



Анализ принципов оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации

Кушниренко М.Р., аспирант Кафедры корпоративных финансов и корпоративного управления,
Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Россия

Аннотация. В статье рассматривается трансформация теоретической базы оценки стоимости бизнеса под влиянием ESG-факторов. Проанализированы три классические группы оценочных принципов (пользовательские, эксплуатационные, рыночные) и их недостаточность в условиях перехода к устойчивому развитию. На основе ретроспективного анализа этапов ESG-развития российского бизнеса (от КСО в 2010-х годах до внедрения национального ЭКГ-рейтинга в 2023–2025 годах) обоснована необходимость выделения четвертой группы принципов. Предложены и раскрыты три новых принципа оценки: ESG-ответственного управления, стоимостно-сбалансированного ESG-развития и ESG-диверсифицируемости бизнеса. Сделан вывод о том, что учет ESG-факторов становится ценообразующим элементом, влияющим на ставку дисконтирования и прогнозные темпы роста компании.

Ключевые слова: оценка стоимости бизнеса, принципы оценки бизнеса, ESG-трансформация, устойчивое развитие, ESG-факторы, ставка дисконтирования, темпы роста бизнеса, гринвошинг, доходный подход к оценке, рыночная стоимость компании, корпоративное управление, социальная ответственность бизнеса

Business valuation principles under ESG-transformation

Kushnirenko M.R., Postgraduate Student of the Department of Corporate Finance and

Annotation. The article examines the transformation of the theoretical framework of business valuation under the influence of ESG factors. Three classical groups of valuation principles (user-based, operational, and market-based) are analyzed, along with their insufficiency in the context of the transition to sustainable development. Based on a retrospective analysis of the stages of ESG development in Russian business (from CSR in the 2010s to the introduction of the national ECG rating in 2023–2025), the necessity of introducing a fourth group of principles is substantiated. Three new valuation principles are proposed and elaborated: ESG-responsible management, value-balanced ESG development, and ESG diversifiability of business. It is concluded that the consideration of ESG factors becomes a pricing element influencing the discount rate and the projected growth rates of a company.

Key words: business valuation, business valuation principles, ESG transformation, sustainable development, ESG factors, discount rate, business growth rates, greenwashing, income approach to valuation, market value of a company, corporate governance, corporate social responsibility.

Оценка бизнеса представляет собой многоступенчатую деятельность профессионального специалиста, результатом которой является определение денежного эквивалента стоимости предприятия, опирающееся на совокупность оценочных принципов. Последние образуют теоретический фундамент оценочной науки. В ходе развития рыночных отношений сформировалась объективная потребность в выработке базовых положений теории оценки, соблюдение которых критически важно в условиях неопределенности. Однако в свете утверждения новой парадигмы деятельности — перехода к устойчивому развитию — требуется не только разработка инновационной методологии расчета стоимости бизнеса, но и совершенствование его теоретической базы. Это предполагает уточнение сложившихся оценочных принципов с учетом ESG-трансформации экономики.

1. Теоретическая база: существующие группы принципов оценки стоимости бизнеса.

На сегодняшний день в оценочной практике выделяют три группы взаимосвязанных принципов [1]. Данные принципы являются стандартными и универсальными, в связи с чем применимы ко всем видам объекта оценки. В то же время их содержательное наполнение может меняться в зависимости от специфики конкретного предприятия.

Первая группа — принципы, основанные на представлениях собственника (пользователя). Она включает в себя:

Принцип полезности: бизнес обладает стоимостью только в том случае, если способен удовлетворять потребности владельца или рынка в течение определенного времени.

Принцип замещения: разумный покупатель не заплатит за компанию больше минимальной цены, запрашиваемой за аналогичный объект с равной полезностью.

Вторая группа — принципы, связанные с эксплуатацией бизнеса (факторами производства). Среди них:

Принцип вклада: стоимость отдельного элемента бизнеса определяется не фактическими затратами на его создание, а его вкладом в общую рыночную стоимость компании.

Принцип остаточной продуктивности: стоимость земли, зданий или оборудования оценивается после того, как оплачены все остальные факторы производства (труд, капитал, управление).

Принцип сбалансированности (пропорциональности): максимальная стоимость достигается при оптимальном соотношении всех факторов производства.

Третья группа — принципы, обусловленные действием рыночной среды. К ним относятся:

Принцип спроса и предложения: рыночная стоимость бизнеса формируется под воздействием конъюнктуры рынка, дефицитности объекта и числа конкурентов.

Принцип соответствия: бизнес тем дороже, чем ближе его характеристики (технологические, экологические, социальные) к текущим отраслевым стандартам и ожиданиям рынка.

