

Научная статья  
УДК 330.133.2  
doi: 10.17223/19988648/59/7

## Система ESG-координат в методологии оценки стоимости активов

Дмитрий Юрьевич Захматов<sup>1</sup>

*Казанский федеральный университет, Казань, Россия, z\_dmitry@bk.ru*

**Аннотация.** В последние годы происходит явное усиление внимания участников рынка и оценщиков к вопросам учета в стоимости активов экологичности, социальной направленности, а также уровня корпоративного управления, т.е. ESG-факторов. Поскольку данные факторы признаются на самом высоком уровне – правительствами государств, крупнейшим бизнесом, а также аналитиками, можно сделать вывод об их ценообразующем характере. В настоящей статье предпринята попытка исследовать вектор развития стандартизации и методологии оценочной и экспертной деятельности в области учета ESG-факторов. Ключевой вопрос данной работы: какие аспекты методологии в области оценки активов подлежат ESG-трансформации в ближайшем будущем? Какие изменения в Российских федеральных стандартах оценки и стандартах саморегулируемых организаций оценщиков целесообразно предлагать в данном направлении? Как уже сегодня можно учесть влияние ESG-факторов в отчетах об оценке и заключениях экспертов? Настоящая статья носит обзорный характер, в ней предпринята попытка научного осмысления понятия ESG в оценочной практике и методологии и сделаны выводы о направлениях развития отечественной методологии в области оценочной деятельности.

**Ключевые слова:** ESG-факторы, устойчивое развитие бизнеса, оценка бизнеса, оценка активов, специфические риски, развитие методологии оценки

**Для цитирования:** Захматов Д.Ю. Система ESG-координат в методологии оценки стоимости активов // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2022. № 59. С. 109–126. doi: 10.17223/19988648/59/7

Original article

## The ESG coordinate system in the methodology of asset valuation

Dmitry Yu. Zakhmatov<sup>1</sup>

*Kazan Federal University, Kazan, Russian Federation, z\_dmitry@bk.ru*

**Abstract.** In recent years, there has been a clear increase in the attention of both market participants and valuation specialists to the issues of accounting for environmental friendliness, social orientation, as well as the level of corporate governance, that is, ESG factors, in the value of assets. Since these factors are recognized at the highest

level – by the governments of states, the largest business, as well as by analysts, it can be concluded that their nature is price-forming. In this article, an attempt is made to investigate the vector of the development of standardization and methodology of evaluation and expert activity in the field of accounting for ESG factors. The paper answers the questions: What aspects of the methodology in the field of asset valuation are subject to ESG transformation in the near future? What changes in the Russian Federal evaluation standards and standards of self-regulatory organizations of appraisers should be proposed in this direction? How can the influence of ESG factors be taken into account in assessment reports and expert opinions already today? This article is of an overview nature; it attempts a scientific understanding of the concept of ESG in valuation practice and methodology and draws conclusions about the directions of development of the domestic methodology in the field of valuation activities.

**Keywords:** ESG factors, sustainable business development, business valuation, asset valuation, specific risks, development of valuation methodology

**For citation:** Zakhmatov, D.Yu. (2022) The ESG coordinate system in the methodology of asset valuation. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika – Tomsk State University Journal of Economics*. 59. pp. 109–126. (In Russian). doi: 10.17223/19988648/59/7

## Введение

Наблюдаемое внедрение в бизнес-среду, социальную политику, правовую сферу концепции устойчивого развития приводит к трансформации отношения к активам и их ценности, что, как следствие, требует нового понимания, актуализации и адаптации к новым реалиям сформированной методологической базы во многих сферах, в том числе и в оценочной деятельности.

Поставленные членами Организации Объединенных Наций (ООН) 17 глобальных целей устойчивого развития, поддержанные многими государствами и принятые 25 сентября 2015 г., сосредоточены на векторе гармонизации и улучшения экологической, социальной и экономической устойчивости [1].

Вопросы ESG-повестки признаны и в России, причем как бизнесом, так и на государственном уровне, при этом активно принимаются практические решения в данном направлении [2].

Центральный банк Российской Федерации в целях совершенствования практики корпоративного управления в публичных акционерных обществах 16.12.2021 г. выпустил рекомендации по учету советом директоров (наблюдательным советом) публичного акционерного общества факторов, связанных с окружающей средой, социальных факторов и факторов корпоративного управления (ESG-факторов), а также вопросов устойчивого развития [3].

В данных рекомендациях затрагиваются вопросы оценки ESG-факторов и связанных с ними рисков и возможностей, при этом делается акцент на адаптивность к быстро меняющейся внешней среде, в которой функционирует бизнес, что фактически относит данные факторы к ценообразующим (влияющим на стоимость).

Президентом России 27.04.2022 г. Правительству РФ поручено рассмотреть вопрос об определении критериев отнесения инвестиционных проектов к числу проектов, отвечающих требованиям концепции экологической, социальной и корпоративной ответственности (ESG), а также о предоставлении мер государственной поддержки участникам таких проектов<sup>1</sup>.

Минэкономразвития России 14.04.2022 г. утвердил новые редакции общей части федеральных стандартов оценки [4], которые учитывают международный опыт в области определения стоимости, причем часть действующих стандартов, относящихся к видам активов (недвижимость, движимое имущество, бизнес), находятся в настоящее время в разработке. Таким образом, возникает потребность в анализе актуальности внесения предложений в профильные стандарты по видам активов, учитывающие ESG-практики.

В целях совершенствования как качества работ по оценке активов, так и развития методологии в оценочной деятельности видится целесообразным исследовать вектор развития стандартизации и методологии оценочной и экспертной деятельности в области учета ESG-факторов, обратившись в том числе и к международному опыту.

