



ESG 并购投资白皮书

因我不同
成就不凡

始于 1845

注：下述指南是基于 2022 年由英格兰及威尔士特许会计师协会（ICAEW）在英国首次出版并刊登于 ICAEW.com，出版名为《企业金融最佳商业行为指南第 69 期—ESG 并购投资》。对于因使用、依赖和/或采纳改编版本和/或任何相关材料中提出的概念、内容、观点、数据、信息和/或论据而可能直接和/或间接导致的任何损失、损害赔偿、费用和/或任何法律诉讼和/或索赔和/或和解和/或其他款项，ICAEW 不承担任何责任和/或义务。提请读者注意向合格的第三方专家寻求独立的法律和专业建议，不要依赖改编版本中的任何数据、信息和/或其他材料的准确性、主张和/或预期变化。

目录

引言	4
1. ESG 的重要性	5
1.1. ESG 及其对利益相关者的重要性	5
1.2. ESG 绩效是运营价值和投资者估值的驱动因素	7
1.3. 企业如何应对 ESG 重要性的上升	8
2. ESG 及并购战略	9
2.1. ESG 是并购战略的一大因素	9
2.2. ESG 驱动型并购与 ESG 意识型并购	10
2.3. 气候适应型途径下的并购	12
2.4. 能源行业 ESG 并购战略	13
3. 并购交易中的 ESG 评估	14
3.1. 了解 ESG 风险及潜在重大问题	14
3.2. 了解 ESG 绩效	16
3.3. 如何衡量 ESG 的影响	22
3.4. 过度关注 ESG 的“环境”领域	25
3.5. 如何确保在交易后履行重要的 ESG 承诺	26
4. ESG 在中国	30
4.1. “ESG”在中国古代的历史积淀	30
4.2. ESG 在中国的现状	31
5. 结论	33
关于作者	34

引言

本指南旨在探讨**环境、社会 and 治理方面（ESG）**在整个并购生命周期的作用。从近期业务经验的角度出发，就如何将 ESG 纳入并购过程、如何识别和量化 ESG 价值和影响潜力以及如何通过交易和持有期间创造最终价值，提供实用指导。

ESG 与企业绩效之间存在内在联系。近期的研究突出显示了在 ESG 各重要因素层面表现强劲的公司的绩效表现优于市场整体水平，并可创造长期价值。当下 ESG 应该被视为一个重要的价值杠杆，但由于缺乏明确的可比数据，量化 ESG 风险和机遇以及对目标公司进行评估仍然非常复杂。

为推动以减碳为锚点的可持续经济发展，企业亟需改变现状并进行转型，而并购活动将在这一转变中发挥关键作用。积极型和防御型并购战略均需全方位地捕捉 ESG 风险和机遇。

因此，投资者及其融资人需在所有并购交易中考虑 ESG 因素以降低风险并实现可持续价值，而不仅仅是满足形式上的要求。**并购活动中的 ESG 将是创造增长、获得竞争优势以及获得可负担资本的重要手段。**同样，它也对建立与利益相关者之间的信任至关重要，此乃企业能否生存和蓬勃发展的决定性因素。

1. ESG 的重要性

1.1. ESG 及其对利益相关者的重要性

ESG 是一个术语，指企业、利益相关者、社区及其所处的运营环境之间的相互联系。该术语涵盖了更为广泛的商业政策和商业行为，包括：

- **环境**影响受气候变化的普遍接受度和采取行动限制气候变化的紧迫性所驱动。这是 ESG 在监管机构、消费者和投资者眼中的相对重要性迅速上升的主要原因，在企业高管和董事会眼中亦然。全球经济向低碳技术和可持续业务方面转型的需求，以及为实现这一转型而进行的大量资本投资，企业在这方面的转型程度，都会给企业发展带来风险与机遇。
- **社会**影响近年来已成为社会关注热点。Black Lives Matter 和 Me Too 等社会运动突显了企业在促进多样性、平等和包容方面所必须发挥的重要作用，同时确保在企业内部以及更广泛的供应链中提供公平的劳动条件和生活薪资。日益加剧的不平等现象是一个巨大的风险，因此现代奴隶制度是其关键考虑因素。
- **治理**方面是监管机构和投资者长期关注的焦点，主要涵盖风险管理、企业决策和商业道德等领域。

图 1：ESG 关注领域



资料来源：可持续发展会计准则委员会（SASB.ORG）

ESG 已跃升为利益相关者的关键考虑因素，因此投资者和公司的价值观不得不与利益相关者保持一致。

近年来，随着利益相关者将其对企业的期望从 20 世纪 70 年代 Milton Friedman 推崇的“股东资本”理论转变为更为全面的“利益相关者资本”理论，ESG 在企业环境中的重要性大幅提升，前者主张只关注创造利润¹，后者将企业对更广泛环境的认识 and 影响纳入其中。很多企业制定的涵盖 ESG 因素的可持续发展战略，股东亦可从中获益。企业家实现这一目标的另一种方式是从标准“底线”转变为“三重底线”概念：“三重底线”是一个商业概念，认为企业除实现其财务业绩外，还应该衡量其社会和环境影响，而非仅仅关注创造利润；也可将其称作“3P 理论”，即利润、人和地球（Profit, People, Planet）。²

支持 ESG 的利益相关者示例

 消费者	近期一项针对消费者购买行为的市场调查发现，79%的消费者正在基于可持续性改变其购买偏好³。这将对公司的营收产生直接影响。
 员工	与众多消费者一致，员工愈加倾向于选择与自己秉持相同价值观的公司。这一点就对环境和社会问题更加敏感的年轻一代而言尤为明显。一项劳动力调查显示，61%的员工认为 ESG 对公司可持续性发展来说不可或缺，而 46%的员工表示其只为具有可持续商业行为的公司工作。⁴公司吸引并留存最佳人才的能力将直接影响公司的招聘和培训成本，以及员工生产力。员工敬业度高的公司业绩表现远超行业同行，毛利率涨幅为 5%，总资产涨幅为 7%。⁵
 投资者	向低碳和可持续经济转型，既需要额外的资本投资，亦需将现有资本重分配至更加注重可持续发展的业务。投资者已然接受该等转变。在 2021 年《联合国气候变化框架公约》第 26 次缔约方会议（COP26）期间，资产管理规模（AUM）超 100 亿美元的投资者承诺遵守联合国（UN）负责任投资原则（PRI），而作为格拉斯哥净零金融联盟（Gfanz）的一部分，AUM 超 130 万亿美元的投资者承诺实现净零目标。 除该等承诺外，一项调查显示，88%的投资者通过监测 ESG 关键绩效指标（KPIs）以便持续为投资决策提供信息。⁶这波资本寻求 ESG 表现强劲的公司进行投资，造就了对 ESG 业务的需求增加，从而提升了 ESG 相关业务价值。
 监管机构	英国、欧洲和美国市场的监管机构均已出台措施，以规范和提高 ESG 业绩报告的透明度。对许多公司而言，ESG 业绩报告或将成为强制性报告，并可为投资者和利益相关者提供所需信息，以便就投资哪些公司、为哪些公司工作以及和哪些公司进行交易做出明智决策。

¹ A Friedman doctrine – The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits – The New York Times (nytimes.com), 1970 年 9 月 13 日

² Harvard Business School The triple bottom line: What it is & Why it's important

³ 凯捷研究院，消费品和零售：How sustainability is fundamentally changing consumer preferences, 2020 年 7 月 (capgemini.com)

⁴ HP Workforce Sustainability Survey, Global Insights Report, 2019 年 4 月 (wtwco.com)

⁵ The Power of Three, 韦莱韬悦 (wtwco.com)

⁶ Edelman Trust Barometer 2020, Institutional Investor Trust Report, 2020 年 11 月, EMPEA 2019 Global Limited Partners Survey 2020

利益相关者对负责的商业行为的期望值越来越高，加之监管机构不断提高此类实践的透明度，ESG 绩效的重要性得以加强。监管机构和标准制定者正在努力实现标准的一体化和规范化。如：国际财务报告准则（IFRS）基金会设立了国际可持续发展准则理事会（ISSB），致力于将 ESG 绩效纳入公司财务报告。



就毛利增长而言，员工敬业度高的公司业绩表现远超行业同行。

1.2. ESG 绩效是运营价值和投资者估值的驱动因素

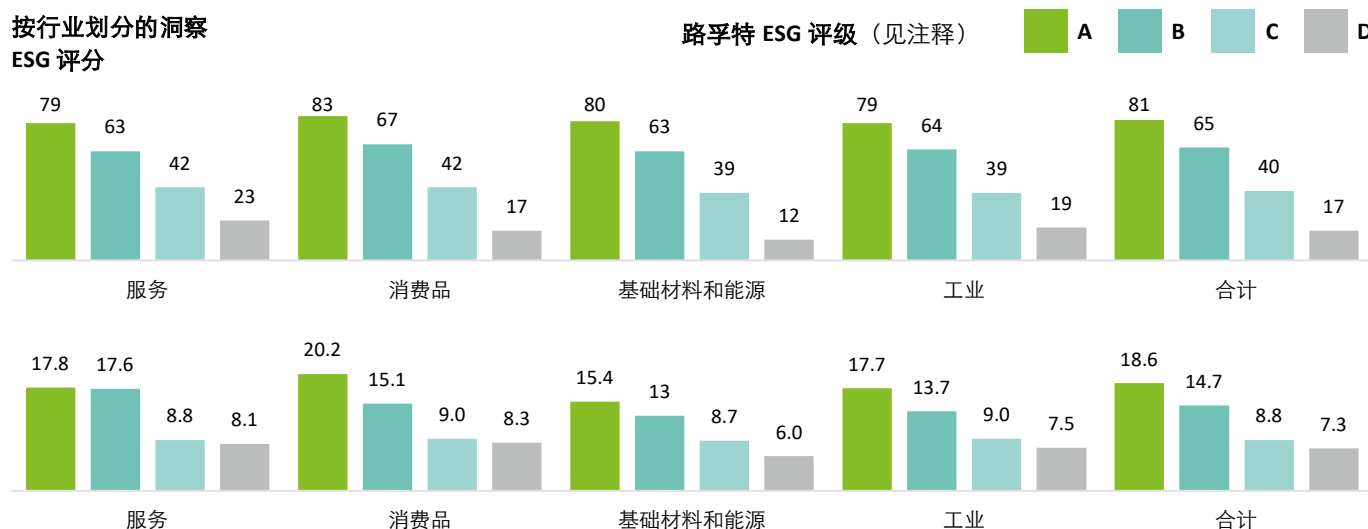
多年来，强有力的轶事证据表明，ESG 因素既有助于创造价值，亦会破坏价值。该等证据来自于高管和投资者调查，以及导致名誉受损和股东价值侵蚀的具体 ESG 案例。

