



大公国际：构建我国 ESG 评价体系初探

刘金贺 | 宏观研究团队 | 技术研究部 | liujinhe@dagongcredit.com

2021 年 04 月 15 日

ESG（即环境、社会和治理）发展和投资理念近年来取得了长足的发展。新冠疫情伊始人们对环境、气候同疫情爆发的关联进一步关注；疫情中企业应对危机的治理能力以及其在疫情中所表现出的社会责任也成为投资人关注的重点。后疫情时期，全球范围内 ESG 成为投资人未来投资方向选择的新标杆。与此同时，各国政府在制定本国经济发展战略时都将 ESG 作为衡量发展质量的重要标准；依托 ESG 指标的基金投资在国际资本市场的占比逐年增加。为贯彻落实中央提出了以绿色低碳为标志的高质量发展战略，服务我国企业的国际化发展战略，我国 ESG 评价体系的构建面临一定的紧迫性。本文首先对 ESG 在国内外的现状进行简要概述，之后将对如何构建 ESG 评价体系进行探索研究。

一、ESG 评价体系介绍及其在国内外市场的发展状况

ESG 即英文 Environmental（环境）、Social（社会）和 Governance（治理）三个单词第一个字母的缩写，不同于传统上对于企业财务绩效的评价，它是一种关注企业环境、社会责任和公司治理绩效的投资理念和企业评价标准。政府监管机构 and 投资者可以通过对企业 ESG 绩效的观察，评价投资对象在促进环境保护、促进经济可持续发展和履行社会责任等方面的表现，进而在政策引导和投资决策方面采取相应的行动。

从国内的大环境看，习近平同志多年前就前瞻性地提出了“绿水青山就是金山银山”的科学论断，高度概括了环境于国民经济可持续发展的不可或缺。今年召开的两会更是把绿色发展贯穿到十四五的发展规划中，可以说 ESG 所蕴含的可持续发展理念已日渐成为我国政府部门政策制定、金融市场投资决策和企业发展规划设计的指南。尤其是最近我国顺应《巴黎气候协定》相关倡议，提出了 2030 年实现“碳达峰”和 2060 年实现“碳中和”的目标，都凸显了构建 ESG 评价体系的迫切性。同时，国内对 ESG 投资的关注热度持续升高，数据显示：截止 2020 年年底，中国泛 ESG 指数数量增至 52 只，泛 ESG 公募基金数量增至 127 只，资产规模 1209.72 亿元，达到历史最高水平。从二级市场来看，目前国内与社会责任、绿色投资相关的公募基金产品已经有 62 只，总管理规模已经突破 500 亿元。但同全球 ESG 相关的投资相比，我国的 ESG 投资尚处于起步阶段，未来发展具有巨大的潜力。

从国际环境看，近年来世界各国愈来愈重视从气候变化、公司社会责任与治理等新的视角审视本国经济发展的可持续性。尤其是在全球新冠疫情爆发后，世界各国对未来全球可持续发展的关注进一步提升，绿色发展理念成为世界各国的共识，与此同时 ESG 评价体系逐步发展成为衡量企业发展潜力和前景的新型标准和投资人遵循的投资准则。根据国际责任投资（PRI）的统计，该组织自 2006 年成立以来，其会员资产管理规模由最初的 6.5 万亿美元已攀升至 2020 年年底的 103 万亿美元。

另一方面，尽管 ESG 从概念上在全球的认知度和关注度日渐增高，在 ESG 体系标准的规范上仍面临诸多的困难，主要原因在于环境、社会和治理这些“非财务指标”在指数的量化上缺乏像债项评级那样较严格和统一的会计标准，导致

