

Qiymətləndirməyə ESG amillərinin inteqrasiyası üzrə

Tətbiqi Təlimat

Hüquqi əsaslandırma

Bu təlimat Azərbaycan Qiymətləndiricilər Palatasına üzv qiymətləndiriciləri üçün ESG (Ətraf mühit, Sosial və İdarəetmə) meyarlarının qiymətləndirmə prosesinə inteqrasiyası istiqamətində nümunəvi göstərişlər verir. Qlobal perspektivdə ESG faktorlarının iqtisadi subyektlərin gəlir-generasiya qabiliyyətinə, risk profillərinə və bazar qiymətlərinə təsiri artmaqdadır. Beynəlxalq Qiymətləndirmə Standartlarının 2025-ci il buraxılışı (IVS 2025) ESG meyarlarının dəyərləndirmə prosesində nəzərə alınmasını vurğulayır. Məsələn, IVS 104 ("Verilənlər və giriş parametrləri") əlavəsində bildirilir ki, "Əhəmiyyətli ESG faktorlarının şirkət, aktiv və ya öhdəliyin dəyərinin müəyyən edilməsində təsiri nəzərə alınmalıdır". Həmçinin, Qiymətləndirmə Palatasının üzvü olan qiymətləndiricilər dünya bazarında ESG amillərinin inteqrasiyasını təmin etmək üçün IVS çərçivəsində tələb olunan prinsip və tövsiyələrə əməl etməlidirlər.

Azərbaycanda qiymətləndirmə fəaliyyəti 1052-VIQ sayılı "Qiymətləndirmə fəaliyyəti haqqında" Qanunla tənzimlənir. Həmçinin "Ətraf mühitin mühafizəsi haqqında" (678-IQ) Qanunda ətraf mühitin ekoloji tarazlığının qorunması, təbii ehtiyatlardan səmərəli istifadə kimi prinsiplər müəyyən edilib. Qiymətləndiricilər ESG aspektlərini qiymətləndirmə obyektinə üçün tətbiq edilə bilən ətraf mühit və sosial tələblər fonunda qiymətləndirməlidirlər. Eyni zamanda, beynəlxalq mühasibat uçotu normaları (IFRS) arasında IFRS 13 (ədalətli dəyər), IFRS 9 (maliyyə alətləri üzrə itkilərin tanınması) və IAS 36 (aktivlərin dəyərsizləşməsi) kimi standartlar da ESG təsirlərini qiymətləndirmə prosesinə daxil etməyi zəruri edir. Məsələn, IFRS 13-də aydın şəkildə qeyd olunur ki, bazar iştirakçılarının gələcək iqtisadi şəraitlə bağlı ehtimalları, o cümlədən iqlim və digər ekoloji risklər ədalətli dəyər ölçümlərinə daxil edilməlidir. Beləliklə, ESG amilləri beynəlxalq standartlar və yerli qanunvericilik əsasında qiymətləndirmə prosesində nəzərə alınmalıdır.

ESG amillərinin təsnifatı və qiymətləndirməyə təsir mexanizmləri

ESG (Ətraf mühit, Sosial, İdarəetmə) meyarları müəssisə, aktiv və ya öhdəliyin idarəetmə və fəaliyyət çərçivəsini əhatə edir. IVS-də ESG belə təsvir olunur: "ESG meyarları müəssisənin davamlılıq və etik təcrübələrinin, maliyyə göstəricilərinin və əməliyyatlarının təsirini qiymətləndirmək üçün şərtlər toplusudur. ESG üç sütundan ibarətdir: Ətraf mühit, Sosial və İdarəetmə, hansılar ki, birlikdə həm performans, həm geniş bazar şəraitinə, həm də cəmiyyətə təsir göstərə bilər".

- Ətraf mühit amilləri: iqlim dəyişikliyi riskləri (məs., sel, quraqlıq), tullantı və çirklənmə, enerji sərfiyyatı və səmərəliliyi, bərpa olunan enerji istifadəsi, su ehtiyatlarının idarə edilməsi, torpaq və meşə resursları, karbon izləri. Bu amillər gələcəkdə vergilərin, cərimələrin və ekoloji tələblərin (məs., tullantıların utilizasiyası, karbon vergisi) xərclərə çevrilməsi vasitəsilə nağd pul axınlarını azalda və ya artırıcı tədbirlərlə azalda bilər.
- Sosial amillər: əmək şəraiti və işçi hüquqları, işçi təhlükəsizliyi və sağlamlığı, cəmiyyətə məsuliyyət, məhsul təhlükəsizliyi, istehlakçı razılığı, brend reputasiyası, sosial layihələr və obyektin, müəssisənin və ya fəaliyyət mühitinin

fərqli fiziki imkanlara, sosial qruplara və ehtiyaclara malik şəxslər üçün əlçatan və istifadəyə uyğun olması səviyyəsi. Məsələn, yüksək işçi səmərəliliyi, aşağı işçi dövrü və güclü korporativ imic gəlir mənbələri üzərində müsbət təsir göstərə, sosial qarşılıqlar və ya keyfiyyətsiz əməyin istismarı isə risklər yarada bilər.

