

中国上市公司 ESG评价体系研究报告

中国证券投资基金业协会 著
国务院发展研究中心金融研究所

*Research Report on the ESG Evaluation System of
Chinese Listed Companies*

ESG



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

中国上市公司 ESG 评价体系研究报告

中国证券投资基金业协会
国务院发展研究中心金融研究所 著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

序

ESG 是一种关于如何发展的价值观。它将目标公司置于相互联系、相互依赖的社会网络之中，将个体活动映射到整个社会网络，将公共利益引入公司价值体系，更加注重公司发展过程中的价值观和行为，以及由此带来的公司与社会价值的共同提升，而非孤立的单一公司的财务结果。在国际资产管理行业，ESG 已经成为一种主流投资理念和投资策略。随着我国 A 股被纳入 MSCI、富时罗素相关指数，ESG 原则将对我国资本市场的资源配置活动产生实质性影响。更重要的是，“创新、协调、绿色、开放、共享”发展理念要在资产管理行业落地，必须有科学的方法与工具，ESG 正是合适的载体。

ESG 有三个价值支柱：环境责任、社会责任和公司治理责任。环境责任是指，公司应当提升生产经营中的环境绩效，降低单位产出带来的环境成本；社会责任是指，公司应当坚持更高的商业伦理、社会伦理和法律标准，重视与外部社会之间的内在联系，包括人的权利、相关方利益以及行业生态改进；公司治理责任是指，公司应当完善现代企业制度，围

绕受托责任合理分配股东、董事会、管理层权力，形成从发展战略到具体行动的科学管理制度体系。我们认为，ESG 能够推动资产管理行业深化信义义务，提升投资中的道德要求，改善投资者长期回报，促进资本市场和实体经济协调健康发展。

2016 年以来，中国证券投资基金业协会全力推动 ESG 责任投资，多次举办国际研讨会、主题论坛，开展基础调查，在协会微信公众号推送系列专题文章，倡导 ESG 理念与实践。2017 年 3 月，协会委托国务院发展研究中心金融研究所开展《上市公司 ESG 评价体系》课题研究，并以此为基础，推动从上市公司 ESG 评价到 ESG 投资战略再到 ESG 投资工具的完整实践。我们期望借助 ESG，更好地发挥机构投资者专业价值，改善资本运用机制，促进上市公司提升信息披露和公司治理水平，转变价值增长方式，形成机构投资者与被投企业的良性互动，从而在宏观上改善资本市场服务实体经济的效能，助力供给侧结构性改革，激发经济增长新动能。

《上市公司 ESG 评价体系》充分考察了国内外现有研究成果和指标框架，初步建立了符合中国国情和市场特质的核心指标。所建议指标代表了我们对 ESG 价值和评价基准的核心理解，但并非 ESG 的完整内涵与外延。该研究成果为监管者和市场机构提供了一个开放式理论框架与核心价值取向，主要起引导、推动作用，但仍需根据市场环境变化而调整、优化，既要吸收市场机构的共同经验，引入新的重要指标，替换落后指标，也要允许市场机构的多元探索，共同构成一

个有弹性的 ESG 评价体系。

国务院发展研究中心金融研究所具备开阔的研究视野、专业的研究队伍和丰富的研究资源，在绿色金融与可持续发展方面已颇有建树。在大量资料研读、行业调研和研讨基础上，金融研究所以严谨、专业、负责的精神，顺利完成了《中国上市公司 ESG 评价体系》（一期）研究报告。该指标体系简洁明了、内涵清晰、重点突出、针对性强，具有很强的开创性与应用前景，对投资机构、上市公司以及监管机构均有重要参考价值。

作为行业协会，我们无法也无须替代市场机构的自主判断。但是，我们希望以本研究成果为开端，持续推动与 ESG 投资相关制度环境建设，在核心问题上形成共识，达成一致行动，通过投资的力量改善资本市场乃至经济体系的缺陷，推动经济转型和创新增长，最终实现“创新、协调、绿色、开放、共享”发展。

是为序。

中国证券投资基金业协会党委书记、会长

洪磊

2018 年 11 月

目 录

一、ESG 理念的定义及研究 ESG 的必要性	(1)
(一) ESG 理念的定义及其演变历程	(1)
(二) 研究 ESG 的必要性	(5)
二、国际 ESG 评价体系的发展现状	(9)
(一) 国际上 ESG 理念及评价体系的主要内容及涉及机构	(9)
(二) 国际上 ESG 评价体系的特点	(17)
(三) 国际上 ESG 评价体系的问题	(21)
三、上市公司 ESG 评价国内研究现状	(24)
(一) 现有研究及主要内容	(24)
(二) 现有研究的特点	(35)
(三) 对构建 ESG 指标体系的启示	(37)

四、“中国上市公司 ESG 评价体系”课题

研究说明	(39)
(一) 研究目标	(39)
(二) 研究特点	(40)
(三) 研究方法	(42)
(四) ESG 的内涵	(42)
(五) ESG 指标评价体系设计的 整体思路	(46)

五、上市公司环境因素（E）评价体系：

构建及应用	(48)
(一) 当前我国主要企业环境评价体系介绍及 本评价体系特点	(48)
(二) 环境因素（E）评价体系 基本框架	(57)

六、上市公司社会因素（S）评价体系：

构建及应用	(63)
(一) 社会责任评价的内涵界定、信息 来源和指标选取	(63)
(二) 指标体系	(65)
(三) 评价方法	(67)

七、上市公司治理因素（G）评价体系：
 构建及应用（70）
 （一）主要指标及其设计思路（70）
 （二）评价方法（75）

八、ESG 评价体系建设相关政策建议（76）
 （一）提升对 ESG 评价工作重要性的
 认识（76）
 （二）对上市公司和投资基金率先推行 ESG
 评估体系（77）
 （三）进一步完善配套措施（79）

参考文献（80）

一、ESG 理念的定义及研究 ESG 的必要性

（一）ESG 理念的定义及其演变历程

ESG 是英文 Environmental（环境）、Social（社会）和 Governance（治理）的缩写，是一种关注企业环境、社会、治理绩效而非财务绩效的投资理念和企业评价标准。基于 ESG 评价，投资者可以通过观测企业 ESG 绩效，评估其投资行为和企业（投资对象）在促进经济可持续发展、履行社会责任等方面的贡献。

长期以来，虽然投资者越来越关注企业在绿色环保、履行社会责任方面的绩效，但并无明确的 ESG 理念。2006 年，高盛发布了一份 ESG 研究报告，较早地将环境、社会和治理概念整合在一起，明确提出 ESG 概念。此后，国际组织和投资机构将 ESG 概念不断深化，针对 ESG 的三个方面演化出了全面、系统的信息披露标准和绩效评估方法，成为一套完整的 ESG 理念体系；国际主要投资公司也逐步推出 ESG 投资产品。

ESG 内涵由环境方面（E）、社会方面（S）和治理方面（G）的具体评价指标界定。目前，虽然国际上尚未形成关于 ESG 的统一的权威定义，但不少机构、组织已提出了各自具有一定代表性的定义。这些界定的共同点是均关注企业在环境、社会、治理领域的绩效，基本内涵一致；差异仅仅在于各领域内的分类和具体指标有所不同。为此，可以借在投资领域具有一定代表性和市场影响力的公司的例子来阐述 ESG 的基本内涵。

以高盛公司的定义为例。高盛公司在其报告中提出，ESG 包括环境标准、社会标准和治理标准。其中，环境标准包括投入（Input）和产出（Output）两方面，前者指能源、水等资源的投入，后者指气候变化、排放物、废料等。社会标准包括领导力（Leadership）、员工（Employees）、客户（Customers）和社区（Communities）四个方面。其中，领导力包括可问责性（Accountability）、信息披露（Reporting）、发展绩效（Development）等；员工方面包括多样性（Diversity）、培训（Training）、劳工关系（Labor Relations）等；客户方面包括产品安全性（Product Safety）、负责任营销（Responsible Marketing）等；社区方面包括人权（Human Rights）、社会

投资（Social Investments）、透明度（Transparency）等。治理准则则包括透明度（Transparency）、独立性（Independence）、薪酬（Compensation）和股东权利（Shareholder Rights）等方面。

在 ESG 理念流行之前，更为人熟知的概念是“责任投资”。这个概念产生的背景是，由于经济高速增长所带来的负面影响，全球面临越来越严峻的气候、环境、资源挑战，环保运动也随之兴起。20 世纪六七十年代，欧美的公众环保运动，抵制和抗议企业因过度追求利润而破坏环境、浪费资源。随着环保运动影响力的逐步扩大，国际机构开始关注环保问题。1972 年，第一届联合国人类环境会议在瑞典斯德哥尔摩召开，会议首次发表了与环保相关的《人类环境宣言》，并确定每年 6 月 5 日为“世界环境日”。从 1992 年始，联合国开始举办环境与发展会议，率先提出《21 世纪议程》，倡导在促进发展的同时注重环境的保护，成为世界范围内注重经济可持续发展的开端。现实生活中，人们作为消费者也越来越注意环保因素，通过产品或服务选择将环保理念传导给作为生产者的企业。在市场机制作用下，企业为获取收入和利润，更加注重生产过程中的环境保护。于是，环境因素从公众运动逐步向上下两端延伸。向

上，逐步引导出诸多国际指引和国际原则等纲领性文件的陆续出台，如 2006 年联合国责任投资原则（UN PRI）；向下，则催生出绿色消费，刺激绿色生产的进步。与此同时，与环境相关的各类法律法规不断充实完善，相关概念也被引入投资领域，投资者逐渐意识到企业环境绩效可能也会影响企业财务绩效。于是，责任投资、ESG 和绿色金融等概念就逐渐进入理论研究者、政策制订者和投资者的视线。

ESG 理念和绿色金融、责任投资等概念密切相关，但关注视角略有不同。绿色金融更多的是从金融角度强调绿色发展的理念，责任投资则将投资责任的对象扩大到社会层面；而 ESG 理念体系则更多是从实际操作的角度提供一个全面和统一的框架，评价企业贯彻绿色发展理念的成效，明确生产和投资应关注的事项和方向。总的来说，ESG 理念体系在发展中逐步形成了独特的风格，考虑了传统投资利润最大化之外的环境、社会和治理等非财务因素，满足了资本市场对此有偏好的投资者的需求。特别是 ESG 理念提供的相关信息，具有系统性、全面性和定量可比等特征，可以为实行 ESG 理念的投资者提供投资行为的指引。因此，国际上将 ESG 理念贯彻于实践中的资金规模正逐步扩大。

（二）研究 ESG 的必要性

研究和推广 ESG 对于贯彻新发展理念、深入推进供给侧结构性改革、切实提高金融服务实体经济效率和支持经济转型能力具有重要意义。

1. 有助于贯彻落实新发展理念，更好地处理经济、自然、社会之间的关系

中国共产党十八届五中全会明确提出，要坚持创新发展、协调发展、绿色发展、开放发展和共享发展的五大新发展理念。ESG 关注企业的环境绩效和社会绩效，研究和推广 ESG 正是贯彻新发展理念的抓手。

第一，ESG 对企业环境责任的评估有利于引导企业贯彻绿色发展和创新发展理念，激励企业研发、采用节能环保技术，参与建设资源节约型、环境友好型社会，从而更好地处理企业发展、经济增长与环境可持续发展之间的关系。

第二，ESG 对社会责任的评估，强调股东、员工、客户、所在社区、债权人等利益相关主体之间的利益平衡，有利于企业贯彻共享发展和协调发展理念，更好地处理经济发展与社会和谐之间的关系。

第三，ESG 对企业治理的评估，有助于帮助企业完善现代公司治理，优化公司内部股东、董事、监事

及经理层之间的关系，科学制定和实施战略，协调与利益相关者（包括员工、客户、存款人和社会公众等）之间的关系，促进企业的可持续发展。

2. 有助于深入推进改革，推动高质量发展

2018 年中央经济工作会议指出，“中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。推动高质量发展，是保持经济持续健康发展的必然要求，是适应我国社会主要矛盾变化和全面建成小康社会、全面建设社会主义现代化国家的必然要求，是遵循经济规律发展的必然要求。”按照党的十九大的要求，今后 3 年要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。研究和推广 ESG 正是推动中国经济高质量发展和完成三大攻坚任务的重要工具。

