



中国证券投资基金业协会
Asset Management Association of China

ESG 研究专栏 (学术版)

【2020】第 11 期 总第 11 期 发布日期：2020 年 11 月 25 日

中国市场 ESG 的重点和难点

国务院发展研究中心金融研究所副所长 陈道富

【编者按】2020 年 11 月 12 日，中国证券投资基金业协会举办了 2020 年度中国责任投资论坛。论坛邀请了金融监管机构、学术机构以及境内外行业机构资深专家发表了专业观点。本文作为论坛成果之一，从学术视角对“中国市场 ESG 的重点和难点”进行了深入探讨，现予以编发，供读者参考。

一、ESG 理念正被广泛认可，ESG 投资发展迅速

（一）对 ESG 的理解

ESG 关注企业在环境、社会、治理方面的绩效，是对企业更全面的绩效评价，不单纯关注财务绩效，是具有包容性和可持续性的投资理念和企业评价标准。

ESG 的发展已有一段历史，与国际上提出来的经济可持续发展、包容性发展等概念一脉相承。投资界一直在讲的责任投资，要求投资要承担一定的社会责任，也有 ESG 的意

思。我国近些年提出的新发展理念，高质量增长，表明我国经济发展的关注点已经不仅仅只是经济增长，还包括社会、环境等方面，更加重视不平衡不充分的问题，关注共同成长。这种关切，其实跟 ESG 的理念也是一致的。相对而言，ESG 理念更强调系统、全面、定量可比，是一种通过定性定量相结合的方法，从企业视角，对环境、社会、治理这三个维度进行全面刻画的一套评价标准和投资理念。

ESG 投资理念可以归纳成一句话：站在全人类的可持续发展角度，约束微观企业的现实行为。ESG 理念体现了对整个人类的关怀，包括环境的可持续性，社会的和谐，企业相关的所有利益相关方在企业发展过程中能共同成长，当然也关注企业内部不同主体之间形成一个比较合理的治理结构。在这样一个全面的视角下来约束或者评价微观企业，最后又落脚于微观企业的行为。

使用 ESG 指标评价企业时，具有几个特点。

一是 ESG 理念带有奢侈品的特征。在经济发展的初期阶段，我们可能更关注的是经济增长，是规模、速度等，更关注经济的财务性指标；但是随着经济的发展层次越来越高，环境问题、社会问题和公司财务效率和长期可持续性问题就会被逐步被关注。因此 ESG 是经济发展到一定阶段、或者说中国进入了高质量增长的阶段以后，才凸显出 ESG 的重要性。在国际市场中，ESG 也是这样一个逐步发展的过程，发达国家比一些发展中国家或者欠发达国家更加关注 ESG 投资理念，是由于 ESG 具有奢侈品的投资特点。

二是 ESG 投资具有“0”“1”状态的台阶效应。类似于

我们投资界比较熟悉的流动性风险，或者更简单的例子，是类似于飞机起飞和降落的安全性特征。飞机安全起飞和降落，与平稳优秀的起飞降落，不太影响最终结果，但安全与不安全的却是致命的。ESG 投资中同样涉及这样的问题，如环保问题、社会纠纷问题、公司治理中股东管理等问题，发生与没有发生，差别巨大，一般与非常优秀有一定区别，但在一般和优秀中更细的区分，其最终绩效区别并不显著。这是一种非连续的台阶特征，发生与不发生的状态区分重要，不同状态下的量的区分没有那么重要性。

三是 ESG 投资重视多元标准下的非财务绩效，既有工具性的最优化决策，也有目标排序的政治性选择。财务绩效有一致的标准，即追求财务回报的最大化，或者说风险成本的最小化和收益的最大化，将各种投入产出统一用货币计价，因而比较标准化。但 ESG 投资关注的领域非常全面，涉及各种环境事件、社会责任等不同层面的问题，不仅量纲不统一，还存在不同的评价标准，甚至是有争议的评价标准，有很多指标是没有严格对错和好坏标准的，大量依环境而定的不确定性。比如，股东、债权人、高管、员工、上下游和消费者之间的关系，什么才是最优，有现金分工的公司就是好的公司吗，公司发展战略清晰就一定好吗，等等。因此，ESG 投资在多元整合过程中，不但可能会与以财务指标衡量的标准产生冲突，不同标准间也存在冲突，甚至可能并不存在确定的标准。或者说，ESG 指标的选择，大量并不是科学不科学的最优决策问题，而是如何更好的将当前大家关注的目标合理排序的政治选择问题。这需要结合时代特征，对我们关注

