



# 施懿宸：ESG 因素在企业估值的运用



文/新浪财经意见领袖专栏作家 施懿宸、赵龙图、朱一木

背景：

随着 ESG 理念的发展，主要机构投资者在决策和作市场分析时，越来越多考虑到 ESG 因素，因此将 ESG 影响力纳入财务分析对企业估值具有重要意义。ESG 要求管理层在治理公司时要布局长远，尽可能把自身商业行为对环境、社会造成的影响降到最小，以促进整个社会的可持续发展。现代企业财务管理目标是实现股东财富的最大化，ESG 没有把目光聚焦在短期股东财富上，而是追求更为长远的长期股东财富的利益相关者的利益最大化，因此 ESG 因素对评估企业价值具有重要意义。



## 一、估值方法选取

依据资产评估准则的规定，企业价值评估可以采用收益法、市场法、

资产基础法三种方法。资产基础法是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值，从企业购建角度反映了企业价值，但资产基础法适用于初创期和衰退期的企业，对于成长期和成熟期的企业价值一定程度上会被低估，可能与 ESG 理念相互违背。而运用市场法到企业估值的前提是在资本市场中存在可比公司，但部分企业难以找到 ESG 表现相似的目标公司，也就无法确定价值乘数，所以在 ESG 估值中可以运用收益法，在能找到可比公司的情况下把市场法作为辅助指标，对收益法计算的企业价值进行修正。

## 二、未来预期现金流和折现率的估计

收益法是通过将企业未来预期的现金流折算为现值，估计企业价值的一种方法，即通过估算企业未来预期现金流和采用适宜的折现率，将预期现金流折算成现时价值，得到企业价值。在现金流的计算时，需要考虑企业环境、社会和治理三个层面对企业财务指标的影响。

### 1、ESG 表现对未来预期现金流的影响

#### (1) 环境保护对预期现金流的影响路径

环境保护要求企业在最大限度地考虑自然环境的承载力的前提下尽可能地追求股东利益，即企业需要平衡盈利、发展和环保标准之间的关系。基于此，企业将会采取一系列的方法和手段来缩小或避免自身经营行为对自然环境造成实质性损害，而根据公式“自由现金流量=息税前利润-税款

+折旧和摊销-营运资本变动-资本支出”，企业考虑环境因素而开展的活动可能对未来自由现金流量的预测造成一定的影响。

## 项目

环境因素对自由现金流量的影响路径

息税前利润

自然保护可能会导致收入增长

Zegna 基金会通过熊猫走廊项目来保护大熊猫栖息地的自然环境，打造了良好的品牌商誉，创造收入，增加息税前利润。

环境法规对于产品的要求可能会导致产品成本上涨

餐饮行业使用纸质吸管和聚乳酸吸管代替传统的塑料吸管应对 2020 年颁布的限塑令和禁塑令，成本上涨，抵减息税前利润。

税款

折旧和摊销

专用设备的购置可能会导致税款减少和折旧增加

环境保护专用设备、节能节水专用设备投资额的 10%可以抵免应纳税额，上述设备安装完毕后下月开始对其计提折旧。

营运资本变动

供应链的强制推动可能会导致营运资本的上调

部分企业对合作企业提出碳排放达标等要求，可能拒绝给不达标企业提供原材料，因此合作企业可能会上调营运策略。

资本支出

“先污染，后整治”的发展模式可能导致资本支出增加

化工行业建造核电站反应堆，使用期满后应当拆除，完工当期借记固定资产，贷记预计负债，资本支出增加。

## (2) 社会责任对预期现金流的影响路径

社会责任要求企业以有益于社会的方式组织和管理活动，在追求自身利益的同时，需要保持对其他利益相关者的关注，如员工、供应商、客户和其他社会参与者等，承担对他们应尽的责任并维护他们的利益。根据公式“自由现金流量=息税前利润-税款+折旧和摊销-营运资本变动-资本支出”，企业为履行社会责任开展的活动可能对未来自由现金流量的预测造成一定的影响。

项目

社会因素对自由现金流量的影响路径

息税前利润

公益行动可能会导致收入增长

企业致力于为妇女、儿童、母亲、学子、老人等群体提供关爱行动，例如举办敬老院慰问活动、中西部爱心捐款等，有利于企业形成良好的公众形象，推动收入的增长。

员工满意度降低可能会导致产品成本上涨

企业降低单位工时工资，导致生产人员积极性不足，生产效率低下，针对同一生产任务可能需要更多的工时补偿，导致应付职工薪酬不降反升，引起营业成本增加。

税款

折旧和摊销

资本支出

专用设备的购置可能会导致税款等项目的调整

安全生产专用设备投资额的 10%可以抵免应纳税额，上述设备达到预定可使用状态后，固定资产账面价值增加，资本支出增加，下月开始对其计提折旧，引起折旧增加。

营运资本变动

供应链的强制推动可能会导致营运资本的调整

比起不愿承担社会责任的客户，企业更愿同意勇于承担社会责任的客户提出的赊销条件，因此相关企业可能会调整营运策略。

### (3) 公司治理对预期现金流的影响路径

公司治理要求企业为了最大化企业的经济和社会利益，在运营和管理过程中充分考虑所有利益相关者的需求，并形成的平衡所有者和经营者关系的制度安排。根据公式“自由现金流量=息税前利润-税款+折旧和摊销-营运资本变动-资本支出”，企业的治理活动可能对未来自由现金流量的预测造成一定的影响。

项目

公司治理因素对自由现金流量的影响路径

息税前利润

内部监管不足可能会导致收入降低

董事会存在缺乏独立主席、董事任期较长以及行业经验不足的问题，导致银行的不良贷款率较高，导致本息无法及时收回，收入难以、确认。

内部控制缺陷可能会导致产品成本上涨

由于采购流程存在重大漏洞，业务员报给单位的原材料的价格高于实

际采购价格，导致成本增加。

## 税款

公司治理政策薄弱可能会导致税费增加

监管机构认为企业某些商业行为不道德，如果企业又未采取措施来减轻监管当局担忧，监管机构就可能向其征收更高的税费。

## 折旧和摊销

资本支出

营运资本变动

高管的频繁变更可能会导致资本支出等项目的调整

企业频繁更换管理层，导致新管理层对企业所处的环境了解不够充分，可能会做出错误的经营决策，因为低估设备生产能力而购买固定资产引起资本支出和折旧的增加或者采购原料供应不足引起营运资本的调整。

### (4) 估值应考虑滞后效应带来的影响

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_32981](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32981)