在德勤全球和《福布斯洞察》（Forbes Insights）对来自美洲、亚洲和欧洲的 350 名高管开展的一项关于可持续发展影响力的调查中，逾半数受访者表示，可持续发展对收入增长和公司整体盈利能力产生了积极影响。48% 的受访者表示客户满意度有所提高，38% 的受访者表示践行 ESG 价值观增强了其吸引并留存人才的能力。⁷

未能改善 ESG 资质或仅表明其具备相关资质的公司，其整体价值将因此受到不利影响。例如，2020 年，线上时尚零售商 Boohoo 在其英国供应链中涉嫌过度剥削工人劳动力的行为曝光后，市值蒸发了 50%。

随着公司层面 ESG 数据收集的日益增多，ESG 和企业价值数据的分析愈发佐证了此类轶事案例。2022 年德勤的一份行业报告显示，公司的 ESG 评级和估值倍数之间存在明显相关性，且其相关性在所有被估行业中表现一致，具体如图 2 所示。

图 2：ESG 评分与市场价值之间的一致性



资料来源：德勤分析，路孚特 [Does a company's ESG score have a measurable impact on its market value?](https://www.deloitte.com/insights/articlespublications/Does-a-company-s-ESG-score-have-a-measurable-impact-on-its-market-value?) (deloitte.com)

注释：路孚特 ESG 评分范围是基于公司的相对 ESG 表现以及公开报告数据的透明度。0-25 分（D 级）：ESG 表现不佳，透明度不足；25-50 分（C 级）：ESG 表现一般，透明度适中；50-75 分（B 级）：ESG 表现良好，透明度良好；75-100 分（A 级）：ESG 表现优异，透明度高。德勤示例涉及 6 个行业逾 300 家上市公司，即基础材料、公用事业、能源、消费品、工业及服务业。

⁷ 德勤, Climatecheck: Business' views on environmental sustainability, 2020 年 4 月

事实证明，在动荡的市场中，ESG 表现优异者更具韧性。研究表明，在新型冠状病毒爆发的初期（2019 年 12 月至 2020 年 3 月），ESG 评级排名前 20% 的公司的股票表现优于美国市场逾 5 个百分点。⁸

ESG 表现亦影响借贷成本，绿色债券和可持续发展贷款（SLLs）为实现 ESG 目标的公司提供优惠利率。摩根士丹利资本国际公司（MSCI）发布的 2020 年行业趋势报告提出，ESG 评级高的公司所面临的系统性风险往往较小，评级排名前 20% 的公司的借贷成本较排名倒数 20% 的公司低 6.3%。⁹

1.3. 企业如何应对 ESG 重要性的上升

随着 ESG 带来的颠覆性市场变化，企业所面临的风险和机遇因行业、运营活动和地点等因素而异。企业需要考虑什么是业务及其长期增长的核心，同时制定符合更广泛商业战略的 ESG 方法。



最终，公司将受益于其商业模式层面的 ESG，而非试图涵盖 ESG 所有层面。

企业 ESG 方法论的关键要素

评估重要性

公司将主要受益于其商业模式层面的 ESG，而非涵盖 ESG 所有方面；即，确定最重要的考虑因素，并专注于在该等方面建立市场领先地位。这种方法将有限的资源用于对企业最有价值的业务活动中，投资者更倾向于嘉奖在重大问题上取得成果的公司。可持续发展会计准则委员会（SASB）重要性地图（Materiality Map）等广泛采用的框架有助于公司与重要的 ESG 议题保持一致。

利益相关者的参与

公司必须与不同的利益相关者群体接建立密切联系，了解其各自的价值观和要求。利益相关者的参与可协助公司更加清晰地确定重点关注领域。纳入更好的 ESG 治理结构有助于公司向利益相关者传达其意图。

制定包含可衡量行动的路线图

企业必须努力制定发展路线图，将 ESG 战略作为更广泛商业战略的一部分。识别 ESG 相关风险和机遇，并制定能够有效降低风险的举措路线图，同时确立 ESG 的领导地位，这对实现企业长期价值至关重要。设立清晰、量化的 ESG 目标将有助于企业与利益相关者之间的沟通。

衡量和沟通进展

公司应根据气候相关财务信息披露工作组（TCFD）、可持续发展会计准则委员会（SASB）或全球报告倡议组织（GRI）等标准报告框架，制定监控并报告 ESG 进展的方法。

有关公司 ESG 愿景和 ESG 进展的沟通应是一个持续性过程，该等沟通可为利益相关者在持续的 ESG 投资中提供最新信息，同时维持利益相关者对企业 ESG 价值观承诺的信心。

设立 ESG 激励措施

设计并实施记录 ESG 进展的程序，¹⁰并要求领导者对实现 ESG 目标指标负责。董事会愈加希望通过该等激励措施让高管对 ESG 成果负责。¹¹一项调查发现，86% 的投资者（以及 73% 的非投资者）认为非财务 ESG 指标是激励高管的适当措施。¹²

⁸ What are companies doing to tackle the crisis? - Schroders Australia | Livewire ([livewiremarkets.com](https://www.livewiremarkets.com))

⁹ ESG and the Cost of Capital | MSCI

¹⁰ Incorporating ESG: Living up to stakeholder expectations and business opportunities ([deloitte.com](https://www.deloitte.com))

¹¹ Incorporating ESG Measures into Executive Compensation Plans | 德勤美国

¹² 哈佛法学院公司治理论坛，The Evolving Role of ESG Metrics in Executive Compensation Plans，2022 年 3 月

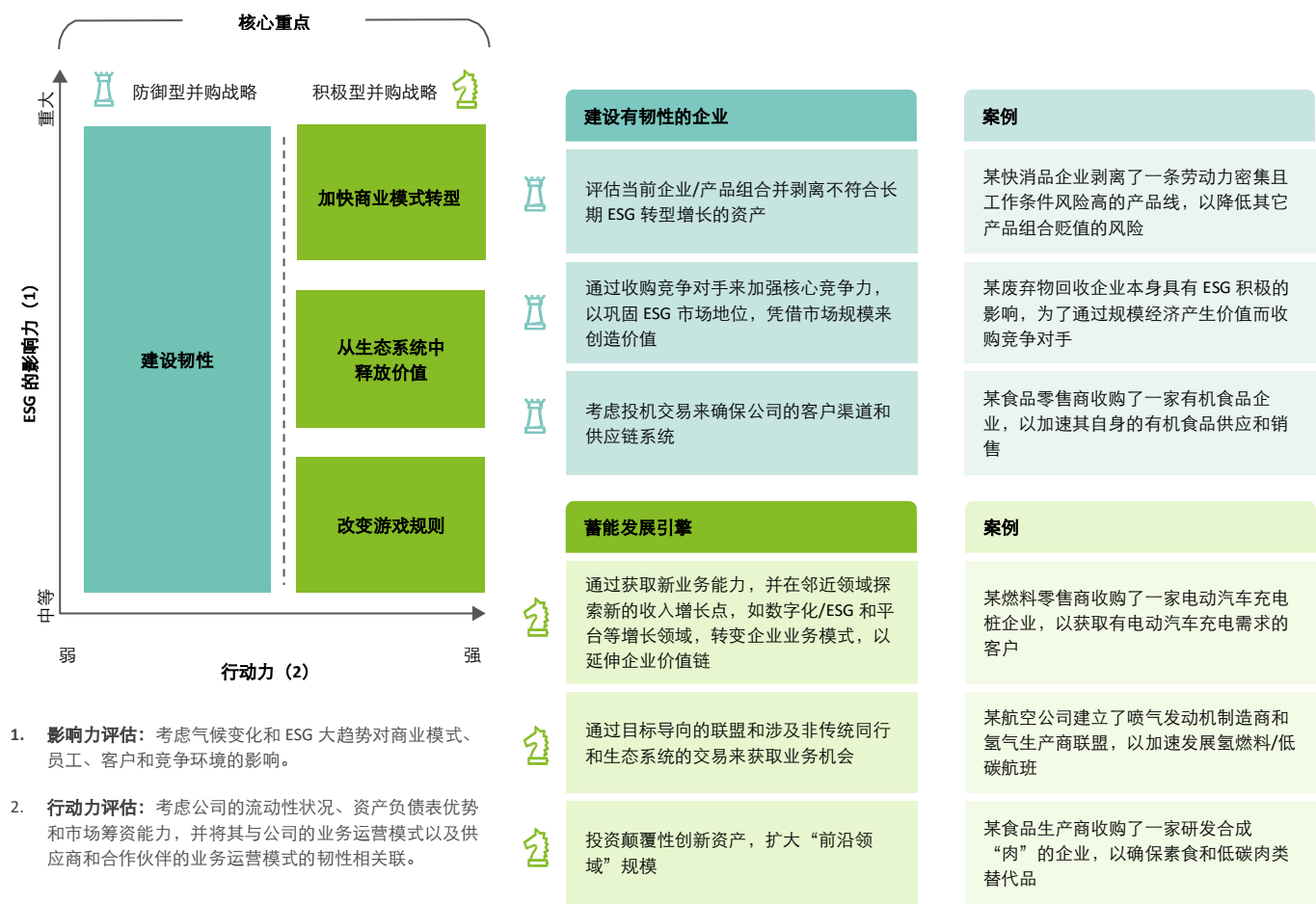
2. ESG 及并购战略

2.1. ESG 是并购战略的一大因素

ESG 已成为企业创立和并购中向利益相关者提供长期价值的主要方面之一，它既是并购交易的驱动因素，也是非 ESG 交易的核心考量因素。

企业响应 ESG 并购趋势主要取决于 1) ESG 对商业模式的影响程度或预期将会产生的影响，及 2) 企业积极应对 ESG 并购交易的能力。图 3 中的 ESG 并购框架使用这些参数来演示一组防御型和积极型交易原型，这些原型是建设有韧性的商业模式、加速转型、释放生态系统联盟的潜力和夺取市场领导地位所必需的。

图 3：ESG 背景下的防御型和积极型并购战略



资料来源：德勤

剥离是 ESG 背景下的一种防御型战略，也是转型的必经之路。但是，其亦存在相关风险，最终目标旨在使企业顺应长期 ESG 转型增长的趋势。

由于 ESG 对潜在投资企业或潜在目标公司的相对影响，可将这些原型分为由 ESG 主题驱动的交易（其中 ESG 的影响自然很高）和管理交易的人员需要意识到 ESG 主题的交易。根据分组的不同，从战略制定到最终的并购交易及其执行的各个阶段都有影响。