的、鼓励的行为，做出倾向性的选择，会带有一定主观偏好性特征。

（二）ESG 投资发展迅速，前景广阔

全球推广 ESG 投资已有一段时间，新冠疫情后，全球投资者对 ESG 及可持续投资理念的认同度和关注度更加高涨，全球 ESG 投资出现了快速增长。根据晨星统计，2020 年 1-7 月，全球以 ESG 为投资主题的 ETF 类产品共流入资金 388 亿美元，比 2019 年同期增长 2.13 倍，已高于 2019 年全年 267 亿美元的水平。全球 ESG ETF 类产品已达 393 只，总规模超过 1000 亿美元。从国内来看，据粗略统计，2019 年国内共有 95 只关注 ESG 的公募基金，规模约为 485 亿元，当前共有 100 只以 ESG 为主题的基金，可供投资的规模达 1000 亿元，也呈现出快速增长的态势。BBH 和 ETF.COM 的联合调查报告显示，2019 年全球 ETF 市场规模 6.3 万亿，年均增长 32%，其中以 ESG 为主题的 ETF 资产规模仅为 580 亿美元，占比不到 1%。但接近 74% 的全球投资者计划在今后 1 年增大对 ESG ETF 的配置，而在未来 5 年，19% 的投资者预计 ESG ETF 在其投资组合中的比重将达到 21-50%。可以看到，全球投资者对 ESG 理念越来越关注，他们开始快速提高 ESG 投资在投资组合中的比重。

二、中国市场 ESG 发展的难点

在推广 ESG 理念和进行 ESG 评价时，会面临诸多困难。

第一，最大难点，或者说所有难点的根源，是对 ESG 理念的认知、重视和资源投入不足，特别是在董事会和组织方面的资源投入不足。从现有上市公司公布的 ESG 报告来看，大

部分只披露了 ESG 相关的管理政策，但执行方法和具体举措披露较少，反映执行效果的数据更少。这反映出企业对 ESG 的重视和认知还主要停留在政策层面，将认知转变为行动，把政策变成具体举措、并关注实际效果还有一段路要走，还需要社会各界的共同努力。

第二，ESG 的信息披露不充分，数据质量特别是量化的数据可比性较差。ESG 投资及评价高度依赖于 ESG 信息披露，而信息披露与重视程度高度关联。现有数据信息不足，特别是缺乏定量及可比性。目前，A 股发布社会责任报告的比例低于 30%。85% 的沪深 300 指数成分股发布了 2019 年 ESG 报告，总体来说大公司发布报告的比重较高，这为 ESG 评价提供了基础，但对开展有质量的 ESG 评价要求仍有较大差距。最新发布的《香港联交所 2019 年 ESG 实施回顾》报告对内地的中证 100 指数企业 ESG 回顾中指出，由于没有统一、规范、详细的披露指引，企业需要寻找多种外部指引指导报告披露；披露标准不一，造成报告的信息披露质量差异较大，定量指标的覆盖率低。彭博研究报告显示，A 股上市公司在 ESG 信息披露方面的平均得分只有 25.9 分，日本为 30.8，美国为 33.7，欧洲达到 49.6，接近于满分。因此，我国应加强推动 ESG 信息披露。

第三，我国对 ESG 评价的专业整合能力还不能满足市场需要，不同行业和地区间数据的可比性、相对重要性的判定（权重选择）、整合方法的科学性不足。目前，国内已经出现 ESG 评级评价服务，但大部分受制于数据和专业整合能力的缺陷，更关注信息披露的质量，更多采用定性指标或高度

依赖于专家评分，定量、可靠、客观的数据比重较少。此外，为了获得 ESG 数据信息，现有评价将多种来源的数据源进行整合，造成数据采用标准不一、持续性不足，指标相对分散，破坏了 ESG 的内在统一性。另外，ESG 本身就有偏重于多元标准的非财务指标，对专业整合能力要求很高，数据来源不一的问题会加大整合难度。例如，在上市公司治理有效性方面，一些非财务性指标区分度不高，依旧着重于披露质量或是否具有相关政策，无法对其具体举措和实施效果进行有效衡量。特别是，如何使不同行业 and 不同地区的数据可比，如何为不同指标赋值以突出不同指标的重要性，如何将不同指标整合起来使其保持内在一致性、科学性等方面，还与实现 ESG 投资诉求有相当差距。

第四，ESG 在投资中实际应用方面的难点。从 ESG 理念到投资实践过程中，会存在国际上通行的困难。**一是**涉及到财务和非财务指标。投资者追求的是财务回报，非财务指标最终要通过影响财务指标来影响其投资业绩，所以如何平衡财务指标和非财务指标，就成了非常重要的问题。**二是**股东、社会和全人类视角之间的差异。对于投资者而言，是以股东的视角来看待企业，追求股东回报。但 ESG 视角是将公司看做通道与节点，要实现社会和环境责任，是从全人类的视角，追求环境、社会和经济的可持续性。总之，不同主体的诉求和偏好会有不同的倾向性，必然相互之间会有偏差。因此，在 ESG 投资中，机构投资者往往希望获得细项指标，可以按照自身的投资偏好对细项指标赋予权重或进行取舍，而不是一个综合性的整体评价结果。**三是**短期回报和中

