ESG 视角下价值创造的三大变革

黄世忠

摘要：ESG 作为一种兼顾经济、社会和环境可持续发展的从善向善理念，影响极其深远，激发反思，促进变革。传统上，财务管理基于股东至上主义，投资、融资、分配和评价均以能否为股东创造价值为依归。这种以股东为导向的价值创造与倡导利益攸关者主义的ESG理念格格不入，亟待变革创新。伴随着ESG的勃兴，价值创造的观念将发生三大变革：价值创造导向将从单元向多元转变，共享价值最大化将取代股东价值最大化；价值创造范畴将从内涵向外延拓展，更加注重统筹兼顾经济价值、社会价值和环境价值；价值创造动因将从内部向外部延伸，社会和环境因素对价值创造能力的影响日趋明显。价值创造的观念变革，契合ESG理念，要求企业相应改进投资、融资、分配和评价决策，进一步提升可持续发展能力。

关键词：ESG；可持续发展；价值创造；共享价值；经济价值；环境价值；社会价值
中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838（2021）06-0003-12

价值创造（Value Creation）是企业存在的正当性，这是毋庸置疑的共识，但为谁创造价值、创造什么价值、如何创造价值，却见仁见智，颇具争议。为谁创造价值涉及股东利益与其他攸关者利益的取舍，创造什么价值涉及经济价值与环境价值、社会价值的权衡，如何创造价值涉及商业模式的抉择和价值动因的分析。传统财务管理视角下对这些问题的看法与ESG视角下的看法大相径庭，形成不同的价值创造观念。本文基于ESG的视角，分析价值创造的观念变革及其对财务管理创新发展的启示意义。

一、价值创造导向从单元向多元转变

在企业应当为谁创造价值的问题上，股东至上主义（Shareholder Supremacy）与利益攸关者主义（Stakeholder Doctrine）的看法迥然不同，前者认为企业应为股东创造价值，全力维护股东利益，后者则主张企业应为利益攸关者创造共享价值（Shared Value），合理均衡各方利益。借助哈佛大学塞拉芬（George Serafeim）教授等的分析方法，股东价值与其他利益攸关者价值的取舍可通过图1予以展示（Serafeim等，2019）。在图1中，A型企业比B型企业更倾向于维护股东的利益，房地产企业就是典型的例子。譬如，万科股份2020年实现的税后利润高达593亿元，占其为社会创造的总价值①的44.86%。但股东2020年只为万科股份提供了3 498亿元的资金，而购房者2020年以预付购房款的方式向万科股份提供的资金却高达6 307亿元（高于股东、银行和债券持有者投入的5 505亿元）。可见，万科股份在价值创造中秉承的是股东至上主义，明显偏向维护股东的利益，而不是购房者这一最大资金提供者的利益。相比A型企业，图1中的B型企业更加维护其他利益攸关者的利益，典型的例子是华为，华为2020年支付给员工的工资福利高达1 661亿元，占其为社会创造的总价值的67.5%，

收稿日期：2021-10-08
作者简介：黄世忠，厦门国家会计学院教授，博士生导师。

而归属于股东（有资格持股的高管和员工）的税后利润却只有646亿元，占创造的总价值的26.3%。可见，华为在价值创造中秉承的是利益攸关者主义，折射出“按知分配”而不是“按资分配”的理念。

图1中，A型企业奉行的是传统财务管理中为股东创造最大价值的信条，而B型企业则更加关注为股东之外的其他利益攸关者创造价值。哪一种类型的企业更加合理不能一概而论，取决于企业的价值创造主要依靠股东还是其他利益攸关者投入的要素。万科股份属于典型的高杠杆企业，其价值创造主要依靠购房者的资金投入，而不是股东的资本投入，按理其应更多地维护购房者的利益，而不是股东的利益。华为作为高科技企业，其价值创造主要依靠员工投入的人力资本而不是股东投入的财务资本，因此在价值创造中更多维护员工的利益而不是股东的利益，有助于其吸引人才和留住人才，显然合乎情理。

传统股东价值最大化的财务管理理念，与ESG倡导的统筹兼顾股东价值和其他利益攸关者价值的理念相背离。ESG理论认为，企业创造价值既需要股东的资本投入，也需要债权人的资金投入和员工的人力资本投入，当然也离不开政府提供的公共服务以及供应商和客户的支持和配合。在ESG理论看来，企业存在的目的不仅仅是为股东创造价值，而应当是为所有利益攸关者创造共享价值（Shared Value），必须在股东和其他利益攸关者之间寻求一种合理的均衡（如图2所示）。当图2虚线的斜率为45度时，股东价值与其他利益攸关者价值实现了最优耦合，企业处于天时地利人和的环境，对可持续发展最为有利。

但必须说明的是，最优耦合只是一种理想的状态，在现实中往往可望不可及，因为其他利益攸关者的利益诉求各异，既难以量化，也不易汇总。图2采用简化的方法把债权人、供应商、员工、社区和政府等利益攸关者的利益诉求高度抽象并加以汇总，在现实中难以做到。股东价值与其他利益攸关者价值的取舍，归根结底是效率与公平的权衡，只能保持相对均衡，难以做到绝对均衡。效率是价值创造的源泉，公平是价值分配的原则。过分追求公平，将削弱企业的价值创造能力，价值分配将成为无源之水。反之，罔顾公平，将降低其他利益攸关者参与价值创造的意愿。因此，比较现实的做法是效率优先，兼顾公平。将企业利润最大化或股东价值最大化作为价值创造的目标函数，如果这种

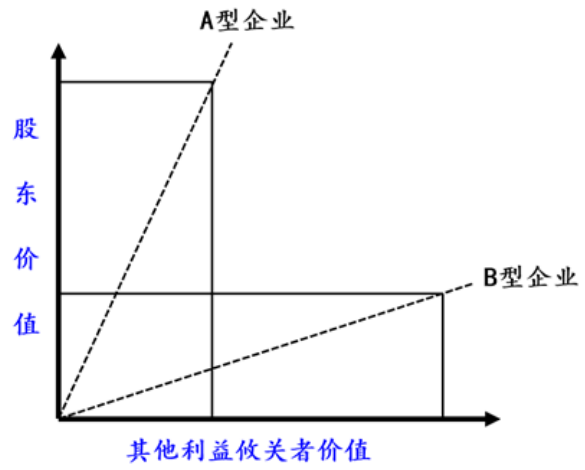

图1 股东价值与其他利益攸关者价值的取舍

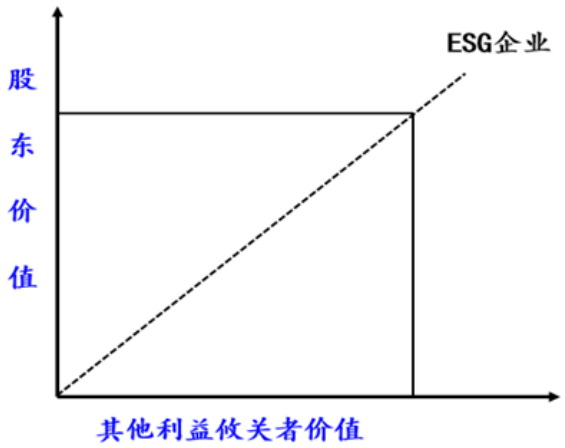

图2 ESG倡导的共享价值创造

目标的实现是以牺牲其他利益攸关者利益为代价的，则有违公平原则，可能降低其他利益攸关者与企业的合作意愿，进而降低企业的可持续发展能力，从长远看是损害而不是提升股东的价值。