Принцип изменения: стоимость предприятия не статична, она пересматривается во времени под влиянием внутренних и внешних факторов (инфляция, отраслевые сдвиги, законодательные новации).

Указанные группы образуют классический теоретический каркас оценки. Однако под влиянием глобальных трендов устойчивого развития и накопленного отечественного опыта внедрения ESG-подходов данный каркас требует существенного расширения. Чтобы понять логику необходимых изменений, обратимся к ретроспективе становления ESG-повестки в российской бизнес-практике.

2. Эволюция ESG-подходов в российском бизнесе: от зарождения к национальной специфике [2]

Становление принципов устойчивого развития в России прошло несколько качественных этапов, которые следует учитывать при модернизации оценочной методологии.

2.1. Ранний этап: корпоративная социальная ответственность (2010-е годы)

До активного внедрения ESG-терминологии российский крупный бизнес развивал практики корпоративной социальной ответственности (КСО), которые стали благодатной почвой для будущей ESG-трансформации. Появление принципов устойчивого развития ООН и ESG-практик стало современным идеологическим продолжением идей КСО, разрабатывавшихся в крупнейших отечественных компаниях. Важно подчеркнуть, что западные ESG-идеи «упали на хорошо подготовленную почву»: большинство российских флагманов не только интегрировали зарубежные подходы, но и предложили собственные инновационные решения в «зеленой» тематике [3].

Знаковым событием этого периода стало начало выпуска Индексов РСПП по устойчивому развитию (ESG-индексов) в 2013 году, что зафиксировало формальное признание повестки на уровне ведущего объединения работодателей. Впоследствии, с 1 апреля 2019 года, Московская биржа запустила ежедневный расчет фондовых индексов устойчивого развития: «Ответственность и открытость» (MRRT) и «Вектор устойчивого развития» (MRSV), которые показывают степень приверженности российских предприятий стратегиям устойчивого развития.

2.2. Этап институционализации: регуляторное оформление (2019-2021 годы)

Инфраструктура ESG-рынка начала активно формироваться в России с 2019 года. В этот период был утвержден пятилетний нацпроект «Экология», вступило в силу действие Парижского соглашения по изменению климата, а на Московской бирже начал работу специализированный сектор «Устойчивое развитие». [4]

Расцвет российской ESG-повестки пришелся на 2021 год. По оценкам «Эксперт РА», объем рынка устойчивого финансирования достиг тогда 300 млрд рублей. Толчком послужило формирование регуляторной базы: Правительством РФ и Банком России был принят ряд ключевых документов, включая стратегию низкоуглеродного развития РФ до 2050 года, критерии проектов устойчивого развития, а также рекомендации ЦБ по учету ESG-факторов при организации корпоративного управления.

Центральный банк РФ рекомендовал публичным компаниям учитывать ESG-факторы и вопросы устойчивого развития при стратегическом планировании, а отдельным участникам финансового рынка — дополнительно и климатические риски. Именно в 2021 году российские компании массово анонсировали стратегии устойчивого развития, цели по снижению углеродного следа и достижению углеродной нейтральности. Например, о планах добиться нулевых парниковых выбросов к 2050 году заявили En+ Group, «Татнефть», S7 Airlines, X5 Retail Group, а «Сбер» объявил о намерении достичь углеродной нейтральности от операционной деятельности к 2030 году. [5]

В октябре 2021 года была утверждена стратегия низкоуглеродного развития, предполагающая сокращение выбросов парниковых газов на 60% от уровня 2019 года к середине века. [6]

2.3. Этап адаптации: формирование национальной модели (2022-2024 годы)

Геополитические изменения 2022 года создали новые вызовы для ESG-повестки в России. Однако, вопреки ожиданиям, российские организации не свернули программы устойчивого развития, а приступили к формированию суверенной модели.

В феврале 2022 года вступил в силу Федеральный закон № 296-ФЗ «Об ограничении выбросов парниковых газов» — первый законодательный акт системного климатического регулирования. С 2023 года предприятия с выбросами более 150 тыс. тонн CO₂-экв. ежегодно обязаны предоставлять отчетность об эмиссии в Минэкономразвития.

