

# 中国证券投资基金业协会

---

## 可持续投资者的环境信息需求报告

### 一、环境信息披露是我国实现可持续发展的必然要求

#### （一）环境信息披露是我国发展的战略性需要

党的十九大提出，中国特色社会主义进入了新时代。社会经济发展到一定阶段，人民生活水平和国家生产力的提高，对生活 and 生产环境的标准要求也不断提高。特别是气候恶化、资源短缺、生态破坏等问题已成为威胁我国经济发展的重要因素，改变经济增长方式、加强生态文明建设、注重环境保护是我国实现可持续发展的必然要求，从全球发达国家发展经验来看，也是经济社会发展到一定水平的必经阶段。

近年来，我国在生态文明建设方面，实施了系列政策 and 研究实践。2012 年 11 月召开的党的十八大，把生态文明建设纳入中国特色社会主义事业“五位一体”总体布局，提出建设“美丽中国”的伟大目标。十八大审议通过的《中国共产党章程（修正案）》，将“建设社会主义生态文明”写入党章，作为行动纲领。党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央，从中国特色社会主义事业“五位一体”总布局的战略高度，强力推进生态文明建设。党的十八届三中全会提出加快建立系统完整的生态文明制度体系，十八届四中全会要求用严格的法律制度

保护生态文明，生态文明建设在制度层面逐步落地。2015 年 5 月，中共中央、国务院发布《关于加快推进生态文明建设的意见》，并于 9 月印发了《生态文明体制改革总体方案》，我国生态建设制度的顶层设计初步完成。十八届五中全会提出“五大发展理念”，“绿色”成为引领我国发展全局的理念之一。十三五规划纲要再次强调加快改善生态环境的绿色发展理念，成为当前时期甚至很长一段时间内的一项重要任务。党的十九大报告中，习近平总书记指出，“人与自然是生命共同体，人类必须尊重自然、顺应自然、保护自然”，我们要“推进绿色发展”，要“建立健全绿色低碳循环发展的经济体系”，生态文明建设、绿色发展理念进一步细化，全面加强环境信息披露是我国推进生态文明建设过程中必要的基础性工程。

## **（二）环境信息披露是上市公司履行社会责任的重要部分**

作为参与经济发展进程的重要角色，上市公司在生产经营过程中，对防止环境污染、减少资源浪费具有不可推卸的社会责任，是实现经济效益、社会效益和环境效益相统一的重要一环。上市公司进行环境信息披露不仅是企业履行社会责任的自觉担当，也是对公司利益相关者的义务之举；同时，真实有效的环境信息披露和环保管理举措能为上市公司赢得更多的社会认同，树立企业良好形象，特别是对资本市场的价值表现有显著的正向影响。

## **（三）环境信息披露是建设绿色金融的必要条件**

习近平总书记在全国金融工作会议中提出的“金融是实体经济的血脉”，金融资本通过投资行为，为其他经济活动输血造

血，并对经济活动产生举足轻重的影响。在国家大政方针和社会经济发展理念下，发展绿色金融是其中的重要部分，也是金融行业实现自我变革的迫切需求。2016年，中国担任G20主席国期间倡议设立绿色金融研究小组，首次将“绿色金融”纳入议题并写进峰会公报。“十三五”规划纲要明确提出“建立绿色金融体系，发展绿色信贷、绿色债券，设立绿色发展基金”。七部委发布的《关于构建绿色金融体系的指导意见》，全面部署了绿色金融的改革方向，明确要求“逐步建立和完善上市公司和发债企业强制性环境信息披露制度”。健全完善的环境信息披露体系是经济、社会发展对企业提出的具体需求，是构建绿色金融的基础。

环境信息披露要求公司将自然资源耗损量、废弃物排放、环境治理措施等相关环境信息全面、及时、准确地予以公开，供投资者理性判断公司“绿色”程度、环境风险隐患及长期投资价值，为金融及投资机构规避环境社会风险及开展责任投资提供决策参考。全球各大企业中，环境信息披露已经成为惯例和商业准则。反过来，绿色金融的发展、注重环境风险因素的责任投资又能倒逼企业在创造经济效益、实现价值增长的同时，注重环境保护，加强环境信息披露，进而形成资本市场与实体经济相互融合影响的良好循环机制，构建起习近平在十九大报告中提出的“绿色低碳循环发展的经济体系”。