以弗里德曼（Milton Friedman）为代表的股东至上主义认为，在私有产权和自由市场经济中，尽可能多地为股东赚取利润，是企业唯一的社会责任（Friedman，1970）。因此，企业管理层应专注于为股东创造价值，其他利益攸关方不应将其他社会责任强加于企业，否则可能导致管理失焦，使企业管理层无所适从。以弗里曼（R.Edward Freeman）为代表的攸关者主义则认为，过分聚焦于为股东创造价值有可能诱使企业管理层牺牲其他利益攸关者的利益以换取股东价值最大化目标的实现（Freeman，1984），不

① 创造的总价值等于营业收入减去除了工资福利、利息支出和税收支出之外的所有其他成本费用后的余额。

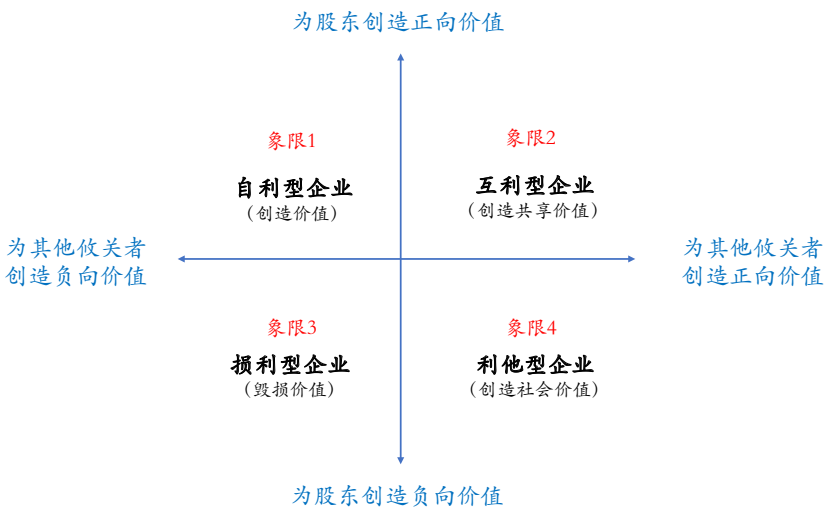

图3 企业创造价值的不同导向

符合帕累托最优（Pareto Optimality）的价值创造理念。图3以直观的方式，对此加以说明。

图3从价值创造效果（分为正向和负向）和价值创造归属（股东和其他利益攸关者）两个维度，将企业划分为自利型、互利型、损利型和利他型等四种企业类型。象限1的自利型企业，如烟草、白酒、奢侈品等企业，尽管可以为股东创造不菲的价值，也能为政府带来丰厚的税收，但却可能带来诸如疾病、粮食浪费、生物多样性减少等消极的社会和环境影响，可谓损人利己，并非ESG视角下的好企业。象限3的损利型企业，如高耗能、高污染、高排放、低效益的濒临破产倒闭企业，既毁损股东价值，还损害其他利益攸关者，可以说是损人不利己，在企业层面、社会层面和环境层面均没有存在的价值。象限4的利他型企业，如地铁、公交、救灾、粮食储备等公益性企业，虽造福于其他利益攸关者，却不能为股东创造价值，是典型的损己利人。美中不足的是，这类企业财务活力堪忧，可持续发展前景存在不确定性。象限2的互利型企业，如信息技术、新能源、新材料、环保和旅游等绩优企业，较好地兼顾股东和其他利益攸关者的利益，真正做到互惠互利，是ESG视角下最理想的企业。这类企业遭遇社会和环境方面的黑天鹅或灰犀牛风险事件的概率较小，且能够对社会和环境产生积极影响，更可能得到股东和其他利益攸关方的认可，容易获取他们的资源投入或其他方式的支持，可持续发展前景较好。

概而言之，ESG理念摈弃股东至上主义这种狭隘的价值创造观，采纳视野更加宽广的利益攸关者主义价值创造观，努力实现从价值创造向共享价值创造的升华，使各利益攸关方分享企业发展的成果。创造共享价值的观点由哈佛大学竞争战略大师波特（Michael Porter）教授和哈佛大学肯尼迪政府学院高级研究员克莱默（Mark Kramer）率先提出。2006年，他们在《哈佛商业评论》上发表了《战略与社会：竞争优势与企业社会责任的联结》，对共享价值进行初步探讨。2011年，他们又在《哈佛商业评论》发表了《创造共享价值：如何改造资本主义并释放创新和增长浪潮》一文，对创造共享价值进行全面论述。他们将共享价值定义为在提高企业竞争力的同时改善企业经营所处社区的经济和社会条件的经营实践（Porter和Kramer，2011）。他们指出，考虑社会和环境影响的利润与不考虑这两方面影响的利润不能等量齐观，创造共享价值旨在建构将社会进步与经济进步联系在一起的桥梁。只有企业效益与社会效益都得到提升，才是真正意义上的创造共享价值，不考虑社会效益的企业效益提升，充其量只是创造价值，而不是创造共享价值。

必须说明的是，创造共享价值秉承的是“做蛋糕”（Pie Growing）而非“分蛋糕”（Pie Splitting）的观念。这种观念认为股东与其他利益攸关者之间的关系不是非此即彼、此消彼长的关系，而是相互依存、互惠共赢的关系。其逻辑基础是：创造共享价值促使企业致力于构建利益共同体，妥善处理好股东与其他利益攸关方的利益关系，通过利益均沾而不是一家独享的价值分配机制，调动包括股东在内的各利益攸关方的积极性，促使他们投入更多的资源和要素或购买更多的产品和服务，共同做大企业的价值蛋糕，增大各利益攸关方的价值总量，从而实现合作共赢的可持续发展目标。

二、价值创造范畴从内涵向外延拓展

尽管ESG和可持续发展理论的影响日甚，传统的财务管理仍然以狭隘的观念看待价值创造，主要关注显性的经济价值，较少关注隐性的社会价值和环境价值。相比之下，ESG视角下的价值创造，视野更加开阔，倡导共享价值创造的理念，主张企业既要重视经济价值创造，也要关注在经济价值创造过程中对社会和环境的正面影响和