### Материалы и методы исследования

Вопросы учета ESG-факторов в оценке исследуются как в публикациях признанных практиков и методологов в области оценочной деятельности [5], так и международными и европейскими объединениями оценщиков.

Международный комитет по стандартам оценки (IVSC)<sup>2</sup> в последнее время ведет активные дискуссии по включению ESG-повестки в новые версии стандартов. Следует отметить, что вопросы учета компонентов ESG при определении стоимости исследуются достаточно давно, но официальных стандартов в данной области комитетом пока не утверждено.

Первым «перспективным» документом IVSC по учету ESG-факторов и оценке бизнеса «ESG and Business Valuation» [5] от марта 2021 г. сделаны попытки определения характеристик ESG, которые могут быть включены в процесс измерения стоимости.

Во втором «перспективном» документе ESG and Real Estate Valuation [7], опубликованном в мае 2021 г., исследованию подлежала связь между инвестициями в ESG и созданием и (или) поддержанием стоимости нематериальных активов и вытекающими из этого выводами в подходах к определению степени влияния ESG-факторов.

В октябре 2021 г. вышло третье исследование IVSC [8], представляющее собой первые шаги IVSC на пути к более систематическому подходу к включению ESG в практику и стандарты оценки бизнеса. В то время как в

---

<sup>1</sup> URL: <http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/68298>

<sup>2</sup> URL: <https://www.ivsc.org/>

двух предыдущих перспективных статьях ESG рассматривалась с точки зрения бизнеса и нематериальных активов, в этом третьем перспективном документе исследуется, как ESG можно количественно оценить в рамках оценки активов недвижимости.

Таким образом, IVSC в течение 2021 г. опубликовал три перспективных документа по ESG, которые часто выступают в качестве предварительных исследований для включения более четких требований к оценке ESG для всех специальностей в будущих изданиях стандартов организации.

IVSC также создала рабочую группу ESG, в состав которой входят представители Советов по пересмотру стандартов IVSC, заинтересованных сторон и внешних специалистов для дальнейшего обсуждения потребностей рынка [9].

Крупнейшим объединением оценщиков также является TEGOVA – Европейская группа ассоциаций оценщиков объединяет 70 национальных ассоциаций оценщиков из 38 стран, представляющих 70 000 квалифицированных оценщиков, работающих как самостоятельно, так и в специализированных консалтинговых компаниях, компаниях частного сектора, государственных ведомствах или финансовых учреждениях, как местных, так и международных<sup>1</sup>.

Девятое издание Европейских стандартов оценки, выпущенное TEGOVA (вступили в силу с 01.01.2021 г.), включает в себя ряд разделов, так или иначе связанных с ESG принципами и учету их при определении стоимости.

Также следует обратить внимание на методическую деятельность объединения RICS – Королевского общества сертифицированных специалистов в области недвижимости<sup>2</sup>. Организация обладает 134 000 высококвалифицированных стажеров и специалистов, а также офисами на всех значимых финансовых рынках, что идеально подходит для того, чтобы влиять на политику и внедрять наши стандарты на местных рынках в целях защиты потребителей и бизнеса. Компания способна внедрять инновации и продвигать развитие локаций таким образом, чтобы они были пригодны для будущих поколений, в дополнение к текущим вызовам и проблемам.

Последняя редакция Глобальных стандартов оценки RICS («Глобальные стандарты Красной книги»), которая вступила в силу с 31 января 2022 г., включает определения и дополнительные комментарии по вопросам, связанным с ESG-факторами [11].

«Устойчивое развитие и ESG в оценке коммерческой недвижимости и стратегических консультациях», 3-е изд. – эта глобальная руководящая записка обеспечивает практическую основу для проведения исследований в области устойчивого развития и ESG, а также требований к отчетности при консультировании по профессиональной оценке.

Кроме того, в январе 2022 г. RISC опубликовал «Практические и глобально значимые принципы для выполнения требований к устойчивому

---

<sup>1</sup> URL: <https://www.tegova.org>

<sup>2</sup> URL: <https://www.rics.org>

развитию и ESG в Глобальных стандартах Красной книги», которые содержат рекомендации по эффективной практике, поддерживающие повседневную практику коммерческой оценки и ее взаимосвязь с ESG и устойчивостью.

На основе синтеза как данной информации, так и других источников, упоминаемых в настоящей статье, подготовлена систематизация направлений внесения изменений в действующие стандарты оценки, а также сделаны практические рекомендации для участников рынка по учету ESG-факторов в текущих оценках.

## Результаты

### Оценка бизнеса

Фокус внимания на ESG-факторы при оценке бизнеса предлагается проиллюстрировать на модели дисконтирования денежных потоков на инвестированный капитал.

Формула дисконтированного денежного потока (DCF) равна сумме денежного потока за каждый период (FCFF) срока прогнозирования ( $n$ ), деленной на единицу, плюс ставка дисконтирования (WACC), возведенная в степень номера периода. В постпрогнозный период определяется терминальная стоимость (TV), которая также дисконтируется на дату оценки:

$$EV = (FCFF_1/(1+WACC)^1) + (FCFF_2/(1+WACC)^2) + \dots + (FCFF_n/(1+WACC)^n) + (TV/(1+WACC)^{n+1}). \quad (1)$$

$$FCF = EBIT \times (1 - \text{Налоговая ставка}) + \text{Амортизация} - \text{Капитальные затраты} - \text{Изменения в оборотном капитале}. \quad (2)$$

$$WACC = \text{Стоимость собственного капитала (CAPM)} \times \text{Доля собственного капитала} + \text{Стоимость долга} \times \text{Доля долга в капитале} \times (1 - \text{Налоговая ставка}). \quad (3)$$

$$CAPM = \text{Безрисковая ставка} + \text{Бета} \times (\text{Доходность рынка} - \text{Безрисковая ставка}) + \text{Специфические риски}. \quad (4)$$

Предлагаемые направления учета ESG-факторов в компонентах модели DCF сведены в табличную форму (табл. 1).