## **二、环境风险影响机构投资者的投资决策和治理**

### **（一）环境风险已成为影响社会经济发展的重要因素**

一般而言，环境风险可以划分为两大类，一类是物理性风

险（如环境灾害、极端气候增加等），另一类是迁移性风险（如技术变迁、环境政策变化等）。国内外已有诸多机构对环境风险因素进行了量化研究。在水资源问题上，世界银行估计到 2050 年，由于水缺乏因素对农业、卫生和收入造成的影响，诸如中东和撒哈拉等地区的 GDP 增长率会下降 6%。根据汇丰银行资料显示，由于缺水，中国在 2014 年-2024 年的棉花产量或将下降 14%。世界卫生组织认为，空气污染的经济成本，包括卫生成本和生产力损失，每年都占到中国 GDP 的 3%-6%。

近年来，因为环境问题影响投资的案例数不胜数，负面的环境污染、环保处罚等事件均会造成上市公司股价大跌。中央财经大学绿色金融研究院创新性的对国内资产管理行业进行环境压力测试，模拟了碳市场、水压力、环保处罚、大气风险情况下对资产管理业的影响，结果令人警醒。到 2030 年，如果碳价上涨 10 倍，沪深 300 市值将有 40% 的概率损失 8%，30% 的概率损失 10%，20% 的概率损失 12%。同样，研究结果显示，环保处罚和水资源风险也均会导致沪深 300 指数的收益率下跌，并造成沪深 300 指数的市值减损。

可见，环境风险不仅仅关系着我们的生存生活环境，对社会经济的发展和资产管理行业也有实实在在的影响。

## **（二）机构投资者已认识到环境风险的重要性，但认知程度有待加强**

为调查机构投资者应对环境风险的态度和措施，反映机构投资者对上市公司环境信息披露的实际需求，中国证券投资基金业协会向一些大型公募基金、券商资管、私募证券投资基金

管理人等机构进行了定向问卷调查。回收有效问卷 83 份，主要是公募基金和券商资管进行了反馈，反馈率近 76%，其中，公募基金反馈率达 87%左右；私募证券投资基金管理人的反馈率不高，仅有 4 家私募机构进行了问卷反馈，反馈率仅为 11%左右。问卷的参与积极性也在一定程度上反映了机构投资者对环境风险的态度和重视程度不一，公募基金作为大众理财和资产管理行业的标杆，参与程度最高；而私募证券投资基金管理人的参与程度最低。

从问卷结果来看，75%的机构认为识别和管理环境风险对自身投资决策，“比较重要，有较大影响”；另有 24%的机构认为“非常重要，有关键性影响”，只有 1%的机构处于“说不清楚”模棱两可的态度。绝大多数机构已认识到识别和管理环境风险对自身投资决策的重要性，但认知程度和重要性程度存在一定差异。

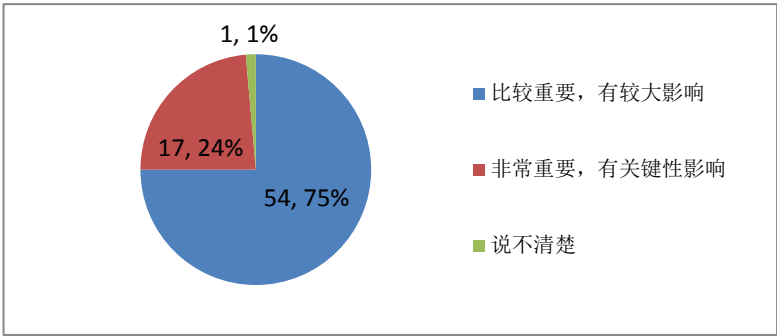


图 1 识别和管理环境风险对自身投资决策的重要性

问及未来 3-5 年环境迁移性风险对投资的影响，77%的机构认为“影响越来越大”，但认为“不会有太大变化”的机构占比也达到 15%。

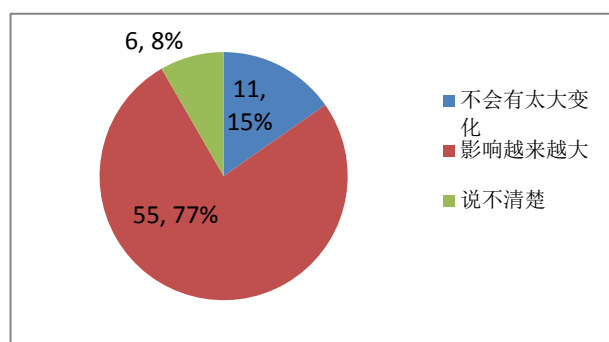


图 2 未来 3-5 年环境风险中的迁移性风险对投资的影响

环境迁移性风险包括技术变迁、环境政策变化等，与物理性风险（如环境灾害、极端气候增加等）共同构成广义上的环境风险。机构投资者对识别和管理环境风险的重要性和影响程度要大于对环境迁移性风险的影响认知程度，侧面反映出机构投资者对有直接影响的显现生态环境风险更为敏感。

