

ESG趋势与分析

中国及全球市场研报

第4期 2019年12月4日

《推动提高上市公司质量行动计划》助力高质量发展

近日，证监会印发《推动提高上市公司质量行动计划》(以下简称《行动计划》)，力争通过3-5年努力，使上市公司整体面貌得到较大改观。监管是引导上市公司规范发展、整治发展乱象的外部力量，提高上市公司质量根本上还需要上市公司自身具备高质量发展的品质。

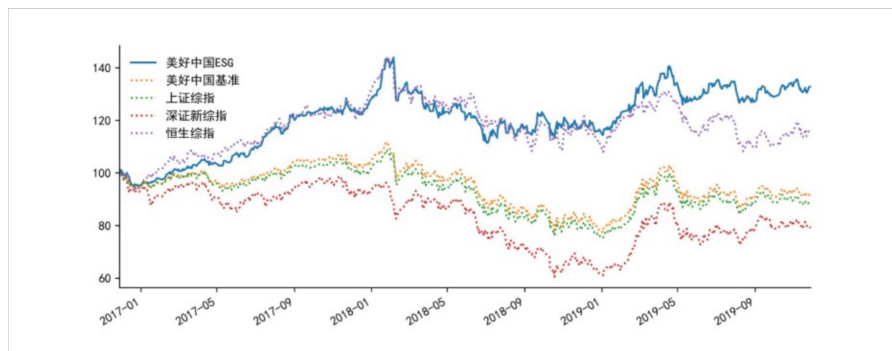
详见第19页

ESG与公司价值

通过实证研究分析，我们发现中国上市公司ESG表现与其企业价值之间呈显著正相关关系，意味着ESG表现较好的公司可以通过提高内部管理水平、增强抗风险能力、提升社会形象以及实施可持续发展等渠道提升其企业价值。

详见第24页

美好中国ESG100指数与基准历史净值



起止时间：2016.11-2019.11 资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

中财大绿金院ESG数据库

中央财经大学绿色金融国际研究院拥有全球领先的中国上市公司ESG数据和目前唯一的中国债券发行主体ESG数据，覆盖范围超过4000家中国公司，包括上市公司和非上市发债主体。当前 ESG数据库主要涵盖ESG数据、ESG评级、ESG评级报告、ESG指数和ESG研报五大功能。

ESG政策发展

证监会印发《推动提高上市公司质量行动计划》，上市公司监管专项改革从蓝图规划走向施工建设

央行发布《中国绿色金融发展报告2018》，推动绿色金融可持续发展

ESG市场动态

农业银行印发《关于支持制造业高质量发展的实施意见》，支持中国制造业向高质量发展

“一带一路”绿色投资原则召开首次会议，ESG因素将纳入决策过程

东旭光电爆出债务违约，企业流动性困难待解

ESG分数在构建债券组合时的应用

相比于指数投资，ESG组合的投资拥有更高的收益，更平稳的累计收益，更低的市场风险等特征，相信机构投资者选择将ESG分数作为构建组合的策略将会通过相关债券主体ESG分数的普及而变得更加多样。

详情见第9页

中央财经大学绿色金融国际研究院

北京市海淀区学院南路62号

TEL: +86-62288768

E-mail: IIGF@rccef.com.cn



总编辑：王遥 责任编辑：施懿宸

编辑：包婕、杨晨辉、李雪雯、牟毅、吴祯姝、车畅、任玉洁、梁楠楠、罗文尧、万秋旭

一、ESG相关政策发展

1. 证监会印发《推动提高上市公司质量行动计划》，上市公司监管专项改革从蓝图规划走向施工建设

事件：近期，证监会印发《推动提高上市公司质量行动计划》(以下简称《行动计划》)，力争通过3-5年努力，使上市公司整体面貌得到较大改观。《行动计划》遵循市场规律和监管规律，围绕信息披露有效性、公司治理规范化、市场基础制度改革、退市常态化、化解风险隐患、提升监管有效性、优化生态等七个方面，部署了46项具体任务，明确了证监会系统各单位、各部门的具体职责和完成时限，力争实现“上市公司群体更加优质，市场结构更加优化，系统性风险防范化解机制更加健全，监管有效性进一步增强，投资者回报机制持续改善，全社会形成良好发展生态”的目标。

点评：近年来，中国资本市场全面深化改革开始落地见效，大力推动提高上市公司质量从而进一步着力提升上市公司治理水平是构建良好资本市场环境和发展秩序的重要基础，需要从制度规则和监管实践上坚持市场化、法治化的改革方向。将企业内生发展和外部促进保障相结合，突出上市公司第一责任，丰富外部制度供给；实现监管本位与协调推进相结合，抓好进准监管，强化政策协同，推动形成强大合力。