不同的机构由于关注视角的不同而对同一个企业的 ESG 评价维度存在较大的偏差，这也是当前全球范围内投资人面临的共同困惑。鉴于 ESG 体系对于我国未来产业政策制定、践行绿色发展理念和企业可持续发展等目标实现的重要意义，同时也为我国 ESG 标准体系服务于金融业对外开放、“一带一路”战略实施提供保障，目前亟需就 ESG 体系的架构、行业标准制定、企业 ESG 信息披露规范、ESG 评级机构的认定以及 ESG 标准在监管中的应用等领域展开研究和布局，为引领国际 ESG 相关标准的制定打好基础。

二、当前构建我国 ESG 评价体系的紧迫性

从国内国际环境的发展趋势看，ESG 评价体系无疑将成为主导未来国际资本市场投融资的基础标准，谁掌握了 ESG 体系标准制定的主动权，也就掌握了引导国际资本市场资本流动的主动权。从我国自身的战略发展定位出发，ESG 评价体系的构建一方面为我国制定的绿色发展战略提供一个科学的评价标准，另一方面可以作为政策制定和监管的重要参考基准，实现宏观金融政策和产业政策对投资机构和企业可持续发展战略规划的引导，最终达成我国经济高质量发展的目的。

（一）掌握国际 ESG 标准制定的主动性和国际话语权，关系到我国对外开放战略的实施和本土企业的国际化发展

鉴于目前 ESG 指标正日益成为国际投资机构的投资的最重要的参考指标，未来我国企业进入国际市场进行投融资或者开展国际贸易，企业 ESG 相关指标的评估将成为新的“入场标签”，甚至演化成为新型的“ESG 非关税壁垒”。从这一意义上，我国如果没有自主创新且被国际广泛认可的 ESG 评价体系，很多情况下为参与国际市场贸易和融资，我国企业和机构将不得不动接受外部机构的评级级别，尽管这些级别往往带有评价人所秉持的主观乃至歧视性的评级标准。以最近发生的 H&M 公司抵制产自我国新疆地区棉花为例，事件的根源之一是位于瑞士的非政府组织“良好棉花 (BCI)”在对新疆棉花的评估中不恰当地引入同其初衷不相称的参考指标，从而使“良好”一词变了味。该组织通过制定棉花生产的相关标准，要求会员必须使用它们认为符合标准的棉花，才能使用“BCI 认证标识”。除了所谓“环保标准”，BCI 鼓吹所谓“提倡体面劳动”，通过凭空捏造新疆棉花生产中存在“强迫劳动”的谎言，藉此在国际市场上封杀新疆棉花。换言之，这个“BCI 认证标识”就是一个国际棉花这一特殊行业的 ESG 体系标准，依托其 400 多个国际成员单位的影响力，在国际棉花行业兴风作浪。抛开这一案例标准的是非，它至少告诉我们掌握国际上行业 ESG 标准制定话语权的重要性。

由此可见，由于评价要素自身的弹性较大，ESG 评价过程中难免融入较多的主观因素，由于评价人或评价机构自身立场和认知角度的差异，也更容易掺杂人为的甚至是政治方面的考量因素。此外，由于缺乏标准化的量化指标，ESG 指标体系难以像公司财务指标那样形成全球通行的国际标准。然而，正因为如此，才凸显出建立主导国际 ESG 评级标准的重要性。在这方面我们可以类比目前国际上的国家主权评级市场，众所周知，标普、穆迪和惠誉三大西方评级机构以其在国家主权评级领域评级标准制定方面的垄断地位，直接或间接地左右着国际资本在不同市场的流动，并不时引发区域性或全球性的金融危机，根源在于由于地缘政治因素和背后金融资本因素的影响，由标准垄断者所制定的评价标准在套用到中国这样的与西方在政治、文化和治理体系等领域存有较大差异的新兴市场时，往往出现级别的扭曲并引发由于跨境资本不正常流动。同理，推及 ESG 评价体系，

如果中国没有建立起来自己的 ESG 评级体系,就有可能像主权评级体系那样为外部的评级标准所主导,外部机构关于被评主体所处的政治、制度和治理体系等各类主观因素的评价有可能扭曲我国企业 ESG 真实水准,从而给我国企业参与国际竞争带来不利的影响。