### （三）机构投资者识别和应对环境风险的内部举措

#### 1、组织治理方面应对环境风险的举措

根据问卷调查显示，79%的机构投资者表示，“没有固定人员从事环境风险的跟踪研究”。整体来看，多数机构投资者尚未在公司组织层面建立应对环境风险的组织和人员安排机制。

#### 2、投资层面应对环境风险的举措

根据问卷调查显示，87%的机构投资者表示会视情况对部分行业或特定公司有环境指标要求，7%的机构投资者会对所有投资标的都要考虑其环境表现及风险，仅有6%的机构基本不考虑投资标的的环境表现或风险。多数机构投资者会将环境风险因素纳入投资决策，但未覆盖所有的决策标的。

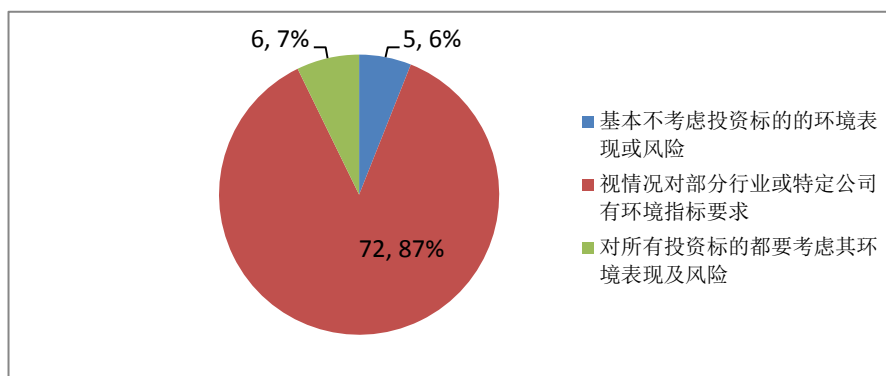


图 3 在投资组合决策过程中，如何考虑投资标的的环境表现或风险

在 94% 会在投资中考虑环境风险因素的 78 家机构中，仅有 4 家机构建立了公司层面的环境表现及风险评估与决策机制，占比达到 5%，74% 的机构是由基金经理自主考虑投资标的的环境表现及风险。

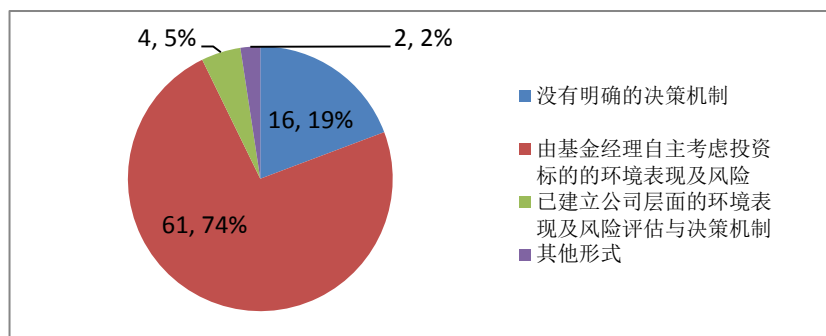


图 4 在何种层面建立了环境表现及风险决策机制

可见，多数机构投资者已在投资层面关注并考虑到环境风险因素的影响，但是绝大多数机构尚未建立固定、强制、统一、全覆盖的投资决策流程，多是视情况而定、由相关人员自主判断决定。

### 3、企业环境绩效对投资的影响

当被问及关注的投资标的发生重大环境风险事件，是否影响投资决策时，72% 的机构表示会“谨慎投资或降低持有规模”，

22%的机构“会拒绝投资或全部卖出”，没有机构表示不会影响到自身的投资决策。可见，企业的负面环境表现会对投资带来很强的负面影响，与机构投资者的投资意愿呈明显的负相关关系。