2. 央行发布《中国绿色金融发展

报告(2018)》，推动绿色金融可持续发展

事件：11月20日，中国人民银行发布《中国绿色金融发展报告(2018)》，对2018年我国绿色金融发展情况进行了全面总结，并重点介绍了绿色金融标准研制工作进展、《绿色产业指导目录(2019年版)》编制、银行业存款类金融机构绿色信贷业绩评价实施及绿色金融行业自律机制工作进展等内容。《报告》指出，2018年中国沿着“自上而下”的顶层推动和“自下而上”的基层探索两条路径持续推动绿色金融体系建设，绿色金融改革创新和国际合作取得令人瞩目的新成绩。在实现自身快速发展的同时，绿色金融的社会和环境效益也进一步显现。

点评：经过两年多的推动与发展，中国绿色金融市场已初具规模，绿色债券、绿色基金、绿色保险、绿色票据、绿色PPP等产品不断更新，其不仅拓宽了绿色项目融资渠道，同时对社会和环境产生的效益也进一步显现。然而，绿色金融朝纵深方向发展的道路依旧任重而道远，绿色金融产品相关的标准、制度、评估、监管依旧缺乏完备的理论，因此未来制定出台国内统一、国际接轨、清晰可执行的绿色金融标准与规范依旧是中国绿色金融规范健康发展的重中之重。

3. 国务院发布《众国应对气候变化的政策与行动2019年度报告》

事件：11月27日，国务院新闻办召开新

闻发布会，正式发布《众国应对气候变化的政策与行动2019年度报告》。该报告涵盖减缓、适应气候变化、规划编制和制度建设、基础能力、全社会广泛参与、积极参与全球气候治理、加强国际合作与交流、《联合国气候变化框架公约》第25次缔约方大会的基本立场与主张等8个方面，全面反映了2018年以来中国在应对气候变化领域的政策行动和工作情况，展示中国积极应对气候变化的成效。同时，国务院表示，在本次缔约方大会上将努力完成《巴黎协定》实施细则遗留问题谈判、推动资金问题进展、做好2020年前行动和力度盘点，并坚定支持多边主义的强烈政治信号。

点评：自2016年以来，顺应国家政策的号召，我国将应对气候作为中可持续发展的内在需要，承担构建人类命运共同体的重任。我国采取了众多积极应对气候变化的行动，将其作为生态文明建设、推动经济高质量发展、建设美丽中国的重要抓手，并由此取得了一系列成效。温室气体排放量得到有效控制，碳排放强度持续下降，绿色金融体制不断完善，公民应对气候变化意识也不断提升。根据国务院计划，未来我国将进一步控制温室气体排放，主动适应气候变化影响，推动绿色低碳发展，并积极参与全球气候治理，重视污染治理、生态文明建设。

二、ESG市场动态

(一)时事热点

1. 农业银行印发《关于支持制造业高质量发展的实施意见》，支持中国制造迈向高质量发展

事件：为加强制造强国建设金融服务，抢抓制造业转型发展机遇，农业银行近日印发《关于支持制造业高质量发展的实施意见》。该实施意见明确了制造业的重点营销方向，提出积极拓展优质客户群体、创新金融服务模式和强化政策保障等新举措。实施意见提出，围绕制造强国建设，农业银行重点支持符合国家产业布局、技术改造方向、消费升级趋势以及开展国际产能合作的制造业转型升级。大力支持战略性新兴产业中创新研发实力强、成长潜力大、综合效益好的新一代信息技术、高端装备制造、新材料、生物医药、新能源汽车等先进制造业发展。

点评：制造业作为国民经济体系中的重要组成部分，实现其高质量发展有助于国家产业结构的转型升级。党的十八大以来，中国工业加快向高质量发展迈进，在经济下行压力不断加大的今天，金融行业需要进一步全面提升金融服务制造业高质量发展的质效，坚持与实体经济共赢发展方向，提升服务制造业的战略层级。

2. 长江绿色发展投资基金落户宜昌，助力长江经济带高质量发展

事件：据宜昌市发改委透露，10月22日，长江绿色发展投资基金管理有限公司在宜昌完成注册，国家发改委与三峡集团共同

发起设立的长江绿色发展投资基金正式落户宜昌。据介绍，该基金首期募集资金200亿元，未来将募集资金1000亿元，重点服务于长江经济带战略，主要投向水资源高效利用、水生态修复、水环境保护等，推动长江经济带高质量发展

点评：“共抓长江大保护，共建绿色发展示范区”是国家绿色金融重要发展方向之一。长江经济带是我国一条十分重要的经济带，而宜昌作为其中连接中西部的重要枢纽城市，其战略地位十分重要。绿色发展基金在宜昌的落户，有利于增强对长江流域水体研究、修复和保护，提升对水资源利用，促进绿色经济发展。