(二) ESG 评价体系为国企改革推进提供指引和评价准则

新一轮国企改革涵盖一系列政策目标,包括引入外部投资人以完成混合所有制改革和现代企业制度的建立等。率先在国企领域实现 ESG 评价体系的构建,一方面有助于识别国企运营中在 ESG 诸领域的优势和短板,便于明晰下一步国企改革着眼的方向,另一方面则为外来战略投资人提供了投资参考,有助于提升国有资产的市场价值。同时,在国企建立了相对完善的现代企业管理制度后,可以用 ESG 的相关标准评价企业改制后的经营表现、环境测评和社会影响,并以此建立对国企改革方向的动态调整机制,在完成国企改革提质增效的同时,实现社会资源可持续的优化配置。

(三) ESG 系统评级体系是我国各部门政策制定的依据和抓手

ESG 理念同我国制定的国家长期发展战略是相融的,因而 ESG 评价体系可以作为我国金融管理和监管架构的重要参考和政策落地的抓手。有效规则和政策的特征之一是能够引导投资人和企业在风险和收益中取得平衡,依托合理的 ESG 评价体系的金融政策和监管法则将激励引导企业采取相应的可持续战略和规划,在微观层面企业实现利益最大化的同时,进而在行业和宏观层面上实现国家设定的产业和经济目标。

真正要发挥 ESG 评价体系在决策和监管领域中的作用,政策制定的方向要契合企业 ESG 发展规划的要求,要全面评估产业和金融监管政策对企业和投资人遵循 ESG 决策的实际影响。孤立于 ESG 评价体系之外的政策常常会对 ESG 目标的实现产生不良的作用,在这方面国际上的案例随处可见。以美国的风力发电行业为例,通常情况下该行业要实现风电的低成本可持续发展,其投资跨度一般会跨越长达 15 到 20 年的周期。按照美国的银行监管规则,像美银、花旗、摩根大通以及富国银行等储蓄类银行的商业贷款期限通常不超过 7 年;而依照欧洲、日本和韩国的银行监管规则,则允许类似银行机构在诸如美国风电行业这类低风险市场的优质资产领域进行 20 年以上的放贷。二者监管政策的差异,就形成了美国风电行业目前银行资本主要来自欧、日、韩而非美国本土银行的现状。这个例子从一个侧面说明了即便构建了较完善的 ESG 体系框架,但如果没有与之匹配的产业和金融政策形成正向激励,ESG 战略目标的达成也可能面临一定的困难。因此说,要实现国家总体可持续发展目标,应将 ESG 评价体系纳入到部门和地方产业政策和监管政策制定的框架中去。

三、我国 ESG 评价体系的构建方略和实施路径

ESG 评价体系的构建是一个庞大的系统工程。从参与各方而言,有政府机构、投资机构、企业以及 ESG 评价机构等;从信息的采集处理而言,包括信息披露的内容、规则和标准、ESG 各项指标的评价标准、评价模型的构建等等。科学的 ESG 评价体系既需要相应的顶层的制度设计,同时也需要具体的实施路径。