- İdarəetmə amilləri: şirkət rəhbərliyi və idarəetmə strukturu, korporativ idarəetmə keyfiyyəti, şəffaflıq və hesabatlılıq, hüquqi tələblərə riayət, daxili nəzarət və risklərin idarə olunması, korrupsiyaya qarşı mübarizə. Yaxşı idarəetmə etibarlı gəlir proqnozlarına zəmin yaradır, səhmdarların etimadını artırır və qiymətləndirmə zamanı risk premiyasını azalda bilər.

Bu amillərin hər biri daşınmaz və qeyri-daşınmaz əmlakın, müəssisə və digər sənaye obyektlərinin dəyərinə birbaşa təsir edə bilər. Məsələn, iqlim təhlükəsi olan sahələrdə yerləşən obyektlərin bazar dəyəri daha çox risk faktoru ilə qiymətləndirilə bilər, yüksək enerji səmərəliliyinə malik binanın icarə dəyəri artırıla bilər. ESG faktorlarının identifikasiyası zamanı həm yerli (qanunvericilik, texniki tənzimləmə), həm də beynəlxalq meyarlar (IFRS S1/S2, TCFD (İqlimlə bağlı maliyyə açıqlamaları üzrə İşçi Qrup) tövsiyələri) nəzərə alınmalıdır.

Qiymətləndirmə yanaşmalarında ESG inteqrasiyası

Gəlir (gəlir kapitallaşması/axını) yanaşması: Bu yanaşmada ESG amilləri proqnozlaşdırılan nağd pul axınlarına daxil edilir. Məsələn, daşınmaz əmlakın icarə dəyəri proqnozlaşdırılarkən və sabit qiymətlər hesablanarkən müsbət ESG göstəricisi olan bina üçün daha yüksək icarə haqqı və aşağı boş dayanma faizləri nəzərə alınmalıdır. Belə binalar investorların diqqətini cəlb edir və yüksək tələb səbəbindən icarə gəlirləri artır, əməliyyat xərcləri (məs., enerji istehlakı) azalır. Nəticədə xalis gəlirlərin artması investoru daha yüksək əmlak qiyməti ödəməyə sövq edir. Əgər əmlakın yenidən tikinti və ya modernləşdirmə planları varsa, bu zaman da ESG meyarlarına uyğun kapital xərcləri hesaba qatılmalıdır. Ümumilikdə, diskontlaşdırılmış nağd pul axını (DCF) modelində ESG riskləri yüksək bəzi faizi (diskont dərəcəsi) ilə əks etdirilə bilər və ya nağd pul axını proqnozları arasında iqlim ssenariləri əsasında həssaslıq təhlili keçirilə bilər.

Bazar yanaşması: ESG amilləri müqayisə edilən birja transaksiyalarına (analoglara) uyğun düzəlişlər vasitəsilə qiymətləndirilir. Bu, hələlik yeni inkişaf edən sahə olduğundan, bazarda ESG göstəriciləri barədə tam şəffaflıq yoxdur. Məsələn, oxşar enerji sertifikatına malik iki bina arasında ticarət edilən faktiki qiymətlər hələ geniş yayılmamış olduğundan, analoglar seçilərkən (komparativ yanaşmada (oxşar obyektlərlə bazar müqayisəsi) arzu olunan ESG göstəriciləri məlum olan analog obyektləri ilə müqayisə aparılmalı, fərq olarsa düzəliş edilməlidir. Məsələn, enerji səmərəliliyi yüksək olan binanın alışı üçün ödənilən əlavə məbləğ, aşağı səmərəliliyə sahib binadan fərqli ola bilər. Cari mərhələdə ESG çərçivəsində müqayisə edilə bilən obyekt tapmaq çətin olduğundan (ESG skörləmə sistemləri- risk və performansını ölçən, müqayisə edən reyting/indeks mexanizmlər hələ qalib gəlməyib), qiymətləndirici ən azından ESG ilə bağlı mövcud hüquqi tələblərə və sertifikatlaşdırma sxemlərinə (məs., LEED, BREEAM, ISO 14000, EPC göstəriciləri) baxmalıdır.