第一，打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险。造成今日风险的一个重要原因就在于金融机构及金融投资者行为短期化，过度追逐短期利润。ESG 评价强调兼顾社会责任，其推广有利于向金融机构和金融投资者施加社会责任约束，引导其更加注重短期盈利和社会责任之间的平衡，抑制过度逐利倾向，从而有助于从源头治理金融风险。

第二，打好精准脱贫攻坚战，需要企业（包括金融机构）在获取商业利益的同时，持有强烈的社会责任感，主动关心贫困人群，发挥自己特长帮助其脱困。ESG 评价可以促进企业实质性地提升社会责任，从而有助于为扶贫攻坚增加有生力量。

第三，ESG 评价首要关注的就是企业经营活动对环境的影响，其出发点就是保护环境。通过 ESG 的具体评价指标，可以引导企业进入绿色发展模式，提升治理污染和保护环境的效率。

总之，ESG 与高质量发展和三大攻坚战有着天然的契合关系，推广 ESG 无疑将有力地支持经济转型升级和落实五大发展理念，实现可持续发展。有助于企业部门去杠杆。企业部门杠杆率偏高并快速上升与公司治理不善、财务杠杆自我约束不够息息相关。ESG 强调公司治理的完善以及平衡股东与债权人的利益，有利于引导企业完善公司治理、硬化财务约束，从而抑制杠杆率的进一步上升。

3. 有助于推动资本市场健康发展，提高金融服务实体经济效率和支持经济转型能力

多层次资本市场能否健康发展，很大程度上取决于上市公司和机构投资者这两大参与主体。上市公司是资本市场的基石，上市公司的质量好坏和行为导向

在很大程度上决定了整个产业、整个经济的未来发展方向。而机构投资者的行为，则直接影响上市公司行为和治理绩效。构建 ESG 评价指标体系，推广 ESG 投资理念，可以更有效发挥市场机制，引导上市公司借鉴学习在环境、社会、治理方面最佳实践，规范上市公司行为，推动上市公司践行创新、绿色、协调等发展理念，从而推动资本市场健康发展，更好地发挥资本市场服务实体经济和支持经济转型的功能。

二、国际 ESG 评价体系的发展现状

(一) 国际上 ESG 理念及评价体系的主要内容及涉及机构

1. ESG 理念及评价体系内容

目前，国际上的 ESG 理念及评价体系主要涉及三方面：各国际组织和交易所制定关于 ESG 信息的披露和报告的原则及指引、评级机构对企业 ESG 的评级，以及国际主要投资机构发布的 ESG 投资指引。其中，ESG 信息的披露是前提条件，ESG 评估提供了评价和比较的方法，而 ESG 投资是基于两者的实践。

ESG 理念及评价体系的内容包括了企业在经营中需要考虑的多层次多维度的因素。根据对三大国际组织的指引（ISO2600 社会实践、SASB、GRI 可持续发展报告）、五家全球 ESG 评级公司关于 ESG 评级的披露信息（MSCI、道琼斯、汤森路透、英国富时、Morning Star），以及 12 家国际上的交易所发布的 ESG 投资指引，这些因素主要包括：

➤ 环境方面：碳及温室气体排放、环境政策、废物污染及管理政策、能源使用/消费，自然资源（特别是水资源）使用和管理政策、生物多样性、合规性。

➤ 社会方面：性别及性别平衡政策、人权政策及违反情况、社团（或社区）、健康安全、管理培训、劳动规范、产品责任、合规性。

➤ 治理方面：公司治理、贪污受贿政策、反不公平竞争、风险管理、税收透明、公平的劳动实践、道德行为准则、合规性。

举例来说，环境政策主要关注企业在生产过程中，是否明确了对环境可能产生的影响，承担起了保护环境的责任，并据此制定相应的企业层面的保护政策。劳动规范即企业制定的各类员工制度规范，以及这些制度规范可能对员工带来的影响。反不公平竞争指的是企业处理不同的机构或个人商业关系时，应注意是否有违反道德或公平原则的潜在风险。企业作为社区的一部分，应制定公平适宜的政策，并在改善社区的情况下获取相应的收益。

根据五家全球 ESG 评级公司关于 ESG 评级的披露信息（MSCI、道琼斯、汤森路透、英国富时、Morning Star）来看，这些机构将评级的指标分别划

二、国际 ESG 评价体系的发展现状

入 E、S、G 三个方面，并涉及相应领域。例如，英国富时指数涉及 12 个领域，300 个指标；汤森路透 ESG 评级涉及 10 个领域，178 个指标；道琼斯指数涉及环境和社会的六大领域；MSCI 指数涉及 10 个主题，37 个主要风险问题；Morning Star 涉及 6 个领域，一共 18 个领域。计算方法上看，基本以加权平均为主，评级公司赋予一定的指标权重，并按照行业情况对权重进行调整。其中，Morning Star 和汤森路透还在计算中引入了减分项。

2. ESG 信息披露标准

针对上述 ESG 理念的相关内容，许多国际组织对 ESG 理念发布了多种框架和指引。例如，国际标准化组织的 ISO26000 社会责任指引、全球报告倡议组织（GRI）的可持续发展报告指引、联合国责任投资原则协定、OECD 的公司治理指引、多国企业指导纲领，以及可持续发展会计准则委员会（SASB）等。其中，全球报告倡议组织（GRI）是全球使用范围最广的 ESG，其不仅发布可持续发展的披露指标和内容，还对指南定期评估，供机构高效编制可持续发展报告。可持续发展会计准则委员会（SASB）目前为 10 个领域的 80 多个行业制定了可持续会计准则，为美国上市公司提交至证券交易委员会的强制性档案中

进行披露时做参考。此外，联合国贸发会议（UN - CTAD）、环境规划署金融行动（UNEP - FI）、责任投资倡议组织（UN - PRI）和全球契约（UNGC）等，在 2009 年共同发起了可持续证券交易所倡议（SSE），旨在通过各国主要交易所发布 ESG 相关原则和指引，提高 ESG 的信息披露程度，对金融市场可持续发展提供有益的助力。

目前，全球有三十多个国家和地区的交易机构已经提出了 ESG 信息披露的要求，以鼓励型披露为主，部分交易所强制披露 ESG 信息。例如印度证券交易所和孟买证券交易所仅对前 100 家市值最大的上市公司在其社会责任报告中有强制披露 ESG 信息的要求，其他上市公司自愿发布。澳大利亚证券交易所对上市公司的公司治理原则和建议是否考虑了可持续性因素，采取“不遵守就解释”的要求。巴西的证券期货交易所和马来西亚股票交易所则要求不发布可持续性报告的上市公司解释原因。2015 年 12 月，香港交易及结算所有限公司发布了《ESG 报告指引》修订版，要求在其上市的企业披露 ESG 的信息，采取“不遵守就解释”的规定，并明确了需要披露的“关键绩效指标”（KPI）。这些框架和指引为企业在 ESG 信息披露方面提供了明确的指导，成为企业建立 ESG

体系的重要参考。

3. 国际 ESG 评级机构

国际 ESG 评级机构根据发布的机构大致分为两类：企业或盈利机构以及环保团体。欧洲环境总署曾经选取欧美市场 13 家代表性的可持续发展评级机构，可以作为 ESG 评级机构的参考（见图 2 - 1 和表 2 - 1）。

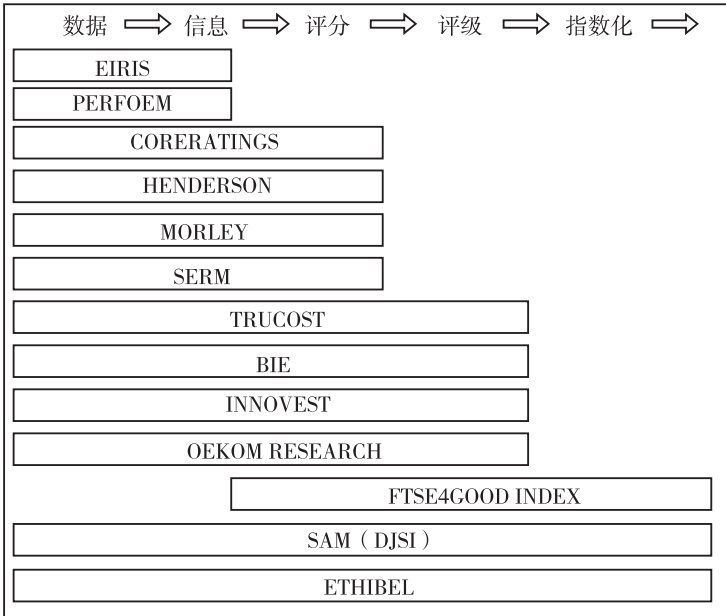


图 1 - 1 欧美市场上典型可持续发展评级机构的情况

表 1-1 可持续发展评级机构对行业的考虑

评级机构	股指化应用	是否采用排除政策 (是/否/应客户要求)	被评级公司数量	行业因素是如何影响评估方法的?		
				是否对行业进行分类	对高风险行业是否有更高要求	不同行业是否设置不同权重
Eiris	FTSE	应要求	2 700	√	×	不适用
PERFORM	不适用	否	105 家公司和 217 生产基地	√	×	不适用
BiE	FTSE350, DJSI	否	176	×	×	×
CoreRatings	FTSE 100, Eurotop 300, MSCI	应要求	1 500	√	√	√
Ethibel	不适用	是	600	×	√	×
Innovest	MSCI, FTSE 350, FTSES&P, CAC40, Eurostoxx 500, Nikkei	否	不适用	√	不适用	√
Oekom research	MSCI	应要求	800	√	×	√
SERM	FTSE350, Eurotop300	否	600	√	×	√
Trucost	FTSE/MSCI	否	1 700	×	×	×
SAM (DJSI)	FTSE/MSCI	应要求	770	√	×	√
FTSE4Good	FTSE	是	2 500	×	√	不适用

二、国际 ESG 评价体系的发展现状

续表

评级机构	股指化应用	是否采用排除政策 (是/否/应客户要求)	被评级公司数量	行业因素是如何影响评估方法的?		
				是否对行业进行分类	对高风险行业是否有更高要求	不同行业是否设置不同权重
Henderson SRI	不适用	应要求	1 200	√	√	×
Morley	不适用	是	350	√	√	×

注：“√” = 应用；“×” = 未应用。

资料来源：《上市公司可持续发展评级与指数化机制框架设计》，湖南科技大学商学院/两型社会与生态文明协同创新中心，罗文兵。

根据欧洲环境署的《Corporate Environmental Research》整理。

这些评级机构采用 MSCI 全球指数或富时指数系列的分类来建立自己评级体系中的行业分类，并根据各个行业的不同特点分别收集评估信息，进而进行研究和评估。面对高风险行业则需实行更严格的评级方法，并赋予不同的行业权重。在数据采集方面，各个评级机构的关注点也有所不同。例如环境部分，有些评级机构使用环保当局的数据；有些评级机构则不使用环保当局的数据，而是采用趋势分析法来分析单个企业长期的绩效表现，或者使用财务成本分配法来计算自然资源的使用及废物等的排放量来评估环境影响。绝大多数评级机构采集数据的来源多种多样，具体包括：问卷调查、年报和社会责任报告等公开信

息、媒体报道、网络搜索，数据库、学术期刊、行业出版物、政府机构出版物、相关者调查以及私人研究等。其中，企业年报和社会责任报告是主要的信息来源。在信息收集的基础上，评级机构的分析师使用相应标准，确定定量指标和定性指标的具体结果。至于评级方法，多数评级机构认为评级方法属于商业秘密，仅公布有限信息，采用的评级方法也各不相同。各评级机构在评级过程中，普遍注意以下因素：使用与环境/金融相关背景的分析师；独立的指导或评级手册（为分析师的评级标准，包含研究方向、指标使用范围、整套评分系统概述、实时更新）；内部质量保证（内审和质检，分析师或小组交叉检查）；外部验证（外部审计等）；使用外部咨询小组/独立专家等。

