

ВЛИЯНИЕТО НА ESG ФАКТОРИ ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕТО СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА КОМПАНИИТЕ

Стефани Андреева

Нов български университет

Резюме: В доклада се разглеждат предизвикателствата, свързани с интегрирането на ESG (екологичните, социалните и управленските) фактори при определянето на справедливата стойност на компаниите. Въпреки нарастващото признаване на влиянието им, стандартизирането на тези показатели остава съществена пречка. Докладът изследва проблемите свързани с надеждността на данните, липсата на единни стандарти за отчитане и различните методологии, които възпрепятстват обосноваването на оценките. Разгледани са евентуалните възможности за преодоляването на тези предизвикателства, което е от решаващо значение не само за инвеститорите, които се стремят към етични инвестиции, но и за гарантиране на надеждността и ефективността на интегрирането на ESG факторите при определянето на справедливата стойност на компаниите.

Ключови думи: ESG, етични инвестиции, справедлива стойност, оценяване

THE IMPACT OF ESG FACTORS IN DETERMINING THE FAIR VALUE OF COMPANIES

Stefani Andreeva

New Bulgarian University

Abstract: The report examines the challenges of integrating ESG (environmental, social and governance) factors in determining the fair value of companies. Despite growing recognition of their influence, standardization of these indicators remains a significant obstacle. The report explores issues related to the reliability of data, the lack of unified reporting standards and the different methodologies that hinder the validity of the valuation. It also discusses potential opportunities to overcome these challenges, which is critical not only for investors seeking to invest ethically, but also to ensure the reliability and effectiveness of integrating ESG factors in determining companies' fair value.

Keywords: ESG, ethical investments, fair value, valuation

Въведение

В съвременната бизнес среда на компаниите се налага да насочват своето внимание към съпътстващите ги фактори, които излизат извън рамките на стандартните финансови показатели. Факторите, класифициращи се като ESG (environmental, social and governance – екологични, социални и управленски) са пример за такива, които макар и да имат нефинансов характер се превръщат в ключови при взимане на инвестиционни решения в последните години. Тези екологични, социални и управленски аспекти от една страна

отразяват рисковете, пред които са изложени компаниите, но от друга играят роля като индикатор за устойчивото им развитие в дългосрочен план. Акцентът, който те поставят, не е ограничен само до инвеститорите, но също така и до служителите, потребителите, а и обществото като цяло. Признак за тяхната привлекателност от страна на инвеститорите е нарастването на активите, управлявани от фондове, прилагащи критерии за устойчиво инвестиране, като глобалните активи на устойчивите фондове възлизат на 2,5 трлн. долара към декември 2022 г., в сравнение с 1,7 трлн. долара към декември 2020 г. (Morningstar, 2023). Очакванията са тези тенденции да се задържат и институционалните ESG инвестииции в световен мащаб да се увеличат до 33,9 трлн. щатски долара през 2026 г., от 18,4 трлн. щатски долара през 2021 г., което ще съставлява 21,5% от управляваните активи (PWC, 2022). Това налага да се обърне внимание на влиянието на ESG факторите върху стойността на компаниите, която касае както „етичните“ инвеститори, така и мениджмънта на компаниите, тъй като от негова гледна точка предприемането на действия в посока отразяването на такива фактори означава допълнителни инвестиции. Тези инвестиции поставят и следващия въпрос – оправдани ли са те и какъв ще бъде финансовият им ефект. Целта на този доклад е да разгледа влиянието на ESG факторите в процеса на определянето справедливата стойност на компаниите и възможностите за тяхното интегриране в оценяването. За постигането на тази цел са анализирани предизвикателствата и трудностите, които могат да възникват в този процес, и са въведени предложения и препоръки за подобряването му.

Влияят ли ESG факторите на стойността на компаниите?