Xərc (məsrəf) yanaşması: Bu yanaşma bir əmlakın yenidən tikilmə xərci və köhnəlmə dərəcəsi əsasında dəyərini hesablayır. ESG inteqrasiyası çərçivəsində xərc yanaşmasında binaları “yaşıl” standartlara uyğunlaşdırmaq üçün tələb olunan əlavə xərc nəzərə alınmalıdır. Məsələn,

köhnə binanı istilik sistemi və ya izolyasiya ilə təchiz etməli, və ya ətraf mühitə uyğun materiallarla yenidən qurmalsınızsa, bu xərclər hesablanmalıdır. Lakin IVS təcrübəsinə görə, bütün ESG təsirləri maliyyə təyinatı kimi əlavə xərc modelləşdirilə bilər, ancaq ESG-nin kəmiyyətə dəyərləndirilməsi üçün əsas yanaşma kimi xərc üsulu nadir hallarda istifadə olunur. Adətən xərc yanaşmasından yalnız bərpa qiyməti kimi məhdud hissələrdə (məs., torpaq yaxşılaşdırmaları, ekoloji təmiz texnologiya qurğuları) istifadə olunur.

Qalıq yanaşma: Bu yanaşma adətən torpaq və ya inkişafetdirmə layihəsinin dəyərini hesablayır. ESG inteqrasiyasında, torpaq-tikinti layihəsi planlaşdırılarkən məhdudlaşdırıcı amillər – məsələn, ekoloji ekspertiza tələbləri, karbon emissiya limitləri, və ya tikinti sonrası yaşıl sertifikatın tələb olunması – nəzərə alınmalıdır. Belə amillər texnoloji və əlavə maliyyələri artırmaqla qalıq dəyərə təsir edir. Məsələn, çirkləndirilmiş torpağın təmizlənməsi və ya ekoloji sertifikat (toksikometer) almaq üçün sərf olunan vəsaitlər qiymətə əlavə edilməli, əgər bu tələblər bazar şərtlərində də müşahidə olunursa. Bu amillər gələcək gəlirləri dəyişdirdiyi üçün diskontlaşdırılmış modelə (DCF) daxil edilməlidir.

Bütövlükdə, bütün yanaşmalarda bazar iştirakçılarının ESG ilə bağlı gözləntiləri əhatə olunmalıdır. Məsələn, IFRS 13 üzrə ədalətli dəyər ölçülərkən bazar iştirakçılarının fikri nəzərə alınır və onlar tez-tez iqlimlə bağlı tənzimləmələr kimi amilləri qiymətləndirməyə daxil edirlər. Beləliklə, qiymətləndirici öz qiymətləndirməsində qarşılıqlı təsirə imkan verən bütün müəyyənədicilər və tənzimləyicilər çərçivəni nəzərə almalıdır.

Diskont dərəcələrinin ESG-yə uyğun tənzimlənməsi

ESG amilləri qiymətləndirmədə risklər və fürsətlər şəklində nəzərə alındığından, onlar kapitalın maya dəyərinə – yəni diskont dərəcəsinə təsir edə bilər. Əgər qiymətləndirilən subyektlər yüksək ESG riskinə malikdirsə (məsələn, iqlimlə bağlı böyük qeyri-müəyyənliklər, güclü ekoloji tənzimləmə ehtimalı, korporativ idarəetmədə çatışmazlıqlar və s.), bu, risk premiyasının artmasına və diskont dərəcəsinin yuxarı çəkilməsinə səbəb ola bilər. Nəticədə gələcək nağd pul axınlarının cari dəyəri azalacaq. Məsələn, hər hansı bir investisiya fondunun hesabatında qeyd edildiyi kimi, “ESG ilə bağlı riskləri hesablamaq üçün daha yüksək diskont dərəcəsi tətbiq oluna bilər, bu da gələcək nağd pul axınlarının cari dəyərinin azalmasına gətirib çıxararaq gözlənilən dəyəri aşağı salır”.