例如，英国富时国际公司（FTSE）整合了不同国际标准的指标后建立了名为“敞口”的 ESG 评级框架，可根据产业与地理现状判断指标对不同企业类型的适用性。该模型基于“环境、社会和治理”三大支柱、因企而异的十四大重要主题，形成了 ESG 综合评级方法。道琼斯可持续发展评价体系颁布于 1999 年，主要是从经济、社会及环境三个方面，以投资角度评价企业可持续发展的能力，为资产管理者的可持续性投资组合提供客观可靠的基准，报告每年

二、国际 ESG 评价体系的发展现状

发布一份。道琼斯可持续发展指数将所有企业分为 19 个大行业和 57 个细分行业，并设有行业特有的可持续性评估标准。意大利 ECPI 的 ESG 指数数据和资料全部来自公开信息，并开发了自己的计算引擎，基于计算结果给予股权和债券等相应的指数。荷兰的 Sustainalytics 的 ESG 评分方法则是将基本数据和描述性数据汇总于一张表，通过近 200 人的专家团队进行打分，最终给予企业 ESG 的相应评分，被评分公司有申诉权利。

（二）国际上 ESG 评价体系的特点

1. 披露、评估和投资相互衔接

与企业不同，投资金融机构积极响应 ESG 体系的目的之一，是将 ESG 作为一个投资理念，甚至一种投资指导，为其投资组合提供更完善的决策。企业 ESG 表现良好与否，不仅展示了其践行社会责任的程度，也能为金融机构的投资提供重要指导。企业良好的 ESG 披露，是评级机构作出适当 ESG 评级的先决条件。各主要国际机构发布并推广 ESG 披露指引以及各交易所的参与，逐步建立起 ESG 披露框架。同时，评级指数表现的好坏也会在很大程度上影响指数的影响力，进而影响投资者的决策。总的来说，

从企业对 ESG 的披露开始，继而是评级机构的参与、投资机构的投资指引，整个过程相互衔接，展示了企业在 ESG 的表现，最终在资本市场上有所表现。

2. 国际组织引导体系框架，各国交易所发挥了重要作用

确立明确的 ESG 披露标准，有助于提升信息的可比性。目前有多个国际机构发布了 ESG 信息框架，并且针对性有所不同。其中，全球报告倡议组织（GRI）推出的《可持续发展报告指南》是使用范围最广的指南，经历了四次修订，并于 2018 年 7 月 1 日起施行第五版修订指引（G5）。此外，部分国家和地区的监管机构及交易所也根据自身情况，提出了专门的披露指引，为推动实施 ESG 理念体系起到了重要的作用。如新加坡证券交易所的《上市公司可持续性报告指导》、加拿大的多伦多股票交易所的《环境和社会披露入门》以及德国证券交易所的《ESG 实践指引》等，均为本国企业的 ESG 披露提供了重要的帮助和指导。

3. 信息披露程度逐渐加强

从各个交易所要求上市企业披露 ESG 的情况来看，越来越多的国家和地区已经接受了 ESG 理念，

二、国际 ESG 评价体系的发展现状

并且各国交易所逐渐将 ESG 披露从自愿披露，向半强制甚至强制披露过渡，并且采用更多的量化指标，内容趋向多元化、全面化。目前，国际上 ESG 披露主要遵循四个原则：

➤ 影响显著性原则：所有对利益相关方及社会公众具有显著影响的事件和信息，均需披露，不限于财务影响。

➤ 量化原则：关键指标可计量，并附带说明，包括计算说明、目的和影响。

➤ 平衡性原则：全面披露环境、社会与企业治理各方面的正负两面的信息，避免漏报少报引起读者决策或判断的偏差。

➤ 一致性原则：包括纵向一致（单个企业应持续使用一套数据计算及披露方法，使报告历史可比）和横向一致（报告的数据跨行业可比）。

然而，目前国际机构推广的途径是和各个机构签订协议，并且以大公司的参与为主，但仍然缺少完整的披露机制。总的来说，上市公司的披露程度与交易所的披露制度以及市场的要求有较大关系。一方面，越来越多的交易所强调强制披露，提高了披露程度；另一方面，国际上，上市公司在进行国际融资活动时往往会被要求披露 ESG 情况。

4. ESG 评级机构的共同特点

国际上 ESG 评级机构的评估体系均具有相似特点。

第一，评估中的内容均涉及环境可持续性、合规程度、利益相关方、风险管理等。

第二，指标体系同时包含定量和定性指标，并通过将指数标准化，做到跨行业可比。

第三，信息主要来自企业自主披露的信息，如《社会责任报告》《可持续发展报告》《环境责任报告》等，辅以调研数据信息补充，但监管信息应用相对较少。

第四，采用第三方机构的服务，利用第三方机构提供深入和具体的上市公司数据及分析，为企业的评级过程提供补充。

第五，国际主要 ESG 指数评级公司（道琼斯、MSCI 等），均通过其 ESG 指数产品，扩大地区覆盖范围和市场影响力，在一定程度上达到了推动 ESG 信息披露标准统一的结果。

5. ESG 理念在投资方面的指导作用逐渐加大

从投资角度来说，国际上一些大机构，包括资产管理机构已经对基本框架和概念有了清晰的认识，并使用 ESG 评价指标指导投资。依据 ESG 的投资方式

二、国际 ESG 评价体系的发展现状

主要包括：黑名单机制、白名单机制、基准筛选、整合 ESG 因素、可持续性主题投资、影响力/社区投资、履行管理人职责等。

2016 年，全球责任投资规模 23 万亿美元，主要集中在欧洲和美国；年复合增长率 15%，其中亚洲最高，达到 90%。根据彭博数据，全球 ESG 公募基金共有约 600 只，权益类占了近 60%，并主要集中在美国和欧洲。有学者观察到，投资于 ESG 绩效比较好的上市公司的基金，其投资业绩也相对较好，表明采用 ESG 投资理念的投资组合并非仅仅起到了公益的效果。根据摩根斯坦利的报告，从 ESG 指数表现看，MSCI 新兴市场 ESG 指数表现优于同期 MSCI 新兴市场指数，其超额收益主要来自 ESG 要素。部分文献也指出，在 ESG 三项内容中，治理因素相对显著性比较大，其次是环境因素，最后是社会因素。总的来说，ESG 理念在投资实践方面能够起到较好的指导作用。秉承 ESG 理念的投资机构不仅可以取得良好的社会效益，也可以获取不俗的经济效益。

（三）国际上 ESG 评价体系的问题

1. ESG 评估和指数的深度披露不够，透明度不足
目前，一些主要 ESG 评估机构几乎都认为评级

方法的具体内容、具体的评级指标属于商业机密，公布信息有限。例如，对信息收集方法、假设、计算、比重、阈值和分析等均很少披露或披露程度不足。因此，使用者和利益相关者无法对其评估和评分结果做出完整的评价。有学者认为，披露评级方法和假设的基准是非常重要的，缺少透明度的评级，其可靠性就会受限。目前，部分评级机构开始逐渐公开评级过程的少量初步细节，在一定程度上增加了透明度，但核心的指标和评估过程的具体过程并未披露。

2. 评估过程的标准化程度不够，调查过程及结果的可信度有限

从评级机构和指数的结果来说，即使是国际上的大机构，其评级也会出现不同的结果。同一家公司，同一时期，不同公司的评级结果可能存在很大的差异。这是因为，一方面，评级公司采取不同评级数据和评级方法会带来不同的结果；另一方面，ESG 理念不仅局限于财务领域，而且也注重外部影响，而外部性影响评估标准很难统一。而且，各机构在评价过程中存在主观判断，标准化程度不够。此外，评级机构的信息来源主要来自公司披露的信息，辅以问卷调查和其他公开可用的信息。其中，上市公司的态度很重要，频繁调查会导致态度敷衍，降低评级信息的可信

度。在环境信息的获取上，公司披露的信息及公开可用的信息并不能保证真实地表达企业的情况，这些最终均会影响评级结果的可信度。

3. 缺乏独立性，导致结果产生偏差

由于评级机构获取的数据与信息越来越依赖于企业。一些评级机构在评估和评级之外，还为公司提供咨询服务，例如财务分析、风险评估等，潜在的利益冲突影响了评级机构的独立性。同时，ESG 评级可能会因使用的对象需求的不同而在评级的过程中各有侧重，比如分别着重于环境、社会、经济中的某一因素而不是对企业整体 ESG 情况进行评估。这些问题最终导致评价结果可能失之偏颇，影响了 ESG 评级的权威性和公信力。

三、上市公司 ESG 评价国内研究现状

(一) 现有研究及主要内容

我国当前还未针对 ESG 信息披露出台专门的法律法规，除香港联合交易所于 2012 年出台《环境、社会和治理指引》外，没有其他市场机构出台具体指引，相关披露要求主要体现在社会责任报告上。2008 年 5 月 14 日，上海证券交易所发布《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》，规定社会责任报告必须披露“公司在促进社会可持续发展、环境及生态可持续发展、经济可持续发展方面的工作”，鼓励上市公司披露“每股社会贡献值”^①，试图将上市公司承担社会责任的程度进行量化，便于比较和投资。同年 12 月 31 日，发布《关于做好上市公司 2008

^① 即公司在为股东创造的基本每股收益的基础上，增加公司年内为国家创造的税收、向员工支付的工资、向银行等债权人给付的借款利息、公司对外捐赠额等为其其他利益相关者创造的价值额，并扣除公司因环境污染等造成的其他社会成本，计算形成的公司为社会创造的每股增值额。

年年度报告工作的通知》，要求在上海证券交易所上市的“上证公司治理板块”样本公司、发行境外上市外资股的公司以及金融类公司必须披露履行社会责任的报告，对其他公司则采取鼓励原则。

与之相对应，现阶段国内专门针对上市公司进行 ESG 指标评价的研究相对较少，部分机构和学者对上市公司履行社会责任情况及社会责任报告披露情况展开评价和研究。

1. 香港联合交易所的《环境、社会和治理指引》

香港联合交易所在 2012 年出台《环境、社会和治理指引》，并于 2015 年底将每个层面的一般披露责任由“建议披露”提升至“不遵守就解释”，于 2016 年 1 月 1 日开始执行。

E（环境）包含“排放物、资源使用、环境及天然资源”三个二级指标，及由此展开的 12 个四级指标^①，披露要求均为“不遵守即解释”。S（社会）包含“雇佣及劳工常规、营运惯例、社区”三个二级指标，及由此展开的 8 个三级指标、20 个四级指标。其中，三级指标为“不遵守即解释”，四级指标为

^① 此处四级指标在香港联合交易所《环境、社会和治理指引》中被定义为“关键绩效指标”。环境分类中无三级指标。

“建议披露”。G（治理）^① 包含“董事、董事及高级管理人员的薪酬及董事会评核、问责及核数、董事会权力的转授、与股东的沟通、公司秘书”6个二级指标，及由此展开的17个三级指标、87个四级指标。其中，除9个四级指标为“建议披露”外，其余均为“不遵守即解释”。此外，还给出了“强制披露”的内容，包括“公司管治常规、董事的证券交易、董事会、主席及行政总裁、非执行董事、董事会辖下的委员会、核数师酬金、公司秘书、股东权利、投资者关系、风险管理及内部监控”11个三级指标及32个四级指标。

2. 润灵环球责任评级

润灵环球责任评级（Rankins CSR Ratings, RKS）是原润灵公益事业咨询研究与公众产品部，成立于2007年，在上市公司社会责任报告评级、中国上市公司 ESG 可持续发展评级、社会责任投资者服务三大领域开展专业工作，自主研发了国内首个上市公司

^① 香港联合交易所《环境、社会和治理指引》只包含E（环境）和S（社会）指标，G（治理）指标的指引来自于《企业管治守则》。《企业管治守则》中将指标的披露分为“守则条文”和“建议最佳常规”，其中“守则条文”的效力基本等同于“不遵守即解释”，“建议最佳常规”的效力基本等同于“建议披露”。因此，为统一标准，本文沿用“不遵守即解释”和“建议披露”的分类。