При затратном и сравнительных подходах учет ESG-факторов сводится к направлениям, представленным в табл. 2.

Таблица 1

Компонент	Направления учета ESG-факторов
ЕБИТ (Earnings Before Interest and Taxes) – прибыль до вычета процентов и налогов	Включение в анализ прогнозных доходов и расходов бизнеса элемента ESG-повестки по структуре, значениям, динамике показателей
Срок прогноза (n)	Наличие законодательных и отраслевых ESG-факторов, влияющих на срок прогнозирования
TV – терминальная стоимость бизнеса	Анализ отношения к ESG в компании с точки зрения наличия инструментов для обеспечения долгосрочного устойчивого роста и его темпов при построении модели терминальной стоимости с использованием модели Гордона (капитализации денежного потока в послепрогнозный период), а также ценности ESG-факторов в бизнесе для инвесторов в долгосрочных перспективах при использовании иных моделей построения
Налоговая ставка	Влияние на показатель налоговой нагрузки в зависимости от государственного регулирования ESG
Капитальные затраты	Дополнительные расходы или их экономия исходя из ESG программ предприятия
Бета	Ввод критериев ESG для сопоставимых компаний и отрасли
Стоимость долга	Возможность привлечения заемных средств по льготным ставкам «зеленых финансов»
Специфические риски	Отбор и значение данных рисков требуют детального рассмотрения с учетом как рыночных тенденций, так и развития ESG-культуры в отрасли. Необходимо проявлять осторожность, чтобы не учитывать характеристики дважды, как «новые риски ESG»

Таблица 2

Компонент	Направления учета ESG-факторов
Стоимость нематериальной составляющей активов в рамках затратного подхода	Включение в анализ прогнозных доходов и расходов бизнеса элемента ESG-повестки по структуре, значениям, динамике показателей
Определение критериев отбора и отбор аналогов при реализации сравнительного подхода	Определение и оценка соответствующих критериев ESG для сопоставимых компаний и отрасли, анализ эффективности деятельности исследуемой компании по выбранным критериям и отбор сопоставимых аналогов с последующим проведением необходимых корректировок

### Оценка недвижимости

При оценке в рамках трех традиционных подходов (доходном, затратном и сравнительном) учет ESG-факторов сводится к направлениям, представленным в табл. 3.

Таблица 3

Компонент	Направления учета ESG-факторов
<i>Доходный подход</i>	
Действительный валовый доход	Включение в анализ прогнозных доходов и расходов по объекту недвижимости элемента ESG-повестки по структуре, значениям, динамике показателей, в том числе (но не ограничиваясь): арендная ставка, уровень загрузки, эксплуатационные расходы
Срок прогноза денежных потоков и срок службы объектов недвижимости	Наличие законодательных и отраслевых ESG-факторов, влияющих на срок прогнозирования
TV – Терминальная стоимость	Анализ ESG-характеристик объекта недвижимости с точки зрения наличия инструментов для обеспечения долгосрочного устойчивого роста и его темпов при построении модели терминальной стоимости с использованием модели Гордона (капитализации денежного потока в послепрогнозный период), а также ценности ESG-факторов объекта недвижимости для инвесторов в долгосрочных перспективах при использовании иных моделей построения
Налоговая ставка	Влияние на показатель налоговой нагрузки в зависимости от государственного регулирования ESG
Капитальные расходы	Дополнительные расходы или их экономия исходя из ESG-факторов
Ставки дисконтирования и капитализации	Исследование рыночных показателей доходности с учетом отношения инвесторов к ESG-характеристикам объектов недвижимости
Стоимость заемных средств	Возможность привлечения заемных средств по льготным ставкам «зеленых» финансов
<i>Сравнительный подход</i>	
Определение критериев отбора и отбор аналогов при реализации сравнительного подхода	Определение и оценка соответствующих критериев ESG для сопоставимых объектов недвижимости и отбор сопоставимых аналогов с последующим проведением необходимых корректировок
<i>Затратный подход</i>	
Определение капитальных расходов	Расчет затрат на переоборудование, чтобы сделать здания более соответствующими требованиям ESG

## Обсуждение результатов

### Оценка бизнеса

Рассмотрим предлагаемые варианты учета влияния ESG-факторов на стоимость бизнеса с точки зрения трех общепринятых подходов к оценке.

#### *Затратный подход.*

В основном исследователи обращают внимание на элементы нематериальной составляющей стоимости компании, отражающей создание ее ценности [7]. При этом предлагаются к рассмотрению следующие факторы:

– бренд предприятия – укрепление и поддержание своего бренда и репутации занимают центральное место в ценностном предложении инвестиций в устойчивое развитие;

– человеческий капитал и уровень квалификации рабочей силы, влияющие на большую часть стоимости бизнеса и мощности по повышению ее стоимости. Данный критерий относится к предприятиям, которые полагаются на человеческий капитал;

– премия к балансовой стоимости и бизнес-модель с добавленной стоимостью (гудвил), обусловленная созданием инвестиционной стоимости ESG, проявляется в формировании и (или) обслуживании нематериальных активов. Таким образом, величина создания стоимости ESG, а также оптимальные инвестиции в ESG зависят от способности предприятия генерировать избыточную экономическую отдачу в своей отрасли. Чем больше премия за оценку предприятия по сравнению с материальными активами и капиталом или способность генерировать премию за оценку предприятия, тем больше способность создавать или поддерживать стоимость за счет инвестиций ESG;