Əksinə, güclü ESG profilli şirkət və ya aktiv daha aşağı risklə qiymətləndirilə bilər və diskont dərəcəsi azaldıla bilər. Məsələn, enerji istehlakına qənaət edən və bərpa olunan enerji mənbələrinə investisiya edən obyektlər uzunmüddətli dövrdə stabil bizneslə müşayiət olunacağı gözləntiləri ilə daha aşağı xərclə qiymətləndirilə bilər. Bank kredit portfellerində də ESG faktorları nəzərə alınır – IFRS 9-a əsasən ESG riskləri borc alanın geri ödəmə qabiliyyətinə təsir edə bildiyi üçün bütün əlverişli informasiya istifadə edilməlidir. Maliyyə alətlərinin dəyərsizləşdirilməsində ESG ilə bağlı dəyişikliklər nəzərə alınaraq gözlənilən zərərlər hesablanmalıdır. Nəticədə diskont dərəcəsinin quruluşunda iri ESG riskləri yüksək WACC ilə qiymətləndirilməlidir.

Hesabatda ESG amillərinin açıqlanması

Qiymətləndirici hesabatında istifadə edilən bütün əsas ehtimallar, mənbələr və faktorlar göstərilməlidir. ESG amilləri haqqında açıq və şəffaf bəyanatlar xüsusilə vacibdir. Məsələn, ədalətli dəyər üzrə IFRS 13 standartı Səviyyə 3 kateqoriyasına aid ölçmələr üçün istifadə edilən və aktiv bazar məlumatları ilə birbaşa müşahidə edilə bilməyən parametrləri və onların

dəyişməsinin necə qiymətə təsir etdiyini açıqlamağı tələb edir. Bu o deməkdir ki, əgər qiymətləndirmədə “yaşıl sertifikatın olması” və ya “emissiya məhdudiyyətləri” kimi qeyri-adi ehtimal və ya çərçivələr nəzərə alınbsa, onların ədalətli dəyərə necə təsir etdiyini hesabatda göstərmək lazımdır.

Bundan başqa, əgər ESG faktoru aktivin dəyərsizləşməsinə səbəb olubsa, IAS 36-ya əsasən bunun səbəbləri açıqlanmalıdır. Məsələn, istehsal müəssisəsi üçün qaz-emissiya limitləri tətbiqi gəlirləri azaltdığından əmlakın dəyərsizləşməsinə gətirib çıxarıbsa, bu hallar və onlara səbəb olan qanunvericilik dəyişiklikləri hesabatda açıq şəkildə bildirilir. Ümumiyyətlə, qiymətləndirici hesabatında ESG-ə dair aşağıdakılar yer almalıdır:

- Qiymətləndirmədə nəzərə alınan əsas ESG amillərinin siyahısı və onlara dair mənbələr (məsələn, ekoloji sertifikatlar, korporativ hesabatlar, normativ aktlar).
- ESG parametrlərinə əsaslanan ehtimallar (məs., gəlirin/giderin dəyişəcəyi ehtimalları) və onların hesaba alınma qaydası.
- ESG-yə görə diskontlaşdırılmış nağd pul axını modelində istifadə olunan diskont dərəcəsinin uyğunlaşdırılması.
- Bütün bu ehtimalların dəyişməsi halında dəyərdə baş verə biləcək dəyişikliyin qısa təsviri (IFRS 13 tələb etdiyi həssaslıq təhlili).

Beləliklə, hesabatda ESG faktorlarının analitik şərhrlə birlikdə tam açıqlanması tələblərin öhdəsindən gəlməyə kömək edəcək. Beynəlxalq standartlara uyğun olaraq, valuasiyanın şəffaflığı üçün ESG risklərinin ortaya çıxma ehtimalı və nəticələri barədə əsas məlumatlar göstərilməlidir.