Банк России, несмотря на сложную геополитическую обстановку, продолжил поддержку устойчивого финансирования, введя в обращение новые типы биржевых инструментов — зеленые, социальные и переходные облигации. По данным регулятора, на начало ноября 2023 года объем находящихся в обращении облигаций, включенных в сектор устойчивого развития, составил 354 млрд рублей среди крупнейших эмитентов — РЖД, правительство Москвы, ВЭБ.РФ и «Дом.РФ». [7]

Одновременно произошла локализация ESG-инфраструктуры: после ухода международных аудиторов и рейтинговых агентств российские компании продолжили раскрывать нефинансовую информацию, а отечественные рейтинговые агентства (RAEX, АКРА, НРА) обновили методологии ESG-оценки. К концу 2022 года все локальные агентства были готовы обслуживать эмитентов, ранее ориентировавшихся на зарубежные рейтинги. [9]

Важным трендом стало смещение фокуса с глобальной на национальную повестку. Как отмечают эксперты, в России наблюдается переосмысление «классических» ESG-принципов, определяющих степень воздействия компаний на окружающую среду: на первый план выходят проекты в области

технологического суверенитета и технологического лидерства. Принципы устойчивого развития все чаще увязываются с задачами импортозамещения и инновационного развития. [8]

По словам представителей ВЭБ.РФ, инвестиции российского бизнеса в устойчивое развитие по итогам 2025 года превысили показатели пятилетней давности, составив более десяти триллионов рублей.

2.4. Новейший этап: стандартизация и ЭКГ-рейтинг (2023 год – настоящее время)

К концу 2023 года в России фактически завершилось формирование национальной ESG-инфраструктуры. Как отметил замминистра экономического развития РФ Илья Торосов на конференции COP-28, в климатической повестке за три года Россия перешла от целеполагания к созданию собственной инфраструктуры.

В октябре 2023 года была утверждена новая Климатическая доктрина России, ключевая цель которой – достижение углеродной нейтральности страны до 2060 года. В отличие от доктрины 2009 года, новый документ содержит конкретные целевые ориентиры.

Знаковым событием стало внедрение ЭКГ-рейтинга ответственного бизнеса («Экология, Кадры, Государство»), который с 2023 года получил статус национального стандарта ГОСТ Р 71198-2023. Данный инструмент, разработанный по инициативе полномочного представителя Президента РФ в ЦФО при участии Федеральной налоговой службы, Счетной палаты и Финансового университета, оценивает не только финансовые показатели, но и вклад компаний в достижение национальных целей развития. [10]

ЭКГ-рейтинг охватывает более 7,15 млн предприятий и служит суверенным ориентиром благонадежности бизнеса для государства, инвесторов и граждан. В отличие от глобальных ESG-рейтингов, которые опираются главным образом на международные инициативы и стандарты, ЭКГ-рейтинг фокусируется на экологии как части национальной безопасности, кадрах через призму

демографических вызовов и обеспечении интересов государства как основного стейкхолдера.

В декабре 2025 года тематика устойчивого развития в России продолжила трансформацию: ставится задача формирования собственных целей устойчивого развития, скорректированных с национальными приоритетами, целями технологического суверенитета и формирования ценностей отдельного человека (концепция «стандарта общественного капитала бизнеса»).

3. От исторического опыта к новой методологии оценки

Проведенный ретроспективный анализ развития ESG-подходов в России позволяет сделать принципиальный вывод: теоретическая база оценки бизнеса не может оставаться неизменной. Если ранее ESG-факторы воспринимались преимущественно как элемент корпоративной отчетности или репутационный маркер, то в современных условиях они стали:

Фактором стоимости: наличие ESG-стратегии, подтвержденное рейтингами (включая ЭКГ), влияет на инвестиционную привлекательность и доступ к льготному финансированию.

Объектом регуляторного внимания: законодательные требования (закон о выбросах парниковых газов, критерии «зеленых» проектов) создают обязательные к учету риски и ограничения.

Элементом национальной экономической политики: переход к технологическому суверенитету и увязка ESG с национальными целями развития требуют пересмотра подходов к оценке.

Следовательно, классические три группы принципов (пользовательские, эксплуатационные, рыночные) закладывают фундамент оценки, но для адекватного отражения современной реальности требуется их дополнение четвертой группой — ESG-принципами, учитывающими как глобальный опыт, так и российскую специфику.

4. Предлагаемая четвертая группа принципов: ESG-ориентированная оценка

Чтобы в полной мере учесть экологическую составляющую, социальную составляющую и составляющую корпоративного управления при оценке

стоимости бизнеса, предлагается добавить четвертую группу оценочных принципов. Данная группа ориентирована на специфику деятельности компании в условиях актуализации повестки устойчивого развития. Она нацелена на отражение ожиданий рынка и собственников от внедрения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления в деятельность бизнеса. Предлагаемая группа включает следующие возможные принципы оценки:

