, рассчитанная на основе вышеописанной модели, будет содержать искажения, которые могут возникнуть вследствие несоответствия рыночной и балансовой оценки и барьерных ставок риска, включая риски ESG.

Для устранения данных искажений, при учете факторов ESG вносятся дополнительные корректировки на использование капиталов.

Суть учета корректировки на эквиваленты собственного капитала заключается в дооценке финансового капитала. Примером являются не фиксируемые в стандартном финансовом учете инвестиции в *интеллектуальный, человеческий, социально-репутационный и природный капитал*¹¹. Особую ценность показатель скорректированного $IC_{adjusted}$ получает при анализе компаний высокоинтеллектуальной сферы деятельности, где вложения в интеллектуальный капитал преобладают над материальными активами¹².

Рекомендуемые корректировки в расчете отдачи на капитал касаются:

- будущих выгод, связанных с реализуемыми инвестициями в исследования и разработки в сфере ESG, которые не находят отражения в стандартах учета и отчетности ($R\&D_{ESG} - НИОКР_{ESG}$). Так, $НИОКР_{ESG}$ рассматриваются как специфические инвестиции в активы и интеллектуальный капитал;
- фактических инвестиций в человеческий капитал;
- отражения создаваемой деловой репутации (социально-репутационный капитал);
- фактические инвестиции в природный капитал [6].

Например, дооценка активов интеллектуального капитала (R&D Value) может быть осуществлена с использованием формулы 10:

$$R \& Dvalue = \sum_{t=-(n-1)}^{t=0} R \& Dt \times \frac{(n+1)}{n}, \quad (10)$$

где $R \& Dvalue$ – стоимость интеллектуального капитала ($НИОКР_{ESG}$);

$R \& Dt$ – затраты на НИОКР в период t;

¹¹ В соответствии с Международными основами интегрированной отчетности: *Интеллектуальный капитал* – основанные на знаниях нематериальные ресурсы организации, включая: интеллектуальную собственность, например, патенты, авторские права, программное обеспечение, права и лицензии; «организационный капитал», например, неявные знания, системы, процедуры и правила. *Человеческий капитал* – компетенции, способности и опыт людей, а также их мотивация к инновациям, в том числе их: соответствие и поддержка модели корпоративного управления организации, подхода к управлению рисками и этических ценностей; способность понимать, разрабатывать и реализовывать стратегию организации; лояльность и мотивация к совершенствованию процессов, товаров и услуг, включая их способность руководить, управлять и сотрудничать. *Социально-репутационный капитал* – институты и отношения внутри и между сообществами, группами заинтересованных сторон и другими объединениями, а также способность делиться информацией для повышения индивидуального и коллективного благополучия. Он включает: совместные нормы, а также общие ценности и модели поведения; созданные организацией отношения с ключевыми заинтересованными сторонами, а также доверие и готовность сотрудничать, которые организациям стремятся выстроить и сохранять с внешними заинтересованными сторонами; созданные организацией нематериальные ресурсы, связанные с брендом и репутацией; социальную лицензию на деятельность организации. *Природный капитал* – все возобновляемые и невозобновляемые природные ресурсы и процессы, обеспечивающие организацию товарами или услугами, которые содействуют прошлому, настоящему или будущему благосостоянию организации. Он включает: воздух, воду, землю, полезные ископаемые и леса; биологическое разнообразие и здоровье экосистем.

¹² *Теплова Т.В.* Инвестиции: теория и практика: учебник для бакалавров. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Юрайт, 2016. – 782 с.

n – срок, по которому осуществляется дооценка интеллектуального капитала.

Изменения самой **модели оценки** компании.

Внедрение факторов ESG, помимо корректировок прогнозных финансовых показателей, может потребовать и изменения в модели оценки компании.

1. Конечная (терминальная) стоимость

Любая компания рано или поздно достигнет периода стабильного роста, темпы которого будут соответствовать темпам роста экономики, в которой она ведет деятельность. Рост создает стоимость только тогда, когда компания получает избыточную прибыль от своих инвестиционных решений. При избыточной прибыли чем продолжительнее период быстрого роста, тем выше стоимость компании [5]. Однако, ни одна компания не может зарабатывать избыточные доходы в течение продолжительного времени на конкурентном рынке.

Таким образом, строится предположение о снижении барьеров, не позволяющих генерировать избыточные доходы, в случае внедрения факторов ESG. Внедрение этих факторов заключается в формировании существенных конкурентных преимуществ у компании, таких как усиление бренда, лояльности со стороны институциональных инвесторов и других заинтересованных сторон. За развитием данных преимуществ вытекает повышение стоимости.

Модель дисконтированных денежных потоков требует расчета конечной стоимости компании (оценочная стоимость компании на определенный момент в будущем при условии, что компания генерирует денежные потоки на неопределенный срок (V_2), которая затем дисконтируется к текущему периоду. В зависимости от модельных предположений конечная стоимость в разной степени может влиять на справедливую стоимость компании.