负面影响。换言之，ESG 视角下的价值创造范畴从显性的内涵经济价值向隐性的外延社会价值和环境价值拓展，如图 4 所示。

企业的价值创造范畴从经济价值拓展至社会价值和环境价值，其理论渊源可以追溯至英国可持续发展咨询大师埃尔金顿（John Elkington）20 世纪 90 年代创立的“三重底线”理论。“三重底线”（Triple Bottom Line）一词最早由埃尔金顿在《迈向可持续发展的公司：可持续发展的三赢企业战略》一文中提出，1997 年他出版了在商界和政界产生广泛影响的畅销书《使用刀叉的野蛮人：21 世纪企业的三重底线》，对“三重底线”进行更加深入和系统的阐述，形成了“三重底线”理论体系。“三重底线”包括经济底线（Economic Bottom Line）、社会底线（Social Bottom Line）和环境底线（Environmental Bottom Line）。经济底线是指企业创造经济价值的能力，通常表述为获取利润（Profit）的能力，社会底线是指企业必须关心公平正义问题，重视人类（People）发展特别是人力资本的开发，环境底线是指企业必须选择环境友好型的发展方式，努力将其经营活动对地球（Planet）的不利影响降至最低。因此，“三重底线”理论有时也被称为“3P”（Profit、People、Planet）理论。传统上，企业的管理层只关心利润这条底线，对人类福祉和地球保护这两条底线关注不够，这种做法既不合乎伦理规范，也不利于企业的可持续发展。“三重底线”理论认为，只有通过同时创造经济价值、社会价值和环境价值的方式为社会进步做出贡献的企业，才是可持续发展的企业（Elkington，1994；1997）。

“三重底线”理论极大拓展了价值创造的范畴，有助于缓解传统价值创造观过度聚焦于经济价值所造成的经济、社会和环境发展不充分、不协调问题。将价值创造范畴局限于经济价值，将为股东创造经济价值设定为财务管理的唯一目标，容易诱发机会主义和短视行为，滋生罔顾外部性的道德风险，带来违反公平正义、危害人类生存发展等严重社会问题和环境问题，导致社会公众对企业正当性（Legitimacy）的质疑。“资本主义制度正遭受严厉批评。近年来，企业日益被视为引发社会、环境和经济问题的罪魁祸首，人们认为企业的繁荣是以牺牲社会公众的利益为代价的”（Porter 和 Kramer，2011）。片面追逐企业利润最大化和股东价值最大化滋生的社会、环境和经济问题，往往招致社会公众和消费者的不满，形成对企业的负面看法，迫使政府对企业经营活动进行干预和管制，最终增大企业的

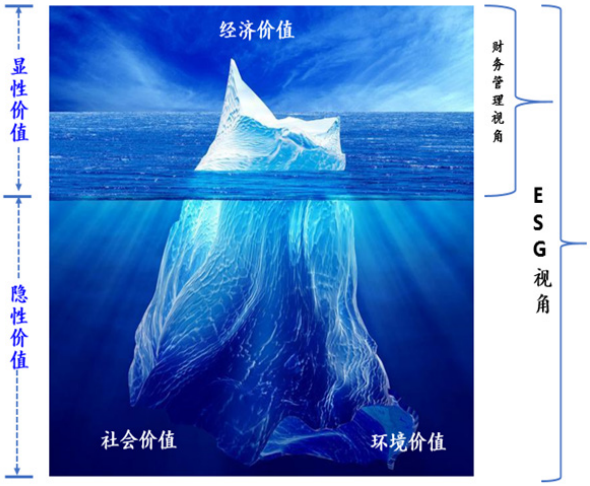

图 4 财务管理视角与 ESG 视角下的不同价值创造范畴

合规成本，加剧企业可持续发展的不确定性。正是基于这样的认识，为股东创造价值的观念才逐步被为利益攸关方创造共享价值的观念所取代。从“创造价值”到“创造共享价值”，尽管只是两字之差，却蕴藏着价值观的嬗变。创造共享价值的观念契合 ESG 和可持续发展理论的价值主张。这种价值主张要求企业将价值创造的范畴由经济价值延展至社会价值和环境价值，兼顾各利益攸关方的正当利益诉求。企业应当秉持共享价值原则，提高社会责任和环境保护意识，在创造经济价值的同时，创造社会和环境价值。

传统财务管理视角下的经济价值，不是以利润为基础，就是以市值为基础。以利润为基础的经济价值通常表述为经济增加值（EVA），约定俗成的看法是 EVA 大于零代表企业为股东创造了价值，EVA 小于零代表企业不仅没有为股东创造价值，反而使股东的价值减损。以市值为基础的经济价值通常表述为企业股票市值的升降，普遍的看法是剔除系统性风险因素后，股票市值上升代表资本市场看好企业的价值创造和可持续发展前景，反之则代表资本市场不看好企业的价值创造和可持续发展前景。不论是利润还是市值，都是基于企业股东的视角，因为两者都归属于股东。这种价值创造范畴的视野过于狭隘，存在的不足是显而易见的，即忽略了企业经营的外部性（Externality），包括正外部性和负外部性。正外部性是指企业为社会创造的正向价值以及企业对生态环境改善所做出的贡献，负外部性是指企业对社会创造的负向价值以及企业对生态环境的破坏。

财务管理主要采用利润作为衡量价值创造的尺度。遗憾的是，以利润为基础的价值创造视野不够开阔，只能反

映企业为股东创造的价值，而不能反映企业为社会创造的真实价值。为此，不少学者提出了改进建议，王化成（2000）提出了广义财务论，干胜道等（2016）提出了“四E”财务理论②框架。笔者也提出了将微观利润表拓展为宏观利润表的观点，即：收入－成本＝工资福利＋利息费用＋税收费用＋税后利润（黄世忠，2020）。该等式的左边指收入减去除工资、利息、税收外的所有成本和费用，代表企业在一定会计期间为社会创造的经济价值总量，等式的右边代表企业创造的社会价值如何在员工、债权人、政府和股东等利益攸关方之间分配。无独有偶，达沃斯国际商业理事会也主张在ESG报告中反映企业对社会的净经济贡献。净经济贡献是指企业为社会直接和间接创造的价值总量及其分配情况，即：营业收入－营业成本＋工资福利＋利息＋股利＋税收－政府补贴＝净经济贡献（WEF，2020）。必须指出，按照这些方法确定的经济价值，还不能反映企业为社会创造的全部价值，因为企业为供应商、客户间接创造的经济价值，企业通过技术研发创新和商业模式创新带来的社会进步，以及企业向慈善机构的捐赠、对文体活动的赞助、对所在社区的支持尚未得到反映。所有这些都构成企业弥足珍贵的社会价值，有必要通过ESG或可持续发展报告予以充分反映，以证明企业存在的社会正当性。同时，ESG或可持续发展报告也要求企业充分披露其经营活动可能给社会带来的负面价值，如性别歧视、侵犯人权、行贿受贿、偷税漏税、工伤事故、隐私泄露、数据滥用、压榨员工、垄断经营、价格欺诈、店大欺客、恶意圈钱、违规招标、不讲信用、财务舞弊、内控松懈、管理涣散、治理不力、职务侵占、劳资关系恶化、社区关系紧张、损害少数股东权益、侵犯知识产权、提供假冒伪劣产品等。这些负面社会价值极易使企业遭受声誉风险，招致监管处罚，降低员工士气，损害客户关系，从而影响企业的可持续发展。