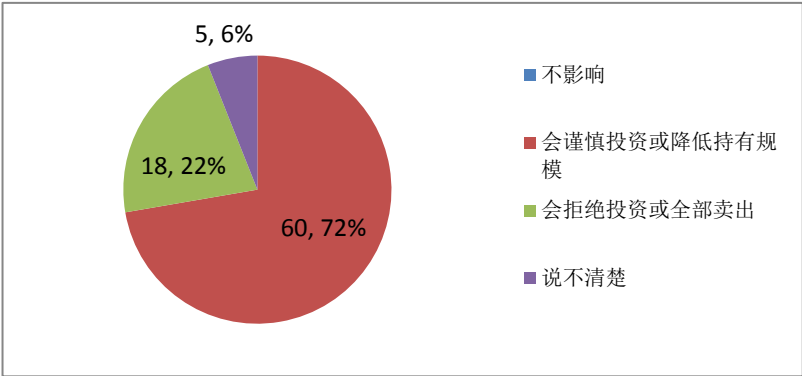


图 5 关注的投资标的发生重大环境风险事件，对投资决策的影响

而且，83 家机构中，有 11%（9 家）的机构表示近 3 年发生过因投资标的发生环保处罚、环保负面新闻报道等重大环境风险事件造成收益减损的情况。

当被问及关注的投资标的实施环境和气候友好型项目是否会影响投资组合决策时，89%的机构表示会综合其他因素调整投资决策，7%的机构表示会考虑增加投资，仅有 1%的机构表示不影响。

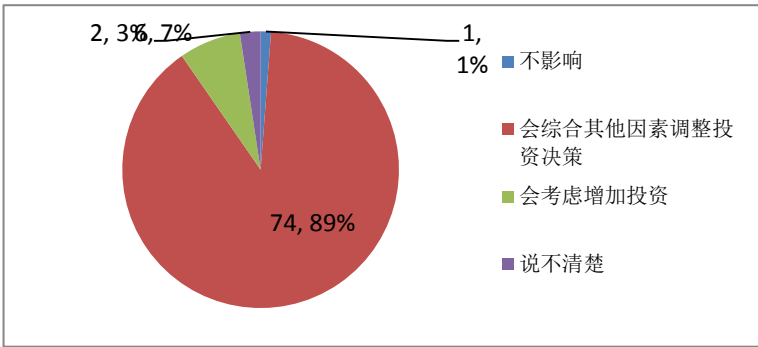


图 6 如果关注的投资标的实施环境和气候友好型项目，对投资决策的影响

从企业环境绩效的负面表现和正面表现对机构投资者的影响来看，负面环境信息更能引起机构投资者进行投资调整，与投资的负相关性显著；而企业的正面环境表现会有一些的投资吸引力，但对投资影响力的相关性没有显著优势，多数机构投资者会综合其他因素考虑调整。可见机构投资者对环境带来的风险更为敏感，负面环境绩效对投资的影响和威胁更大。

综合以上调查结果来看，机构投资者对环境风险的重视和认知程度与其应对举措也有一定的关联性。机构对环境风险的认知程度越高，相关制度建设和投入也越高。在“有固定人员从事环境风险的跟踪研究”的 15 家机构中，均认为识别和管理环境风险对自身投资决策有影响，其中有 6 家机构认为影响非常大，且均认为环境迁移性风险对投资的影响越来越大；同时，问卷显示已建立了公司层面的环境表现及风险评估与决策机制的 4 家机构中，其中 3 家都有固定人员从事环境风险的跟踪研究。

### **三、环境信息披露质量对机构投资者的投资影响**

#### **（一）上市公司的环境信息披露对机构投资者的影响**

根据问卷调查显示，如果机构投资者关注的投资标的（上市公司）未进行任何环境信息披露，77%的机构会谨慎投资或降低持有规模，只有 5%的机构认为不影响投资决策。在上述结论中，上市公司的环境绩效表现会影响机构投资者的投资意愿，而上市公司是否进行环境信息披露这一举动，也会影响机构投资者的投资决策。显然，环境信息披露是机构投资者判断上市公司投资价值的重要因素。