社会责任报告评级系统，并于每年年末召开 A 股上市公司社会责任报告高峰论坛。RKS - ESNG（经济—社会—自然—治理）可持续发展评级体系是润灵环球研发并推出的针对社会责任投资者适用的主动筛选工具，从四个维度对被评估企业进行全方位的可持续发展评级。E——经济类指标；S——社会类指标；N——自然类指标；G——治理类指标。零级指标下共设 15 个一级指标、56 个二级指标。指标属性共分四类：F1 是可从企业公开资料中获取数据的指标，F2 是需以问卷形式获取企业内部数据的指标，J 是需实施专家打分法的指标，Y 是需引用其他机构评价结果的指标。

MCT 2012 - 1.2i 版评级体系从 Macrocosm（整体性）、Content（内容性）、Technique（技术性）、industry（行业性）四个零级指标出发，分别设立一级指标和二级指标对上市公司发布的社会责任报告进行全面评价，设置了包括“战略”“利益相关方”“劳工与人权”“公平运营”“信息可比”“可信度与透明度”等 15 个一级指标、63 个二级指标（不含行业性指标）。考虑行业差异性，设立行业性指标——i 值，并按照中国证监会行业分类标准将上市公司分为 22 类行业。MCT 评分采用结构化专家打分法，满分为

100 分，其中整体性评价 M 值权重为 30%，满为 30 分；内容性评价 C 值权重为 45%，满分为 45 分；技术性评价 T 值权重为 15%，满分为 15 分；行业性评价值权重为 10%，满分为 10 分（综合业与其他制造业无行业性指标评价，内容性评价权重调整为 50%，满分 50 分；技术性评价权重调整为 20%，满分 20 分）。

3. 《中国上市公司社会责任能力成熟度报告 (2016)》

《中国上市公司社会责任能力成熟度报告 (2016)》蓝皮书由中国企业管理研究会社会责任专业委员会和北京融智企业社会责任研究院联合发布，是继 2015 年之后此系列发布的第 2 本社会责任评级。报告系统地评价了中国上市公司的社会责任能力建设水平，分行业、分区域进行了评价。报告指出，我国上市公司社会责任能力建设水平低下，高达 98% 的公司社会责任能力成熟度得分低于 60 分，整体处于弱能级。上市公司的经济价值创造能力普遍突出，社会责任推进管理严重不足，环境价值创造能力和社会价值创造能力都亟待提升。

具体指标方面，设计了“社会责任理念与战略、社会责任推进管理、经济价值创造能力、社会价值创

造能力、环境价值创造能力、合规透明运营能力”6 个一级指标，及由此展开的“责任理念”“为客户创造价值”“信息披露”等 21 个二级指标和“营业收入”“合同履约率”等 65 个三级指标。利用专家打分法分别考察企业社会责任能力成熟度一级、二级、三级指标的相对重要性，最终确定赋权值。

4. 《中国企业社会责任研究报告（2016）》

《中国企业社会责任研究报告（2016）》由社科院发布，为连续第八年编制，对中国企业 300 强、省域国企、国企 100 强、民企 100 强、外企 100 强以及电力、家电、房地产等 16 个重点行业的社会责任发展指数进行了系统研究。

5. 中证指数有限公司发布的中证财通中国可持续发展 100（ECPI ESG）指数

该指数是为财通基金创新定制，反映沪深 300 中 ECPI ESG 评级中前 100 只股票的走势。

6. 中国公司治理评价研究

国内外对公司治理评价与指数的研究经历了从基础理论研究，公司治理原则与应用研究，到公司治理评价系统与治理指数研究的过程，从商业机构的公司治理评价发展到非商业性机构的公司治理评价。最初的商业性机构公司治理评价，如 1998 年标准普尔公

司（S & P Co.）创立的公司治理服务系统，2001 年以后，非商业性机构的公司治理评价研究在一些国家和地区迅速发展，如世界银行公司治理评价系统、中国公司治理指数系统、日本公司治理评价系统（CGS、JCGIndex）、中国香港和台湾地区学术机构对公司治理评价的研究等（南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组，2006）。不同的公司治理评价系统各有分类方式和侧重点，或是看重外部力量的影响，或是以股东主权为核心，或是以董事会治理为重点等。

中国证监会早在 2002 年 1 月就颁布了《上市公司治理准则》，对股东权利、股东大会的规范、控股股东行为、董事的选聘程序、董事的义务、董事会的构成、董事会的职责、董事会专门委员会、监事会的职责、信息披露、绩效评价与激励约束机制以及利益相关者的利益保护等方面都做了明确规定。2018 年 9 月 30 日，为进一步推动上市公司规范运作，提升公司治理水平，保护投资者合法权益，中国证监会对 2012 年《上市公司治理准则》进行修订并正式发布，修订的重点包括以下几个方面：一是紧扣新时代的主题，要求上市公司在公司治理中贯彻落实创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，增加上市公司党建要求，强化上市公司在环境保护、社会责任方面的

三、上市公司 ESG 评价国内研究现状

引领作用。二是针对我国资本市场投资者结构特点，进一步加强对控股股东、实际控制人及其关联方的约束，更加注重中小投资者保护，发挥中小投资者保护机构的作用。三是积极借鉴国际经验，推动机构投资者参与公司治理，强化董事会审计委员会作用，确立环境、社会责任和公司治理（ESG）信息披露的基本框架。四是回应各方关切，对上市公司治理中面临的控制权稳定、独立董事履职、上市公司董监高评价与激励约束机制、强化信息披露等提出新要求^①。

南开大学李维安教授从 2003 年开始建立中国上市公司治理评价系统。该评价指标体系的设置关注中国上市公司面临的治理环境特点，侧重于公司内部治理机制，强调公司治理的信息披露、中小股东的利益保护、上市公司独立性、董事会的独立性以及监事会参与治理等，从股东权利与控股股东、董事与董事会、监事与监事会、经理层、信息披露以及利益相关者六个维度，设置 80 多个评价指标，以对中国上市公司治理的状况做出全面、系统的评价。此后持续完善并建立了公司治理评价指数，逐年对上市公司治理

^① 资料来源：http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201809/t20180930_344905.html。

进行评价。在对中国上市公司治理进行了连续十年的评价之后，李维安认为，公司治理进入阳光下治理新阶段后，中国上市公司治理合规性提高，但公司治理的有效性偏低，这是我国上市公司治理面临的最突出问题（李维安，2012年）。

北京师范大学高明华 2007 年开始推出中国公司治理分类指数报告，采取分类的方法评价公司治理水平，包括中国上市公司中小投资者权益保护指数、中国上市公司董事会治理指数、中国上市公司企业家能力指数、中国上市公司财务治理指数、中国上市公司自愿性信息披露指数、中国上市公司高管薪酬指数六类指数，此报告只发布分类指数而不是综合指数。

此外，中国社科院世经政所治理研究中心与其他机构合作，2005 年开始对中国最大的 100 家上市公司的治理情况进行评价，从股东权利、对股东的平等待遇、公司治理中利益相关者的作用、信息披露和透明度、董事会和监事会六大方面建立指标体系，涉及的各类指标 100 多个。此后，社科院世经政所从股权结构与股东权利、董事会与监事会运作、信息披露与合规性以及薪酬激励等方面对中小板、创业板上市公司的治理水平进行系统性评估。

7. 关于上市公司绿色发展的研究

国际上使用较多的企业环境绩效评价包括 GRI 可持续发展报告指南、ISO14031 标准、WBCSD 环境绩效评价标准等，我国对企业环境（绿色）方面的评价包括政府部门和社会研究两类。

在政府部门评价方面，2005 年原国家环保总局发布了《关于加快推进企业环境行为评价工作的意见》，同时下发了《企业环境行为评价技术指南》，从污染排放指标、环境管理指标、社会影响指标三方面构建了企业环境行为评价指标体系；2015 年，环境保护部和发展改革委发布《关于加强企业环境信用体系建设的指导意见》，从污染防治、生态保护、环境管理、社会监督四个方面制定了共 21 个指标，并为每项指标设置了权重。2016 年 8 月 31 日，中国人民银行、财政部、国家发展和改革委员会、环境保护部、原中国银监会、中国证监会、原中国保监会印发《关于构建绿色金融体系的指导意见》中提出“支持绿色企业上市融资和再融资”，但对于“绿色企业”的认定标准却尚未明确。

在社会研究方面，针对绿色金融的研究较多，专门针对企业进行绿色指标评价的较少。比较完整的包括：2015 年 8 月，中国社会科学院城市发展与环境

研究所等出版首部企业蓝皮书《中国企业绿色发展报告 NO. 1 (2015)》，从绿色经营管理（绿色发展总体情况、绿色办公、绿色责任担当），绿色产品和技术（绿色产品、绿色技术），节能环保绩效（节能降耗、污染防治）三个维度构建了中国企业绿色发展评价三级指标体系。基于该指标体系，对 2013 年所有公开发布企业社会责任报告的 586 家中国企业进行评价，采取专家打分法对照企业社会责任报告中各个方面的指标进行打分，取各个专家打分的平均值。2017 年 7 月，联合国工业发展组织（UNIDO）—联合国环境规划署（UNEP）绿色产业平台中国办公室（UNIDO - UNEP）发布《中国企业绿色评价研究》报告。报告构建了由 311 个指标构成的中国企业绿色评价指标体系，并对 450 家上市公司和 700 家京津冀重点污染监控企业进行了排名。中央财经大学绿色金融国际研究院多年来对绿色金融相关问题进行了深入研究，2017 年 6 月 14 日公开发布“绿色领先股票指数”方法学。该指数该方法学由企业“绿色表现”的定性指标（绿色发展战略及政策、绿色供应链的全生命周期来判断其绿色发展程度），企业“绿色表现”的定量指标（碳排放量、用水量、用电量，特别是绿色收入占比等数据），企业负面环境新闻及环

保处罚三大部分构成，最后利用专业的计量方法将三大部分分数加总并排序，给企业绿色表现排名。以沪深 300 股票为样本，挑选绿色表现前 100 名形成“沪深 100 绿色领先股票指数”，为投资人提供绿色投资的相关信息。

此外，还有研究针对上市公司环境信息披露情况进行评价。例如《中国上市公司环境责任信息披露评价报告》，针对 2015 年发布环境信息报告的 747 家企业进行关于信息披露的评价。复旦大学环境经济研究中心、公众环境研究中心、中国环境新闻工作者协会等机构也对企业披露环境信息情况进行了统计分析。

（二）现有研究的特点

从已发布的研究报告来看，与国外相比，目前国内的相关研究还处于起步阶段。不仅缺乏专门针对上市公司 ESG 指标进行评价的研究，对上市公司履行社会责任、绿色发展情况进行单独评价的研究也存在一定局限性。

1. 对 ESG 的认识存在争议，缺乏系统性研究

一方面，针对 ESG 的定义和内涵还未达成共识，现行的社会责任评价包含了 E 和 G 的内容；另一方

面，当前国内鲜有按照 ESG 评价框架展开系统性研究的文献，多为针对 E、S、G 的单项评价，且未结合我国国情具体界定评价指标体系等问题。从现有单项评价来看，主要存在以下特点：一是对 E 和 G 的单独研究较多，S 单独研究较少；二是大多进行了分行业、分地区研究；三是指标体系的设计较为繁杂；四是评价方法多为专家打分法。

2. 现有社会责任评级研究的社会认知度和市场影响力有限

当前对上市公司社会责任评级的社会认知度和市场认可度不高，究其原因，一是研究相对分散，除研究机构外，基金公司等金融企业也进行了相关研究，但均各成一派，缺乏有绝对说服力的指标体系和评价方法；二是部分研究只公布评价结果，不公开评价指标和评价方法，评价本身缺乏透明度；三是缺乏长期的跟踪研究，不具备连续性；四是照搬国外指标，缺乏依据我国国情的独立判断；五是评价方法大多为指标赋权法，权重设计主观性较强，不同评级机构对同一指标的赋权差别较大。

3. 进行评价的数据基础较为薄弱

现有研究主要数据来源包括上市公司财报、社会责任报告等公开披露，来自媒体、第三方组织提供的

数据，内部研究员实地调研获得的数据资料等。相对于指标设计，ESG 相关指标的数据来源是个难题。这一方面是因为当前我国并未针对 ESG 相关信息披露提出明确要求，大量企业并未进行 ESG 相关信息的披露；另一方面，已披露的社会责任报告等公开报告也多以描述性披露为主，偏重于宣传各自的业绩和环保、社会责任成绩，对一些负面指标鲜少涉及，且不同企业披露数据差别较大，不具备可比性。此外，存在部分评价机构依据经验和内部数据倒推评价体系的现象，缺乏科学性和可操作性。