(一) 构建 ESG 评价体系首先需要顶层设计

首先，国家可持续发展目标的实现，需要政府、机构和企业的协同，尤其是政府各部门之间的政策协同。而实现协同的基础就是依托 ESG 评级体系。中央制定的 2030 年实现“碳达峰”和 2060 年实现“碳中和”目标，作为国家层面践行国际责任、实现国民经济可持续发展的宏观目标，客观上是依赖微观层面企业和投资机构共同践行 ESG 发展理念的结果呈现。为此，各主管部门在国家绿色发展理念的引领下，出台或计划出台配套的激励政策。例如，中国人民银行已将绿色金融确立为十四五规划中的一项重点工作，并着手建立绿色金融标准，在金融政策框架中全面纳入气候因素。国家发改委在今年两会后，加快研究制定碳达峰和碳中和的顶层设计，旨在推动地方和部门实现碳排放的国家目标。国资委早在 2008 年就印发了《关于中央企业履行社会责任的指导意见》，要求中央企业建立社会责任报告制度。但客观来说，由于观察角度和施政重点的不同，目前各部门、各地方对“可持续发展”、“绿色发展”、“社会责任”等理念必然会有不同的认知和理解。从这个意义上，建立统一的、标准规范的 ESG 评价体系，有助于实现各部门、各地方政策的协同和整合，增加施政效果评价的可比性，从而实现 ESG 框架下政策协同上的全国一盘棋。

其次，企业 ESG 信息的真实披露是 ESG 评价体系构建的基础，有赖于国家层面制定相应的企业 ESG 信息披露标准和规范等强制性要求。ESG 评价体系同传统上依照财务指标进行的债项信用评级有比较大的区别，其复杂性在于衡量环境、社会和治理这些指标的主观性较大，容易出现因关注点不同而出现较大的偏差，同时企业信息的披露如果没有政府监管规则的约束，外界往往难以获得较完备的企业 ESG 相关的信息。在不少情况下，还存在企业为了获得较好的 ESG 评级而进行“洗绿 (Greenwashing)”的现象，客观上也加大了 ESG 评级反映被评主体实际状况的难度。美国麻省理工学院斯隆商学院 2019 年的一项研究显示，美国 5 家主要评级机构对同一样本 ESG 的评价得分的相关系数为 0.61¹，远远低于不同评级机构对同一样本债项评级的相关系数（如通常情况下，穆迪和标普债项评级的相关系数可高达 0.99），反映了评级机构对受评主体 ESG 的观点差异度较大，也说明了 ESG 相关指数标准统一的难度。因此，我们在 ESG 相关指标标准的设定、评级分值的评定规则以及企业信息披露的标准、程序和规范等方面，均需要进行相应的顶层设计。

相对于 ESG 投资理念的普及，被广泛接受并应用于监管、评级和投资操作层面的 ESG 标准的构建则相对滞后，全球范围内很多机构和组织也正不断探索关于 ESG 标准和相关信息披露规则的制定准则。以影响力较大的可持续发展会计准则基金会 (SASB) 为例，它是一家位于美国的非营利组织，致力于制定一系列针对特定行业的 ESG (环境、社会和治理) 披露指标，促进投资者与企业交流对财务表现有实质性影响且有助于决策的相关信息。该组织依照全球行业的分类对 ESG 评价标准进行差异化设计，旨在使投资人能在同一行业中比较不同企业的经营表现。此外，该组织还协同国际综合报告理事会 (IIRC) 和国际金融报告标准基金会 (IFRS)，共同成立价值报告基金会 (VRF)，主要着眼于公司报告体系国际标准的建立。又如，在信息披露监管方面，英国政府出台了绿色金融战略，强制要求所有上市公司和大型资产管理机构自 2022 年开始披露其商业活动所产生的环境影响。再如，欧盟近期则出台了 EU 分类披露原则 (EU Taxonomy)，以期实现企业 ESG 信息披露的程式化规范标准。此外，欧盟出台了欧盟商业活动分类细则，对各类经济活动和活动程度对于欧盟环境目标的影响阈值进行了详细划分并以

¹ 通常相关系数为 1 表示完全相关，0 表示完全不相关。

此作为监管企业经济活动的准则。在金融领域，欧盟委员会还通过了可持续金融披露规则（SFDR），要求所有欧盟金融市场参与机构披露相关 ESG 信息，并要求具有可持续投资目标的金融产品提供额外投资信息。从国际上 ESG 体系构建和监管的发展趋势可以看出，目前 ESG 体系国际标准的形成正处于蓬勃发展阶段，构建我国自主独立的 ESG 标准评价体系时不我待。