За да се отговори правилно на този въпрос, трябва първо да бъде изяснено какво е съдържанието на ESG факторите. Зад съкращението ESG стоят думите екологично (environmental), социално (social) и управленско (governance). Тези три думи през последните години налагат на мениджърите отговорност по отношение на ангажираността им към обществото. Екологичните фактори касаят начина, по който една компания управлява ресурсите си и емисиите. Социалните фактори са свързани с отношенията между компанията и заинтересованите страни —клиенти, служители, и дори обществото като цяло. Тук попадат трудовите стандарти, разнообразието на служителите по отношение на пол, раса и др., отношенията с клиентите и общността. Управленските фактори са свързани с корпоративното поведение и включват управлението и интегрирането на останалите два фактора. Нарастването на значението на ESG при компаниите е толкова значително, че се наблюдават и тенденции за налагане на политики за възнаграждения на изпълнителните директори, които са обвързани с резултати, свързани с ESG (Cohen, 2022). Въпреки това, по отношение на бизнеса, основните въпроси винаги са свързани с финансовите резултати. Чисто имиджовото отражение може да има краткосрочен положителен ефект върху цените на акциите, но стойността в дългосрочен план се влияе основно от финансови показатели. Анализ от 2021 г. (Whelan et al., 2021) изследва над 1000 публикации, направени между 2015 и 2020 г., които се фокусират върху връзката между ESG инвестициите и финансовите резултати. Анализът показва, че 58% от статиите са установили положителна връзка, 8% - отрицателна, 13% - липса на връзка, а 21% - смесени резултати. Макар и над половината от публикациите да отчитат положителен ефект, то все пак мненията остават сравнително разнопосочни и това се дължи най-вече на трудностите и предизвикателствата, които създава пред инвеститорите и оценителите имплементирането на ESG факторите. Въпреки че част от

тях могат да бъдат измерени количествено е трудно да бъде изчислено монетарното им изражение. Например, може да бъде определено текущото на служителите за една компания, но трудно може да бъде пресметнато отражението му в паричния поток. Аналогично въпросът може да се съотнесе и върху фактори, касаещи удовлетвореността на клиентите, разнообразието при подбора на служителите, влиянието на дейностите на компаниите върху околната среда или например, качеството на управлението. Съществуват и автори (Cornell and Damodaran 2020), които считат, че свързаните с ESG политики, които компаниите налагат за някои може да се окажат печеливши, докато при други това може да води до намаляване на стойността им. Cornell and Damodaran (2020) смятат, че инвестирането в „добри“ компании може да се изплати през преходните периоди, но това обикновено води до по-ниска възвръщаемост в дългосрочен план. Разнопосочните мнения, свързани с влиянието на ESG върху стойността на компаниите, налага по-задълбочен анализ на предизвикателствата, които възникват в процеса на оценяването, както и на възможностите за прилагането на факторите в някои от познатите модели за оценка.

Предизвикателства при интегрирането на ESG факторите в процеса на оценяване

Трудностите, които възникват в процеса на интегрирането на ESG факторите са разнообразни и са специфични при различните компании. На първо място голямо влияние оказва липсата на стандартизация. Не съществува универсален набор от показатели или стандарти за ESG. По тази причина различните организации могат да използват различни критерии и методологии за оценката им. Липсата на стандартизиране в отчитането на ESG данните води до нееднородност в начина, по който компаниите предоставят информация. Това затруднява процеса на събиране и обработка на данни, необходими за определянето на справедливата стойност. Всичко това води до несъответствия и предизвикателства при сравняването на компании, дори и от един и същ отрасъл. В последните години се наблюдава напредък в тази насока, като Международният съвет по стандарти за устойчивост (ISSB) изготви два стандарта, Международни стандарти за финансово отчитане (МСФО) S1 и S2, обхващащи общи ESG оповестявания, както и такива свързани конкретно с климата. Заедно тези стандарти имат за цел да усъвършенстват и унифицират процеса на отчитане на устойчивостта. В Европейския съюз съществуват и допълнителни нормативни актове за това. Европейската комисия прие Европейски стандарти за отчитане на устойчивостта (ESRS) на 31 юли 2023 г. с дата за влизане в сила 1 януари 2024 г. ESRS се състои от 12 стандарта, разделени в четири отчетни категории: общи, екологични, социални и управленски. Въпреки високата степен на сближаване между ЕСС и МСФО S1 и S2, съществуват някои ключови разлики, които налагат изискването дружествата да наблюдават двете рамки и съответно да оптимизират своите подходи. Докато МСФО S1 и S2 са рамки за отчитане, Директивата на ЕС по отношение на отчитането на предприятията във връзка с устойчивостта (CSRD) е закон, чието влизане в сила е планирано за 2024 г. Различните регулации в различните юрисдикции, свързани с оповестяването и отчитането на ESG е допълнително предизвикателство при опитите за интегриране на ESG факторите в процеса на оценяване. Дружествата, опериращи в различни региони също се сблъскват с тези затруднения, защото трябва да спазват различни набори от правила и стандарти, което създава предизвикателства при осигуряването на последователност и съпоставимост, както на предоставената информация, така и при анализирането ѝ.