与社会价值一样，环境价值也包括正面价值和负面价值。正面的环境价值是指企业秉承绿色发展理念，倡导循环经济，通过改进工艺流程、避免过度包装、加大环保投入、使用清洁能源、集约用地、节约用水等方式，降低能耗，减少排放，致力构建环境友好型、环保担当型企业的行为。正面的环境价值还包括企业利用其影响力，督促其上下游企业减少温室气体排放。负面的环境价值是指企业缺乏环保意识，罔顾环保规定，粗放经营，导致高能耗、高排放、高用地、高用水等环境不友好、环保不担当行为。负面的环境价值还包括企业单位经济增加值的温室气体排放量超过社会平均水平的行为。地球是人类共同家园，良好的生态环境是人类和企业可持续发展的基础，保护和改善生态环境是每个公民和每家企业义不容辞的责任。对生态环境的态度和行动，折射出企业是否负责任、勇担当的企业公民。这显然也是评估企业可持续发展能力的重要因素。因此，国际上主流的ESG或可持续发展报告框架均要求企业披露环境信息，揭示企业经营活动所派生的环境正外部性和负外部性。企业在经营活动中如果置环境价值于不顾，不仅谈不上创造共享价值，而且可能沦为败德行为。罔顾环保价值的败德行为，很容易遭到有责任感的供应商和消费者的唾弃，使企业丧失商机，有正义感的人才也不齿与这种企业为伍，使企业流失人才。更重要的是，罔顾环保价值的败德行为极易招致环保问责风险，严重的可能危及企业的持续经营。

可见，ESG或可持续发展理论要求企业将价值创造范畴由显性的经济价值延展至隐性的社会价值和环境价值。唯有如此，企业才能真正做到创造共享价值，才能拥有更大的可持续发展机会。可以预见，伴随着价值创造范畴的延展以及价值创造向共享价值创造的转变，财务管理也将逐步过渡到包容性财务管理（Inclusive Financial Management）。包容性财务管理要求企业在价值创造过程中统筹兼顾显性的经济价值和隐性的社会价值和环境价值（如图5所示），不得以牺牲社会价值和环境价值为代价片面最求企业的经济价值最大化，也不得以社会公平和环境保护为由无视企业的经济效益，唯有如此才能永葆企业的可持续发展活力。进入新经济时代，智慧资本在价值创造中发挥的作用远超有形资产和财务资本，但传统的财务管理仍然奉有形资产和财务资本为圭臬，资本预算、资本结构和资本成本继续成为财务管理的重心，而无形资产（如数据资产、客户关系、研发创新等）和智慧资本（如人力资本、结构资本和关系资本）在财务管理中却被边缘化。因此，包容性财务管理除了统筹兼顾经济价值、社会价值和环境价值外，也应妥善处理好有形资产与无形资产、财务资本与智慧资本的关系，更多地研究无形资产和智慧资本

② “四E”财务直指Efficiency Finance（效率财务）、Equitable Finance（公平财务）、Ethical Finance（道德财务）和Environment Finance（环境财务）。

的确认、计量和管理问题。

考虑到我国过去的粗放式发展留下大量“环境欠债”，温室气体排放居高不下，当下的包容性财务管理尤其需要格外重视环境财务（Environmental Finance），将环境约束和环境影响融入到投资、融资、分配和评价决策中，强化生态环境信息的确认、计量和披露，加大对环境保护和绿色转型的资源投入，通过提升资源利用效率、使用可再生能源等方式，努力将企业经营形成的环境负外部性转化为环境正外部性。

三、价值创造动因从内部向外部演化

如何创造价值涉及到对价值动因（Value Drivers）的分析。传统的财务管理倾向于从内部分析价值动因，而ESG视角下的财务管理主张更多地从外部挖掘有助于企业持续创造共享价值的动因，认为有必要根据双重重要性（Double Materiality）原则，评估价值创造所采用的商业模式如何受到社会和环境的影响以及如何影响社会和环境。

近年来，基于ESG或可持续发展理论对价值创造动因进行分析的研究日益增多。概而言之，主要包括四种不同视角：（1）基于利益攸关者主义的分析视角；（2）基于整合报告框架的分析视角；（3）基于可持续价值创造的分析视角；（4）基于共享价值创造的分析视角。尽管侧重点有所不同，但这四种分析视角均主张从外部角度透视价值动因，都认为可持续的共享价值创造深受社会因素和环境因素的影响。

（一）基于利益攸关者主义视角的价值动因分析

1984年，美国明尼苏达大学的弗里曼教授发表了利益攸关者主义的开山之作《战略管理：利益攸关者方法》，将利益攸关者定义为任何能够对一个组织的目标实现及其过程施加影响或受其影响的群体或个人（Freeman，1984），具体包括三类：所有者利益攸关者（如股东以及持有股票的董事和经理）、经济依赖性利益攸关者（如员工、债权人、供应商、消费者、竞争者、社区等）和社会利益攸关者（如政府、媒体、特殊利益集团等）。2010年，弗里曼等人在《利益攸关者理论：最新动态》专著中，将利益攸关者简化为主要利益攸关者和次要利益攸关者两大类，前者包括股东、债权人、员工、供应商、客户和社区，后者包括政府、竞争者、消费者保护集团、特殊利益集团（如环保团体消费者权益保护集团）、媒体等（Freeman等，2010）。

利益攸关者主义认为股东至上主义的价值观过于狭隘，过分强调资本在价值创造中的作用，从根本上否认了股东之外的其他利益攸关者特别是人力资本对企业价值创造的重要贡献（黄世忠，2021）。弗里曼等利益攸关者主义主张，只有承认利益攸关者在价值创造中所扮演的重要角色，统筹兼顾股东和其他利益攸关者正当的利益诉求，企业才能调动利益攸关者的积极性，促使他们投入各自的比较优势资源参与价值创造，以确保企业的可持续发展。因此，利益攸关者参与（Stakeholder Engagement）及其利益协