（二）ESG 评价体系的构建和实施应依托本土评级机构

ESG 评价体系的构建牵涉企业信息收集、模型建立、数据分析等一系列操作，从业务类型和技术要求上同传统信用评级机构的服务领域重叠较多，因此评级机构可以作为 ESG 评价体系构建的主体。以评级机构为主体，在监管机构相关规则的指引下，联合其他企业信息数据监测服务机构，共同构成我国 ESG 评价体系的参与主体。在这一体系架构中，评级机构是整个 ESG 评价体系构建的中枢，它既是信息的输入端，同时也是信息的输出端，ESG 评级机构信息处理的技术水平决定着 ESG 评价指标的质量和价值。

从评级机构的选择上，ESG 评价体系的构建应以本土评级机构为主体，主要是出于以下考量：一则是企业 ESG 评级信息除公开信息外，还有不少敏感性信息，尤其是我国的国有企业，除却承担市场经营的角色外，还兼具实现国家战略性目标和承担众多社会责任的多重身份，对这类企业的 ESG 评价应该选取技术能力强同时又具有社会担当的本土评级机构进行；二则是从技术体系的支撑上，评级机构在国内经过近 30 年的发展，积累了较成熟的适合中国特色国情的评级体系架构，建立了较完备的企业和行业数据库，同时通过对各行业企业的长期跟踪和评价，掌握了较为全面的关于企业经营中 ESG 的相关信息，具有开展 ESG 评级的先天优势。

（三）依托 ESG 体系拓展我国资本市场投资应用场景和实践路径

当前，全球市场上被动投资占据资本市场的比重日趋增大。随着 ESG 投资理念的普及，各国金融监管当局对绿色金融的政策倾斜，预期未来依托 ESG 相关指标的基金投资将在资本市场比重将进一步提升。未来，ESG 相关标准和行业指标有望成为国际资本市场新的投资基准。

从应用场景上，我们可以在 ESG 体系完善的基础上，推动 ESG 相关投资在我国资本市场上的实施，一方面拓宽了市场资本的投资领域，另一方面则通过资本投资导向将绿色金融、企业社会责任和环境保护等可持续发展理念落到实处，最终实现我国经济的高质量转型发展。例如，通过构建依托国企 ESG 指数的投资基金，实现国有资本的市值管理，增强国有企业在资本市场投资的价值和吸引力，为国有资本运营提供新的投资标的和投资组合等，也为我国当前推进的国企混合所有制改革提供新的路径。再比如，国家相关管理部门可以指导有关研究机构和评级机构，定期发布国内各行业的 ESG 评价蓝皮书，通过政策指引和舆论导向，合理引导市场资本流动，将 ESG 投资理念融入到实体经济的发展中。

具体的实践路径上，ESG 评价体系的应用初期可以从国有大型企业 ESG 标准评价上率先着手。一方面，大型国企作为国民经济发展支柱，从企业的运营目标上，除实现国资的保值增值外，先天承担着执行国家关于环境和社会责任等“非财务”领域的重要职能，ESG 评价体系的引进可以更好地评估国企经营过程中在 ESG 各领域指标的优势和不足，从而实现 ESG 导向下企业经营战略的进一步优化。另一方面，在国企领域 ESG 的实践示范成功的基础上，可以逐步将成熟的 ESG

评价体系向其他领域推进。

四、结语

ESG 发展理念在全球范围内的普及反映了世界各国政府、企业和民众对于社会经济可持续发展的共同诉求，也将极大改变世界未来经济发展的路径和方式、人与自然和谐共处的关系以及人们对于发展与环境关系的重新认知。然而，从理念到实践，有赖于 ESG 体系框架的合理构建，科学的 ESG 评级体系有助于国家产业发展战略的制定和实施，有助于绿色金融服务实体经济政策的落地，通过企业 ESG 目标的实现以最终达成宏观经济的高质量转型和发展。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。