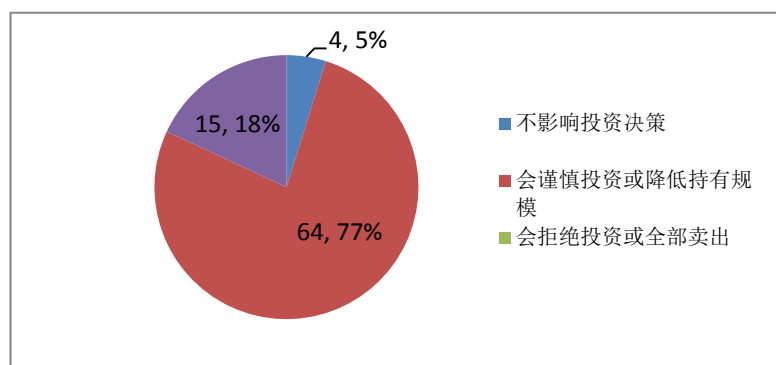


图7 如果关注的投资标的未进行任何环境信息披露，对投资决策的影响

## （二）上市公司环境信息披露的质量对机构投资者的影响

上市公司进行环境信息披露是前提，而环境信息披露的质量直接影响到机构投资者能否获取有价值的信息，影响投资决策的效率和效果。调查结果显示，93%的机构认为上市公司环境信息披露质量对投资决策质量有影响，其中，69%机构认为有一些影响，23%的机构认为有较大影响，1%的机构认为有显著影响；仅有2%的机构表示没有影响。

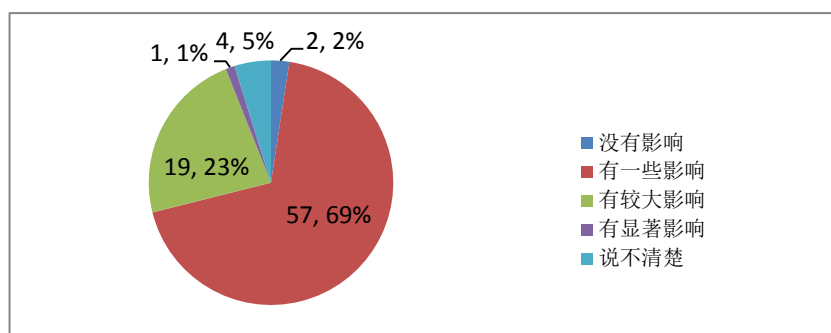


图8 上市公司环境信息披露质量对投资决策质量的影响

为进一步探究上市公司环境信息披露质量对机构投资的真实影响，我们进一步调查了机构投资者在投资过程中的实际情况。38%的机构表示“存在因上市公司环境信息披露质量问题（如不真实、不及时、不完整等）导致决策困难的情况”，34%的机

构表示不存在。而在回答上一问题时选择环境信息披露质量对投资决策质量“有较大影响”和“显著影响”的 20 家机构中，有 15 家机构在回答这一问题时，选择了存在决策困难，进一步印证了上市公司环境信息披露质量对机构投资决策效率的实际影响。

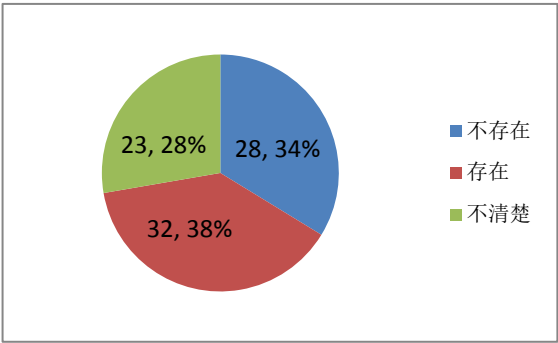


图 9 是否存在因上市公司环境信息披露质量问题（如不真实、不及时、不完整等）导致决策困难的情况

另外，有 14% 的机构（12 家）表示，“发生过因上市公司环境信息披露质量问题（如不真实、不及时、不完整等）导致决策失误的情况”。在这 12 家机构中，回答上一问题时，有 10 家机构同时选择了因信息披露质量问题存在决策困难。