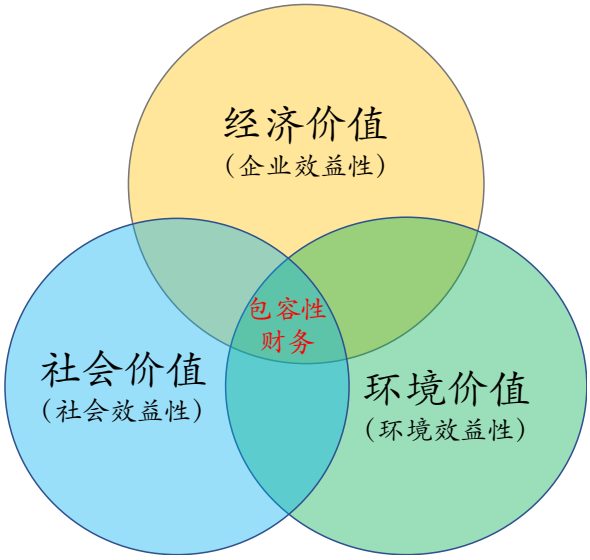

图5 兼顾经济价值、社会价值和环境价值的包容性财务

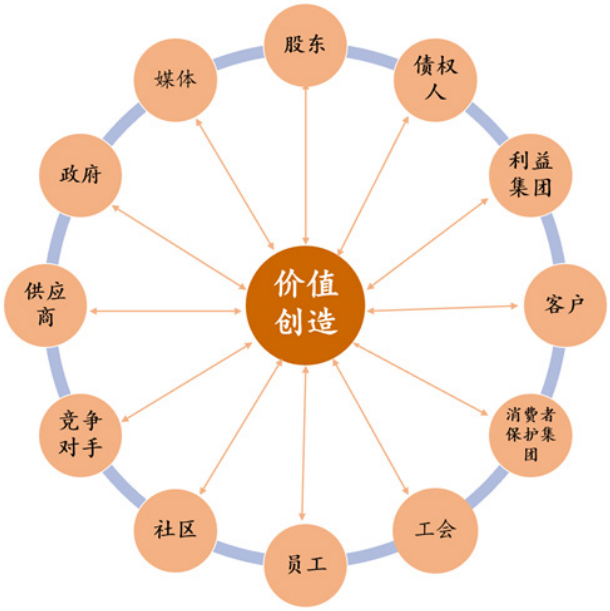

图6 企业价值创造与利益攸关者的互动关系

资料来源：Freeman（1984）

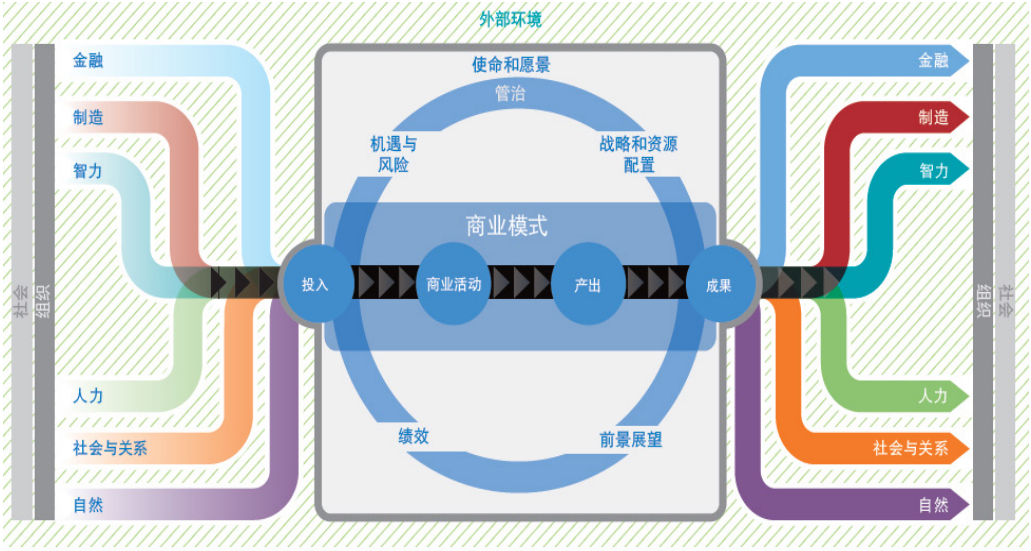

图7 企业价值创造过程

资料来源：IIRC（2021）

调理所当然成为不容忽视的价值动因。利益攸关者关系管理在价值创造中至关重要，分析他们的利益诉求和风险偏好，协调他们之间的利益冲突，是企业治理层和管理层责无旁贷的工作重心，且必须融入到企业的经营目标、竞争战略、商业模式、业绩评价之中。图6展示了企业价值创造与利益攸关者之间的互动关系。

将利益攸关者关系视为价值动因并加以积极管理，其雏形可追溯至管理实践中的各种关系管理，如投资者关系管理（IRM）、客户关系管理（CRM）、员工关系管理（ERM）、政府关系管理（GRM）等。尽管这类关系管理与利益攸关者关系管理（SRM）都认为妥善处理好各方关系有利于企业的价值创造，但前者更多是从企业利润最大化或股东价值最大化的角度出发，而不是从利益攸关者价值最大化的角度考虑。相比之下，利益攸关者关系管理更加注重对企业、股东和不同利益攸关者的经济利益进行权衡，倡导利益均沾而不是一方独享，因而更符合ESG或可持续发展理念。

（二）基于整合报告框架视角的价值动因分析

近年来，财务报告的篇幅越来越长，披露的信息越来越多，但投资者等信息使用者特别是机构投资者仍然认为财务报告主题主线不突出，不能清晰说明企业的价值创造。为了克服财务报告不能反映价值创造的弊端，监管机构、投资者、公司界、准则制定者、会计专业团体、学术界和非营利组织在2010年发起设立了国际整合报告理事会（IIRC）。2013年，IIRC首次发布了《整合报告框架》（Integrated Reporting Framework），并于2021年1月进行修订。整合报告框架旨在反映所有对企业持续创造价值能力产生重大影响的因素，支持企业统筹兼顾短期、中期和长期价值创造的整合思维、决策和行动。IIRC认为，价值创造是一个投入产出的过程，是企业与外部环境和投入资本相互作用的结果，如图7所示。

从图7以及整合报告框架可以看出，IIRC将投入资本、利益攸关者关系和商业模式视为企业持续创造价值的动因。投入资本是指用于价值创造的六种资本，包括金融资本（Financial Capital）、制造资本（Manufactured Capital）、智力资本（Intellectual Capital）、人力资本（Human Capital）、社会与关系资本（Social and Relationship Capital）以及自然资本（Natural Capital）。这六种投入资本是由投资者和债权人、供应商、员工、社区、政府部门等利益攸关者投入的，离开利益攸关者的这六种投入资本，企业的价值创造将无以为继，利益攸关者关系管理在价值创造中发挥着不可或缺的作用。IIRC指出，价值不是仅靠企业独自创造或在企业内部创造的，而是通过企业与利益攸关者的互动关系创造的。因此，整合报告应披露企业如何在决策行动、绩效评价以及持续沟通中了解、考虑并回应关键利益攸关者的正当利益诉求。IIRC将商业模式定义为组织为了实现其战略目标，在短期、中期和长期创造价值，通过经营活动将投入转化为产出和成果的系统。如何创造价值、如何交付价值、如何使股东和其他利益攸关者获取价值，是商业模式的核心要义。IIRC认为商业模式在价值创造过程中居于核心地