Предизвикателствата, свързани с качеството и наличността на данните води и до явления като така наречените „greenwashing“ и „impact washing“. Тези термини се използват, когато компаниите представят своите усилия в посока ESG в по-положителна светлина от реалната. Това може да бъде постигнато на база твърдения, които не са подкрепени от числа или са подкрепени от манипулирани такива. „Greenwashing“-а допълнително затруднява инвеститорите при анализирането на данните на компаниите и при разграничаването на истинските устойчиви практики от тези, които имат за цел единствено имиджов ефект върху компаниите и не са подкрепени от доказателства.

Факторите на ESG често са сложни и взаимосвързани. Например, екологичен проблем като изменението на климата може да има социални и управленски последици. Моделите за оценяване трябва да отчитат тези сложни взаимоотношения, чието точно количествено определяне може да бъде предизвикателство. Освен това стои и възможността подобряването на един социален фактор, да оказва лошо влияние върху екологичните фактори или обратното. Това допълнително създава трудности при моделирането на бъдещите парични потоци на компаниите и отчитане на влиянието на екологичните, социалните и управленските фактори върху тях. Много от аспектите на ESG са качествени по природа, което ги прави субективни и отворени за тълкуване. Понятия като „устойчивост“ и „отговорност“ могат да бъдат трудно дефинирани и измерени чрез конкретни показатели. Изборът на адекватни мерки за сложни и взаимозависими явления създава затруднения при прилагането на моделите за определяне на стойността на компаниите. Тежестта на отделните фактори също би била различна в различните индустрии, така например компания от индустрията, свързана с промишлеността може да показва по-ниски показатели по отношение на екологията в сравнение с технологична компания, но пък по-високи показатели във връзка със социалните и управленските фактори.

Факторите, свързани с ESG, често имат дългосрочни последици, докато финансовите пазари са по-скоро краткосрочно ориентирани. Моделите за оценяване трябва да балансират краткосрочната пазарна динамика с дългосрочното въздействие на ESG факторите. Така например, краткосрочните вълнения на пазара могат да дадат отражение върху бета коефициента на компаниите и от там съответна на нормата на дисконтиране, ако се приеме, че се използва модела за оценка на капиталовите активи при определяне цената на капитала. Това от своя страна може да доведе до неправилно подценяване или надценяване на дадена компания.

Един от основните проблеми все пак остава специфичността на индустриите и определянето на това, доколко те биха били засегнати от ESG факторите, както и кои конкретно следва да бъдат интегрирани в моделите за оценка. Някои отрасли могат да имат по-голям интерес към практиките, свързани с ESG. Едни отрасли могат да имат структурни предимства от включването на критерии за ESG в оценката спрямо други. Например, секторите свързани с технологиите, банковото дело и потребителските стоки биха били склонни да показват показатели над средното ниво, докато индустрии, свързани с промишлеността – по-ниски. По този начин може да се наблюдава подценяване на компании от тези индустрии от страна на инвеститорите, които използват инвестиционни критерии, свързани с ESG, или които представят високо ниво на ангажираност към тези критерии и съответно някои сектори могат да останат пренебрегнати, тъй като не са обект на „етични инвестиции“. Специфичността на индустриите и различията в ESG факторите, които оказват

влияние на стойността им, води до нуждата от индивидуализиране на използваните модели спрямо различните индустрии. В подкрепа на това твърдение е и разработеният от Bossec and Fouquaui (2020) индекс на зелените настроения, имащ за цел да оцени медийното отразяване на екологичните проблеми. Авторите достигат до заключението, че повишаването на медийното внимание към екологичните въпроси оказва отрицателно въздействие върху възвръщаемостта на акциите в секторите на енергетиката и производството, докато влияе положително върху недвижимите имоти и комуналните услуги. Според тях тези резултати са свързани с възприемането от страна на инвеститорите на определени отрасли като замърсители (особено промишления сектор) и продължаващия преход на други към нисковъглероден модел (електроснабдяване и недвижими имоти). Следователно, инвеститорите оценяват връзката между екологичните рискове и стойността по специфичен начин за отделните индустрии.