2.2. ESG 驱动型并购与 ESG 意识型并购

防御型和积极型并购战略通常适用于企业并购，由此产生的收购或处置可被描述为“ESG 驱动型”交易。寻求收购能够或有潜力产生重大积极社会和环境影响的企业的私募股权投资者也是 ESG 驱动型。如上所述，ESG 驱动型交易包括**公司利用并购作为催化剂来推进其 ESG 优先事项，并快速响应转型市场**。这可能包括收购新技术、技能或资产，以加强 ESG 定位，或在市场变化时重新平衡投资组合，从而在增长领域变现并避免出现闲置资产。同样，它还包括**ESG 推动对从事可持续发展活动公司的需求**。

ESG 驱动型并购与“ESG 意识型”并购形成鲜明对比。也就是说，在没有特定 ESG 相关目标的交易中，ESG 也成为了一个核心考虑因素，但人们认识到，ESG 在未来仍然可以在创造或破坏价值方面发挥重要作用。一项调查发现，83%的交易者表示，他们在投资和并购目标公司的过程中就 ESG 问题进行了尽职调查。¹³在这些交易中，对重大 ESG 因素的详细评估可以成为一种机制，通过识别和减轻风险来捍卫价值，并通过在同行中的强大领导地位来创造价值。**也有因为 ESG 问题而放弃交易的例子**：2021 年的一份报告显示，60%的受访者由于对潜在目标公司的 ESG 问题的负面评估而放弃了投资。¹⁴

¹³ ESG and Transactions(8advisory.com)

¹⁴ Global dealmakers 2021: cross-border M&A outlook – Baker Tilly

图 4 列出了在第 2.1 节所述交易原型的背景下，ESG 驱动型交易和 ESG 意识型交易的市场领先和市场滞后方法的差异。当企业寻求通过 ESG 并购来实现价值时，企业需要在并购过程的每个阶段嵌入市场领先的实践，包括整体企业战略。

图 4：ESG 对并购方式的影响

交易原型	企业战略	并购战略	并购执行	价值创造	结果
1 为未来而转型企业 价值创造	ESG，包括净零排放和气候路径，从愿景到规划和实施，都是企业战略不可或缺的一部分 企业非内部战略与 ESG 战略进行了对比测试	ESG 参数是并购战略的基础，包括目标公司识别和筛选 适用于母公司的并购资产/收购方 ESG 目标和重大主题	交易线索主要关注关键的 ESG 因素和业绩以及其他估值因素 尽职调查过程确保有足够的时间、范围和可靠地评估资产的能力	交易后(包括整合和/或分拆)计划默认包括 ESG 方面，利用交易前的尽职调查和规划，通过提高 ESG 绩效实现价值最大化	价值创造后的估值能更好地反映 ESG 表现 父值（来自收购或处置）反映了 ESG 绩效的改善
2 剥离非核心资产和残值 剥离	受到或很可能受到 ESG 不利影响但应对能力有限的商业模式，应识别出与 ESG 长期行业转型不一致的资产或有可能成为闲置资产的资产，并应考虑将其剥离。 <i>(在受 ESG 主题直接影响较小的行业，ESG 可能不需要在公司战略中发挥主要作用)</i>	ESG 主题被视为目标/资产的运营事项 无法阐明并购战略所涉及的重大 ESG 因素	对 ESG 的考虑较少或较晚，不清楚其重要性 ESG 表现和风险假定为交易后的运营问题，不太可能影响交易价值	对交易后的 ESG 所采用的特别方法，未在前 100 天专注于创建一致性和识别/确认风险和机会	对 ESG 的影响在交易后以不可控的方式表现出来，由此导致次优并购决策
3 改变游戏规则 萌芽	不太可能受到 ESG 重大影响但有更强应对能力的商业模式，应考虑投资颠覆性 ESG 技术和资产，以在“前沿领域”扩大规模，或建立以目标为导向的联盟。	并购过程包含 ESG 考量 受 ESG 风险状况影响的并购决策 ESG 被视为潜在的价值来源	ESG 尽职调查的标准化方法，包括对资产和母公司/收购方的重要性评估 明确数据需求，以及阐明在交易期间评估资产所需的专业知识	交易后价值创造包括 ESG 机会和其他领域，并过滤 ESG 影响 作为卖方，在交易后重新评估母公司的 ESG 表现	降低了不可见的 ESG 下行风险 制定更广泛战略，加强资产和收购方的 ESG 表现
4 维护市场 稳定的业务增长	不太可能受到 ESG 重大影响且应对能力有限的商业模式，可以考虑 ESG 相关的运营和产品改进，或收购技术资产以加速 ESG 转型，并寻求与广泛的参与者建立战略联盟。	估值模型中没有反映对 ESG 绩效的认识	“漂绿”没有受到足够的挑战 KPI 未设置优先级，也不受尽职调查的约束	与收购方有限地整合资产的 ESG KPIs	ESG 主题增加了价值破坏风险

2.3. 气候适应型途径下的并购

《联合国气候变化框架公约》（UNFCCC）将“气候适应型途径”¹⁵描述为缓解和适应相结合的途径，既能实现可持续发展的目标，又有助于避免“对气候系统的危险人为干扰”。就此，UNFCCC 意为**避免人为气候变化造成的危险后果**。这一定义可应用于并购背景：例如，它可用于评估并购战略与气候适应能力的一致程度，就识别气候风险作为尽职调查的一部分提供前瞻性观点，或确保估值和价值倍数反映更长期的气候因素。

越来越多的气候化学术研究指出，**全球向净零过渡的时间和行动存在很大的不确定性**。各国和企业将采取不同的途径来实现脱碳，以避免气候变化的最坏影响，**这些途径所带来的重大风险值得在整个并购生命周期予以充分考虑**。

过程而非结果

应对气候变化的途径被视为一个过程，而非结果。¹⁶就此而言，一致的并购战略是一个有效工具，企业可以使用它来迭代他们的气候途径，使其更具韧性。例如，**利用交易使气候风险偏好与适当的风险管理能力相匹配**。对于业务遍及全球的多元化企业来说，剥离面临气候风险的资产是改善剩余业务风险状况的有效方法。

此外，可以**将气候途径作为一个有效的视角，通过其来对气候风险进行更有力的尽职调查**。除了侧重于适应和缓解风险来源外，顾问和分析人员还可以用气候途径评估来补充气候风险尽职调查。从途径的角度界定的气候风险有助于对风险开展更具动态性和前瞻性的评估。

上述方法还提供了有价值的定价和退出见解，尤其对投资者和私募股权基金而言。随着监管机构和政府继续采取进一步行动推动向净零过渡，买方投资者将越来越重视较长的过渡计划。这将**激励企业及其投资者制定雄心勃勃的气候风险管理计划，不仅要解决近期风险**，还要寻求重塑和构建其气候途径的韧性。反过来，这将提高盈利倍数和退出时的估值。除此之外，政府、监管机构和企业应该考虑如何使经济体系脱碳，而不仅仅是在企业之间传递。这一点包含在“治理”方面，因为企业有责任守护地球。

综上所述，**气候途径是一个重要框架，可以帮助描绘个体脱碳轨迹**，无论是国家的轨迹还是企业的轨迹。因此，该等途径是战略顾问必须纳入其服务中的一个重要的交易考虑因素。



对于业务遍及全球的多元化企业来说，剥离面临气候风险的资产是改善剩余业务风险状况的有效方法。

¹⁵ UNFCCC，第二条

¹⁶ Manyena, Bernard. (2006). [The Concept of Resilience Revisited](#).

2.4. 能源行业 ESG 并购战略

在长期可持续性理念的指导下，绿色低碳转型成为能源行业企业未来发展共识，ESG 投资并购作为企业实现快速战略转型的有效手段受到能源企业青睐。

一方面，能源行业企业通过防御型并购战略在已有收购中融入 ESG 理念以及剥离不符合长期 ESG 转型增长资产，以整体提高 ESG 表现，同时从企业生产日常经营出发创建支持 ESG 承诺的运营模式；另一方面，能源行业企业采用积极型并购战略，扩大新兴赛道新技术产业布局，以及通过上下游 ESG 并购延伸企业价值链。

矿业行业	
建设有韧性的企业	案例
确定公司 ESG 短期、中期和长期发展目标，制定矿山全生命周期 ESG 战略	某大型跨国矿业集团将 ESG 理念融入矿山前期并购、建设及后续经营及闭矿全过程，前期通过开展尽职调查工作评估历史经营活动中 ESG 表现，建设阶段根据所在国（地区）要求进行环境影响评价并制定风险缓释措施，在后续生产运营及闭矿后的修复依据要求开展，并采取“边开垦边修复”的管理策略持续推进可持续发展。
电力行业	
建设有韧性的企业	案例
构建以新能源为主体的新型电力系统，围绕核心产业开展多元供应和能源服务转型	某大型电力集团积极贯彻“碳达峰、碳中和”重大战略决策部署，剥离低效高碳燃煤机组，全力推进以增加境内外低碳清洁能源装机为核心的产业转型升级。增加成立碳资产管理公司，推进清洁能源基地化开发建设、综合智慧能源示范项目以及电能替代新模式，率先推广“光伏+”等发展模式，逐渐完善形成“新能源+”，开拓“零碳”多元化应用。
蓄能发展引擎	案例
电力集团持续增加清洁能源电站投资并购，拓展 ESG 新能源及能源服务领域投资	境内大型电力集团持续优化能源结构，积极寻求国内外 ESG 项目开发合作、重组并购机会，提升低碳资产占比。如国投电力、华电国际等电力集团积极推动清洁能源电力产业中上游一体化并购，布局储能赛道，构建源网荷储一体化和多能互补发展格局。同时，境内能源集团着眼关注 ESG 新能源新材料等发展机遇，热门投资涉及多能互补电站、生物质发电、储能、充电桩、电能制氢及智慧电网能源服务等。
石油行业	
建设有韧性的企业	案例
确定公司低碳转型方案及实施路径，从传统油气公司向综合能源公司转变	国际国内油气巨头公司纷纷在投资并购及资产配置方面融入 ESG 战略考量，重新审视并评估其海内外资产配置，并结合国际地缘政治等多方面因素，着手剥离高碳排放量的传统油气资产及业务，转而加大新能源领域的业务布局。
蓄能发展引擎	案例
传统油气公司着手设立新能源投资平台或基金，加大 ESG 领域的投资并购。	国内油气巨头，纷纷设立新能源投资控股平台或基金，如中石油旗下昆仑资本，中石化旗下的中石化资本及恩泽基金，中海油旗下的中海油融风能源、海南新能源等，积极布局 ESG 领域的投资并购，服务中远期 ESG 战略发展规划。热门投资领域包括：氢能、动力电池及储能、海上风电、碳捕捉封存技术、化工新材料等。