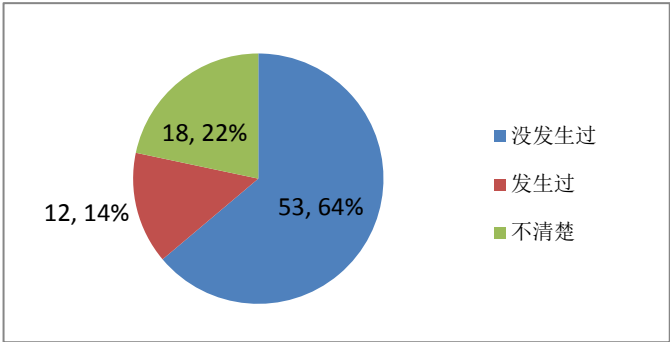


图 10 是否发生过因上市公司环境信息披露质量问题（如不真实、不及时、不完整等）导致决策失误的情况

此外，综合问卷结果来看，机构投资者对环境风险的认知程度、采取的应对举措、因环境风险发生过的不利影响、对环

境信息披露的重视程度四者之间也是环环相扣、密切相关的。问卷结果同时显示出机构“认知程度高、应对举措深入、因环境风险发生过投资损失、对环境信息披露重视程度高”的反馈结果通常较为集中，例如发生过投资损失的机构通常投入了更多的应对举措，包括对发生过重大环保风险的标的会选择全部卖出、会安排专人跟踪环境信息；环境风险认知程度高的机构，也会认为环境信息披露质量对投资决策的影响较大。反馈有效问卷的公募基金、券商资管和私募证券投资基金管理人三类机构中，均有这种明显特征。这些结果一方面说明了问卷反馈的有效性，另一方面更加印证了机构投资者对环境风险重视和对信息披露需求的真实性，机构投资者已开始调整相关投资决策机制，随着环境风险问题的影响加深和机构投资者认知程度的提高，投资决策中对环境信息披露的需求将更大。

### **（三）上市公司进行环境信息披露是提升自身投资价值的必然要求**

资本市场是一个基于信息披露的市场，没有公开的信息披露，投资者难以评估企业环境风险与经营预期的相关关系。只有上市公司充分披露环境信息，投资者才能有效识别上市公司的“绿色”程度，并据此配置投资资金。调查结果显示，良好的环境信息披露，能够降低公司估值过程中的风险溢价和代理成本，并可能为公司带来新的业务价值。同时，由于不少机构发行了环保和绿色主题基金，投资于相应的上市公司，其对环境信息的披露需求更为迫切。如有的基金投资于符合低碳经济概念、具有持续成长潜力的上市公司，寻求资本的长期增值，

这就需要上市公司环境信息披露相匹配。实证结果表明，环境信息披露质量和股权融资成本以及债务融资成本呈负相关，说明提高企业的环境信息披露质量会降低企业的融资成本。因此，上市公司积极开展环保举措、进行环境信息披露、提升环境信息披露质量，是提升资本市场自身价值的重要举措。

#### 四、机构投资者对环境信息披露质量的总体评估

##### （一）现有环境信息披露机制对投资有一定帮助，但还有很大改进空间

环保部强制要求国家重点监测企业进行主要污染物排放等信息披露，并加强监测监管。问及这些强制性的环境信披和监测公告对投资决策是否有帮助，80%的机构表示“有一定帮助”，13%的机构表示“有很大帮助”，总占比达到 93%。结合前述调查结果，机构投资者对投资标的环境问题带来的风险更为敏感，负面环境绩效对投资的影响和威胁更大。因此，这些重点监测企业和污染排放等环境信息，理论上对投资决策很有价值。

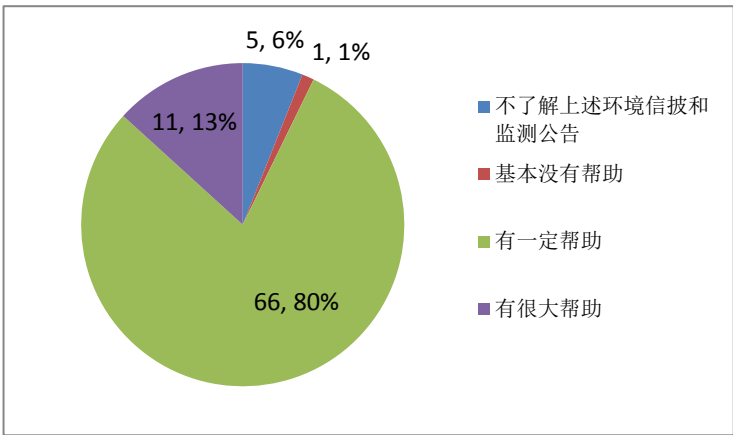


图 11 环保部强制性的环境信披和监测公告对投资决策的帮助

但是，根据我们进一步的调查，机构普遍反映上述环境信息覆盖面较小，环保部所监测的重点企业与 A 股上市公司的重

合度不高，覆盖的企业范围较小，主要集中在国企，样本覆盖率不足；污染物排放同类别的企业之间的监测标准不一致，没有统一的行业标准和参考标杆；并且披露的信息缺乏第三方评价，其真实性、有效性有待公允评估。