– характер взаимоотношений с клиентами путем исследования влияния инвестиции в устойчивое развитие на формирование и поддержание активов франчайзинга клиентов. Однако оценка степени воздействия требует изучения клиентской базы предприятия, а также соответствующих ожиданий или требований ESG этих клиентов. Такой анализ имеет решающее значение для понимания того, как инвестиции ESG могут стимулировать или не стимулировать создание стоимости;

– участие в создании стоимости материальных и нематериальных активов, обусловленное фактом, что материальные активы имеют относительно ограниченную норму доходности. При этом инвестиции в ESG в основном получение дополнительной прибыли за счет формирования и поддержания масштабируемых нематериальных активов. По-видимому, чем больше бизнес-модель опирается на материальные активы, тем меньше потенциал для создания стоимости за счет инвестиций ESG;

– наличие запатентованных технологий, способных создать потребительский спрос, который менее эластичен по отношению к стоимости других нематериальных активов. Таким образом, инвестиции в ESG в этих случаях могут оказать меньшее влияние на создание стоимости, поскольку человеческий капитал имеет решающее значение для развития технологий. Казалось бы, чем больше бизнес-модель опирается на проприетарные (запатентованные) технологии, тем меньше потенциал для создания или поддержания ценности за счет инвестиций в ESG.

*Сравнительный подход [5].*

В последнее время корпорациями все больше внимания уделяется раскрытию информации в контексте ESG, в том числе инструментами нефинансовой отчетности, и данные процедуры становятся все более стандартизированными для публичных компаний.

Большинство компаний, которые являются объектом оценки, частные, для учета факторов ESG оценщику потребуются прежде всего определить и



оценить соответствующие критерии ESG для сопоставимых компаний и отрасли, а затем фокус своего внимания направить на анализ эффективности деятельности исследуемой компании по выбранным критериям, а потом отобрать наиболее подходящие показатели (например, коэффициент EBITDA и т.д.) для оцениваемого объекта, чтобы учесть соответствующие показатели по сравнению с сопоставимыми компаниями.

Данные процедуры не являются новыми для оценщика, поскольку соответствуют традиционному порядку действий, в которых оценщик должен:

- 1) оценить размер, риски, ожидаемые темпы роста, сопоставимость бизнеса и т.д. сопоставимых компаний;
- 2) определить показатели финансово-хозяйственной деятельности для рассматриваемой компании;
- 3) отобрать рыночные исходные данные для оцениваемого бизнеса, чтобы учесть соответствующие показатели по сравнению с сопоставимыми компаниями.

Встраивание ESG в текущие процедуры сравнительного подхода, очевидно, повышается точность и обоснованность расчетов.

#### *Доходный подход.*

В то время как четкие методические рекомендации для оценщиков по учету факторов ESG находятся в неформализованном состоянии, многие факторы ESG, вероятно, уже неявно включены в проводимые оценки.

Из-за совпадения и корреляции между факторами ESG и определенными традиционными факторами, уже рассмотренными оценщиками, необходимо проявлять осторожность, чтобы не учитывать такие характеристики дважды, как «новые риски ESG».

Ключевыми факторами, которые следует выделить в рамках доходного подхода при оценке бизнеса, могут быть:

*Коэффициент Бета* – для получения обоснованных результатов определения ставки дисконтирования посредством построения модели CAPM требуется отбор сопоставимых публичных компаний. Как и в случае сравнительного подхода, характеристики ESG, возможно, потребуется добавить к текущей структуре для проверки и идентификации сопоставимых компаний.

*Долгосрочный рост* – основная концепция инвестирования в ESG заключается в признании того, что не все компании имеют одинаковые возможности и инструменты для обеспечения долгосрочного устойчивого роста. Таким образом, полная зависимость от стандартных долгосрочных темпов роста с незначительным учетом отраслевых и (или) географических темпов роста, вероятно, будет недостаточной. Фактически данные свидетельствуют о том, что критерии ESG сильно коррелируют с вероятностью долгосрочного выживания, оказывая положительное влияние на долгосрочные темпы роста. Кроме того, для компаний с низкими показателями ESG можно предположить о снижении темпов роста по сравнению с отраслевыми значениями.

*Корректировки на дополнительный риск* – отбор и значение данных рисков требуют детального рассмотрения с учетом как рыночных тенденций, так и развития ESG-культуры в отрасли.

Кроме того, важно обратить внимание на ряд дополнительных факторов, подлежащих тщательному изучению при формировании модели денежного потока [13–15]:

- уровень инвестиций, связанных с предотвращением отрицательных социальных и экологических последствий, а также возможные предвиденные и непредвиденные расходы по восстановлению окружающей среды;

- дополнительные затраты и выгоды, возникающие в результате необходимости удовлетворения нефинансовых требований заинтересованных сторон;

- возможность привлечения заемного финансирования на льготных условиях, в том числе «зеленых» финансов;

- налоговая нагрузка, которая может увеличиться или снизиться в связи с государственным регулированием в отрасли;

- климатические риски [16], включающие риски перехода при переходе к низкоуглеродной экономике, кредитные риски, физические риски, рыночные риски, а также операционные риски [17].

### ***Оценка недвижимости***

Рассмотрим предлагаемые варианты учета влияния ESG-факторов на стоимость недвижимости с точки зрения трех общепринятых подходов к оценке [8, 10–12].