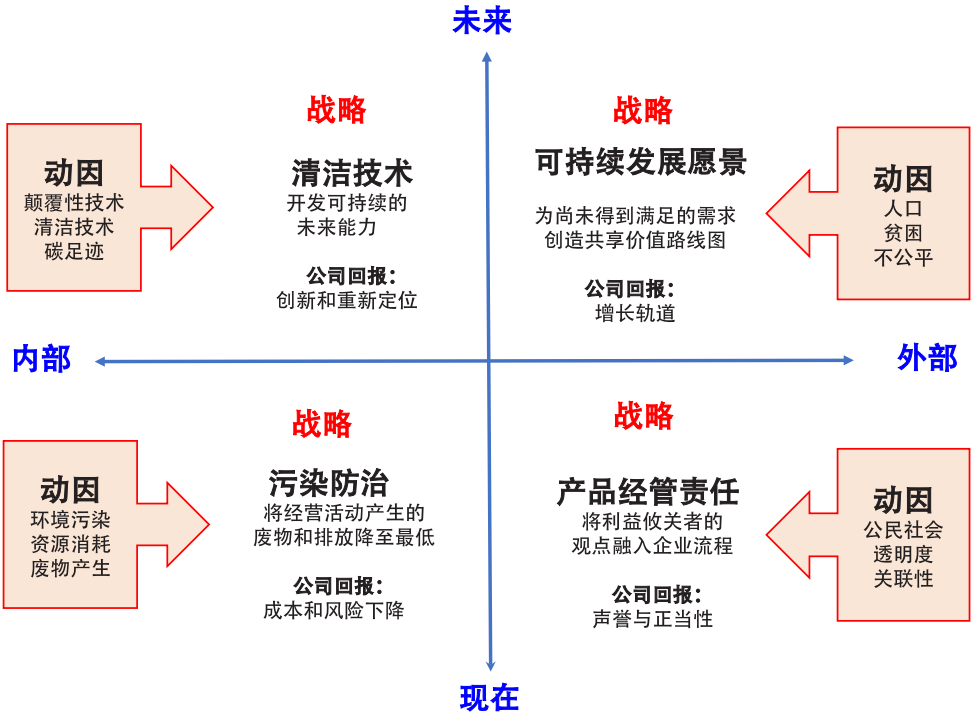

图 8 可持续价值创造模式

资料来源：Hart 和 Milstein（2003）

位，因此，整合报告要求企业清晰说明其商业模式由哪些要素构成、外部环境如何影响其商业模式的有效性以及其商业模式如何对社会和环境产生影响（见图 7）。

IIRC 的整合报告框架主要由三个基本概念（为企业和其他利益攸关者创造价值、资本、价值创造过程）、七个指导原则（聚焦战略和未来导向、信息连通性、利益攸关者关系、重要性、简洁性、可靠性和完整性、一致性和可比性）和八个内容要素（组织概述和外部环境、公司治理、商业模式、风险与机遇、战略与资源配置、绩效、前景展望、编制和列报基础）等部分所组成。整合报告框架以价值创造作为主题和主线，是国际专业组织中对价值创造和价值动因分析最为透彻的权威标准，迄今已在 70 多个国家采用。为了更好应对贫富分化、气候变化等社会和环境问题，在可持续发展和无形价值日趋重要的背景下，IIRC 积极回应资本市场关于简化和统一 ESG 报告框架的呼声，于 2020 年 11 月宣布与可持续发展会计准则理事会（SASB）合并，并在 2021 年 6 月正式成立了价值报告基金会（Value Reporting Foundation），继续致力于价值创造报告和可持续发展报告标准的制定和推广。IIRC 虽然在投入资本中提到自然资本（包括），但没有涉及生态环境保护和气候变化应对，而环境保护恰恰是 SASB 五维度报告框架的重要着力点，位列第一个维度。SASB 报告框架的其余四个维度分别是社会资本、人力资本、商业模式及其创新、领导能力和治理能力，与 IIRC 的综合报告框架高度重叠。可见，IIRC 与 SASB 合并成立价值报告基金会，既有共同理念的基础，还有优势互补的考虑。

（三）基于可持续价值创造视角的价值动因分析

可持续价值创造（Sustainable Value Creation）的理念最早由美国的两位学者哈特（Stuart L.Hart）和米尔斯坦（Mark B.Milstein）在“创造可持续价值”一文中提出（Hart 和 Milstein，2003）。该文提出了由清洁技术（Clean Technology）、可持续发展愿景（Sustainability Vision）、污染防范（Pollution Prevention）和产品经营责任（Product Stewardship）等四大战略所组成的可持续价值创造模式，如图 8 所示。从图 8 可以看出，可持续价值创造模式将清洁技术、可持续发展愿景③、污染防治和产品经管责任均视为价值动因。他们认为，关注和解决这些问题，既有利于企业为股东创造价值，也有助于推动社会和环境的可持续发展。在图 8 的四大战略中，清洁技术战略和污染防范战略旨在解决生态环境保护问题，可持续发展愿景战略旨在解决社

会公平正义问题，而产品经管责任战略则同时关注社会公平正义问题和生态环境问题。

哈特和米尔斯坦认为，基因组技术、仿生技术、信息技术、纳米技术、可再生能源技术等颠覆性技术，为企业特别是使用化石燃料等高耗能、高排放企业和使用有毒材料企业提供了面向未来环保要求的技术能力建设创造了新的机遇。企业实施清洁技术（如清洁能源技术、碳捕捉和碳存储技术、智能电网技术等）战略，实施绿色跨越（Green Leap）行动，可促使其管理层持续关注技术创新和商业模式创新，在日趋严格的环保新政下重新定位产品和市场，确立比较竞争优势，抢得发展先机。可持续价值由此而生。

与工业化相伴而生的环境污染、资源消耗、废物产生，在造成气候变化、资源枯竭、生物多样性减少等环境问题的同时，也为有环保意识、注重环保治理和生态效率（Eco-Efficiency）的企业提供了创造可持续价值的机会。通过开发运用新能源、改进工艺流程、优化供应链管理、增加环保投入、提高资源利用效率等方式实施污染防范战略，企业就可节能降耗，减少碳足迹（Carbon Footprint），将经营活动产生的废物和温室气体排放降至最低，据以降低环境成本和环境风险。

可持续发展愿景战略是指企业不应当无视处于财富（或收入）金字塔底层的贫困群体的需求，而应秉持公平正义原则，以创新的方式（如借助小额贷款、定向采购、服务外包等提高贫困群体的支付能力）向他们提供买得起的简单实用的产品和服务，通过满足他们尚未得到满足的巨大需求寻找新的商机。普拉哈拉德（C.K. Prahalad）在《金字塔底层的财富：通过利润消除贫困》这部在商界和政界引起巨大反响的著作中，提出了“行善赚钱”的创新主张：如果我们不再把贫困群体看作受害者或负担，而把他们视为有活力、有创造力的企业家和有价值意识的消费者，一个崭新的机会之窗就会打开（Prahalad，2005）。他认为，日收入在2美元以下的40亿贫困人口将是下一轮全球贸易和经济繁荣的发动机。满足这些低收入贫困群体的需求必须诉诸于技术创新、产品和服务创新以及商业模式创新，将形成无尽的创新之源（宜家和拼多多取得的商业成功，印证了普拉哈拉德睿智的洞见）。他提出用创新的经济发展方式解决不公平、非人性的社会问题的政策主张，被誉为消除贫困的“共同创造”（Co-Creation）解决方案，得到可持续价值创造模式和共享价值创造模式的认可和采纳。