（三）对构建 ESG 指标体系的启示

1. 根据我国国情，界定 ESG 的具体涵义

首先要在理论研究的基础上，结合国际发展趋势，定性描述 ESG 的内涵；其次要结合我国国情，兼顾科学性和现阶段数据的可得性，设计评级指标体系。

2. 注意区分综合和分类评价

从监管机构的角度来说，综合评价指数具有普遍意义，而对投资机构而言，分行业的评价框架对引导投资更有帮助。从目前情况来看，应尽快出台关于 ESG 信息披露的一些指引和政策，指导企业特别是上

上市公司完善信息披露并进行监管。可考虑进行一定程度的强制披露，通过制定更具有针对性、更为精细化的规则和标准，进行综合评价评级，推进相关工作。加大奖惩力度。基金公司等投资机构可以在此基础上进一步进行分类评价，加大 ESG 在其资金风险管理中的权重，督促上市公司进行信息披露。

3. 处理好争议指标的设计

一是一些属于法定层面履行义务的指标是否包含在内，例如税收、不破坏环境等履行法定义务的指标等。二是一些兼具 E、S、G 两种或三种释义的指标归属问题，避免重叠。三是对投资机构来说，投资 ESG 企业控制风险比获取收益更为重要，因此要处理好正面指标和负面指标的关系。

四、“中国上市公司 ESG 评价体系”课题研究说明

（一）研究目标

本研究旨在针对中国上市公司建立一套具有中国特色的、完整的 ESG 评价体系，以达成如下目的：

1. 服务政府和监管机构

使相关部门对企业的外部风险有更加及时、充分、全面的了解，更全面完整地评估企业绩效。一方面，促进社会稳定以及经济的可持续发展，使得企业发展符合宏观经济转型方向；另一方面，有助于提前做好风险防范的准备，降低企业违规概率。

2. 引导企业

强化中国上市公司的社会责任意识，激励其承担社会责任，提高综合竞争力。

3. 引导投资者

鼓励投资者将 ESG 信息纳入投资决策，缓解决策短期化问题，推动资本市场从短期投机盛行转向长期价值投资为主。

（二）研究特点

1. 注重研究结果的政策导向，尽量克服市场研究的缺陷

由于本书编者属于政策研究机构，尽管该课题面对的评价对象是企业 and 市场，但仍以政策研究为主基调。因此，本研究注重全局性、战略性、前瞻性和长期性，为监管部门和行业自律提供标准，为投资者提供投资方向，引导上市公司、投资者行为，确保评估体系与宏观经济转型方向相契合。与此同时，尽量克服已有市场研究的缺陷，增加客观性、独立性和透明度。

2. 国际经验和中国特点相结合

一方面，ESG 已经是一种国际潮流，因此本研究在评价体系设计和实施等方面，对国际经验必定有所借鉴。

另一方面，评价体系要反映中国特点。我国是发展中国家，有特殊的发展阶段和国情，因此不能一味照搬和模仿国外经验。

例如，E、S、G 在我国和西方发达国家有不同的含义和侧重点。以环境为例，我国和西方对绿色企业和绿色项目的界定标准存在不同。西方对化石能源完

全排斥。近年来欧美国家兴起了一股化石燃料撤资运动，即投资者减持或配售手中持有的石油、天然气和煤炭等化石燃料行业的股票，通过以脚投票的方式，向其施压，以迫使化石燃料企业向低碳燃料供应商转型。我国对化石能源并不是一味排斥，煤炭、石油的节约高效使用都属于绿色项目。此外，在治理和社会问题方面，我国也有自己的特色。本研究将力图把握这些不同。

3. 研究力求全面、深入

一是财务信息和非财务信息相结合，定性、定量指标相结合。

二是正面信息和负面信息相结合。在中国 ESG 信息披露领域，目前的现实是，重污染行业上市公司已经开始披露相关环境信息，但披露时有很大的选择性，即以正面信息为主，环境投入信息披露相对较多，回避可能有负面影响的资源消耗以及污染物排放的数量信息。本评价体系将力求避免这一问题。

4. 尽量简洁、可操作性强

本研究将力求设计一套简洁实用、重点突出的 ESG 评价体系，避免过于复杂，避免指标堆砌。

（三）研究方法

- 国际、国内比较研究。
- 实证研究：针对全样本上市公司进行指标测试。
- 主要依据素材：上市公司年报、上市公司企业社会责任报告、政府部门公告、相关研究结果和新闻报道。

（四）ESG 的内涵

在本研究中，ESG 有其特定内容，既吸收国际上的广泛认识，也体现中国特点。

总体而言，ESG 是一种开放包容的理论体系和政策框架，是“创新、协调、绿色、开放、共享”新发展理念在资产管理领域得以贯彻落实的适当载体；ESG 是一种关于如何发展的价值观，它将目标公司置于相互联系、相互依赖的社会网络之中，将个体活动映射到整个社会网络，将公共利益引入公司价值体系，更加注重公司发展过程中的价值观和行为，以及由此带来的公司与社会价值的共同提升，而非孤立的单一公司的财务结果。

具体而言，ESG 三个价值支柱即环境（E）、社

会（S）和公司治理（G）。E 是指公司应当提升生产经营中的环境绩效，降低单位产出带来的内外环境成本；S 是指公司应当坚持更高的商业伦理、社会伦理和法律标准，重视与外部社会之间的内在联系，维护人的权利、相关方利益以及行业生态的帕累托改进；G 是指公司应当完善现代企业制度，围绕受托责任合理分配股东、董事会、管理层权力，形成从发展战略到具体行动的科学管理制度体系。在具体指标体系设计中，其内涵体现为对 ESG 正负两个方面信息的关注。

1. 正面信息

E 重点强调企业的绿色增长，包括绿色投入情况、绿色研发情况、节能计划、资源使用效率等。

S 重点强调企业在创造利润、对股东和员工承担法律责任之外，还要承担对消费者、社区和环境的责任，企业的社会责任超越把利润作为企业唯一目标的传统理念，强调企业在生产过程中对人的价值的关注，对环境、消费者、对社会的贡献。例如税收、就业、向员工支付的工资、公益支出（投入）、捐赠、员工培训（投入，时间）、（精准）扶贫投入、客户满意度等。

G 重点强调公司治理是否最终达成利益相关者的

共同治理，考虑到职工、客户、社区等部分归于社会价值部分，本部分的评价主要从股东、管理层、债权人的制衡入手，引入“现金分红率”“资本回报率”“利息保障倍数”等指标。

2. 负面信息

相关的研究和调查表明，上市公司一旦发生重大负面事件，将会立刻在股票价格上有所反映，不仅对投资者造成损失，而且可能对企业的长远发展产生不利影响。例如，根据《中国基金业责任投资调查报告 2013》，在 ESG 议题方面，产品质量和安全事件对上市公司股价造成实质的负面影响最大；其次是公司治理问题和财务造假。关于行业，基金经理认为责任投资对采掘业、农林牧渔、电力煤气及水的生产和供应等与能源、资源相关的行业影响最大（见图 4-1）。这些反馈较好地反映了现时中国市场的 ESG 特征。

商道新闻追踪系统选取国内媒体所发布的涉及上市公司 ESG 问题的报道。他们对在中国大陆、香港和台湾地区经营的近 2 000 家上市公司进行了长达一年半（2009 年 11 月至 2011 年 7 月）的追踪，搜集了 503 家公司的 676 个负面新闻报道。基于追踪系统的统计，结论如下：

四、“中国上市公司 ESG 评价体系”课题研究说明

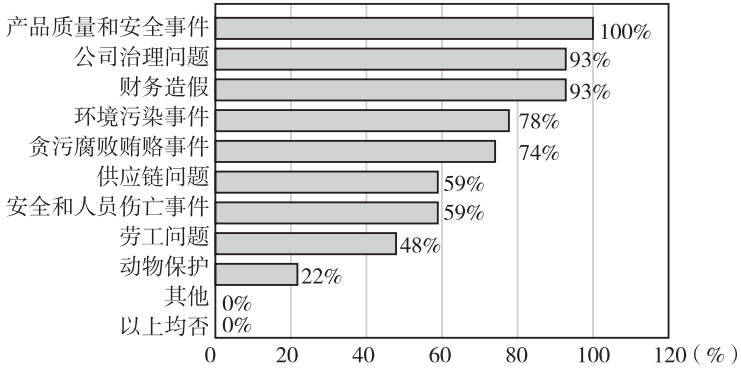


图 4-1 基金经理认为的重大 ESG 负面事件

资料来源：China SIF，《中国基金业责任投资调查报告 2013》，2013。

(1) 中国上市公司面临的最紧迫的 ESG 问题属于社会问题这一范畴，排名第一的是职业健康和安全事故（占预警信息总量的 40% 以上）；排名前五位 ESG 问题分别是职业健康和安全、贪腐和欺诈、环境和工业污染、商业道德以及产品安全。

(2) 在中国，面临 ESG 风险最大的行业是第二产业，相比之下，第一产业和第三产业面临的风险要小得多。第二产业中又以制造行业面临的 ESG 风险最大，占预警信息总量的 55% 以上。面临 ESG 风险最大的前五个行业分别是制造、采矿、交通、金融服务和建筑。

(3) 面临 ESG 风险最大的前三家公司分别是中

国石油、中国石化和富士康。在研究期间，大多数公司都在某一个 ESG 问题上产生了一条预警信息（占所有公司的 87%）。录有两次或更多预警信息的公司所占的比例要小得多（占所有公司的 13%）。中国石油共录有了 22 条预警信息，换言之，该公司是 ESG 风险最大的公司。

综合各方面情况，本指标评价体系重点关注企业负面信息和风险事件的相关内容，包括：

E 重点强调能源消耗量、污染成本、碳排放等情况，以及企业的重大环保违规事件。

S 重点强调产品质量和安全、员工职业健康受损情况、贪腐和欺诈情况、客户投诉等情况。

G 重点强调包括大股东变现、高管离职、关联交易、违规处罚等情况。

（五）ESG 指标评价体系设计的整体思路

一是注重研究结果的政策导向，克服市场研究的缺陷，为监管者提供参考。对于协会等监管部门而言，ESG 评级不是替代投资者做判断，而是要政策引导，通过敏感数据揭示市场没有关注到的提前量，把敏感数据凸显出来，给增加值但不做判断，给提醒但不做结论。

四、“中国上市公司 ESG 评价体系”课题研究说明

二是重点关注上市公司 ESG 的绩效表现。首先用少量的定量指标进行基本排序，其次利用辅助指标进行调整，最终将样本上市公司排序并划分为 A、B、C、D 四档。

三是 ESG 不在于把 E、S、G 三者加总的价值，而在于三个分类指标的各自价值，便于使用者根据自身需要截取有效信息。

四是注重指标的简洁性、代表性和综合性，避免指标过多，权重分散，造成次要指标和不可靠指标对整体评价效果的干扰。

五是正面指标和负面指标结合，以正面指标为主，负面指标作为降档指标，通过负面指标增加区分度，对关键因素实现“一票否决”。

六是定量指标和定性指标相结合。定量指标为主，作为关键指标和评价基础；定性指标为辅，作为调整指标。

七是综合处理 E、S、G 的交叉性指标。

八是当前指标体系还需要进一步完善，目前首先是保证了理论性和可操作性，完备性及最终的结果还需要进一步检验。

五、上市公司环境因素（E） 评价体系：构建及应用

（一）当前我国主要企业环境评价体系介绍 及本评价体系特点

ESG 评价中，针对环境因素（E）的评价在我国早有实践。例如，从 2006 年起，环保部已经开始在全国各省、自治区、直辖市选择部分地区开展企业环境行为评价的试点工作，2013 年 12 月环境保护部、国家发展和改革委员会、中国人民银行、原中国银监会联合颁布《企业环境信用评价办法（试行）》，对企业环境信用评级的指标、方法、程序、披露等进行了规定。近年来，各类市场主体纷纷介入企业环境因素评价领域，较为突出的成果包括“上证 180 碳效率指数”、工商银行“ESG 绿色评级与压力测试”等。表 5-1 列示了当前我国主要的企业环境评价体系的概况和特点。