#### *Затратный подход.*

При затратном подходе оценщик учитывает затраты на строительство улучшений, накопленный износ и добавляет рыночную стоимость прав на земельный участок. Определенная в рамках затратного подхода рыночная стоимость на развитых рынках нередко существенно отличается от рыночной и более достоверными все же являются результаты доходного и сравнительного подходов. Затратный подход не рекомендуется в качестве основного подхода для оценки с учетом факторов ESG. В то же время затратный подход может быть использован в рамках оценки для расчета затрат на переоборудование, чтобы сделать здания более соответствующими требованиям ESG.

#### *Сравнительный подход.*

На текущем этапе признания и внедрения практик ESG на рынке еще нет полной прозрачности в отношении характеристик ESG для зданий, что делает очень сложным поиск сопоставимых рыночных сделок, отражающих полный выбор ESG, или объективное знание и сравнение уровня внедрения ESG используемых сопоставимых показателей. Тем не менее именно для оценки стоимости необходимо лучше понять уровень внедрения ESG любых сопоставимых продаж и попытаться оценить влияние этих характеристик на рыночную стоимость недвижимости.

#### *Доходный подход.*

При доходном подходе оценщик, как правило, определяет доход от арендных платежей, который может генерировать объект недвижимости,

расходы арендатора и арендодателя, а затем наблюдаемую на рынке взаимосвязь между получением чистого дохода и ценой, которую готовы платить покупатели.

Поскольку и арендаторы, и инвесторы становятся все более чувствительными к ESG, их будут все больше привлекать арендуемые площади или инвестиции в объекты недвижимости с более высокими рейтингами ESG, чтобы улучшить свой собственный общий рейтинг ESG.

В некоторых случаях компании и инвесторы будут рассматривать только объекты недвижимости с достаточными показателями энергоэффективности.

Для зданий с более высокими оценками ESG это может привести к установлению более высокой арендной платы и снижению уровня недозагрузки. Данные факторы повышают стоимость, которую инвесторы должны заплатить за приобретение такой недвижимости.

Поскольку снижение энергопотребления является основной целью ESG, недвижимость с более высокими показателями ESG должна иметь более низкие эксплуатационные расходы. На рынках, где расходы на электроэнергию оплачиваются арендаторами, еще больше повысится привлекательность такой недвижимости. На рынках, где расходы на электроэнергию оплачивает владелец здания, более низкое потребление энергии увеличит чистый денежный поток. Другой важной частью ESG является устойчивость к спросу. Успешное внедрение ESG делает недвижимость более устойчивой к спросу и повышает прогнозируемость денежных потоков, что также увеличит сумму, которую покупатель готов заплатить за актив.

Анализ дисконтированных денежных потоков очень хорошо подходит для количественной оценки факторов ESG в рамках оценки недвижимости, поскольку DCF может явно отражать конкретные суждения, которые относятся к доходам, расходам, капитальным затратам и степени загрузки.

Как раз метод DCF позволяет оценщику обоснованно прогнозировать ожидаемые тенденции и изменения в доходах и расходах.

Кроме того, при построении DCF-модели с учетом заемного финансирования возможно влияние ESG-факторов.

В настоящее время кредиторы уже стали чувствительны к ESG и могут возникнуть дополнительные различия в финансировании, например пониженные процентные ставки по энергоэффективным ипотечным кредитам.

Если оценщику уже известна покупная цена недвижимости, он может рассчитать денежный поток для различных сценариев или уровней соответствия требованиям ESG и определить внутреннюю норму доходности (IRR), которую затем можно сравнить с ожидаемой IRR других потенциальных инвестиций.

При использовании метода DCF выполняется прогноз денежного потока, затем денежный поток дисконтируется и приводится к текущей стоимости, для чего оценщик выполняет следующие процедуры:

– выбор наиболее подходящего типа денежного потока для характера объекта недвижимости и его назначения (т.е. денежный поток до налого-

обложения или после налогообложения, общие денежные потоки или денежные потоки на капитал, реальные или номинальные и т.д.);

– определение периода, в течение которого поток денежных средств будет прогнозироваться;

– подготовка прогнозных доходов и расходов, а также денежного потока на данный период;

– определение терминальной стоимости;

– определение ставки дисконтирования;

– обоснование ставки дисконтирования к прогнозируемому денежному потоку, включая терминальную стоимость.

В ходе исследований целесообразно обратить внимание на влияние ESG-факторов на следующие элементы денежного потока и ставки дисконтирования:

*Выручка* – более высокий уровень арендных ставок и спрос для объектов недвижимости, соответствующих требованиям ESG (и, например, включенных в тот или иной рейтинг). Напротив, для объектов недвижимости, которые не считаются соответствующими требованиям ESG, характерны более низкие арендные ставки на многих рынках.

Оценщик должен иметь четкое представление о рынке недвижимости и понимать, в какой степени ESG играет роль в критериях выбора зданий, используемых арендаторами. Оценщики должны понимать критерии выбора, используемые арендаторами для типа здания, которое они оценивают, и на основе этих критериев тщательно анализировать сопоставимые данные и вносить необходимые корректировки с учетом наличия или отсутствия факторов риска.

*Эксплуатационные расходы* – с одной стороны, наблюдаются более высокие затраты владельцев на обслуживание зданий с современными строительными технологиями и системами коммуникаций, с другой стороны, более эффективные системы обеспечат экономию по коммунальным расходам и управлению.

*Загрузка* – в некоторых случаях здания, соответствующие критериям устойчивости и ESG, могут иметь более высокий спрос и сдаваться в аренду быстрее, чем аналогичные по классу альтернативы, которые не соответствуют этому критерию. В результате оценщику необходимо будет тщательно рассмотреть прогнозы вакансий и времени простоя в рамках денежных потоков, основанных на конкурентной позиции здания перед вероятными конкурентами.