3. 并购交易中的 ESG 评估

3.1. 了解 ESG 风险及潜在重大问题

潜在投资者经常关注的一个问题是“企业的重大 ESG 风险是什么？”。鉴于尽职调查过程中有限时间及资源，无法对所有 ESG 主题开展全面实质的评估。基于此，需要制定一种方法，以有效识别潜在重大问题，即 ESG 尽职调查的重点关注领域。诸如 SASB 重要性矩阵图（SASB Materiality Matrix）、MSCI ESG 行业实质性地图（MSCI ESG Industry Materiality Map）以及路孚特行业重要性矩阵图（Refinitiv Industry Materiality Matrix）等框架，可为行业层面的重要主题提供坚实基础。然而，许多企业并非完全涵盖在该等框架内，而有其自己独特的 ESG 风险状况体系。因此，开展 ESG 尽职调查工作的人员应评估并了解企业的运营模式和价值链（包括上下游），以识别潜在重大 ESG 风险。图 5 为生产/制造企业的某种典型价值链示意图。

图 5：并购交易中的 ESG 风险识别



框架资料来源：SIPOC 基金会

一旦理解了与企业价值链有关的背景和活动，即可叠加相关 ESG 风险来构建公司整体风险状况体系。通常，这一步是由 ESG 顾问来完成，并通过多维度考量来构建相关尽职调查问题框架。图 6 为生产/制造企业在此场景下的问题示例。

图 6：制造企业识别潜在重大问题的框架维度和问题示例

	上游业务活动	自有业务	下游业务活动、产品使用及末端产品
框架维度 • 部门/行业：企业所处部门/行业以及在 ESG 主题范围内的固有风险 • 国家/区域：企业运营所在国家/区域以及在 ESG 主题范围内的固有风险 • 供应链 - 原材料和产品的性质及其供应链中的相关 ESG 风险 • 主要资产类型 - 取决于公司的关键资产是有形资产还是无形资产（技术/知识产权、人力资本），这将对尽职调查过程中需关注的领域产生重大影响 • 产品 - 与环境或社会影响有关的监管、市场和消费者情绪或审查 • 所有权模式 - 私有制和公有制的历史优先级不同，其 ESG 重点关注领域亦不同 • 资产的 ESG 定位 - 品牌和产品 - 即使存在“漂绿”现象，企业/资产	跨环境、社会和治理三个方面		
	任何原材料或下游业务是否涉及环境污染、危险工艺、恶劣的劳动和工作条件或其他道德问题？	公司的业务或基础设施是否包括与环境污染或人类健康有关的潜在危险活动或物质？此类活动是否被监管或许可？	为减少产品的使用或处置对环境或社会的任何负面影响而制定了哪些管理流程？
	是否有任何主要供应商受到与 ESG 有关的指控、争议或媒体关注？		
	环境		
	上游生产或运输流程是否属于能源密集型产业？	相较于其他行业或竞争对手，公司业务是否属于资源密集型（能源或水资源）行业？	气候变化的物理或转型风险对公司所在市场的影响程度有多大？
	气候变化的物理或转型风险对供应链的影响程度有多大？	公司是否产生大量有毒排放物或有害废料？	产品（和包装）报废对环境的影响是什么？其重复使用或可回收的程度有多大？
		气候变化的物理或转型风险对公司自有业务的影响程度有多大？	
	社会		
	是否有原材料因新出台的 ESG 法规或新兴 ESG 观点而受到制约？	企业是否雇佣大量从事非技术性工作的员工？	产品的社会影响是什么？是否存在任何真实的或感知上的道德问题？
	治理		
	企业是否存在复杂供应链？即在非经合组织国家存在大量一级或二级供应商？	企业或行业是否受到与 ESG 有关的任何指控、争议或媒体关注？ 企业是否在具有中高等腐败风险的国家开展业务？或在该国存在采购或客户关系？	产品或其部件是否会受到新出台法规的限制？

在对上述问题的答复进行整理后，所识别的 ESG 风险的数量及其严重程度将为企业整体风险状况提供定性指示，亦将对重要 ESG 主题及 ESG 尽职调查重点关注领域提供指引。一旦确定了重大问题，下一步亟需针对该等问题开展绩效评估。

评估供应链层面的 ESG：从原材料到末端产品

准确识别风险对驾驭关键复杂性问题至关重要。现今企业供应链较之以往更大且更为复杂。消费者压力、新法规和日益增加的透明度要求往往意味着，**如果不在整个价值链中考虑 ESG 的影响，则可能会对财务和声誉造成巨大的负面影响。**

管理有效且无风险的价值链的关键原则在于准确的指标和衡量。价值链测绘领域内的新技术可以准确识别价值链各层级的特定企业/供应商——识别缺乏监管的关键高风险国家和固有风险因素。来源国地图绘制和可追溯性技术也有助于识别价值链上的高风险行业和商品，从而可以有针对性地获得进一步的资源和开展进一步审查。显然，在监管要求较高和利益相关者期望较高的领域，准确的价值链评估对于识别进一步的机遇和风险至关重要。

风险管理历来采用基于合规性的方法。然而，通过 ESG 为公司创造价值提供的机会，可制定并强化一种更具协作性和通用性的风险管理方法。**有效的培训、行业基准、基于联盟的解决方案以及社区参与均可有效地推动 ESG 领域的变革并增加价值。**

3.2. 了解 ESG 绩效

对交易中的 ESG 考虑因素进行有效的尽职调查、评估和管理，有助于降低风险、提高财务业绩并加速增长。然而，确定 ESG 因素对目标公司的影响并不简单。**并购交易中**所面临的某些挑战载列如下：

缺乏 ESG 意识

董事会层面缺乏对 ESG 的了解和理解是一项巨大的挑战。这从一开始就对识别 ESG 风险/机遇以及衡量其将如何影响企业战略造成了困难。

缺少数据和数据质量差

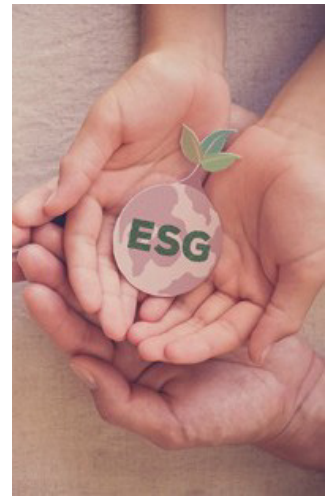
虽然大多数大型企业报告了各类 ESG 因素，但由于缺乏明确的标准化指标以及普遍使用不一致的数据定义，导致难以准确评估 ESG 因素的重要性。在非上市公司领域，这一挑战尤为明显。这是由于目标公司的 ESG 成熟度相对较低，往往难以满足收购方的信息要求。

量化风险和机遇

无论数据可用性如何，ESG 均难以量化。强大的 ESG 定位所带来的品牌和声誉利益等无形影响很难对其予以准确地估值并将其纳入 EBITDA 预测中。并购交易的时间和程序限制加剧了这类情况。

整合

同行兼并需要仔细评估 ESG 目标、成熟度和成功整合业务的能力。收购可能会引进新技能和技术，该等技能和技术可在母公司中加以利用，以改善 ESG 绩效，也可能产生与将目标公司合规性提升至所要求的水平或履行诸如更高的劳工标准或净零碳排放等承诺有关的成本。



“

价值链测绘领域内的新技术可以准确识别价值链各层级的特定企业/供应商，并识别关键高风险国家和固有风险因素。

漂绿/设定不切实际的目标

投资者将面临的另一个挑战是评估目标公司所设定的 ESG 目标的可信度。例如：净零目标是否可以实现？将该等目标与同行进行对标，以评估其是否一致或不切实际，这是评估可信度的第一步。在开展尽职调查时，审查为实现 ESG 目标而制定的战略至关重要。这包括但不限于诸如以下评估内容。

- 是否分配了足够的资金来实现目标？
- 他们是否具备相关技能和资源？
- 跟踪哪些 KPI 以衡量进度？

企业可通过合格的外部审计师、ESG 顾问和/或独立机构的外部支持来增加其对自身 ESG 目标的可信度。

标准 ESG 尽职调查旨在应对上述挑战，通常采用与其他尽职调查工作流程类似的方法，如图 7 所示。

图 7：ESG 尽职调查工作流程示例

 1	收集并审查可用信息
 2	评估目标公司 ESG 管理的成熟度和有效性
 3	根据同行和利益相关者的期望，设定绩效基准
 4	评估企业对可持续发展经济所做出的积极贡献
 5	量化 ESG 价值

3.2.1. 收集并审查可用信息

优质数据是了解真实 ESG 绩效的关键。但是，最重要的是了解交易动态如何影响数据及其可用性。

取决于买方或卖方顾问的定位，顾问们将面临不同的数据挑战。例如，开展卖方尽职调查或协助卖方制定交易前战略时，顾问通常会与管理层进行沟通，以做出有意义的评价和分析。因此，**卖方顾问所面临的挑战不应是访问权限，而是企业 ESG 方法的成熟度，以及是否存在可作为支持企业 ESG 评价的强大事实基础的优质数据。**

买方顾问和投资者则通常无法获取完整的 ESG 数据。

买方顾问和投资者所面临的挑战包括用目标公司或卖方提供的数据对有限公开渠道获取的可用信息予以补充，尤其是在目标公司是私企的情况下。**这要求买方分析师高度关注重要性，以确定关键主题的优先次序，并在交易尽职调查时间有限的情况下尽可能获得对信息诉求的最佳回应。**在尽职调查中出现不完善的估计时，重要的是考虑实际误差范围以承认数据的局限性。

3.2.1.1. 公开信息

目前，许多公司发布的可持续发展报告与诸如 TCFD、SASB 或 GRI 等报告标准可能一致，也可能不一致。可持续发展报告的内容，即使在独立鉴证的情况下，也是由公司主导的，并且可能不如同行的报告全面或与其一致。此外，可持续发展绩效很少涉及财务内容。例如，较少会披露实现改善绩效的成本或成本降低的影响。

第三方数据提供商可以提供 ESG 评级和基础数据，尽管这主要是针对上市公司的，各种 ESG 问题的主观权重导致数据提供商评级的相关性较低。¹⁷

综上所述，目前基于公开数据只能有限了解 ESG 绩效。尽管公开数据可以为企业提供信息，但人们通常需要复核企业提供的私有资讯方能真实评价 ESG 绩效。

3.2.1.2. 使用公司提供的信息

许多公司均留存有意义的 ESG 文档、信息和数据，作为尽职调查工作的一部分予以提供。**在试图了解一家公司的 ESG 绩效时，存在两个主要挑战。**

- 1. 确定哪些 ESG 绩效指标对交易至关重要**（即对目标公司和买方均至关重要的 ESG 指标）。时间和资源是买卖双方的关键限制，因此，几乎不可能获取完整的信息。
- 2. 确保所列示信息的完整性和可靠性。**尽管公司现在斥巨资推广其业务的积极方面，但众所周知，卖方一直存在掩盖不良绩效或 ESG 负债的现象。为了降低此类风险，具备识别高风险 ESG 问题的必要业务经验以及在尽职调查期间深入研究该等问题的韧性尤为重要。