五、上市公司环境因素（E）评价体系：构建及应用

表 5-1 当前我国主要的企业环境评价体系

评价体系的发布者和时间	评价体系概况	主要信息来源	主要目的（结论）
2006 年起试行，环保部“企业环境行为评价体系”。2013 年底，四部委《企业环境信用评价办法（试行）》	针对污染物排放总量大、环境风险高、生态环境影响大的企业而建立，包括污染防治、生态保护、环境管理、社会监督四个方面，共 21 个指标	环保部门通过现场检查、监督性监测、重点污染物总量控制核查，以及履行监管职责的其他活动制作或者获取的企业环境行为信息	为加快建立环境保护“守信激励、失信惩戒”的机制，督促企业持续改进环境行为，自觉履行环境保护法定义务和社会责任，并引导公众参与环境监督，促进有关部门协同配合，推进环境信用体系建设
2015 年 10 月，上海证券交易所和中证指数有限公司“上证 180 碳效率指数”	第一步，剔除样本空间内过去一年碳足迹超过 1 000（tonne CO ₂ /USD mln）的股票；第二步，剩余股票作为 180 碳效率指数样本。180 碳效率指数一级行业权重与上证 180 指数一级行业	基于英国环境数据和咨询机构 Trucost Plc 的碳效率数据	帮助被动式的机构投资者在追踪基准股指的同时，高效识别资源利用效率高的低碳行业和股票，降低投资中的间接碳风险，并提高机构投资者的绿色投资比重

中国上市公司 ESG 评价体系研究报告

续表

评价体系的发布者和时间	评价体系概况	主要信息来源	主要目的（结论）
	<p>权重相同；在每个一级行业内，样本股的权重分配与其碳足迹的倒数成正比</p>		
<p>2017 年 7 月，工商银行 ESG 绿色评级与压力测试</p>	<p>三大维度、17 个子项、32 关键指标以及对应的评级方法学，对企业的污染物排放、环保信息披露程度、环保违规处罚及重大安全事故等指标给予了较高权重</p>	<p>中国工商银行内部的客户信息、中证指数研究院和 Trucost 公司的外部数据</p>	<p>绿色评级主要目的是为银行识别、选择客户提供重要工具，推动银行资产负债表的绿色化。基于企业 ESG 评级分别开发了绿色投资指数和绿色发展指数。前者为关注可持续发展的投资者提供了资产配置的依据；而后者则为监管者判断相关行业的可持续发展变化走势，以及制定相应的行业政策导向提供参考</p>

五、上市公司环境因素（E）评价体系：构建及应用

续表

评价体系的发布者和时间	评价体系概况	主要信息来源	主要目的（结论）
环保部直属机构中国环境新闻工作者协会《中国上市公司环境责任信息披露评价报告》（2012年、2013年、2015年）	对上市公司环境责任信息披露水平进行整体评价	向业内专家发放环境责任指标体系和权重的调查问卷，利用层次分析法（AHP）建立环境责任信息披露评价指标体系和权重	上市公司是我国发布环境责任信息报告比例最高的板块，但仍处于发展阶段，整体水平尚存较大上升空间。行业间环境信息披露质量水平存在明显差距

与已有企业环境评价体系相比，本研究构建的评价体系主要具有如下特点：

1. 兼具政府和市场双重视角

现有的评价体系，或者主要从政府视角出发（如环保部企业环境行为评价体系），或者主要从市场角度出发（如上证180碳效率指数和中国工商银行绿色评级），本评价体系则试图二者兼具。

兼具政府和市场双重视角的含义在于：一是指目标上的兼顾。一方面，本评价体系旨在通过揭示现有环境信息披露、环境风险管理绩效等方面的不足，督促企业持续改进环境行为，从而为政府对企业环境风险的调控和监管提供直接服务。另一方面，通过本评

价体系揭示企业环境风险管理的发展方向，间接服务于资本市场投资者（帮助其调整投资组合、重塑投资策略等）。二是在评价指标、信息来源、标杆选择等方面体现全面性，不受单一视角的局限。例如，在环保部企业环境行为评价体系中，环境绩效指标主要指污染物排放，信息来源主要为环保部门自己的检查监测结果。在上证 180 碳效率指数中，环境绩效指标主要指碳排放，信息来源主要为 Trucost Plc 的碳效率数据。以上指标不论从指标还是信息来源看都比较单一，本体系则力图构建内涵丰富的评价指标以及多方面的信息来源，进行综合评价。

2. 首要目的并非直接服务于投资者，而是为了政策和监管规则的调整改善

目前国际上多数主流的 ESG 评价体系，如 MSCI、道琼斯、富时集团等，首要目的均在于通过评级构建 ESG 相关指数系列，从而为投资者服务。我国也是如此。例如，上证 180 碳效率指数是国内首只基于碳效率的交易型指数；中国工商银行绿色评级的首要目的虽然在于“作为传统信用评级的有效补充，为银行识别、选择客户提供了重要工具，有助于防范环境和社会风险，推动银行资产负债表的绿色化”，但在绿色评级基础上开发出来的绿色投资指数，其目

的也在于为关注可持续发展的投资者提供资产配置的依据。如果基于服务投资者的目的来设计评价体系，就必须对基于评价体系的绿色投资指数的市场表现进行测试。例如，在中国工商银行的绿色评级下，针对上证 180 企业的 ESG 评级结果显示，样本企业的总体 ESG 表现在近两年来取得了较大的进展，而以 ESG 评级为权重重新构建的 180 绿色投资指数则显示出了比上证 180 指数更好的长期回报。

相比之下，本评价体系的首要目的并非直接服务于投资者，既不是直接帮助投资者进行投资决策，也不是用于投资策略研究，而是直接服务于监管机构；最主要成果并非用于构建绿色投资指数，而是用于监管规则，特别是信息披露规则以及相关环境风险管理政策的调整和改善。

对于环境风险因素的认知，不同人有不同的看法，对一个投资者而言很重要的因素，未必对另外的投资者重要。本评价体系旨在从中国政府的角度出发，选择绿色发展相关的最重要考虑因素，为企业和投资者决策提供方向性引导。投资者可以根据本评级结果自己构建投资组合，但这不是本研究的直接目的。

3. 考虑中国特色

其一，对化石能源行业并不简单排斥。

近年来欧美国家兴起了一股化石燃料撤资运动，对化石能源采取完全排斥的态度，凡是石油、天然气和煤炭等化石燃料行业的股票，均被排除在投资组合之外，即投资者对此类企业完全“以脚投票”。这种态度反映在 ESG 评级上，意味着对化石能源行业全盘否定，直接给予极低分甚至零分。这种态度在我国并不合适。主要原因在于：

其一，尽管我国以煤炭为代表的化石能源造成了严重的生态环境影响，但基于我国资源禀赋以煤为主的事实，煤炭在未来相当长一段时间内仍旧将占据主导地位，清洁能源只能是辅助能源，不能成为主力，煤炭的清洁、高效、低碳利用之路是一个重要方向，不可能像西方某些投资者那样对煤炭、石油等化石能源一味排斥，完全排除在投资组合之外。有鉴于此，在评价体系设计时，尽管对煤炭、石油等行业给予较低的行业评分，但并不简单归属于最低等级，化石能源的节约高效使用、企业较高的信息披露质量、传统业务向绿色业务的转型程度等指标都会影响最终环境评分。

其二，在环境绩效考核方面重视能耗和污染物指标，而不仅仅是温室气体排放指标。

目前，发达国家对环境因素进行评价时，重点考

五、上市公司环境因素（E）评价体系：构建及应用

虑的往往是气候变化问题，关注的也往往是温室气体排放这一单一指标。任何企业都会产生温室气体排放，因此有关环境因素的分析总是从这一指标入手，很符合逻辑。不过，仅仅考虑温室气体排放指标并不能反映企业全部的环境风险暴露情况，这恰恰是当前全球范围内环境风险披露的弱点所在。例如，有研究认为，目前 ESG 因素并没有被广泛地披露报告。有 64% 的标普 500 公司披露报告其碳排放强度，但只有 12% 披露报告其来自可再生资源的能源消耗比例。^①此外，对许多国家特别是发展中国家而言，在关注气候变化的同时，也需关注环境污染治理问题。只考虑碳排放指标显然无法反映发达国家和发展中国家这种差异。

在我国，重要性不弱于治理温室气体排放的重大任务包括降低能耗和减少污染物排放。2017 年政府工作报告确定的当年发展主要预期目标中，环境目标是“单位国内生产总值能耗下降 3.4% 以上，主要污染物排放量继续下降”。有鉴于此，在设计环境评价体系时，单纯考虑温室气体排放是不够的，还需要针

^① <https://www.gsam.com/content/gsam/global/en/market-insights/gsam-insights/gsam-perspectives/2015/esg/qis-article.html>

对我国现实情况，综合考虑碳排放、污染物排放、能耗指标等多种因素，且给予我国面临的最迫切挑战——污染问题给予更高权重。

4. 指标的选取既注重内涵的丰富性，又注重简洁性

有的评价体系追求大而全，包含数十个、甚至成百上千个具体指标，导致不仅难以理解，而且重点并不突出；还有的评价体系专门强调某一方面的内容（如碳效率或者污染治理），无法全面反映真实情况。本评级体系选取尽量少但又内涵丰富的指标，力图兼具丰富性和简洁性。例如，以往不少评价体系会同时关注企业对环境的战略、政策、计划、管理、绩效等问题，因此导致评价指标非常繁复，而本评价体系则重点关注绩效，而不去考察企业的环境战略和政策，因为再多的战略、规划、政策都最终要落实到行动上，体现到绩效结果上，否则都只是空中楼阁，并无太大意义。从这个角度看，本体系实际上测评的是当前上市公司环境管理和绿色发展的实际状况和真实水平，不看他们怎么说，而是看他们怎么做；评价的目的也在于为监管部门出台上市公司强制环境信息披露规则（最低标准，而非最高标准）提供决策服务。

（二）环境因素（E）评价体系基本框架

1. 模型基本思路（见图 5-1）

企业环境评价主要受以下因素的影响：

首先，看拟评价的企业本身所面临的环境风险的严重程度。如果企业本身属于环境友好的行业，自身又无环保劣迹和违规行为，则自然给予高评级；反之，如果企业本身处于蕴含重大环境风险的行业，自身又出现过重大环境违规甚至违法事故，则自然给予低评级。

其次，看拟评价的企业对环境信息披露的质量和水平。目前，环保部、上海证券交易所、深圳证券交易所等对上市公司环境信息披露都有一定的要求，尽管多数披露要求均不是强制性的，对披露的内容和格式也尚无定规，但在绿色发展已上升为国家战略并且日益成为社会共识的背景下，如果企业能够按照现有指引要求主动进行高水平、高质量的环境信息披露，则能够一定程度反映出企业对大势的准确把握和向绿色转型的积极行动，符合监管的发展方向，应该予以高评级；反之，如果企业根本不重视环境信息披露，认为该事项与己无关，或者只是敷衍了事，环境披露中根本不包括关键信息，则应给予低评级。

最后，看拟评价的企业对环境风险管理的绩效。有效的环境风险管理，意味着要关注两方面内容：一是最小化环境因素造成的负面效应；二是最大化环境因素的正面效应。相应地，环境绩效分为正面和负面两个方面。正面绩效评价企业在绿色发展转型方面所取得的成果，只有企业本身的发展与绿色发展的大趋势相吻合，企业发展才能建立在可持续基础上；负面绩效反映企业自身的运营活动对环境造成的负面外部效应。企业正面绩效越大，负面绩效越小，则应该给予高评级；反之，企业正面绩效越小，负面评级越大，则应该给予低评级（见图 5-1）。