4.1. Принцип ESG-ответственного управления бизнесом

Предполагается, что стоимость объекта оценки, реализующего экологические, социальные факторы и факторы корпоративного управления в своей деятельности, выше, чем у объекта, отказывающегося от экологической, социальной трансформации и трансформации корпоративного управления. Данная гипотеза обусловлена тем, что:

- нивелируются риски снижения устойчивости бизнеса в долгосрочной перспективе устойчивого развития;
- объект оценки повышает конкурентные преимущества, поскольку клиенты и поставщики предпочитают взаимодействовать с компаниями, ориентированными на экологическое, социальное развитие и развитие корпоративного управления;
- для таких компаний предусматривается льготное финансирование деятельности, что при прочих равных условиях снижает ставку дисконтирования и способствует увеличению рыночной стоимости при использовании доходного подхода;
- увеличивается рыночная цена компаний в условиях роста интереса инвесторов к акциям, ориентированным на экологическое, социальное развитие и развитие корпоративного управления.

В этой связи при оценке стоимости бизнеса необходимо: анализировать основные ESG-драйверы роста рыночной цены акций; выявлять дополнительные факторы роста компании в условиях ESG-трансформации; обосновывать

возможность применения более низкого значения ставки дисконтирования для ESG-ориентированного бизнеса.

4.2. Принцип стоимостно-сбалансированного ESG-развития бизнеса

Данный принцип основывается на том, что объект оценки, равномерно внедряющий в свою деятельность принципы устойчивого развития (нивелируя риски гринвошинга), обладает наибольшим потенциалом для сбалансированного развития и, как следствие, для увеличения рыночной стоимости. В этом случае субъекту оценочной деятельности, принимая во внимание ретроспективный рост развития ESG-бизнеса, необходимо модифицировать существующие модели роста компании для определения значений темпов роста в прогнозном периоде. Предполагается, что корпорации с наибольшими темпами роста бизнеса, ориентированного на экологическое, социальное развитие и развитие корпоративного управления в ретроспективном периоде, могут столкнуться со значительным снижением темпов роста в прогнозном периоде, а также с определенными рисками, которые снижают возможности сбалансированного развития в будущем. Как следствие, это приводит к увеличению ставки дисконтирования для оценки стоимости бизнеса.

4.3. Принцип ESG-диверсифицируемости бизнеса

Этот принцип относится к бизнесу, деятельность которого связана с промышленным сектором экономики и в силу этого наиболее подвержена экологическим рискам. Принцип демонстрирует прирост рыночной стоимости через призму выпуска новой продукции, ориентированной на развитие «зеленой» экономики. При учете данного принципа субъекту оценочной деятельности необходимо отдельно производить оценку стоимости операционного бизнеса и ESG-бизнеса. Это позволит определить размер вклада инвестиционных ESG-продуктов в результирующее значение стоимости бизнеса.

Проведенное исследование эволюции принципов оценки стоимости бизнеса в контексте ESG-трансформации позволяет утверждать, что теоретическая база оценочной деятельности требует системного обновления. Учет ESG-факторов перестал быть опциональным элементом корпоративной отчетности и

превратился в значимый ценообразующий фактор, влияющий на ставку дисконтирования, прогнозируемые темпы роста и уровень рисков. Предложенная четвертая группа принципов — ответственного управления, сбалансированного развития и диверсифицируемости — призвана устранить методологический разрыв между классической теорией оценки и современными реалиями устойчивого развития, включая российскую специфику, выраженную в формировании национальных стандартов (ЭКГ-рейтинг, стандарт общественного капитала). Дальнейшие исследования должны быть направлены на разработку количественных методов учета предложенных принципов в рамках доходного, сравнительного и затратного подходов к оценке бизнеса.

Библиографический список:

1. Захматов, Д. Ю. Оценка стоимости бизнеса с учетом ESG факторов : монография / Д. Ю. Захматов. – Санкт-Петербург : Береста, 2023. – 273 с. – ISBN 978-5-6047-5415-3.
2. Федотова, М. А. Стоимость собственности и ESG-стратегии: оценка и управление : монография / М. А. Федотова, Т. В. Тазихина, И. В. Косорукова [и др.] ; под ред. М. А. Федотовой, Т. В. Тазихиной, И. В. Косоруковой. – Москва : КноРус, 2023. – 333 с. – ISBN 978-5-406-10502-3.
3. Ефимова, О. В. ESG-анализ в системе инвестиционной оценки бизнеса / О.В. Ефимова // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2025. – № 1. – С. 18-31. – DOI: 10.17308/econ.2025.1/12869.
4. Крапивенцев, И.А. Учет влияния ESG-факторов на реализацию инвестиционных проектов при финансовом моделировании / И.А. Крапивенцев // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2025. – № 12. – С. 75-90. – DOI: 10.17308/meps/2078-9017/2025/12/75-90.
5. Rodionov, I. B. ESG Transformation of Business: From Theory to Practice / I. B. Rodionov // Российские регионы в фокусе перемен : сборник докладов XIX

Международной конференции (Екатеринбург, 14–16 ноября 2024 г.). – Екатеринбург : Издательство Издательский Дом «Ажур», 2025. – С. 777-781.