关于上海证券交易所发布的《上市公司环境信息披露指引》对投资决策的影响，78%的机构表示“有一定帮助”，8%的机构表示“有很大帮助”，也有5%的机构表示“基本没有帮助”。

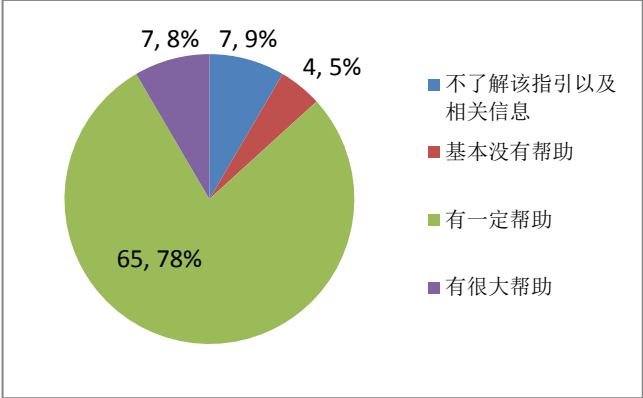


图 12 《上市公司环境信息披露指引》对投资决策的影响

我们进一步调查了机构投资者认为上述信息披露存在的问题，主要集中在：上市公司信息披露指引实际操作过程中，对重大事件和重大影响的判定存在较大的主观判断空间；缺乏强制性披露要求，企业信奉“多一事不如少一事”，报喜不报忧，隐瞒或回避会对上市公司股价产生实质影响的重大环境信息；多为描述性的定性信息，缺乏定量信息，支持投资决策的有效信息不足；且仅披露年度报告，频次较低，不利于及时跟进相关情况，对投资贡献有限。

**（二）进一步扩大上市公司环境信息披露覆盖面、提高信息披露质量的需求迫切**

问及对目前上市公司环境信息披露质量的总体看法，87%的机构认为“质量一般，能满足部分投资决策需求”，6%的机构表示“质量很差，无法有效支持投资决策”，没有一家机构认为“质量较好，可以有效支持投资决策”。

至于是否有必要扩大上市公司环境信息强制性披露覆盖面，94%的机构表示赞成，同时表示有必要建立更多上市公司环境信息披露指标。

可见，上市公司环境信息披露已经在路上，但是目前的环境信息披露还不足以有效支撑机构投资者的投资决策，机构投资对环境信息披露的需求日趋迫切。

**（三）机构投资者获取上市公司环境信息披露的主要渠道**

根据调查问卷显示，机构投资者“在获取上市公司环境信息的方式中，对投资决策最有价值的渠道”依次集中在上市公司主动披露的环境信息报告/年报/公告、环保部等监管部门公开的环境监测信息、相关新闻媒体报道的重点事件以及自身投研人员的尽职调查等。