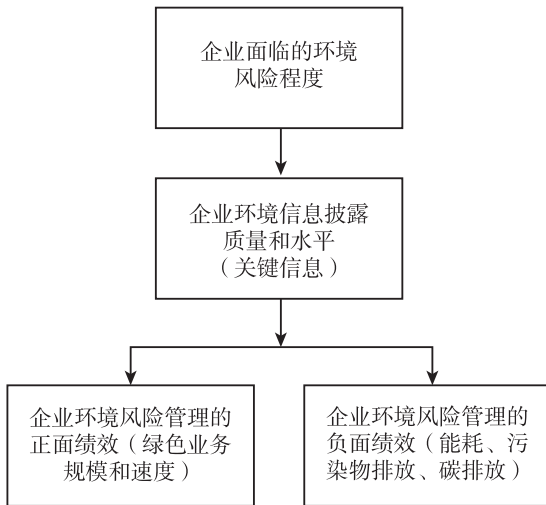


图 5-1 企业环境评价体系的设计思路

2. 模型基本指标

模型基本指标包括四大类一级指标：一是整体信息环境风险暴露，评价上市公司所处行业以及企业自身所面临的环境风险严重程度；二是环境信息披露的水平和质量，评价上市公司是否进行了相关的环境信息披露，包括是否仅仅进行了定性描述，缺乏定量描述？是否披露了关键信息等；三是环境风险管理绩效——负面指标，评价上市公司经营行为对环境造成的负面外部效应，选取能耗、污染物排放、碳排放作为衡量环境负外部性的三个关键指标；四是环境风险管理绩效——正面指标，评价上市公司绿色业务的发展情况以及绿色转型情况。

四大类一级指标下又包括十个二级指标。指标体系的描述见表 5-2。

表 5-2 上市公司环境责任（E）指标

一级指标	二级指标	指标释义	评价目的
1. 整体环境风险暴露程度	(1) 行业环境风险暴露系数	衡量不同行业的环境风险敏感程度，如“两高”行业具有更高系数	鼓励企业向绿色产业转型
	(2) 企业环境风险暴露系数	衡量个体企业的环境风险敏感程度，如上一年度受到环保处罚的企业具有更高系数	借助环保部门已有的环境信用评级结果识别企业面临的环境风险

中国上市公司 ESG 评价体系研究报告

续表

一级指标	二级指标	指标释义	评价目的
2. 环境信息披露水平	(3) 企业是否披露了相关信息	企业在年报、社会责任报告等媒介中是否对自身环境信息进行了披露	衡量环境信息的可及性。既然绿色发展是每个企业都应尽的业务，所有企业都应该进行相关环境信息披露
	(4) 企业环境信息披露是否包括关键定量指标	关键定量指标包括正面指标和负面指标，其中负面指标是指企业环境因素造成的负面外部效应，如污染物排放和碳排放等；正面指标指企业环境因素造成的正面外部效应，如绿色业务增长情况、绿色研发投入等。同时，披露了正面和负面关键指标的企业，比没有披露关键指标或者只披露部分关键指标的企业得分更高	鼓励企业提高环境信息披露的质量，提高信息的相关性和内容含量，增加对投资者的有用性
3. 企业环境绩效——负面情况	(5) 能耗指标	反映企业能源消耗量的数据指标，如万元产值综合能耗、单位节能量等。如企业能耗指标低于行业平均值，应有更高得分	鼓励企业降低能耗

五、上市公司环境因素（E）评价体系：构建及应用

续表

一级指标	二级指标	指标释义	评价目的
3. 企业环境绩效——负面情况	(6) 污染物排放	衡量企业各类污染物排放水平（大气、水、固体废物等）是否低于环境质量标准？是否优于行业平均水平？如企业污染物指标低于行业平均值，应有更高得分	鼓励企业减少污染物排放
	(7) 碳排放强度	衡量企业的温室气体排放水平是否低于环境质量标准？是否优于行业平均水平？如企业碳排放强度低于行业平均值，应有更高得分	鼓励企业减少碳排放
4. 企业环境绩效——正面情况	(8) 企业绿色业务占比	衡量企业绿色业务占比（如收入占比、利润占比、业务规模占比等）情况，如果超过行业平均水平，则给予更高评价	鼓励企业向绿色化转型
	(9) 企业绿色研发投入占比	衡量企业的绿色研发投入占整个研发投入中的比重，如果超过行业平均水平，则给予更高评价	鼓励企业绿色技术研发和绿色改造
	(10) 企业绿色投融资占比	衡量企业绿色投融资活动占整个投融资活动中的比重	通过企业自身的绿色投融资行为带动产业链以及其他相关企业向绿色化转型

此外，将获得环境违法违规处罚、发生重大环境风险事件列为调整降档指标；将企业环境信息披露内容获得有资质的独立第三方机构专门验证作为调整提档指标。

六、上市公司社会因素（S） 评价体系：构建及应用

（一）社会责任评价的内涵界定、信息来源和指标选取

企业社会责任通常指企业在创造利润、对股东和员工承担法律责任的同时，还要承担对消费者、社区和环境的责任，企业的社会责任超越把利润作为企业唯一目标的传统理念，强调企业在生产过程中对人的价值的关注，对环境、消费者、对社会的贡献。企业社会责任的内涵根据社会 and 经济发展不断变化、更新，但不脱离对股东、员工、客户和消费者、供应商、行业和市场、社区乃至社会整体的各个方面，对企业而言，由内而外、由近及远、由小到大。

对于上市公司社会责任的评价，多家机构都进行过系统研究，各具特色。本报告的社会责任评价，与其他评价不同在于：一是侧重于绩效，而非理念、战略、管理，主要把对股东、员工和社会的直接可计量贡献作为评价核心指标；二是区分历史和未来，把人

均税收、人均收入、ROE 和就业等作为社会责任的历史指标，把研发强度（研发费用/营业收入）作为社会责任的未来指标，并赋予其较高权重；三是不把上市公司社会责任报告本身作为评价指标，这是因为社会责任报告不是强制信息披露，而且社会责任报告总体披露比例较低、质量较差、客观性不足；四是由于 ESG 的环境、社会责任、公司治理三个维度都有交集，因此和单纯的社会责任评价不同，需要避免重复。例如环境的各相关因素，就不再纳入 ESG 评价的社会责任部分。

在数据信息来源方面，本报告试图把握三点：一是在社会责任报告不够翔实、全面、可靠、可比的情况下，从反映企业社会责任的本质因素出发，不囿于现有的社会责任报告披露信息；二是鉴于财务报告的一些指标数据能够反映企业社会责任的实质，重要性和可比性较高，经过审计真实性有保障，因此以财报数据为主作为评价指标；三是拓展外部数据和信息来源，引入政府数据和其他机构数据，形成一种涵盖企业自身、行业和市场、政府包括监管部门乃至全社会评价的社会责任评价。

在社会责任评价指标的选取方面，把握三点原则：一是选取重要指标，简化指标数量，避免指标过

六、上市公司社会因素（S）评价体系：构建及应用

多，权重分散，造成次要指标和不可靠指标对整体评价效果的干扰；二是正面指标和负面指标结合，以正面指标为主，负面指标作为降档指标，通过负面指标增加区分度，对关键因素实现“一票否决”；三是定量指标和定性指标相结合，定量指标主要是财务报告指标和社会责任报告中的可计量、可比较指标，定性指标主要是社会责任报告中社会责任相关的描述性指标。定量指标为主，作为关键指标和评价基础；定性指标为辅，作为调整指标。

（二）指标体系

社会责任评价指标体系的构建，主要根据上市公司的不同利益相关者，分为股东、员工、客户和消费者、上下游关系和债权人、同业和社会六项一级指标。在一级指标项下再设若干二级指标（见表6-1）。

表 6-1 社会责任评价指标体系

一级指标	二级指标	指标说明
股东	净资产收益率 (ROE)	报告期净利润/期末净资产

中国上市公司 ESG 评价体系研究报告

续表

一级指标	二级指标	指标说明
员工	员工人均收入	应付职工薪酬本年增加/员工人数
	员工培训	员工培训时间、人数及投入资金
	员工申诉	员工申诉率和申诉处理情况
	雇佣关系	劳动合同签订率 “五险一金”覆盖率
客户和消费者	客户满意度	客户对产品和服务的满意度
	客户投诉率	客户对产品和服务的投诉比例
	隐私保护	客户信息管理体系是否健全 是否发生泄露消费者信息事故
上下游关系和债权人	债务违约	公募债券违约或贷款、信托产品违约
	合同违约率	诉讼仲裁判定负有责任的合同违约的比例
	应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款净额 + 期末应收账款净额) / 2]
	应付账款周转率	营业成本 / [(期初应付账款 + 期末应付账款) / 2]
同业	公平竞争	是否有违法公平竞争行为或被处罚
社会	人均税收	(税金及附加 + 所得税) / 员工收入
	就业	员工人数
	研发强度	研发费用 / 营业收入
	公益支出	公益支出、捐赠、扶贫、支教、志愿者活动

六、上市公司社会因素（S）评价体系：构建及应用

续表

一级指标	二级指标	指标说明
安全	公众健康安全	是否发生危害客户和消费者健康的重大产品安全事故
	生产安全	是否发生员工伤亡和重大财产损失事故
	公共安全	是否发生危害公共安全的重大事故（包括环境污染事故）
企业信用	发改委失信名单	被列入失信被执行人、重大税收违法案件当事人名单、政府采购严重违法失信名单
	诉讼	法院做出终审判决或裁定需承担责任的
	政府行政处罚	政府有关部门处罚，除金融监管部门外，包括但不限于：发改、环保、食药监、物价、安监、税务、财政、工商等

考虑到安全和信用的重要性，单独再设两项一级指标。一级指标“安全”项下细分为公众健康安全、生产安全和公共安全三项二级指标。一级指标“企业信用”项下主要反映政府信用信息（其他上市公司信用信息已反映在上下游关系和债权人项下），细分为发改委失信名单、诉讼、政府行政处罚三项二级指标。

（三）评价方法

由于数据的可得性和重要性不同，所以对评价指

标体系中的不同指标采用不同的处理方式。将所有指标分为关键指标、调整指标和负面指标，以体现重点，避免重复，更好地利用不同覆盖面的数据，增强比较的公平性。

关键指标为数据完整且代表性高的核心指标，包括人均税收、就业、ROE、员工人均收入、研发强度等，主要来自上市公司财务报告。对关键指标分别赋权加总得到社会责任指数。对指标数据尽心归一化处理避免不同指标绝对值大小差异和分布差异对整体指数的干扰。

调整指标为重要性稍低、直接可比性稍弱或只有部分上市公司有披露的指标，包括公益支出、员工培训、员工申诉、劳动合同签订率、五险一金覆盖率、客户满意度、投诉率、隐私保护、雇佣关系等，其中少数为定量指标，多数为定性指标，来自上市公司社会责任报告及其他来源。对调整指标进行统一的赋值量化，并设定较关键指标为低的权重后进行加总，作为加减分项，进一步调整社会责任指数。

根据关键指标和调整指标计算得到上市公司社会责任的初步评价结果。按一定比例进行排序分档。共分为四档，“A”优秀、“B”良好、“C”合格、“D”关注。

六、上市公司社会因素（S）评价体系：构建及应用

负面指标包括安全和企业信用指标等，来自政府等多个渠道。运用负面指标对前两类指标结算得到的评价结果进行不同程度的降档处理，确定最终的评价结果。

七、上市公司治理因素（G） 评价体系：构建及应用

当前，国内外关于上市公司治理情况评价的研究很多，不同评价系统各有分类方式和侧重点，或是看重外部力量的影响，或是股东主权为核心，或是董事会治理为重点等。评价指标体系多从信息披露、中小股东的利益保护、上市公司独立性、董事会的独立性以及监事会参与治理、高管薪酬等维度展开，指标多达数十甚至过百。事实上，由于公司治理和公司治理评价日趋复杂，大量指标的采用使得评价结果的差异性大、任意性强，并不能真实全面反映上市公司治理状况。因此，我们在选取公司治理相关评价指标时，跳出传统公司治理指标体系的束缚，尽量选取最有代表性和最能反映现实问题的指标，以提高评价的有效性。