可持续发展报告的内容，即使在独立鉴证的情况下，也是由公司主导的，并且可能不如同行的报告全面或与其一致。

¹⁷ State Street Global Advisers, 2019, [ESG Investing 2.0: Moving Toward Common Disclosure Standards](#)

3.2.2. 评估目标公司 ESG 管理的成熟度和有效性

评估目标公司内部 ESG 管理的成熟度，可以快速且准确地表明公司应对 ESG 风险和机遇的重视程度。成熟度高的公司能够制定出明确的 ESG 战略，具备完善的内部治理和执行能力，以及衡量绩效并就此向利益相关者报告的能力。

虽然这种成熟度通常是由企业规模和行业对 ESG 趋势的敏感度共同驱动的，但对同行的成熟度进行对标后，可以清晰地反映目标公司可能落后于市场的领域——表明潜在风险领域以及收购后改进的重点领域。下图是标准的成熟度评估框架的概要性示例。

图 8：ESG 成熟度评估

	1	2	3	4
	尚未确定	制定中	成熟	同类最优
ESG 方案 / 战略	- 未制定正式的 ESG 方案 - 可能对重要的 ESG 主题和一些需要解决/管理的活动有所了解	- 识别具有相关管理举措的部分（并非全部）重大 ESG 主题；尚未纳入一致的 ESG/可持续发展方案中的主题 - 无法与利益相关者就重要主题进行接触或接触有限	- 确定重要 ESG 主题，并将其纳入连贯一致的方案中 - 可以维护利益相关者图谱和重要性图谱或等效的其他图谱	- 确定重要 ESG 主题，并将其整合至与公司目标相关联的连贯一致的方案中 - 多年的目标随着时间的推移而得以改善 - 对关键利益相关者和接触渠道有清晰的认识
责任	尚未规定与 ESG 综合战略有关的明确责任，无论是个人还是指定委员会	虽然中层人员与管理层的接触有限，其仍是 ESG 战略的部分明确责任方	- 管理团队负责执行 ESG 方案 - 可能会纳入与董事会的临时讨论内容中	- 在董事会层面对 ESG 方案进行监督 - 指定管理团队负责实施 - 整个组织内对方案的所有权/参与度
实施	可能存在与重大 ESG 主题相关的有机举措，但管理层对目标和/或进展的参与度有限/未参与	旨在改善重大 ESG 主题的绩效而制定的举措，但并未设置明确的时限目标或予以监督	制定了具备时间表、目标和问责制的具体举措，但执行率/成功率可能不高	- 战略中列出了与多年目标相关的具备明确问责制的举措 - 举措设定了明确的时限目标，并可定期予以实现
透明度 / 报告	缺乏与 ESG 方案有关的内外报告程序	- 内部：可向部分董事会成员或管理层成员报告重大 ESG 主题 - 外部：可在网站上进行有限的 ESG 或可持续发展相关披露	- 内部：定期向管理层报告 ESG 举措的进展情况 - 外部：网站设有专门的 ESG/可持续发展专区；涵盖的可能是概要性内容	- 内部：定期向董事会报告 ESG 举措/战略 - 外部：网站设有专门的 ESG/可持续发展专区，介绍提高绩效的具体举措

3.2.3. 基准

在评估目标公司在重大 ESG 事项上的绩效时，将目标公司的 ESG 绩效、目标和透明度与同行和利益相关者的期望进行比较通常是有价值的。但是，鉴于数据可用性和数据质量方面的挑战，**获得相关可比较的基准可能既困难又耗时。在这种情况下，应将基准测试视为提高主要尽职调查和证据可信度的一种方法**，并质疑以 ESG 为重点的范围的适当性（即优先考虑的 ESG 主题是否正确）。考虑一个以上的对标提供商可以评估重大 ESG 主题是否一致，或公司/行业是否更主观及复杂。

某些情况下，顾问开发了自己的 ESG 指标数据池，尤其是围绕 ESG 相关财务指标的数据池，可以用来对标公司绩效。基准测试验证了管理层对 ESG 的陈述。基准亦表明了一家公司在 ESG 方面的领先地位，因此，从战略角度来看，基准表明了公司可以利用的优势领域。相反，基准也可表明公司需加大投资的弱势领域。

企业可以使用诸如 EcoVadis 和 CDP 数据等现有工具，将其 ESG 绩效的特定方面与同行进行对标。此外，这些工具提供了 ESG 进行外部验证的要素，使利益相关者（主要是投资方）能够就整个行业开展有意义的比较。

ESG 领域的一个显著趋势是，在单一评级或等级中反映公司 ESG 状况的 ESG “评分”需求激增。利益相关者在使用该等评分时应谨慎行事——与信用评级不同的是，信用评级在不同的评级服务提供商之间具有强烈的相关性，而不同的 ESG 评级服务提供商在 ESG 评分方面存在明显差异。此外，由于不同的数据提供商采用不同的方法和分析理论将 ESG 特性整合至单一分数中，因此，评分变化的驱动因素和最有效的评分方法均十分模糊。

制定基准的典型方法

1. 选取合适的可比公司

- 在许多情况下，可比公司是企业的直接竞争对手；但是，在没有直接同行的数据的情况下，可能需要使用间接同行的数据。
- 在选取间接同行时，需要考虑的因素是公司规模、业务范围、业务足迹和服务市场。

2. 收集和分析数据

- 重点关注该行业的重要主题，并根据公开渠道获得的信息和第三方信息提供商（如 RepRisk、彭博和路孚特）确定关键指标和主题，在某些情况下，收集的数据可按价值层次排列：
 - i. ESG 指标；
 - ii. 定性且明确的行动和承诺；以及
 - iii. 公开 ESG 披露的透明度和质量。
- 由于 ESG 信息可能具有不一致性和多样性，对标通常是一个迭代的过程。

3. 结果和结论

- 对标测试的结果应该表明该公司的 ESG 绩效、目标和披露水平相较于选定同行的先进程度，以及该等相对差异的驱动因素。
- 结论可提供以下层面的洞见：
 - 企业因 ESG 绩效落后层面所存在的潜在声誉风险；
 - 可以改善业绩的潜在领域以及与此改善有关的投资/成本和收益；以及
 - 潜在领导力地位，提供了利用竞争优势的机会。
- 同时应考虑到，如果一个企业 ESG 绩效处于落后状态，是否为 ESG 绩效改善业绩并利用其创造价值提供了机会。基准示例如图 9 所示。

图 9：基准示例

	同行 1 (美国)	同行 2 (美国)	同行 3 (美国)	同行 4 (欧洲)	同行 5 (欧洲)	同行 6 (欧洲)	同行 7 (欧洲)	同行 8 (欧洲)
环境								
温室气体排放（范围 1、2、3）								
能源消耗								
排放强度								
可再生能源所占份额								
废弃物								
TCFD 披露								
社会								
董事会性别多样性								
领导层团队性别多样性								
劳动力性别多样性								
种族多样性								
年龄多样性								
已休的产假								
员工敬业度								
供应商支出（类型和地域）								
社会影响力								
治理								
腐败事件								
隐私投诉或数据丢失								

关键点

- 私募股权（PE）同行报告了公司层面各种环境和社会问题的 ESG 指标
- 性别多样性是同行中最常报告的指标，7 个同行均披露了劳动力的性别多样性
- 8 个同行中有 7 个报告了其范围 1、2 和 3 排放量（不含投资）
- 除某些具体的影响力基金披露外，同行的整体 ESG 报告仍然高度关注选定指标的产出和结果，而不是针对战略性重大主题和影响的全面披露
- 最终，尽管 PE 公司报告自己的 ESG 绩效很重要，但采取行动的真正机会是通过投资组合

资料来源：德勤

3.2.4. 评估企业对可持续发展经济所做出的积极贡献

通过业务运营提供积极环境或社会影响的企业可以利用大量资本寻找 ESG 积极资产，并且寻求更高的价值溢价。明确地定义和衡量这种影响是验证目标公司绩效的一个关键阶段。有几个常用的框架可用于评估积极影响，即，从更为定性的联合国可持续发展目标（UN SDGs）到影响力管理项目（IMP）和全球影响力投资网络开发的 IRIS+框架，甚至还有欧洲监管机构制定的可持续发展活动分类体系《欧盟分类法》（EU Taxonomy）。该等框架虽然较为零散且未在全球市场得到规模化验证，但其意图为识别和评估影响提供一种共同语言和强有力的方法。

图 10：联合国可持续发展目标



3.3. 如何衡量 ESG 的影响

ESG 因素的影响范围各不相同，从通过性别和种族多样性来降低合规风险，到新的商业模式机会。其他 ESG 因素可能体现在利润率和增长中，或客户忠诚度和留存率中，这些因素的识别和量化取决于是否有数据和基准。随着数据可用性的提高，其价值与 EBITDA 表现和估值倍数的联系更加明确，ESG 可能影响的财务杠杆也同步得以确定，并可通过分析师或代理人来量化影响程度。

图 11：ESG 问题如何影响财务绩效

会计科目	ESG 因素的不利影响	ESG 因素的有利影响
 损益表：销售收入/营业收入	- ESG 相关产品或品牌问题 - 产品相关 ESG 规章介入 - 气候变化的物理风险和转型风险 - 对非可持续产品的需求下降，可能会使其更加昂贵	- 提高可持续产品和实践的声誉 - 对可持续产品的需求上涨 - 获得补贴和政府支持 - 员工生产力更高
 损益表：营业费用	- 碳/其它 ESG 税费持续增加 - 应对气候变化影响和更严格的 ESG 标准的运营成本更高 - 需要增加额外人员来管理/解决 ESG 绩效	- 生产更多可持续产品的成本更低 - 留存率更高、人才更优质 - 债务、资本和权益的成本更低
 资产负债表	- 对受到气候变化的物理和转型影响的资产进行减值 - 需就环境污染或职业健康计提负债准备金	将资金分配给更多可持续工厂和设备
 现金流量表	- 资本性支出：支出投资符合现有和即将出台的规定的厂房及机器设备 - 支出投资实施最佳 ESG 管理实践的管理体系 - 解决 ESG 绩效不佳的成本	ESG 绩效改善后降低了物质资源支出、营业费用和债务成本