产品经管责任战略是指企业本着对客户、对社会和对环境负责的原则，实行产品全生命周期管理，在研发、设计、生产、销售、使用、退出和处置等各个环节，提高透明度，积极听取和回应供应商、消费者、监管者、当地社区、环保团体等的呼声和诉求，致力于提供优质、安全、无公害、低污染的产品和服务。在社会公众日益重视质量、安全和环保的社会环境下，制定和实施产品经管责任战略，树立环保友好型、社会担当型的负责任企业公民形象，有助于提高企业产品的吸引力和声誉度，实现企业、社会和环境三方共赢。

（四）基于共享价值创造视角的价值动因分析

波特和克莱默2011年提出的共享价值创造模式（如图9所示），将重新构想产品和市场（Reconceiving Products and Services）、重新界定价值链生产效率（Redefining Productivity in the Value Chain）、促进当地产业集群发展（Enabling Local Cluster Development）视为创造共享价值的动因。共享价值创造模式旨在促使企业价值创造与社会进步和环境改善相得益彰，既能打开新的市场空间，又能寻找新的发展方式，为企业满足新的市场需求、提高经营效率、实现差异化发展提供了新的思路。共享价值创造模式契合ESG或可持续发展理念，为经济、社会和环境的和谐发展提供了新的选项，沃尔玛、雀巢咖啡、强生等众多跨国公司已付诸实践，并取得了显著成效。

波特和克莱默指出，需求变化和环保要求蕴藏着对医疗保健、改善住房、均衡营养、照顾老人、保护环境等巨大需求。过去数十年，企业一直尝试分析和制造需求，但却经常忽略这些尚未得到满足的巨大需求。此外，他们认为普拉哈拉德提出的金字塔底层潜藏着巨大商机的观点，在发达国家和发展中国家都适应，企业家有必要针对这部分贫困群体重新构想产品和市场，在寻找新商机的同时促使社

③ 2021年，澳大利亚的梅赫拉（Asoke Rocky Mehera）、伊斯兰（Sardar Islam）和坎南（Selvi Kannan）根据哈特和米尔斯坦的可持续价值理论以及波特和克莱默的共享价值论，出版了《可持续和共享价值创造：组织成功的创新战略》专著，用于分析澳大利亚商业银行的可持续价值创造和共享价值创造。在这部专著中，三位学者将可持续发展愿景战略改称为可持续创新战略（Mehera等，2021）。

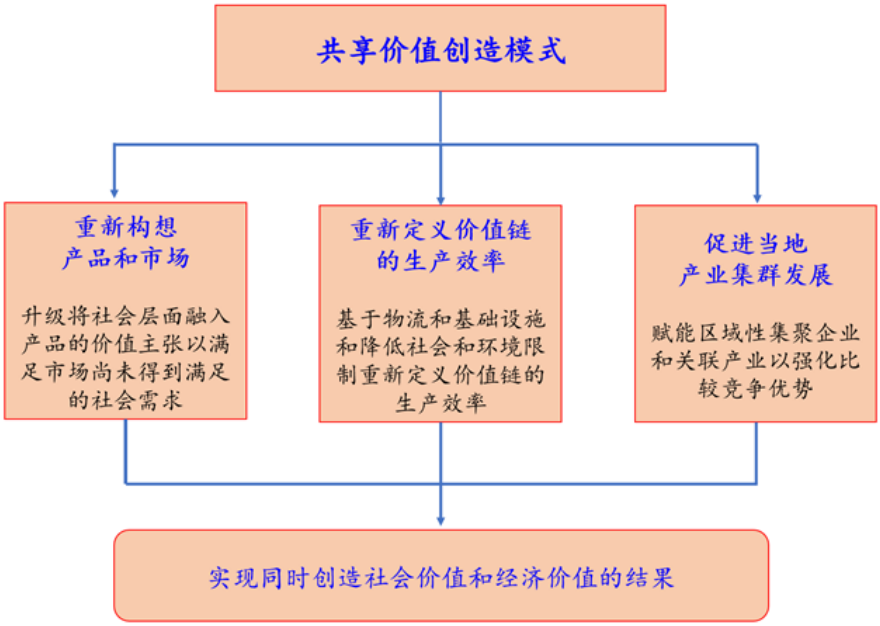

图 9 共享价值创造模式

资料来源：Porter 和 Kramer（2011）

会更加公平、更有人性。为此，波特和克莱默建议企业深入分析其产品和服务是否已经包含或可能包括所有的社会需求、社会效益和社会危害。社会需求并非一成不变，而是随着技术进步、商业模式和人口结构的变化而变化，持续研究社会需求，有助于企业重新构想产品和市场。即使是在传统的市场中，重视对社会需求的分析，企业也能够找到重新定位其产品和市场的机会，发现过去被忽视的市场所蕴藏的潜力。

价值链的生产效率受到社会和环境问题的影响在所难免，对社会和环境构成危害的外部性如产品过度包装和温室气体排放，通常也会增加企业的成本、恶化企业的经营环境。波特和克莱默认为，促进社会进步和改善生态环境与提升企业价值链的生产效率并不矛盾。通过使用先进的技术，环境污染通常会大幅减少，而增加的成本很可能微乎其微。此外，提高资源利用率、流程效率和质量水平，企业甚至还能节省成本。为此，他们建议企业重新审视在价值链生产效率方面存在的似是而非的观点。譬如，在供应链管理中实行全球集中采购政策，在提高议价能力、降低采购成本的同时，却带来货运成本上升和碳排放剧增。英国零售巨头玛莎百货（Mark＆Spencer）认识到这个问题后，果断终止了在一个半球采购商品再运到另一个半球销售的做法，此举既节省大量成本，还可大幅减少碳排放，备受消费者和环保主义者的好评。雀巢咖啡通过调整采购流程，与非洲一些贫穷国家的咖啡豆种植户密切合作，向他们提供咖啡豆种植建议和银行贷款担保，帮助他们获取咖啡苗、杀虫剂和化肥等投入要素，对品质较好的咖啡豆提高收购价格，大幅提高了咖啡豆种植户改善品质的积极性。这种不是靠片面压价，而是帮助供应商提高品质的互惠互利做法，促使雀巢咖啡的奈斯派索（Nespresso）事业部在过去十几年保持了超过 30% 的增长率。又如，随着物流成本不断降低、信息流动日益加快，产品市场全球化日益明显，一些企业认为经营场所选择不再重要，成本成了经营场所选择的最重要因素。殊不知，这种做法可能导致企业的制造场所日益分散，不仅降低生产效率，增大协调成本，而且会增加企业的能源成本和排放成本。沃尔玛公司的食品部通过增加向公司仓库附近的当地农场采购量，不仅节省大量的运输成本，减少碳排放量，而且通过小批量多频率进货，降低了库存成本。再如，在员工待遇方面，过分控制薪资水平、削减福利待遇和实施离岸外包，既会挫伤员工士气，导致员工生产力和凝集力下降，也不符合联合国关于体面工作和经济增长的可持续发展目标，有损企业形象。相反，给予员工足以维持生活的工资福利待遇，给予他们应有的技能培训，关心他们的身心健康，尽管会增加人工成本，但员工生产力和凝集力提升带来的益处往往超过额