Факторы ESG могут побудить менеджмент и инвесторов поверить в то, что компания не будет существовать вечно, например, если активы нефтегазовой компании считаются неэффективными и есть сомнения в устойчивости бизнес-модели. В этом случае конечное значение может быть ограничено по срокам или нулевым.

2. Бета-коэффициент и корректировка ставки дисконтирования

Внедрение факторов ESG естественным образом приводит к корректировке ставки дисконтирования. На эти корректировки оказывают влияние: корпоративное управление, операционное управление, общее качество управления, принятие стратегических решений, устойчивые источники финансирования и т.д. При этом корректировке подвергаются бета-коэффициент, за счет изменения финансового и операционного рычагов; стоимость заимствований, за счет более низкой ставки на финансовые ресурсы, связанные с устойчивым развитием и др.

Например, один из подходов к корректировке бета-коэффициента или ставки дисконтирования состоит в том, чтобы провести сравнительный анализ компаний в секторе и затем ранжировать их с использованием факторов ESG. Затем можно увеличить/уменьшить бета/ставку дисконтирования для компаний, которые, как считается, имеют высокий/низкий риск ESG, в свою очередь, уменьшая/увеличивая справедливую стоимость.

Заключение

В заключении отметим, что представленный в статье подход подводит нас к тому, что основой для принятия корпоративных управленческих решений выступает стоимость компании, объединяющая в себе результаты достижений конкретных участников процесса ее создания: менеджеров, сотрудников, структурных подразделений, а используемый аналитический инструментарий позволяет вычлнить вклад каждого участника в ее создание и распределить ответственность. Ориентируясь на достижение целей устойчивого развития, компании могут таким образом выстраивать системы стоимостной оценки своей деятельности, чтобы учесть факторы ESG при прогнозировании финансовых показателей деятельности. Технология включения ESG-рисков и ESG-возможностей в стоимостной анализ дает возможность оценить их влияние на ожидаемые денежные потоки, корректировать их и принимать необходимые управленческие решения, направленные, в зависимости от вектора ESG-фактора, на его минимизацию, устранение или усиление.

Таким образом, технология финансового управления долгосрочной стоимостью компании с учетом факторов ESG должна базироваться на оценке существенности и достоверности всей соответствующей информации и присвоении «рейтинга» основным компонентам сильных и слабых сторон компании. Выполнение анализа сценария по модели дисконтированных денежных потоков с учетом существенных рисков и возможностей ESG должно строиться на наиболее существенных для компании факторах стоимости. Например, при построении сценариев может быть отдано предпочтение модели для продаж, прибылей, оборачиваемости активов и т.д., поскольку она может быть наиболее точной при моделировании, чем корректировка ставки дисконтирования или конечной стоимости, и наоборот.

Список литературы

1. *Ефимова О.В., Волков М.А., Королёва Д.А.* Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование // *Финансы: теория и практика*. – 2021. – № 25 (4). – С. 82–97.
2. *Коупленд Т., Долгофф А.* Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании. – М.: Эксмо, 2009. – 384 с.
3. *Федотов Г.П., Васильчук О.И., Васильчук К.С.* Управление стоимостью бизнеса для принятия обоснованных управленческих решений // *Вестник Поволжского государственного университета сервиса*. Серия: Экономика. – 2014. – № 1 (33). – С. 190–200.
4. *Коупленд Т., Колер Т., Мурин Д.* Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес, 2000. – 569 с.
5. *Миляев А.В.* Определяем стоимость предприятия методом дисконтированных денежных потоков // *Справочник экономиста*. – 2021. – № 10.
6. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. – 10-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Паблишер, 2017. – 1316 с.

References

1. *Efimova O.V., Volkov M.A., Korolyova D.A.* Analiz vliyaniya principov ESG na dohodnost' aktivov: empiricheskoe issledovanie // *Finansy: teoriya i praktika*. – 2021. – № 25 (4). – S. 82–97.
2. *Kouplend T., Dolgoff A.* Kak dostich' prevoskhodstva v upravlenii stoimost'yu kompanii. – M.: Eksmo, 2009. – 384 s.
3. *Fedotov G.P., Vasil'chuk O.I., Vasil'chuk K.S.* Upravlenie stoimost'yu biznesa dlya prinyatiya obosnovannykh upravlencheskikh reshenij // *Vestnik Povolzhskogo gosudarstvennogo universiteta servisa*. Seriya: Ekonomika. – 2014. – № 1 (33). – S. 190–200.
4. *Kouplend T., Koler T., Murin D.* Stoimost' kompanij: ocenka i upravlenie. – M.: Olimp-Biznes, 2000. – 569 s.
5. *Milyaev A.V.* Opredelyaem stoimost' predpriyatiya metodom diskontirovannykh denezhnykh potokov // *Spravochnik ekonomista*. – 2021. – № 10.
6. *Damodaran A.* Investicionnaya ocenka: instrumenty i metody ocenki lyubyyh aktivov: per. s angl. – 10-e izd., pererab. i dop. – M.: Al'pina Pablisher, 2017. – 1316 s.