随着 ESG 尽职调查问题的出现，交易团队必须不断询问“那又怎样？”。这有助于他们迅速忽略那些不太可能对企业价值产生实质性影响的问题。

此外，出现重大问题时，值得仔细审议用于得出此类结论的逻辑和假设。例如，可将与员工薪酬索赔有关的总负债作为重大问题予以提出。然而，在许多情况下，赔偿要求由公司的保险公司解决，不会影响企业价值。

或有负债

ESG 因素影响企业价值的另一种机制与或有负债有关。如果一家公司拥有可能受到历史污染的场地，则最容易出现这些问题。如果出现这种义务的可能性很小（通常小于 10%），财务报表既不需要确认也不需要披露与补救相关的潜在成本。

然而，由于业务/场所的扩张或关闭，投资者的收购后增长计划可能会产生补救义务。或者买方可能认为在其投资期内可能需要履行相关义务。

在已确定或有负债并可合理计算成本的情况下，就企业估值而言，通常将其视为类负债科目。

3.3.1. 重复计量 ESG 影响

重复计量是指 ESG 风险或机遇的价值在估值过程中被两次计入的情况。在估值背景下评估 ESG 时，这可能是一个重要的警示，以下四种情况下最常见。

- 以收益法进行估值时，如果公司的贝塔系数（一种风险指数，估值中用于计算折现率的一项指标）中已经包含了 ESG 因素，而折现率中亦包括了 ESG 风险溢价，则 ESG 影响在前述 2 个参数中被重复计量。汽车行业就是一个经常被引用的例子。在实践中，很难理解 ESG 影响是否已经在市场价值中被考虑（因此包含在贝塔系数中），评估折现率中考虑的实际溢价同样具有挑战性。
- 以收益法进行估值时重复计算的第二种情况是，现金流模型包括与 ESG 相关的特定风险和机遇，而折现率中也包括了 ESG 溢价。这种情况下，ESG 因素在折现率和有形现金流中被二次计量。例如，某能源密集型企业正在向绿色电力采购政策转型：根据能源计划相关的现金流流出/流入建立模型，ESG 溢价可用于解释其净零业务。同样，在实践中，**清楚地识别 ESG 对现金流的影响可能具有挑战性，折现率最好保持不变。**
- 以收益法进行估值时重复计算的第三种情况是，公司的产品和业务中嵌入了 ESG 机遇。由于 ESG 是公司价值主张的一部分，现金流中将会反映出一些 ESG 影响。然而，**ESG 现金流需要与公司的常规业务运营明确分离，以避免重复计量。**同样的逻辑也适用于折现率。例如，越来越多的公司在可持续发展目标的框架内经营。鉴于可持续性业务运营的核心，ESG 在日常运营中越来越紧密，这种情况下 ESG 现金流可能无法避免从日常运营的现金流中剥离，如果不在日常运营的现金流中“重复”计算，就很难确定具体的 ESG 现金流（或确切的溢价）。
- 以市场法进行估值和将 ESG 溢价应用于企业价值倍数时，可能会出现重复计算。这种溢价可以从行业层面上推断出来，例如，通过观察平均隐含倍数和评估行业内 ESG 表现最优异企业的边际倍数（使用现有的 ESG 评级）。**如果公司财务报表中已计入部分或全部 ESG 溢价，就可能出现重复计量。**例如，在考虑 EV/EBITDA 倍数的情况下，如果公司由于其 ESG 战略（例如通过采购更便宜的可再生电力）而可获得更高利润，那么采用 ESG 溢价可能会导致重复计算。ESG 问题既体现在企业盈利能力的增加，也体现在倍数中采用的 ESG 溢价。

在所有四种情况中，最后一种可能是最难解决的。但这些考虑不应妨碍在估值过程中对 ESG 问题进行财务评估。**相反，应将其视为对制定指导方针和标准的一种鼓励，从而体现出企业的真正价值。**

3.4. 过度关注 ESG 的“环境”领域

迄今为止，随着 ESG 议题得到越来越多的关注和推动，似乎更多地强调了“环境”和/或“社会”领域。然而，“治理”在企业社会责任和整体商业战略方面同等重要。^{18 19 20}

3.4.1. 治理

许多治理方面（如反贿赂和腐败、欺诈、制裁、行为准则和相关不当行为）在不合规的情况下会面临巨额罚款、商业限制、供应链中断和声誉损害。

出现问题时，这些治理方面具有长期的法律要求和明确的违规后果，以及公认的缓解因素。鉴于这些领域的执行历史，有一些有用的已知示例，说明什么是必需的，什么被认为是无效的和/或低效的。这些例子有助于建立一个健全的治理框架，使公司能够以一种有意义和可量化的方式主动识别、管理和减轻此类风险。

进行交易时，这些治理领域还可能承担严格的继承者责任的风险，如果彻底将这些领域视为任何交易的一部分，这将带来更大的压力。

总体而言，治理问题是一个组织的核心。可将治理方面的不合规和相关不当行为问题作为公司及其领导层的文化和思维模式的指标。这可能会影响品牌、声誉和价值。至关重要的是，它会**影响买方、员工、利益相关者或更广泛的社会是否将一家公司视为负责任的企业公民。**

3.4.2. 社会

ESG 的社会方面有自己的标准和最佳实践。**新冠肺炎疫情爆发以来，企业行为及其社会经营许可证受到了更严格的审查**，利益相关者和投资者通过加大对社会议题的参与来予以应对。

例如，重点关注的领域是工人待遇、多样性和包容性（D&I）以及健康和安全。尽管企业一直承诺善待员工，但公开市场上有关“零工”经济中员工的广为人知的案例表明，**投资者很快就会对那些不认真对待员工待遇的公司产生反感。**D&I 话题也变得越来越突出，一些投资银行将公司董事会的多元化作为其 IPO 推荐的条件。

其它关键的社会议题，如社区参与和责任投资，也是重要的外部考虑因素。其中包括通过投资减少一个地区的不平等现象，或通过支持教育和卫生项目对社区产生积极影响。



可将治理领域的不合规和相关不当行为问题作为公司及其领导层的文化和思维模式的指标。这可能会影响品牌、声誉和价值。

¹⁸ How Unilever's tea business became a test of private equity's conscience | Financial Times (ft.com)

¹⁹ ESG's Role in Deliveroo's Rocky IPO | Managing the Modern Workplace | Insights | Vinson & Elkins LLP (velaw.com)

²⁰ Boohoo accused of failing to improve working conditions in its supply chain | Boohoo | The Guardian

3.5. 如何确保在交易后履行重要的 ESG 承诺

交易后，投资者需要确保管理层提供可持续和有价值的 ESG 绩效。同样，参与交易的公司需要设法实现成功的整合，特别是在 ESG 战略和优化价值的承诺方面。专注于三个关键步骤可以帮助新股东在交易后实现 ESG 价值。

1. 设定和跟踪目标

- 确保该监控流程有效的一种方法是设置对被投资公司核心可持续发展战略具有重要意义的 KPIs，并解决与其行业领域相关的 ESG 挑战。**每个 KPI 都应该有适用的可持续发展绩效目标（SPTs）**，这些宏大的目标，代表了与被投资公司整体 ESG 战略一致的相应 KPI 的重大改进。
- 有必要制定正确的指标来跟踪这些指标。投资后，数据和公开对话对于理解被投资公司的 ESG 绩效起着至关重要的作用。因此，投资者需要与被投资公司有明确的沟通渠道，定期安排会议，以获得有关 ESG 绩效的最新信息，以及为实现 ESG 目标而制定的战略。
- 鉴于此，投资者应了解被投资公司内重要实施计划的最新进展，例如供应链脱碳或改善多样性的计划。被投资公司应在可能的情况下，至少每年提供一次足够的最新信息，以便监测 SPTs 的绩效，并确定 SPTs 仍然具有雄心并与业务相关。

2. 了解方法并获得外部验证

- 报告时必须包括 SPT 的基本计算方法和/或报告时的假设。被投资公司应根据每个 SPT 的各项 KPI 获得独立和外部的 ESG 绩效水平验证，每年至少一次。例如，由合格的外部审计师、环境顾问和/或独立评级机构进行评审。
- 从数据角度来看，在投资生命周期中收集和跟踪指标，使投资者能够管理风险、推动价值，并迅速发现被投资公司在哪些领域未达到商定的 ESG 目标。如果没有技术的辅助，这个过程可能会很麻烦，但正在出现一些平台，可将这些 ESG 指标纳入一个电子框架，帮助汇总投资组合数据，并利用仪表盘和其他形式的报告使对 ESG 绩效的基准测试更加容易。
- 交易文件中正在越来越多地纳入与 ESG 相关的条款和稳健的 KPI，如减少碳排放、监测能源使用和确保工作场所的多样性，这些交易文件框定了被收购企业在交易后的绩效衡量方式。

3. 提供激励措施并鼓励参与

- 投资者、监管机构和其他利益相关者对企业 ESG 响应能力的需求持续增长。这促使**更多的董事会考虑是否应在制定高管激励计划时将 ESG 措施纳入其中**，以突出管理层将如何对 ESG 结果负责。前提是对于制定激励计划时采用的措施类型有一个平衡之道，使用激励来奖励推动 ESG 结果的高管（或惩罚未能实现 ESG 目标的高管）可以使股东受益，并进一步提倡与创造长期、可持续价值相一致的绩效薪酬理念。²¹
- 尽管 ESG KPI 仍占少数，但管理层对其相关的激励的比例正迅速增长。“2021 年，富时 250 指数年度薪酬包中有 30% 含 ESG 指标，高于前一年的 19%。ESG 目标通常与高管激励性薪酬的 10%至 20%挂钩。而且公司倾向于将其纳入短期激励计划（如年终奖），而非长期激励计划。”²²

3.5.1. 市场标准与报告

市场标准和最佳商业行为可嵌入行业框架或企业自身的努力，以提高其 ESG 绩效。二者在确保履行 ESG 承诺方面均发挥着至关重要的作用。它们**支持利益相关者和投资者的努力参与，同时为衡量 ESG KPI 提供基准见解**。

随着人们越来越认识到 ESG 对企业发展的重要性，市场标准和最佳商业行为在更多的行业 and 更广泛的 ESG 因素中得以体现。例如，从环境角度来看，向利益相关者报告碳排放和能源效率数据已成为越来越多公司的一项标准。