外的人工支出。强生公司2002年至2008年通过帮助员工戒烟和其他健康计划，不仅提高了员工的健康水平和工作效率，而且节省了2.5亿美元的医保费用。

在社会分工日益精细的时代背景下，没有哪一家企业能够完全做到自给自足，企业的价值创造力或多或少受到配套企业的影响。支持当地产业集团发展，既是帮助当地改善营商环境和经济发展，也是提升企业运营效率、降低经营成本、规避供应链中断风险的明智之举。闻名遐迩的硅谷信息技术产业集群和深圳电子信息产业集群，足以证明促进当地产业集群发展是企业创造共享价值的关键动因。波特和克莱默认为，要促进当地产业集群的发展，企业必须首先客观分析物流、供应商、分销商、消费者等经营环节以及市场组织、人力资源、教育培训、健康医疗、用水用电、贷款获取、产权保护、法治水平等营商环境存在的比较优势和薄弱环节，然后评估在促进当地产业集群发展过程中，哪些领域是企业的影响力和着力点，哪些领域必须依靠政府的政策支持，哪些领域需要与外界合作才能更具成本效益。

波特和克莱默关于重新构想产品和市场、重新界定价值链生产效率、促进当地产业集群发展的观点和思路富有启发性，分析的诸多精辟案例颇具说服力，为企业创造共享价值、促进经济、社会和环境的可持续发展提供了新思维，指明了新方向，值得借鉴、尝试和推广。

四、结论与启示

本文的分析表明，ESG视角下的价值创造将在观念上发生三大变革：价值创造导向将从股东至上主义向利益攸关者主义转变，更具包容性的共享价值创造将逐步取代排他性的价值创造；价值范畴将从经济价值向社会价值和环境价值延展，统筹兼顾经济、社会和环境影响的可持续发展理念将更加深入人心；价值动因将从内部挖掘向外部协同演化，价值创造的机遇与风险将在更大程度上取决于企业与社会和环境关系的互动。

价值创造观念的变革将对传统财务产生深远的影响，呼吁传统的财务管理向包容性财务管理转变。在包容性财务管理框架下，投资、融资、分配和评价等财务管理职能的理念也将发生潜移默化的改变。投资决策将更加重视绿色发展理念，资本支出将向低能耗低排放的领域倾斜，无形资产和智慧资本的配置将比有形资产和财务资本的配置更受关注，社会和环境效益及风险将日益成为对外投资的重要考虑。融资决策将深受绿色金融的影响，资本获取和资本成本将在更大程度上依存于企业在经济、社会和环境上的可持续发展能力，ESG或可持续发展报告信息质量将在融资效果中扮演日趋重要的角色。分配决策将更加注重股东和其他利益攸关方的统筹兼顾，效率优先、兼顾公平原则在财务分配中将得到更好体现，更多的盈余将被留存并用于弥补“环保欠债”和绿色转型。企业利润最大化或股东价值最大化将与业绩评价渐行渐远，并逐步被利益攸关者价值最大化所取代，业绩评价将更加关注可持续价值和共享价值的创造。

价值创造的观念变革在为财务管理创新发展提供机遇的同时，也提出了挑战。最大的挑战莫过于财务人员如何将ESG或可持续发展的理念和方法融入到投资决策、融资决策、分析决策和评价决策，如何将难以量化的社会和环境价值与易于量化的经济价值有机地融合到财务决策中，如何协调股东与其他利益攸关者的利益冲突。笔者认为，从善向善是ESG的核心理念，基于ESG理念的价值创造和财务管理变革尽管困难重重，但只要财务人员择善而从，向善而行，行必能至！

主要参考文献：

[1] 干胜道，陈冉，王满.“四E”财务理论框架初探[J].财会通讯，2016，(10)：5-9.

[2] 黄世忠.解码华为的“知本主义”——基于财务分析的视角[J].财会月刊，2020，(9)：3-7.

[3] 黄世忠.支撑ESG的三大理论支柱[J].财会月刊，2021，(19)：3-10.

[4] 王化成.论财务管理的理论结构[J].财会月刊，2000，(4)：2-7.

[5] Elkington, J. Towards the Sustainable Corportaion: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development[J]. California Management Review, 1994, 36(3): 90-100.

[6] Elkington, J. Cannibals With Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business[M]. Capstone Publishing Limited, 1997: 69-96.

[7] Freeman, R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach[M]. Boston: Pitman Publishing Inc., 1984: 24-25.

[8] Freeman, R.E., Harrison, J., Hicks, A., Parman, B., Colle, S. Stakeholder Theory: The State of The Art[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2010：50-58.

[9] Friedman, M. The Social Responsibility of Business Is To Increase Its Profits[J]. New York Times Magazine, 1970, 6（1）: 1-6.

[10] Hart, S.L., Milstein, M.B. Creating Sustainable Value[J]. Academy of Management Excutive, 2003, 17（2）: 56-69.

[11] Mehera, A.R., Islam, S.M., Kannan, S. Sustainable and Shared Value Creation: Innovative Strategies for Organizational Success[M]. Nova Science Publisher, 2021: 9-34

[12] Porter, M.E., Kramer, M.R. Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism and Unleash a Wave of Innovation and Growth[J]. Harvard Business Review, 2011,（1-2）: 62-77.

[13] Prahalad, C.K. The Fortune at the Bottom of the Pyramid[J]. Pearson Education, Inc., 2005 : 1-22.

[14] Serafeim, G., Zochowski, T.R., Downing, J. Impact-Weighted Financial Accounts: The Missing Piece for an Impact Economy[R/OL]. 2019. www.hbs.edu/impact-weighted-accounts.

[15] WEF. Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation[R/OL]. 2020. www.wef.org.

Three Major Changes in Value Creation from the ESG Perspective

HUANG Shi-zhong

Abstract : As a concept of doing good that takes into overall consideration of economic, social, and environmental sustainability, ESG has profound impacts on financial management, stimulating introspection and promoting reforms. Traditionally, financial management based on shareholder supremacy focuses almost exclusively on the value creation for shareholders. The shareholder-oriented value creation is in conflict with the stakeholder doctrine endorsed by the ESG theory and in urgent need for reform. As the ESG theory develops rapidly, the concept of value creation will undergo three major changes: the focus of value creation will shift from shareholders to stakeholders, maximization of shareholder value will be replaced by maximization of stakeholder value; value creation will place more emphases on balancing the economic value, social value and environmental value; the external drivers will outweigh internal drivers in value creation, the social and environmental factors will play an increasingly important role in value creation. These three major changes in value creation are in line with ESG idea, calling for business enterprises to reform and refine their investing , financing, distributing, and evaluating decisions in order to ensure sustainable development.

Key words : ESG; sustainability; value creation; shared-value creation; economic value; social value; environmental value

（责任编辑 周愈博）