（一）主要指标及其设计思路

1. 公司战略管理

不同规模、不同行业、不同时期的上市公司战略

千差万别，会直接影响企业的公司治理情况。作为研究者，由于不能深入对每个考察对象进行一对一深入调研，难以精确判断其具体战略优劣，仅从已披露数据进行主观推断难免有失偏颇，因此，本研究对上市公司具体运营战略的恰当与否不做判断，允许合理存在的任何形式。但从国际、国内机构投资者投资实践、交易所规范的相关要求以及未来的发展趋势等角度出发，重点关注企业战略中是否考虑了新发展理念、社会责任、可持续发展或 ESG 等因素。这些因素应该成为上市公司需要重点关注的发展机会或者潜在风险，而不仅仅是为了满足监管的要求。此外，关注上市公司是否设立战略委员会，是否能够在公司长期发展战略、重大投资决策的研究、实施中发挥作用。

2. 公司治理结果

目前，我国上市公司存在较为普遍的治理失灵和中小投资者保护失灵问题，其症结与股东中心主义、股东—董事会—管理层委托代理机制失灵相关，由此带来比较严重的战略不稳定、操纵股价、利益输送和财务造假等问题。因此，本研究重点关注公司治理是否最终达成利益相关者的共同治理，而不是仅考虑股东利益的最大化。考虑到职工、客户、社区等部分归

于社会价值部分，本部分的评价主要从股东、管理层、债权人的制衡入手。从结构上看，如果这些利益主体间的制衡是有效的，那么最终的利益分配是能达到或接近边际上风险回报相等的程度。因此，引入“现金分红率”、“资本回报率”（ROIC）、“利息保障倍数”三个指标，综合权衡公司治理成果。当公司投资资本回报率高，具有良好的未来发展前景时（高 ROIC），可以减少现金分红比例，将更大的收益用于再投资；而公司未来前景较平稳，或者缺少高回报投资机会，则应将更多的回报用于现金分红，以由投资者（中小股东）自行决定投资方向。当公司现金流状况较好且未来有较好回报时，应增加负债，减少利息保障倍数，扩大杠杆以获得更高的资本回报；否则应减少财务杠杆的使用。至此，本研究在评价体系中将现金分红率、资本回报率、利息保障倍数三个指标汇总为“公司治理结果”这一综合指标综合反映上述权衡。

3. 公司治理异常

在关注公司治理是否达成利益相关者共同治理要求的同时，本研究还重点关注公司战略实施过程中容易导致利益冲突、脆弱性、不稳定性的异常指标，包括是否存在大股东变现、高管变动、非经常性损益过

高、关联交易、控制权变更等。采取股东变现（增持减持的合并数）、非经常性损益比例（绝对值）、高管离职情况、高管变现（增持减持的合并数）、控制权变更情况、关联交易情况六个考察指标，反映上市公司公司治理的异常。值得注意的是，此部分指标量化得分较低的公司，并不意味着公司一定出现了问题，只是提示该上市公司在这些方面表现出异常，需要投资人或其他利益相关方重点关注，以做进一步分析。

4. 公司治理外部监督

关注上市公司的外部监督结果，包括上市公司违规被处罚情况、信息披露情况和外部审计意见。鉴于考察对象是上市公司，因此大部分公司在公司治理形式的满足方面差别不大，例如股东大会的规范度、董事任免程序是否合规、独立董事个数等。但如若连形式上都不满足，则没有评价的必要。因此，本研究对被中国证监会、两个交易所等部门开过罚单的上市公司实行一票否决。此外，关注交易所信息披露评价等级和财务报告审计意见，鼓励充分有效的信息披露和外部审计监督（见表7-1）。

表 7-1 公司治理评价指标体系

一级指标	二级指标	指标说明
公司战略管理	宏观战略理念	重点考察公司战略中是否包括了新发展理念、企业可持续发展、社会责任、ESG 等相关因素
	战略委员会	重点考察战略委员会的设立、作用等
公司治理结果	现金分红率	每股现金分红额/每股利润，衡量对投资者（中小股东）的回报能力
	资本回报率 ROIC	衡量公司的发展前景，管理层的盈利能力
	利息保障倍数	息税前利润/利息费用，衡量公司财务杠杆、对债权人债务偿付能力
公司治理异常	大股东变现（增持减持的合并数）	公司大股东过去 12 个月的变现情况，考察利益冲突情况
	高管变现（增持减持的合并数）	公司高管过去 12 个月的变现情况，考察利益冲突情况
	高管离职率	离职人数/当年经理人数，考察管理层的稳定性
	关联交易	大股东关联交易占收入和成本比例，考察利益冲突情况
	非经常性损益比例	考察主营业务能力，重点关注会对上市公司经营造成不稳定预期、仅带来一次性收益等行为
	控制权变更	上市公司控制权变动容易导致上市公司治理不稳定（回应新的上市公司治理准则）

七、上市公司治理因素（G）评价体系：构建及应用

续表

一级指标	二级指标	指标说明
公司治理 外部监督	违规情况	对被上海证券交易所、深圳证券交易所开过罚单的上市公司实行一票否决
	信息披露	根据上海证券交易所、深圳证券交易所信息披露评价的 ABCD 四类结果，考察公司治理信息披露质量
	年报审计意见	关注上市公司财务造假问题，借助外部监督改善财务质量

（二）评价方法

第一，对部分指标采取排序赋值并标准化（归一化）的方法，以避免基础数值差异过大导致评价结果不准确，特别是容易出现某一个指标值对公司整体评价结果的放大影响，偏离评价初衷。

第二，使用层次分析法计算部分二级指标的权重。

第三，使用专家打分法确定一级指标的权重。

第四，根据总得分情况确定所考察上市公司评价等次，分为 ABCD 四类等次，“A”为优秀类，“B”为正常类，“C”为关注类，“D”是不合格类。

八、ESG 评价体系建设相关政策建议

从对上市公司 ESG 情况的初步评价结果来看，同时有 E、S、G 三项得分的上市公司有 725 家，只有 S、G 两项得分的上市公司有 2 115 家，只有 E、G 两项得分的上市公司有 10 家，只有 G 一项得分的上市公司有 180 家，反映了我国上市公司在环境信息的披露方面还需进一步提高。

现阶段，应着力提升对 ESG 评价工作重要性的认识，可以考虑对上市公司和投资基金率先推行 ESG 评估体系，同时进一步完善激励约束机制等配套措施，提高 ESG 评价的有效性和实用性。

（一）提升对 ESG 评价工作重要性的认识

近年来，ESG 理念在国际社会得到普遍认同，一些国际组织、行业管理组织、市场机构纷纷对企业乃至行业进行 ESG 评价，力图通过这项工作引导企业和投资人行为，促使企业经营活动和投资决策充分考虑环境、社会和公司治理因素，实现全社会层面的可持续与和谐发展。ESG 评价工作已经引起各国政府、

八、ESG 评价体系建设相关政策建议

监管机构、金融机构、投资人以及社会公众的关注。ESG 评价工作刚刚起步，社会各界对之的认识还远远不够，对企业行为的评价还停留在主要依靠财务数据的阶段。ESG 评价体系以及相关信息披露数量、质量和规范性均有不足，限制了 ESG 评估评级作用的发挥。

由于 ESG 高度契合了可持续发展理念，可以作为优秀企业家和社会投资者的最高行为准则，在促进中国经济转型升级、提升产品服务质量和效率、提高利益相关者（包括消费者、员工、股东、债权人等等）的满意度、有效控制环境与社会风险等方面均具有积极作用，政府有关部门应提高对 ESG 工作重要性的认识，尽快推出《ESG 评价指引》。同时，要支持市场管理机构和行业自律协会构建完整的 ESG 披露、评估体系；鼓励咨询机构、评估机构等积极开展 ESG 评价评估工作，推动企业树立 ESG 理念，并将该理念融入企业经营战略和年度经营方针。在投资者教育体系中引入 ESG 内容，提高机构投资者的责任投资意识。

（二）对上市公司和投资基金率先推行 ESG 评估体系

上市公司在一国经济中具有“领头羊”和标杆

的作用，对上市公司群体率先推行 ESG 评估评价体系，有助于强化上市公司信息披露能力建设，为行业内其他企业提供示范。投资基业经过多年发展，已经成为中国资本市场的重要力量，在很大程度上引导着市场风向和投资偏好。对投资基金进行 ESG 评价，有助于改变和优化基金业的评价指标体系，调整和修正基金投资行为。为此，有关监管部门应当支持行业自律组织开展 ESG 评估，鼓励市场机构在 ESG 评价原则基础上推出行业细化评价指标。

目前，我国已经初步建立起了自愿社会责任信息披露体系，但信息披露质量不稳定、缺乏可对比性，且覆盖范围小于 ESG 评价体系。建议逐步建立并完善上市公司强制 ESG 信息披露制度，并选择部分 ESG 重要指标，逐步纳入风险监管体系。在制度建立初期，可借鉴境外经验（如中国香港、南非、巴西、澳大利亚），采用“不遵守就解释”的半强制性 ESG 信息披露制度。即赋予上市公司自主选择披露范围的权利，但对于那些选择不披露的环境问题，需要解释不需要披露的原因，也可选择排位靠前的大型上市公司、污染行业中的上市公司，以及大型公募基金先行试点。

（三）进一步完善配套措施

构建完整的 ESG 评价体系，不仅需要行业、企业的配合，也需要外部环境的支持。推行 ESG 理念不仅是行业、市场管理机构的使命，也是其他相关政府部门的职责所在。一方面，ESG 评价需要自然环境监测数据、环境行为评价等外部信息来补充企业 ESG 数据披露的不足；另一方面，推进 ESG 体系需要配套激励约束机制。例如对 ESG 评分高的上市公司在招标、采购、税收减免等方面可以给予一定的鼓励措施，在 IPO、再融资、绿色信贷等方面提供便利条件；对于不按照要求披露或者披露信息严重虚假的公司、对 ESG 评分低的上市公司应给予相应的制裁。为此，需要政府相关部门之间加强合作，建立及时有效的信息沟通机制。

参 考 文 献

- [1] 国际主要交易所 ESG 报告指导。
- [2] 国际主要组织 ESG 框架。
- [3] 郭沛源（中国金融信息网绿色金融频道专栏作家），《ESG 投资理念对中国资本市场的启示》，<http://mt.sohu.com/20160704/n457611196.shtml>。
- [4] 高明华、张惠琳：《中国公司治理分类指数报告 No. 15》，中国出版集团东方出版中心，2016. 12。
- [5] 黄群慧、钟彦武、张蕙、翟利峰：《中国企业社会责任研究报告》，社会科学文献出版社，2016. 10。
- [6] 何智权（安永可持续发展业务总监）：《环境、社会及管治（ESG）投资与披露》，香港中国企业协会内刊《中资财会》34 期，http://blog.sina.com.cn/s/blog_65046a790102vpma.html。
- [7] 李维安：《中国上市公司治理评价》，《中国金融》2012 年第 12 期。
- [8] 鲁桐、吴国鼎：《中小板、创业板上市公司治理评价》，《学术研究》2015 年第 5 期。
- [9] 鲁政委（兴业银行首席经济学家）、汤维祺（兴业研究

八、ESG 评价体系建设相关政策建议

- 分析师):《上市公司 ESG 披露、评估与应用》,兴业研究,2017 年 4 月 4 日。
- [10] 罗文兵:《上市公司可持续发展评级与指数化机制框架设计》,湖南科技大学商学院/两型社会与生态文明协同创新中心。
- [11] 南开大学公司治理研究中心课题组:《中国上市公司治理评价系统研究》,《南开管理评论》2003 年第 3 期。
- [12] 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组:《中国上市公司治理指数与公司绩效的实证分析——基于中国 1149 家上市公司的研究》,《管理世界》2006 年第 3 期。
- [13] 润灵环球:《MCTi 社会责任报告评级体系简介》,2012 年版。
- [14] 香港联交所:《企业管制守则》《环境、社会及管制报告指引》。
- [15] 肖红军、王晓光、李伟阳:《中国上市公司社会责任能力成熟度报告》,社会科学文献出版社,2016.12。
- [16] 中国社会科学院世界经济与政治所公司治理研究中心、国家行政学院领导人员考试测评研究中心、上海甫瀚投资管理咨询有限公司:《2007 年度中国上市公司 100 强公司治理评价》,2007.4。

中国上市公司 ESG评价体系研究报告

*Research Report on the ESG Evaluation System of
Chinese Listed Companies*

ESG