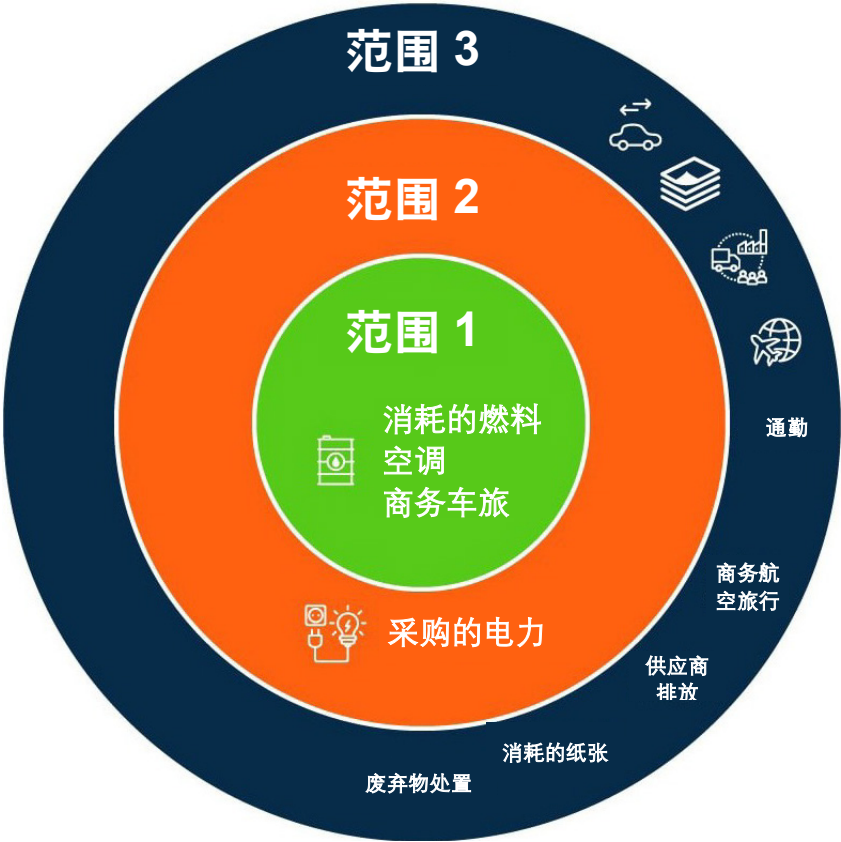
以前，这种类型的报告可能仅限于某些行业，但公司越来越注意投资者的 ESG 偏好（“可持续”基金的流入数据突出了这一趋势），而企业现在也可以通过温室气体核算体系、碳核算金融合作伙伴关系（PCAF）和自愿碳信息披露项目（CDP）等框架进行报告。

因此，**从环境角度来看，ESG 绩效最佳商业行为的范围正在不断扩大**。投资者和利益相关者希望测量范围 1、范围 2，并日益期待测量范围 3（间接或供应链）中的碳排放，评估资源使用率和效率（关于水和能源），以及采取有效措施减少送往垃圾填埋场的废物。

²¹ The evolution of ESG-linked financial incentives: Private-equity backed companies | Travers Smith

²² The evolution of ESG-linked financial incentives: Private-equity backed companies | Travers Smith

图 12：范围 1、2、3 排放的定义概览

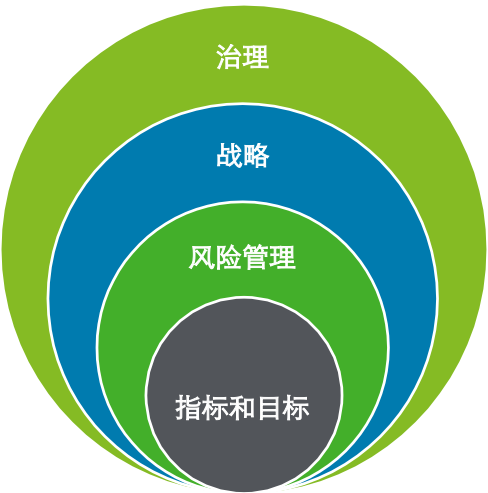


资料来源：范围 1、2 和 3 排放：直接和间接排放概览 – Ecochain

用于报告气候变化对企业影响的 TCFD 框架由金融稳定委员会（FSB）于 2015 年制定，并已成为气候报告的一项关键市场标准。在英国，要求上市公司和大型公司将年度报告与 TCFD 框架保持一致，为利益相关者提供一个共同的、可比较的范围和语言来进行评估。

图 13：TCFD 框架

建议的气候相关财务披露的核心要素



- 治理**
该组织围绕气候相关风险和机遇的治理
- 战略**
气候相关风险和机遇对组织业务、战略和财务规划的实际和潜在影响
- 风险管理**
企业用于识别、评估和管理气候相关风险的过程
- 指标和目标**
用于评估和管理与气候相关的风险和机遇的指标和目标

资料来源：fsb-tcfd.org

3.5.2. 披露的质量

投资者分析一家公司 ESG 披露情况的方式与评估财务信息的方式类似，因为 ESG 指标的表现会影响财务业绩。在潜在投资开始时评估 ESG 信息可以帮助投资者**确定被投资方为应对重大风险和机遇而制定的治理和战略**。^{23 24}

一旦做出投资，投资者就会使用 ESG 信息来监控业绩，这与他们使用财务信息的方式大致相同。然而，外部鉴证是财务报告流程的关键要素，但在很大程度上仍然缺失，需要在 ESG 报告中制度化。

建立健全的治理体系，将内部审计和董事会整合到这种体系中，并获得外部鉴证（即三条防线），可以**增强公众信任，并提高公司满足利益相关者对披露准确可靠信息的期望的能力**。它还可以降低与误导或遗漏披露相关的风险。

实施这三道防线将促进**高质量、相关和有意义的非财务信息披露**，增强投资者对报告信息的依赖，使其得以更好地分析这些信息，并促进 ESG 投资。



外部鉴证是财务报告流程的关键要素，但在很大程度上仍然缺失，需要在 ESG 报告中制度化。

²³ Evaluating the proposed scope of an ESG assurance engagement | ICAEW

²⁴ Deloitte ESG now – Enhancing Trust in ESG Disclosures | Deloitte Ireland

4. ESG 在中国

4.1. “ESG” 在中国古代的历史积淀

虽然 ESG 是一个自 2004 年才有的名词，但是 ESG 的相关思想在中国已经有了数千年的历史。在中国古代就提起过早期可持续发展的思想，并有进一步的以法律条文的形式来规范民众行为，保护自然环境；而除了保护自然环境以外，中国的先人们还很早就有了保护社会弱势群体的理念，从而形成了“ESG”在中国古代的历史积淀。



早期的可持续发展和保护自然环境的思想

1. 孔子言：“钓而不纲，弋不射宿”：教导学生要用鱼竿钓鱼而不用渔网捕鱼，射鸟时也放过那些返巢哺喂雏鸟的鸟；
2. 《逸周书·大聚篇》曾规定：春天三个月，不得砍伐山林，以利于草木生长，夏天三个月，禁止到河里抓捕鱼鳖，以利于鱼鳖繁殖，以做到保护自然环境，防范过度捕捞，追求可持续农牧业；
3. 《秦律·田律》中规定：春天二月，不准到山林中砍伐木材，不准堵塞水道，不到夏季，不准烧草作为肥料，不准采取刚发芽的植物，或提取幼兽、鸟卵和幼鸟，不准毒杀鱼鳖，不准设置捕捉鸟兽的陷阱和网罟，到七月解除禁令。



保护社会弱势群体

1. 孔子曾说“君子周急不救富”。
2. 《周礼》中也要求官府对有经济困难但是有祭祀或者丧礼需要的民众提供短则十天长则一个月的无息借款。
3. 两汉时期的戴圣在其著的《礼记·礼运篇》中就倡导“鳏寡孤独废疾者皆有所养”。
4. 从秦汉开始，地方官员就有救助弱势群体的职责。
5. 宋朝官方开始设立名为养济院的福利机构，用来收容难民和乞丐等社会弱势群体。类似的机构在中国一直延续到清朝。

ESG 的一些核心理念与中国新时期的经济社会发展目标是一致的。“十四五”规划和中国共产党的“二十大”报告都特别强调了高质量发展。共同富裕和人与自然和谐发展也被列入中国式现代化的五个核心目标之中。由此，ESG 越来越受到社会各界的关注。

2020 年中国正式宣布 2030 年碳达峰和 2060 年碳中和的“双碳”目标。

中国企业的迅速崛起：因其对社会产生了更大的影响，所以也需要承担更多的社会责任。

ESG 的议题关乎全人类的福祉，是打开中西方交流最为重要的一扇窗口；由于 ESG 的一些核心理念与中国新时期的经济社会发展目标是一致的，所以将越来越多的企业将 ESG 理念纳入了长期战略之中。

通过 ESG 里对公司治理的加强，中国企业也可以借机探讨优化自身管理体系，从追求高增长的模式向持续稳健经营的模式转变；借助 ESG 的企业战略也能在出海跨国中加大弯道超车的几率。

4.2. ESG 在中国的现状

面临挑战

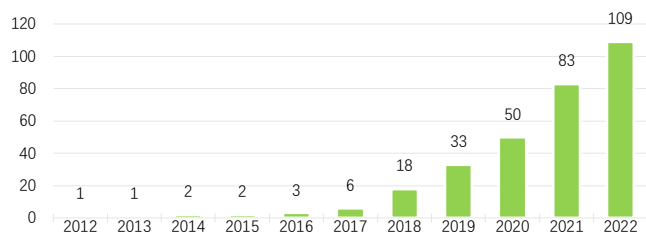
在中国的深度和广度相对较低；ESG 评价缺少统一标准和透明度

正向发展

PRI 投资机构越来越多；ESG 报告的披露也呈正向发展

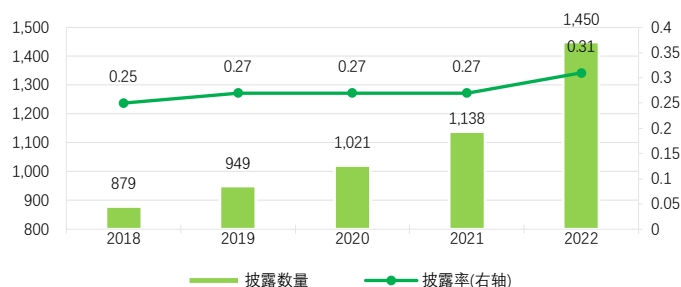
过去的几年，ESG 在中国发展迅速。2017 年中国加入全球最具影响力的责任投资者网络 Principles for Responsible Investment（简称 PRI）的投资机构只有 6 家，而截至 2022 年 8 月份，中国加入该组织的投资机构已经达到了 109 家。2018 年中国 A 股上市公司中只有 879 家公司发布了独立的 ESG 报告，而在 2022 年的前 8 个月发布独立 ESG 报告的 A 股上市公司已经达到了 1450 家，在所有 A 股上市公司中的占比超过 30%。特别是在大型企业比较集中的沪深 300 指数公司中，有超过 90% 的公司于 2022 年的前八个月发布了独立的 ESG 报告。2022 年以来国企对 ESG 也热情空前，在国务院国资委社会责任局主导下成立了“中央企业 ESG 联盟”。截至 2022 年 8 月 31 日，404 家央企上市公司中有 261 家发布了独立 ESG 报告，披露率达 64.6%，远远超过 A 股上市公司的披露率。