*Коэффициент капитализации* – поскольку прибыль будет получена в будущем, активные покупатели вынуждены ориентироваться на будущее. На некоторых рынках группы инвесторов уже нацелены на здания, соответствующие требованиям ESG, поскольку они видят, что эти активы несут меньшие риски при получении потоков доходов за счет более высокой рыночной арендной платы и большей заполняемости, а также более высоких цен от потенциальной продажи. Таким образом, влияние ESG на уровень капитализации может быть значительным. Знание оценщиком предпочтений инвесторов имеет решающее значение.

*Ставка дисконтирования* – поскольку недвижимость часто оценивается с использованием дисконтированных денежных потоков с прогнозом от пяти до десяти лет и более, инвесторы, работающие в этой сфере, вынуждены делать прогнозы на будущее. Объекты недвижимости с низкими ESG-рейтингами могут по своей сути иметь более высокую ставку дисконтирования, отражающую риски в связи с потенциальным увеличением капитальных затрат с течением времени, потенциальным дополнительным налогообложением, снижением арендной платы и более высокими расходами. Данные риски могут привести к более высокой скидке в ценообразовании, чтобы отразить повышенный риск устаревания, в то время как более низкие ставки дисконтирования могут быть применены к активам с высокими ESG-рейтингами, отражающими увеличивающийся спрос и удешевление привлеченных средств за счет льготного финансирования. Потенциальная разница в ставках дисконтирования может быть показана с помощью сценарного тестирования.

*Ставка капитализации для определения терминальной стоимости* – выбранный уровень конечной капитализации отражает прогнозируемую инвестиционную привлекательность здания на конец прогнозируемого периода и в результате при проведении DCF необходимо выполнить прогноз о том, как текущий инвестор оценит здание на текущем рынке, так и о том, как потенциальный покупатель оценит здание на будущем рынке. Учитывая растущую важность ESG, не соответствующие данным критериям объекты недвижимости могут иметь более высокий уровень ставки капитализации для определения терминальной стоимости, что приводит к более низкой прогнозируемой терминальной стоимости, которая, в свою очередь, снижает текущую стоимость.

Помимо этих типичных входных данных DCF, необходимо учитывать и другие аспекты оценки реальной собственности.

*Капитальные затраты* – реконструкция и переоборудование зданий обычно проводятся после тщательного анализа потому, что такие действия являются капиталоемкими, а возврат затрат происходит только в течение длительного срока. Следовательно, владельцы, рассматривающие такие капитальные затраты, должны учитывать будущие тенденции и меняющиеся требования регулирующих органов и прогнозировать будущие доходы от аренды на основе удобств, которые могут быть предложены арендаторам. Учитывая возрастающую роль ESG, многие могут решить, что было бы финансово выгодно модернизировать существующие здания для повышения энергоэффективности, тем самым улучшая показатели ESG.

Существует потенциальный риск того, что задержки с такими капитальными затратами могут привести к снижению доходов, если здание будет менее привлекательным для арендаторов, чувствительных к ESG, и более высоким эксплуатационным расходам, поскольку не будет достигнута энергоэффективность.

Таким образом, с точки зрения денежного потока вопрос заключается в том, следует ли брать на себя дополнительные расходы в начале процесса

модернизации, чтобы воспользоваться краткосрочной нехваткой зданий ESG с высоким рейтингом на определенных рынках, или снизить первоначальные затраты, ожидая дальнейших значительных затрат на реконструкцию в течение прогнозируемого периода.

*Финансы* – в то время как многие оценки активов недвижимости проводятся до рассмотрения вопроса о финансировании, растет число «зеленых» кредитов, доступных на рынках, где для объектов недвижимости предлагаются более низкие кредитные ставки. Это приводит к снижению стоимости долга и повышению доходности собственного капитала для владельца недвижимости.

*Срок полезного использования объектов недвижимости* – на некоторых рынках существует законодательное ограничение срока полезного использования зданий, которые не соответствуют определенным критериям ESG. Целесообразно учитывать соответствующее региональное законодательство и ограничить прогнозируемые денежные потоки оставшимся сроком полезного использования недвижимости или до тех пор, пока объект не станет более соответствующим требованиям ESG.

*Самый важный навык для оценщика* – распознавать изменения на рынке, и для этого нужно быть погруженным в исследуемый сегмент недвижимости. Использование устаревших данных сопряжено с риском, и поскольку темпы изменений продолжают ускоряться, то и оценщик, который осведомлен об изменениях ESG и постоянно совершенствует новые технические навыки, будет востребован.

Чтобы учесть факторы ESG в процессе оценки, оценщику необходимо:

- анализировать развитие ESG факторов на рынке недвижимости и аспектов строительства, которые приводят к более высоким или более низким рейтингам ESG;
- при оценке объектов недвижимости учитывать законодательные преимущества и ограничения, связанные с ESG-практиками;
- анализировать условия аренды и степени загрузки в соответствии с текущими и прогнозными требованиями рынка;
- поддерживать связь со специалистами в области строительства и девелоперами, чтобы понять факторы, которые повышают ESG-факторы и их стоимость;
- исследовать особенности ESG-факторов у аналогов и определять, насколько большое внимание участники рынка уделяют данным факторам;
- анализировать доступность льготного финансирования для объектов недвижимости с более высоким рейтингом ESG.

## **Заключение**

Методологии оценки разработаны и применяются в течение многих лет и способны учитывать отношение участников рынка к факторам ESG. Включение данных факторов в отчеты об оценке начинается с осознания оценщиками предпочтений участников рынка.

На текущем этапе представление о влиянии ESG-факторов лучше всего учитывать с помощью доходного подхода. По мере развития признания ESG на рынке и увеличения числа сделок с активами с прозрачными характеристиками ESG сравнительный подход может стать более применимым.