Въпросите, свързани с ESG, непрекъснато се развиват и имат динамичен характер. С течение на времето се появяват нови фактори и опасения, което изисква постоянни актуализации на моделите и методологиите за оценяване, за да се отрази точно променящата се среда. От друга страна регулациите, които влизат в сила предполагат по-голяма прозрачност при отчитането и оповестяването от страна на компаниите на въпроси, касаещи устойчивостта и ESG факторите, което би улеснило процеса на определянето справедливата им стойност.

Възможни решения за интегриране на ESG факторите при прилагане на метода на дисконтираните парични потоци (DCF)

Методът на дисконтираните парични потоци е един от основните при определянето справедливата стойност на компаниите. При него е възможно интегрирането на ESG факторите в нормата на дисконтиране или в паричния поток. Интегрирането на ESG в нормата на дисконтиране предполага компаниите, които имат слаби резултати по показателите на ESG, да имат средно по-висок рисков профил, съответно това да води до висока норма на дисконтиране и по-ниска стойност. Обратното важи за дружествата, които имат добри резултати по отношение на показателите за ESG. По този начин компаниите, които се представят по-добре в екологичен, социален и управленски аспект ще бъдат възнаградени от инвеститорите за това. Във връзка с интегрирането на ESG факторите чрез нормата на дисконтиране в последните проучвания се предлага нова рамка за модел за ценообразуване на капиталовите активи (CAPM), адаптиран към ESG (Pástor et al., 2021; Pedersen et al., 2021). Основният проблем при такъв подход и особено при използването на модела за ценообразуване на капиталовите активи е рискът от двойно отчитане. Ако дадена компания има по-висок рисков профил вследствие на по-лоши ESG фактори и този риск вече е широко известен на пазара, може да се твърди, че той вече е отразен в нейната дисконтова норма чрез по-висок бета коефициент на компанията (Bos, 2014). В такъв случай коригирането на нормата на дисконтиране би довело допълнително до несправедливо подценяване от страна на оценяващия. Предимството на интеграцията на ESG факторите в нормата на дисконтиране спрямо отразяването им в бъдещите парични потоци е най-голямо при фактори, които са трудни за трансформиране във финансови показатели и имат по-скоро качествен характер.

Друг начин за интегриране на ESG фактори в метода DCF е чрез коригиране на бъдещите парични потоци на компанията. Примери за това как те могат да окажат влияние

на паричните потоци са многобройни – чрез глоби или загуби от съдебни процеси при неспазване на определени екологични или трудови регулации, загуба на работна сила и затрудняване на работния процес, загуби от нарушена репутация. При един петролен разлив, например освен глоби, може да се стигне и до прекъсване на производството за известен период от време, както и до разходи за възстановяването му и осигуряването на мерки за безопасност. Всички тези примери оказват влияние върху бъдещите парични потоци, но въпросът е как те могат да бъдат коректно изчислени? Основното предимство на този метод е, че той принуждава инвеститора да превърне ESG факторите на компанията в бъдещи парични потоци и по този начин да се съсредоточи върху съответните съществени въпроси (Bos, 2014). Въпреки това трудности са налице и при тази концепция. Част от изброените примери се характеризират с ниска степен на вероятност от настъпване, а в същото време биха имали голямо отражение върху паричния поток, поради което е трудно да бъдат предвидени и да бъдат направени допускания във връзка с тях. Освен това остава въпросът и за факторите, които имат единствено качествен характер или количественият е трудно измерим.

Съществува и възможност за корекция на терминалната стойност на компанията чрез коригиране на дългосрочния темп на растеж, тоест корекция в следпрогнозния период. За да бъде използван този подход трябва да се приемат допускания, които са свързани с това, че ESG факторите не са временно явление. Така се надхвърлят краткосрочните финансови показатели и се признава, че устойчивите бизнес практики могат да повлияят на способността на компанията да генерира дългосрочни парични потоци (Bancel, 2023). Това би довело и до предимство за компании, които предоставят прозрачно и изчерпателно оповестяване на своите практики в областта на ESG, тъй като анализаторите биха били по-склонни да коригират техните терминални темпове на растеж в положителен план поради подробната отчетност.