中国内地加入PRI的机构累计数量



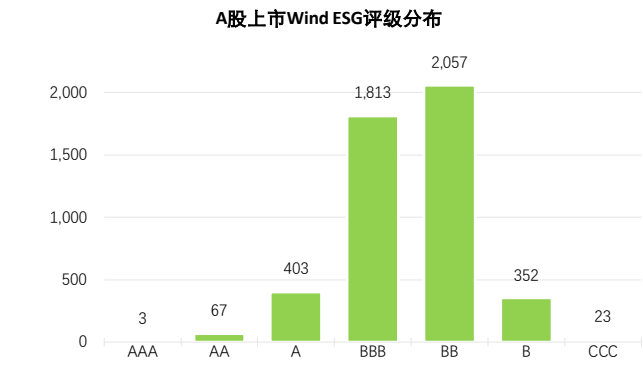
数据来源：Wind, PRI, 截至 20220824

A股独立ESG报告披露数量和披露率

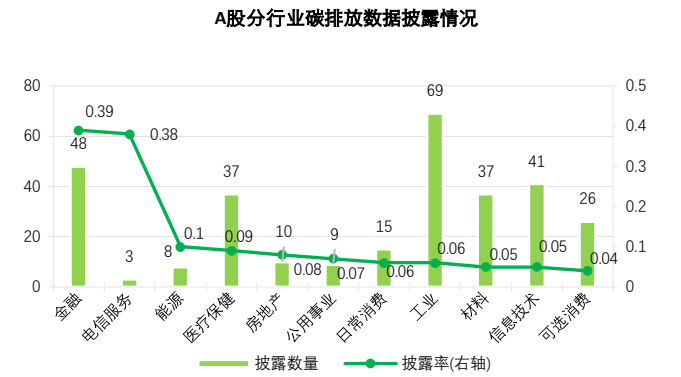


数据来源：Wind, 截至 20220824

但是，我们也看到 ESG 在中国目前的深度和广度还是相对较低的。截至 2022 年 8 月份，中国加入 PRI 的投资机构数量只占其全部 3826 家机构会员数量的 3% 不到，远不能匹配中国的经济体量和资本市场规模。同时，大部分中国上市公司的 ESG 评级结果并不理想。根据 WIND 在 2022 年 8 月做的 ESG 评级，只有 3 家 A 股上市公司达到 AAA 级，达到 A 级以上总共也只有 473 家，而在 BB 级（落后）及以下的多达 2432 家。另外，在减碳净碳方面，中国 A 股上市公司目前的主动性还不够。截止 2022 年 8 月，在一些碳排放比较高的行业，主动披露碳排放数据的公司数量还比较少。比如说能源行业的 A 股上市公司中只有 10% 左右的公司披露了该数据，而工业类的 A 股上市公司中更只有 6% 的公司披露了该数据。



数据来源：Wind, PRI, 截至 20220824



数据来源：Wind, 截至 20220824

除了深度和广度不够以外，当下 ESG 在中国的发展还需要解决以下一些挑战。首先是 ESG 评价缺少统一标准和透明度。其实这也是全球 ESG 发展所面对的一个主要挑战。由于没有统一标准，各个 ESG 评价机构给出的评价结果缺乏一致性，导致很难通过 ESG 评级来对企业、资产和投资机构进行客观地横向比较。而 ESG 评价机构的透明度也不够，导致公众无法完全了解这些机构的评价方法，也就无法判断其合理性。另外，在 ESG 的评价标准上，既要结合中国市场的实际情况，也要与国际标准融合贯通，这是比较有挑战性的。

其次是把 ESG 作为长期战略的企业还不够多。从目前的企业独立 ESG 报告来看，很多企业还是把 ESG 作为一个短期指标，而缺少长期规划。这种状况一方面会使得企业对 ESG 的投入缺乏持续性，另一方面也会助长一些利用 ESG 的概念来进行短期套利的行为。最后，2022 年中国经济遭遇多重内外冲击，增速下滑，很多企业经营情况不佳，对 ESG 的投入受限。进入 2023 年中国经济逐渐复苏，但是企业的盈利情况不会马上改善，因此在短期内很多企业还是会在 ESG 的投入上有所保留。

展望未来，ESG 在中国未来的经济社会中扮演的角色只会越来越重要。而 ESG 在中国更快更好地发展需要政府、企业和民众共同努力，最终不仅会造福中国也会造福世界。

5. 结论

ESG 及其影响下的投资考量正在重塑商业模式。在未来的几年里，随着利益相关者对 ESG 的关注度提高，他们将成为并购的内在组成部分。这种变化将释放竞争力、盈利能力和资本吸引力，这对企业的信誉也至关重要，因为客户、投资者、员工、社会和政府都希望企业在解决社会挑战方面做出贡献，同时尽量减少对环境的影响。²⁵

交易过程中所采用的方法应该反映相关框架，以强有力的尽职调查为支撑，并在不断变化的预期环境中予以实施。经过 ESG 评估的并购将是创造增长和竞争优势以及获得可负担资本的重要手段。

如果没有将 ESG 贯穿整个战略过程，即使是采取并购增长战略，企业也几乎不可能建立长期稳定高效发展的未来。归根结底，ESG 目标的承诺对于领导层充满挑战，要求企业领导人需要做出艰难的选择，以实现在与利益相关者建立信任和股东价值创造之间的平衡。

在变革中取得领先的企业正在迈向由目标导向的成功之路，并将快速实现未来的成功转型。²⁶

²⁵ Kate Raworth, Doughnut Economics

²⁶ 德勤, Unlocking transformative M&A value with ESG, 2021 年 [Unlocking transformative M&A value with ESG \(deloitte.com\)](https://www.deloitte.com/zh-cn/insights/industry/m-a/unlocking-transformative-m-a-value-with-esg)

关于作者

德勤 ESG 并购团队

ESG 已成为财务价值驱动和主要的并购主题。德勤可以协助客户在并购战略中嵌入 ESG 并使其价值最大化。我们的 ESG 并购团队将在整个并购周期内提供支持。从确定明确的 ESG 并购战略、目标公司筛查和尽职调查到交易后的价值实现。德勤还利用我们的全球 ESG 专业知识，在 ESG 战略制定、气候变化风险建模、净零和脱碳以及可持续金融等领域为客户提供支持。

李晓晨

德勤中国可持续发展与气候变化主管合伙人
电话：+86 21 6141 1099
邮箱：lilyxcli@deloitte.com.cn

谢安

德勤中国气候与可持续发展研究院院长
电话：+86 10 8520 7313
邮箱：allxie@deloitte.com.cn

虞正

德勤亚太财务咨询可持续发展与气候变化领导合伙人
电话：+86 21 6141 1613
邮箱：micyu@deloitte.com.cn

吴玉婷

德勤中国财务咨询可持续发展与气候变化领导合伙人
电话：+86 21 6141 2988
邮箱：ytwu@deloitte.com.cn

郭晓波

德勤中国全国行业规划领导合伙人
电话：+86 10 8520 7379
邮箱：kguo@deloitte.com.cn

王胖

德勤中国能源资源及工业行业并购咨询主管合伙人
电话：+86 10 8520 7766
邮箱：jillwang@deloitte.com.cn

张国雄

德勤中国经济咨询执行董事
电话：+86 21 6141 1002
邮箱：guoxizhang@deloitte.com.cn

感谢以下个人对本报告的见解和贡献：

Jason Caulfield	德勤英国	Stephen Farrell	德勤英国	Yvette Allen	德勤英国
Stacy Toder Feldman	德勤英国	Emily Hesketh	德勤英国	Edward Gunn	德勤英国
Matthew Lock	德勤英国	Ruby White	德勤英国	Andrea Mezzanzanica	德勤瑞士
Emily Cromwell	德勤英国	Jonathon Stokes	德勤英国		



关于德勤

德勤中国是一家立足本土、连接全球的综合性专业服务机构，由德勤中国的合伙人共同拥有，始终服务于中国改革开放和经济建设的前沿。我们的办公室遍布中国 30 个城市，现有超过 2 万名专业人才，向客户提供审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询、税务与商务咨询等全球领先的一站式专业服务。

我们诚信为本，坚守质量，勇于创新，以卓越的专业能力、丰富的行业洞察和智慧的技术解决方案，助力各行各业的客户与合作伙伴把握机遇，应对挑战，实现世界一流的高质量发展目标。

德勤品牌始于 1845 年，其中文名称“德勤”于 1978 年起用，寓意“敬德修业，业精于勤”。德勤专业网络的成员机构遍布 150 多个国家或地区，以“因我不同，成就不凡”为宗旨，为资本市场增强公众信任，为客户转型升级赋能，为人才激活迎接未来的能力，为更繁荣的经济、更公平的社会和可持续的世界而开拓前行。

Deloitte（“德勤”）泛指一家或多家德勤有限公司，以及其全球成员所网络和它们的关联机构（统称为“德勤组织”）。德勤有限公司（又称“德勤全球”）及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，相互之间不因第三方而承担任何责任或约束对方。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构仅对自身行为承担责任，而对相互的行为不承担任何法律责任。德勤有限公司并不向客户提供服务。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 了解更多信息。

德勤亚太有限公司（即一家担保有限公司）是德勤有限公司的成员所。德勤亚太有限公司的每一家成员及其关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，在亚太地区超过 100 个城市提供专业服务，包括奥克兰、曼谷、北京、班加罗尔、河内、香港、雅加达、吉隆坡、马尼拉、墨尔本、孟买、新德里、大阪、首尔、上海、新加坡、悉尼、台北和东京。

本通讯中所含内容乃一般性信息，任何德勤有限公司、其全球成员所网络或它们的关联机构并不因此构成提供任何专业建议或服务。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前，您应咨询合格的专业顾问。

我们并未对本通讯所含信息的准确性或完整性作出任何（明示或暗示）陈述、保证或承诺。任何德勤有限公司、其成员所、关联机构、员工或代理方均不对任何方因使用本通讯而直接或间接导致的任何损失或损害承担责任。

© 2023。欲了解更多信息，请联系德勤中国。

Designed by CoRe Creative Services. RITM1500650