В будущем оценщику необходимо будет взять на себя больше роли консультанта и в дополнение к предоставлению услуг по оценке позиционировать себя как предоставляющего подробные стратегические рекомендации с тестированием сценариев. Для решения этих задач оценщикам необходимо будет постоянно развивать свои навыки в соответствии с развивающимися потребностями рынка.

Тематика ESG-факторов, как можно ожидать, в ближайшее время получит широкое распространение в отечественной оценочной практике, что предопределяется общим интересом к проблемам устойчивого развития и реализации ESG-принципов. При этом «зеленые» финансы не являются чем-то принципиально новым: в той или иной форме они существуют уже достаточно давно. Однако совершенствование концепции устойчивого развития обуславливает необходимость расстановки иных акцентов применительно к известным и хорошо изученным явлениям, фокусировки внимания исследователей на вопросах финансирования мероприятий в области охраны окружающей среды, экологии, борьбы с изменением климата и перехода к энергоэффективной экономике с точки зрения ESG-подхода. На основании выполненного исследования можно сделать вывод о необходимости развития методологии в области оценочной деятельности с учетом систематизации направлений внесения изменений в действующие стандарты оценки.

#### Список источников

1. *The Sustainable Development Goals* // Официальный сайт United Nations. URL: <https://www.undp.org/sustainable-development-goals> (дата обращения: 02.05.2022).
2. Захматов Д.Ю. Отношение корпоративного бизнеса в Российской Федерации к управлению экологическими, социальными рисками, а также рисками корпоративного управления (ESG-рискам) // Казанский экономический вестник. 2021. № 6 (56). С. 29–38. EDN EVXYVY.
3. Информационное письмо Банка России от 16.12.2021 № ИН-06-28/96 «О рекомендациях по учету советом директоров публичного акционерного общества ESG-факторов, а также вопросов устойчивого развития» (вместе с «Рекомендациями по учету советом директоров (наблюдательным советом) публичного акционерного общества факторов, связанных с окружающей средой, социальных факторов и факторов корпоративного управления (ESG-факторов), а также вопросов устойчивого развития»).
4. Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 «Об утверждении федеральных стандартов оценки и о внесении изменений в некоторые приказы Минэкономразвития России о федеральных стандартах оценки» (вместе с «Федеральным стандартом оценки “Структура федеральных стандартов оценки и основные понятия, используемые в федеральных стандартах оценки (ФСО I)”», «Федеральным стандартом оценки “Виды стоимости (ФСО II)”», «Федеральным стандартом оценки “Процесс оценки (ФСО III)”», «Федеральным стандартом оценки “Задание на оценку (ФСО

IV)», «Федеральным стандартом оценки “Подходы и методы оценки (ФСО V)”», «Федеральным стандартом оценки “Отчет об оценке (ФСО VI)”»).

5. *Cornell B., Damodaran A.* Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? NYU Stern School of Business, 2020. URL: <https://ssrn.com/abstract=3557432>; <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3557432>

6. *Perspectives Paper: ESG and Business Valuation/* 02.03.2021 // Официальный сайт IVSC. URL: <https://www.ivsc.org/perspectives-paper-esg-and-business-valuation/> (дата обращения: 02.05.2022).

7. *Perspectives Paper: A Framework to Assess ESG Value Creation.* 26.05.2021 // Официальный сайт IVSC. URL: <https://www.ivsc.org/a-framework-to-assess-esg-value-creation/> (дата обращения: 02.05.2022).

8. *Perspectives Paper: ESG and Real Estate Valuation.* 14.10.2021 // Официальный сайт IVSC. URL: <https://www.ivsc.org/esg-and-real-estate-valuation/> (дата обращения: 02.05.2022).

9. *Alexander Aronsohn* IVSC Technical Standards Director (Tangible Assets) Survey: ESG & Valuation 14.02.2022. // Официальный сайт IVSC. URL: <https://www.ivsc.org/esg-survey/Perspectives Paper: ESG and Real Estate Valuation> (дата обращения: 02.05.2022).

10. *European Valuation Standards (EVS)* // Официальный сайт TEGOVA. URL: <https://tegoval.org/european-valuation-standards-evs> (дата обращения: 02.05.2022).

11. *RICS Valuation – Global Standards* 30.11.2021 // Официальный сайт RICS. URL: <https://www.rics.org/nl/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/red-book/red-book-global/> (дата обращения: 04.05.2022).

12. *RICS Sustainability and ESG in commercial property valuation and strategic advice, 3rd Edition* // Официальный сайт RICS. URL: <https://www.rics.org/eu/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/sustainability-and-commercial-property-valuation/> (дата обращения: 04.05.2022).

13. *Efimova O.V.* Integrating Sustainability // Investment Decision Evaluation. P. 668–681. doi: <https://doi.org/10.6000/1929-7092.2018.07.61>

14. *Efimova O.V.* Integrating the aspects of sustainable development into the investment decision validation process // *Economic Analysis: Theory and Practice*. 2018. Vol. 17, is. 1. P. 48–65.

15. *Ситник А.А.* «Зеленые» финансы: понятие и система // *Актуальные проблемы российского права*. 2022. Т. 17, № 2 (135). С. 63–80. doi: [10.17803/1994-1471.2022.135.2.063-080](https://doi.org/10.17803/1994-1471.2022.135.2.063-080)

16. *Financial Stability Board Roadmap for Addressing Climate-Related Financial Risks.* 07.07.2021. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P070721-2.pdf> (дата обращения: 04.05.2022).

17. *Письмо* Банка России от 24.05.2005 № 76-Т «Об организации управления операционным риском в кредитных организациях» // *Вестник Банка России*. 2005. № 28.