6. Cornell, B. Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? / B. Cornell, A. Damodaran // *The Journal of Impact and ESG Investing*. – 2020. – Vol. 1, № 1. – P. 76-93. – DOI: 10.3905/jesg.2020.1.1.076.

7. Berg, F. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings / F. Berg, J. F. Kölbel, R. Rigobon // *Review of Finance*. – 2022. – Vol. 26, № 6. – P. 1315–1344. – DOI: 10.1093/rof/rfac033.

8. Giese, G. Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance / G. Giese, L.-E. Lee, D. Melas, Z. Nagy, L. Nishikawa // *The Journal of Portfolio Management*. – 2019. – Vol. 45, № 5. – P. 1–17.

9. Шигапова, А.А. Учёт ESG-факторов в управлении инновационными проектами / А.А. Шигапова // *Вестник Поволжского государственного технологического университета. Серия: Экономика и управление*. – 2022. – № 3-4 (55). – С. 110-117. – DOI: 10.25686/2306-2800.2022.3-4.110.

10. Кушниренко, М.Р. Анализ практики раскрытия информации по ESG-факторам российскими компаниями в современных условиях экономических реалий / М. Р. Кушниренко // *Экономика и предпринимательство*. – 2023. – № 7(156). – С. 1109-1114. – DOI 10.34925/EIP.2023.156.7.198. – EDN IQZQML.

References:

1. Zakhmatov, D. Y. Business value assessment based on ESG factors : a monograph / D. Y. Zakhmatov. Saint Petersburg : Beresta, 2023. – 273 p. ISBN 978-5-6047-5415-3.

2. Fedotova, M. A. Property Value and ESG strategies: Assessment and management : a monograph / M. A. Fedotova, T. V. Tazikhina, I. V. Kosorukova [et al.]; edited by M. A. Fedotova, T. V. Tazikhina, by I. V. Kosorukova. – Moscow : KnoRus, 2023. – 333 p. – ISBN 978-5-406-10502-3.

3. Efimova O. V. ESG analysis in the business investment assessment system / O.V. Efimova // *Bulletin of Voronezh State University. Series: Economics and Management*. – 2025. – № 1. – pp. 18-31. – DOI: 10.17308/econ.2025.1/ 12869.

4. Krapiventsev, I.A. Accounting for the influence of ESG factors on the implementation of investment projects in financial modeling / I.A. Krapiventsev // Bulletin of Voronezh State University. Series: Economics and Management. - 2025. – № 12. – pp. 75-90. – DOI: 10.17308/meps/2078-9017/2025/ 12/75-90.
5. Rodionov, I. B. ESG Transformation of Business: From Theory to Practice / I. B. Rodionov // Russian regions in the focus of change : collection of reports of the XIX International Conference (Yekaterinburg, November 14-16, 2024). – Yekaterinburg : Publishing House Publishing House «Azhur», 2025. – pp. 777-781.
6. Cornell, B. Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? / B. Cornell, A. Damodaran // The Journal of Impact and ESG Investing. – 2020. – Vol. 1, № 1. – P. 76-93. – DOI: 10.3905/jesg.2020.1.1.076.
7. Berg, F. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings / F. Berg, J. F. Kölbel, R. Rigobon // Review of Finance. – 2022. – Vol. 26, № 6. – P. 1315–1344. – DOI: 10.1093/rof/rfac033.
8. Giese, G. Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance / G. Giese, L.-E. Lee, D. Melas, Z. Nagy, L. Nishikawa // The Journal of Portfolio Management. – 2019. – Vol. 45, № 5. – P. 1–17.
9. Shigapova, A.A. Consideration of ESG factors in the management of innovative projects / A.A. Shigapova // Bulletin of the Volga State Technological University. Series: Economics and Management. – 2022. – № 3-4 (55). – Pp. 110-117. – DOI: 10.25686/2306-2800.2022.3-4.110.
10. Kushnirenko, M.R. Analysis of the practice of disclosure of information on ESG factors by Russian companies in modern economic realities / M. R. Kushnirenko // Economics and entrepreneurship. – 2023. – № 7(156). – Pp. 1109-1114. – DOI 10.34925/EIP.2023.156.7.198. – EDN IQZQML.