Praktik nümunələr və tövsiyələr

- *Nümunə 1:* Daşınmaz əmlak. Təkrar satılan köhnə yaşayış binası enerji səmərəlilik sertifikatı alıb. Bu fakt alıcının marağını artıraraq, analoji sertifikatsız binaya nisbətən daha yüksək qiymət tələb olunmasına səbəb ola bilər. Məsələn, eyni metrajda A+ sinifli binanın kvadratmetri icarədə daha bahadır, boş dayanma dövrüyyəsi isə azdır. Qiymətləndirmə zamanı bu amillər icarə gəlirində və əməliyyat xərclərində əks etdirilir, beləliklə ədalətli bazar dəyəri yüksəlir.
- *Nümunə 2:* Sənaye müəssisəsi. Maşınqayırma zavodunun yaxınlığında yeni ekoloji standart tətbiq olunur və köhnə texnologiya emal xətti atılmalıdır. Bu halda, hesabatda zavodun gəlirləri azala, amortizasiya müddəti qısala, hətta bəzi avadanlıq üçün dəyərsizləşmə ola bilər. Məsələn, iqlim nəzarət qaydalarının sərtləşməsi nəticəsində qaz emissiya güzəştlərindən imtina edilərsə, zavodun maliyyəçiləri gəlirlərini proqnozlaşdırarkən azalmağa məruz qalacaq. Bu, IFRS 36 uyğun dəyərsizləşmə əlaməti kimi qiymətləndirmə hesabatında açıqlanmalı və lazımı (məsələn, qarışıq diskont) düzəlişi tələb edə bilər.
- *Nümunə 3:* Maliyyə/şirkət dəyərləndirməsi. Texnologiya şirkətində sosial idarəetmə çatışmazlığı (məs., korrupsiya iddiaları) aşkarlandığı halda, investorlar riskləri yüksək qiymətləndirə və şirkətə dair diskont dərəcəsinə artırma bilərlər. Bu hallar IFRS 9 kontekstində kredit zərərlərini artıracaq, maliyyə strukturunu qiymətləndirərkən borc qaytarılmamasına görə ehtiyat fondu formalaşdırılmalı ola bilər. Eyni zamanda, yüksək

ESG göstəricili bir şirkət üçün bazarda əlverişli maliyyə şərtlərinin (borc faizlərinin aşağı olması) təmin edilməsi, gəlirin daha sabit görünməsi diskont dərəcəsini azaldaraq qiyməti artırır.

Qiymətləndiriciyə tövsiyələr:

- Qiymətləndirici ESG faktorları qiymətləndirməyə daxil edərkən, hər bir aktiv növü (daşınmaz əmlak, biznes, müəssisə) üçün müvafiq ESG risklərini (məs., iqlim riskləri, əmək şəraiti, idarəetmə strukturu) ilkin olaraq müəyyən etsin. Bu zaman yerli qanunvericilik və beynəlxalq tələblər (IVS, IFRS S1/S2, TCFD, ESRS və s.) nəzərə alınmalıdır.
- Qiymətləndirmə prosesində müştərinin təqdim edəcəyi ESG hesabatları, sertifikatlar və audit sənədləri kimi məlumatları toplayın. Rəsmi mənbələr (məsələn, “Ətraf mühitə təsirin qiymətləndirilməsi” arayışları) və beynəlxalq reyting agentliklərinin ESG göstəriciləri kimi əlavə məlumatlardan istifadə edin.
- Qiymətləndirmə yanaşmasında ESG amillərini açıq şəkildə daxil edin. Gəlir yanaşmasında nağd axın proqnozlarında (enerji sərfiyyatı, istixana qazı (əsasən CO₂) emissiyası üçün müəyyən edilmiş icazə vahidlərinin (kvota) bazar qiymətləri, sosial məsuliyyət xərcləri), müqayisə yanaşmasında komparativ düzəlişlərdə, maliyyə yanaşmasında əlavə xərclərdə göstərməyə diqqət yetirin.
- Diskont dərəcəsinin hesablanması ESG risk göstəricilərini əks etdirin. Yüksək iqlim və ya sosial risklər üçün kapitalın maya dəyərini artırın, güclü ESG profillərdə isə azaldın. Həssaslıq təhlili aparmaqla ESG ehtimallarının qiymətə təsirini diaqnostik üsulla yoxlamaq tövsiyə olunur.
- Qiymətləndirmə hesabatında ESG amillərinə dair bütün əsas ehtimalları, onların mənbə və əsaslandırmasını, eləcə də dəyər üzərindəki mümkün təsirlərini tam açıqlayın. Məsələn, IFRS 13 və IAS 36 tələblərinə uyğun olaraq, qiymətin hansı şəraitdə dəyişə biləcəyini (iqlim ssenariləri altında və ya sosial dəyişikliklər nəticəsində) izah edin.
- IVS və digər beynəlxalq standartların aktual versiyasını izləyin. Müntəzəm təlimlərdə iştirak etməklə qiymətləndiricilər davamlılıq normativlərinin yeniliklərini və ESG qiymətləndirməsi təcrübələrini mənimsəməlidir.

Bu tövsiyələrə əməl etməklə, Qiymətləndiricilər Palatasının üzvləri ESG amillərini sistemli şəkildə qiymətləndirmə proseslərinə daxil edə, nəticədə daha real və etibarlı qiymət təklifləri hazırlaya bilərlər. Məqsəd qiymətləndirmə zamanı həm investorlara, həm də hüquqi və ictimai maraq sahiblərinə düzgün qərar üçün faydalı, şəffaf və tam məlumat təqdim etməkdir.