## References

1. United Nations Development Programme. (n.d.) *The Sustainable Development Goals*. [Online] Available from: <https://www.undp.org/sustainable-development-goals>. (Accessed: 02.05.2022).

2. Zakhmatov, D.Yu. (2021) The attitude of corporate business in the Russian federation to the management of environmental, social risks, as well as corporate governance risks (ESG risks). *Kazanskiy ekonomicheskiy vestnik*. 6 (56). pp. 29–38. EDN EVXYVY. (In Russian).

3. Bank Rossii [Bank of Russia]. (2021) *Information Letter of the Bank of Russia No. IN-06-28/96 of December 16, 2021, “On recommendations on Accounting by the Board of Directors of a Public Joint Stock Company of ESG factors, as well as issues of sustainable development” (together with “Recommendations on Accounting by the Board of Directors (Supervisory Board) of a Public joint stock company of factors related to the environment,*



social factors and corporate governance factors (ESG factors), as well as sustainable development issues”). Moscow: [s.n.]. (In Russian).

4. Russian Federation. (2022) *Order of the Ministry of Economic Development of the Russian Federation No. 200 of April 14, 2022, “On Approval of Federal Evaluation Standards and on Amendments to Some Orders of the Ministry of Economic Development of the Russian Federation on Federal Evaluation Standards” (together with the Structure of Federal Evaluation Standards and Basic Concepts Used in Federal Evaluation Standards (FSO I) Federal Evaluation Standard, Types of value (FSO II) Federal Evaluation Standard, Evaluation Process (FSO III) Federal Evaluation Standard, Assessment Assignment (FSO IV) Federal Assessment Standard, Assessment Approaches and Methods (FSO V) Federal Assessment Standard, Assessment Report (FSO VI) Federal Assessment Standard.* Moscow: [s.n.]. (In Russian).

5. Cornell, B. & Damodaran, A. (2020) Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? *NYU Stern School of Business*. [Online] Available from: <https://ssrn.com/abstract=3557432>. DOI: 10.2139/ssrn.3557432

6. International Valuation Standards Council. (2021) *Perspectives Paper: ESG and Business Valuation*. [Online] Available from: <https://www.ivsc.org/perspectives-paper-esg-and-business-valuation/>. (Accessed: 02.05.2022).

7. International Valuation Standards Council. (2021) *Perspectives Paper: A Framework to Assess ESG Value Creation*. [Online] Available from: <https://www.ivsc.org/a-framework-to-assess-esg-value-creation/>. (Accessed: 02.05.2022).

8. International Valuation Standards Council. (2021) *Perspectives Paper: ESG and Real Estate Valuation*. [Online] Available from: <https://www.ivsc.org/esg-and-real-estate-valuation/>. (Accessed: 02.05.2022).

9. International Valuation Standards Council. (2022) *Alexander Aronsohn IVSC Technical Standards Director (Tangible Assets) Survey: ESG & Valuation*. [Online] Available from: <https://www.ivsc.org/esg-survey/Perspectives>. (Accessed: 02.05.2022).

10. TEGOVA. (n.d.) *European Valuation Standards (EVS)*. [Online] Available from: <https://tegoval.org/european-valuation-standards-evs>. (Accessed: 02.05.2022).

11. RICS. (2021) *RICS Valuation – Global Standards*. [Online] Available from: <https://www.rics.org/nl/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/red-book/red-book-global/>. (Accessed: 04.05.2022).

12. RICS. (2022) *Sustainability and ESG in commercial property valuation and strategic advice*. 3rd ed. [Online] Available from: <https://www.rics.org/eu/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/sustainability-and-commercial-property-valuation/>. (Accessed: 04.05.2022).

13. Efimova, O.V. (2018) Integrating Sustainability. *Investment Decision Evaluation*. pp. 668–681. DOI: 10.6000/1929-7092.2018.07.61

14. Efimova, O.V. (2018) Integrating the aspects of sustainable development into the investment decision validation process. *Economic Analysis: Theory and Practice*. 1 (17). pp. 48–65.

15. Sitnik, A.A. (2022) “Green” finance: the concept and system. *Aktual’nye problemy rossiyskogo prava – Actual Problems of Russian Law*. 2-135 (17). pp. 63–80. (In Russian). DOI: 10.17803/1994-1471.2022.135.2.063-080

16. Financial Stability Board. (2021) *Financial Stability Board Roadmap for Addressing Climate-Related Financial Risks*. [Online] Available from: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P070721-2.pdf>. (Accessed: 04.05.2022).

17. Vestnik Banka Rossii. (2005) Pis’mo Banka Rossii ot 24.05.2005 № 76-T “Ob organizatsii upravleniya operatsionnym riskom v kreditnykh organizatsiyakh” [On the organization of operational risk management in credit institutions. Letter of the Bank of Russia No. 76-T of May 24, 2005]. *Vestnik Banka Rossii*. 28.

***Сведения об авторе:***

**Захматов Д.Ю.** – кандидат экономических наук, доцент Высшей школы бизнеса, Казанский федеральный университет (Казань, Россия). E-mail: z\_dmitry@bk.ru

***Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.***

***Information about the author:***

**D.Yu. Zakhmatov**, Cand. Sci. (Economics), associate professor, Kazan Federal University (Kazan, Russian Federation). E-mail: z\_dmitry@bk.ru

***The author declares no conflicts of interests.***

*Статья поступила в редакцию 05.05.2022;  
одобрена после рецензирования 01.07.2022; принята к публикации 12.09.2022.*

*The article was submitted 05.05.2022;  
approved after reviewing 01.07.2022; accepted for publication 12.09.2022.*