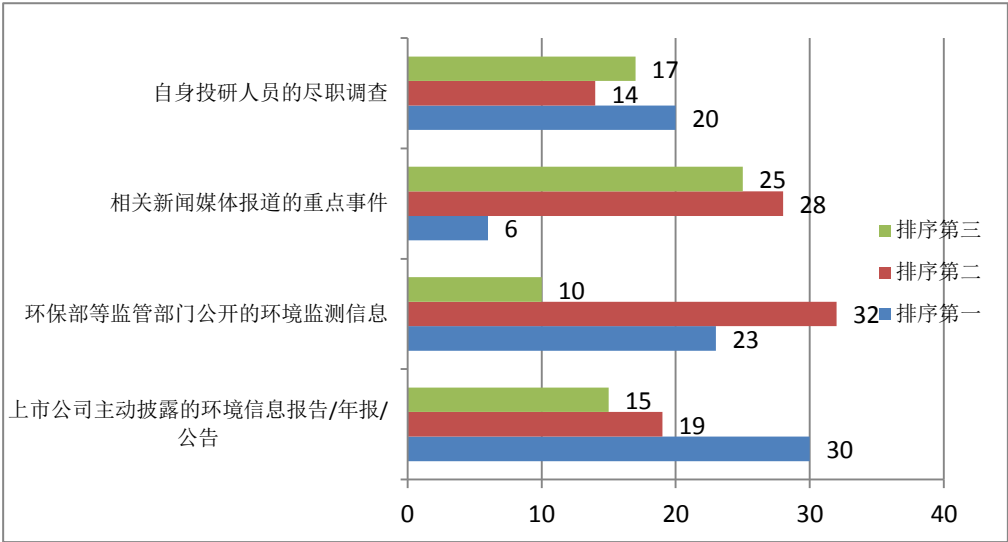


图 13 获取上市公司环境信息方式中对投资决策最有价值的渠道（选 3）并排序

上市公司主动披露的环境信息、环保部等监管部门公开的环境监测信息属于正式的、官方的信息渠道，根据上图显示，这两种信息渠道是机构投资者选择最多的获取上市公司环境信息的方式，总得票分别为 64 和 65。按照最有价值的重要性排序，上市公司主动披露的报告排序第一，紧随其后的是环保部等监管部门公开的环境监测信息。从获取信息渠道的角度，侧面反映出机构投资者对上市公司主动披露的环境信息报告和相关监管部门的监测信息需求较大，关注度较高。

## 五、机构投资者对环境信息披露的意见建议

基于上述研究，机构投资者对上市公司进行环境信息披露需求迫切，环境信息的覆盖面、规范性、透明度和质量应进一步提高，以此降低机构投资者获取信息的成本，提升投资决策的效率和效果，满足投资决策中对环境信息的有效需求。同时，机构投资者在投资决策中纳入环境风险因素，考量上市公司的环境绩效信息，会倒逼上市公司积极进行环境信息披露，改善经营方式、兼顾环境和社会效益，助力我国的经济转型；反过来，上市公司环境信息披露的改善也会促进机构投资者践行“绿色”投资，形成相互影响、相互促进的良性循环发展机制。

借鉴国际环境信息披露制度的经验，我国应从政策监管层面，逐步完善上市公司强制性环境信息披露制度，严格界定相关规则，进一步明确、统一环境信披的标准和具体要求。从机构投资者角度，目前上市公司的环境信息披露还存在较多问题，还有很多需要改进完善之处：

在顶层设计方面，上市公司披露意识不强，主动进行相关

环境信息披露动力不足，覆盖面过小。应进一步提高上市公司强制环境信息披露的覆盖面，建立统一、规范、标准的披露指标，明确规定具体的披露时限和披露格式，明确环境信息披露的关键指标，尤其是明确定量信息的披露。

**在披露内容方面**，缺乏环境信息的披露标准和统一的披露口径，定性描述多，缺乏定量的数据支撑，更缺乏同行业及国内外标准的比较；存在较多“报喜不报忧”的现象，大部分公司有选择地大量披露正面和难以验证的描述性信息，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，重数量、轻质量，可信度不高。应增强环境信息的实质性、可比性、可量化、规范化，提高与投资的相关性，避免避重就轻，语焉不详；量化环境信息，提供简明、可比、行业认可的标准量化数据，并引入独立第三方机构的鉴定报告，保证内容的真实性、有效性。此外，应增加公司环保设施的投入情况、目前的排放情况与未来的减排目标等信息。

**在披露时限方面**，各机构普遍反映披露不及时，频次较低，难以持续跟踪变化。建议增强时效性，除通过季报、年报进行披露，有重大事件应及时披露，方便投资决策。

**在披露渠道方面**，建议规范形成固定化、多渠道的官方、权威披露机制，方便查询、容易获得，包括交易所和公司网站、平媒和纸媒等多种方式、多条渠道同步披露；对于重大环境事件，要及时发布临时公告，同步增加媒体、互联网的报道。同时，要提高政府和监管部门监测信息的透明度。

**在信息使用方面**，针对机构投资者而言，不同投资者评估

环境信息的方法有差异，行业内缺少基于客观标准、相对公正的综合性评价作为投资参考依据，建议同步探索建立相配套的第三方服务机构服务和考评机制。

此外，有机构建议完善上市公司环境信息披露的法律依据，建议修订《环境保护法》、《证券法》、《公司法》、《会计法》等法律的相关规定，以法律的形式明确上市公司环境信息披露制度，使企业特别是上市公司环境信息披露有法可依。与此同时，还要加强环保部门和证券部门的合作，并定期进行环境风险压力测试。

**（执笔人：中国证券投资基金业协会研究部 蔡恒培 温秀）**