长期绩效之间的差异。ESG 表现好的公司，中长期会带来比较好的投资回报，即重视社会责任、重视与自然和谐的公司，是有长期发展战略、有使命感的，是能够抵住一些短期诱惑的，能坚守原则与价值；长期来看，这类公司是具有长期价值的，会给投资者带来更好回报。但是，这种回报在短期内可能无法实现，造成短期回报和长期绩效之间的不平衡。**四是**公开信息和内部信息之间的矛盾。投资行为应该是基于公开信息的分析和判断，但现有 ESG 投资的信息披露不足，需要挖掘其他来源的数据。这个过程中，会有一些信息是内部评估信息，还没有被社会广泛认知。从投资的规范性来讲，存在公开信息和内部信息之间的矛盾，需要做好平衡。

第五，是如何形成良性循环，这也是中国发展 ESG 投资的症结。践行 ESG 投资，不仅仅只是为了投资，是希望在投资过程中引入 ESG 理念和评价标准，来推动整个社会更加关注 ESG 绩效，而不仅仅是经济财务绩效，进而推动整个社会能够转入高质量的发展，实现更全面的、可持续的、包容性的发展。这就需要从投资到企业，推动多方践行 ESG 理念，形成良性循环。这个过程任重而道远。

三、中国市场 ESG 未来发展的重点

第一，ESG 投资是关注可持续发展，关注企业、社会以及整个人类的可持续，但它也要保证自身的可持续。这意味着 ESG 指标要融入到企业，与企业的自身成长、与社会的观念转变共融。在推动可持续发展的过程中，只有将 ESG 投资融入到经济、社会和自然的循环中，才使得 ESG 理念和投资自身也具有可持续性，形成良性循环。

第二，要将 ESG 外部性实现内化。不可持续性，与外部性息息相关。股东、企业、社会、以及全人类的利益不一致，实际上是外部性的问题。激励相容的出路是外部性的内部化过程。如何将外部性内化，就需要严格环保、社会责任管理，提高执法的透明度和信息披露规范性，提高全国执法标准的一致性，使 ESG 成本能够被企业所内化，改变企业行为，形成良性循环。

第三，就 ESG 评价体系而言，要通过 ESG 的评价、ESG 投资理念的推广，促进上市公司扩大 ESG 信息披露范围，推动相关部门出台可操作的 ESG 信息披露指引细则，增加可比性的量化指标披露规范，为 ESG 信息评价和整合提供数据基础。

第四，实现技术数据库的搭建、标准化和共享。在推动 ESG 评价的过程中，确实要利用多方数据，但现有数据库比较分散、标准不一致，因此需要搭建基础设施，搭建具有共性的基础库，实现标准化和共享化，只有这样，才能在此基础上发展出专业性、个性化的 ESG 评价标准和评价体系。例如，环境指标中的排水、排气的标准，应该有全国统一的数据，可将第三方机构、各个省市的数据融入进来，使得数据可比、标准一致。

第五，要发展专业中介机构，完善中国的 ESG 评级体系和指数编制。ESG 涉及面广、数据信息整合复杂、专业性要求高，依靠单个投资机构的难度很大。我国 ESG 发展处于起步阶段，提供 ESG 专业化的服务机构具有很大的发展空间，专注于某一个领域的专业机构能够快速发展，使 ESG 投资与

评价有可靠的第三方数据和中介服务，形成完善的中国 ESG 评价体系。

国务院发展研究中心金融研究所经过了三年多的努力，形成了 ESG 评价的基本框架，今年的研究重点是数据库的建设，面临了很多困难，包括数据的处理、指标的编制等专业上和技术上的问题，这也是市场中面临的共性问题。我们引入了第三方机构来完善、搭建必要的数据库，形成我们认为科学的、相对有效的 ESG 评价标准体系。

应该来说，ESG 必定会促进中国企业更好的关注环境、社会和公司治理，推动企业可持续发展，使得微观关注和宏观上的新发展理念、高质量发展能够更好的契合。在投资领域，保持长期可靠、良好的投资回报是基本诉求，ESG 投资可以将这种诉求和经济发展结合起来。我相信经过多方努力，我国 ESG 投资必然会迎来更大的发展，推动我国经济进入一个更高层次！

声明：本文仅代表作者个人观点，中国证券投资基金业协会（AMAC）出于交流目的经作者授权刊发，不意味着 AMAC 支持、认可其全部或部分观点，不代表 AMAC 立场。