Друга възможност за справяне с предизвикателствата, които ESG факторите създават пред инвеститорите са симулационно-базираните модели. Моделът на Gleißner and Ernst (2019) предполага анализ на всички рискове, които по някакъв начин могат да повлияят върху паричния поток на компаниите, като впоследствие тези рискове се агрегират с помощта на Монте Карло симулации и съответното получено стандартно отклонение се използва при определяне на нормата на дисконтиране. По този начин в анализа на риска могат да бъдат включени и рисковете, касаещи ESG факторите. Предимството на такъв подход при определянето на стойността на компаниите и интегрирането на ESG е, че този модел предполага задълбочено познаване на дейностите на компанията и на всички фактори, които биха оказали влияние върху тях, което е предпоставка за по-голяма достоверност и всеобхватност на оценката. Чрез симулационно-базираните модели могат да бъдат обхванати и фактори, които имат качествен характер, а освен това инвеститори и анализатори биха могли да адаптират оценките си към уникалните характеристики на отделните компании. Предизвикателствата при този тип модели основно са свързани с тяхната сложност и многокомпонентност, което затруднява процеса на оценяване.

Заклучение

В последните години интересът към устойчивостта и отговорното управление се превръща в ключов при взимане на инвестиционни решения. Докладът подчертава актуалността на интегрирането на ESG факторите при определянето стойността на

компаниите, която се обуславя от нарастващия интерес към етичните инвестиции. Въпреки това връзката между ESG и финансовото представяне на компаниите все още не е доказана категорично и не е постигнат консенсус в литературата по този въпрос. Това до голяма степен се дължи на разгледаните предизвикателства при интеграцията на тези фактори в оценката на компаниите, които са свързани с липсата на стандартизация, качеството и наличността на данните, сложността и взаимосвързаността между отделните фактори, субективния и качествения им характер, краткосрочните пазарни реакции към тях, регулаторните рискове, спецификите по отношение на отделните индустрии и динамичния характер, който имат тези проблеми. Възможните решения при интегрирането на ESG факторите при прилагане на метода на дисконтираните парични потоци са свързани с корекция в нормата на дисконтиране, в паричния поток и в терминалната стойност. Докато интеграция в нормата на дисконтиране се очертава да бъде по-подходяща при отразяване на качествени фактори, то при количествените са по-подходящи корекции на паричните потоци и терминалните стойности на темпа на растеж. В доклада е разгледана и възможността за използването на симулационно-базиран модел при отчитането на ESG факторите в оценката на стойността на компаниите, който макар и да е сложен за прилагане, дава възможност на инвеститорите да адаптират оценките си към уникалните характеристики на отделните компании. Бързо променящата се среда и нарастващото внимание от страна на инвеститорите към компании, които демонстрират ангажираност към ESG факторите, налага търсене нови и по-успешни модели или адаптиране на използваните досега за интеграцията на тези фактори при определянето на справедливата стойност на компаниите.

Използвана литература

1. Bancel, F., D. Glavas and G. Karolyi (2023). Do ESG Factors Influence Firm Valuation? Evidence from the Field, SSRN Electronic Journal
2. Bros, J. (2014), Using ESG Factors for Equity Valuation, CFA Institute Magazine
3. Cohen S, I. Kadach, G. Ormazabal, S. Reichelstei (2022). Executive compensation tied to ESG performance: International evidence, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 825/2022, Journal of Accounting Research
4. Cornell B. and A. Damodaran (2020). Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?, The Journal of Impact and ESG Investing 1(1), p. 76-93
5. Gleißner, W. and D. Ernst (2019). Company valuation as result of risk analysis: Replication approach as an alternative to the CAPM - Business Valuation OIV Journal, 1, pp. 3-15.
6. Morningstar (2023). Global sustainable fund flows: Q4 2022 in review.
7. Pástor L., R.F. Stambaugh, L. A. Taylor (2021). Sustainable investing in equilibrium. Journal of Financial Economics. 142(2), p. 550-571
8. Pedersen L., S. Fitzgibbons, L. Pomorski (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. Journal of Financial Economics. 142 (2), p. 572-597
9. PwC (2022). Asset and wealth management revolution 2022: Exponential expectations for ESG, достъпен на <https://pwc.to/3xXde7o>
10. Whelan, T., T.V. Holt and C. Clark (2021). ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015-2020, NYU Stern Center for Sustainable Business, Rockefeller Asset Management