3. 第三届中国责任投资论坛成功举办，各资产管理机构助力国内资本市场高质量发展

事件：11月13日，由中国证券投资基金业协会主办的“第三届中国责任投资论坛——ESG投资与高质量发展”在天津举行。论坛期间，中国证券投资基金业协会与国务院发展研究中心金融研究所联合发布了《中国上市公司ESG评价体系研究报告》（二期成果）和《中国上市公司ESG信息披露质量评价报告》两份研究成果。本次会议主要聚焦在“新常态”下如何实现证券交易所倡导的自我约束倡议与强制要求之间实现适当的平衡，探讨交易所、投资人以及监管者如何强化相互合作从而进一步促进上市公司在“环境、社会及公司治理”方面的实践，以及讨论如何通过公共资本与私人资本的合作、绿色债券等绿色金融新举措引导资金流向绿色

低碳行业等问题。

点评：当前，责任投资已成为中国资本市场可持续发展进程中的重要组成部分。上市公司可持续发展是长期系统性的工作，需要各方面的合作。上市公司要努力营造推动可持续发展的氛围，做到自身高度重视；而投资者的支持对上市公司的可持续发展和ESG发展也至关重要。

4. 微众银行亮相高交会 展示全球首个“卫星AI-ESG”

事件：11月13-17日，第二十一届中国国际高新技术成果交易会（以下简称“高交会”）在深圳召开。期间，微众银行亮相“航空航天科技展”并在“中国深圳·航空航天产业发展高峰论坛”（以下简称“论坛”）展示全球首个“卫星AI-ESG”平台。微众银行“卫星AI-ESG”平台结合海量卫星遥感影像，基于ESG关键指标的评级框架，利用AI技术挖掘非结构化数据中的投资风险与机遇，帮助投资者跟踪和比较公司可持续发展能力，及时洞察公司的风险和机遇。长远来看，ESG体系也将推动企业主动改善环境、提升社会责任表现的意愿与能力，进而建立起社会整体可持续发展的长效机制。

点评：随着数字经济和金融科技的继续推进，新兴的大数据分析技术能够协助企业识别对公司重要的可持续发展议题、关注潜在的可持续发展风险、进行与同行公司表现的基准化分析、分析可持续发展方面的最佳实践等。通过对以上几方面内容的分析与理解，以及相关数据基础的应用建设，企业可

进一步制定自身的可持续发展策略。

5.第十六届中国企业公民论坛成功举办，发布《2019中国上市公司ESG评价研究报告》

事件：11月18日，由南方财经全媒体集团、《21世纪经济报道》举办的2019年第16届中国企业公民论坛暨中国企业公民评选颁奖盛典在北京成功举行。本次论坛主题为“责任赋能、使命向新”，知名学者、企业家、CSR专业机构人士等齐聚北京，共话企业责任与使命。会议当天，北京融智企业社会责任研究院院长王晓光发布《2019中国上市公司ESG研究报告》，各方与会专家围绕“将责任融入企业DNA”的话题展开对话。此外，本次会议揭晓了2019年度中国企业公民评选榜单，共有22家企业因过去一年来在CSR方面的出色表现而脱颖而出，在此次评选中获得殊荣。

点评：当前，ESG投资理念与经济社会的高质量发展浪潮方兴未艾，各大财经媒体机构纷纷涉足ESG相关领域，利用自身的传播影响力积极承担可持续发展的社会责任，培育市场参与主体进一步加深对ESG理念和高质量发展的认知，推动利益相关方责任意识的觉醒，从而实现企业领导者对长期利益和短期利益的权衡。

6. 2019年中国金融服务与创新论坛成功举办，金融机构关注金融消费者的成长性和可持续性

事件：11月15日，“2019中国金融服务与创新论坛”在北京召开。该论坛以“金融

支持经济高质量发展”为主题，由中国经济网主办，平安普惠协办。会上，中国经济网与中国平安与共同发起“金融消费者素养提升计划倡议书”。双方将发挥自身优势，从自身做起，并将联合社会各界积极开展金融消费者素养提升活动，普及金融知识，开展专项教育活动，充分承担媒体和企业的社会责任，为金融消费者素养提升贡献一份力量。作为从业者，我们在输出金融服务的同时，必须承担起赋能者的角色，关注金融消费者的成长性和可持续性。”

点评：普惠金融的发展同样离不开可持续经济的支持。金融业能否可持续发展，是金融服务能不能惠及更广大人群的基础和前提，普惠金融不是完全的社会责任，并不像一种需要情怀去做的“慈善”。实际上，普惠金融必须通过商业化实现可持续发展。

7. 东旭光电惊爆债务违约，企业流动性困难待解

事件：11月18日晚，上清所发布公告称，该日是“16东旭光电MTN001A”、“16东旭光电MTN001B”的投资人回售行权执行日及付息日。次日早，东旭光电发布公告称，由于公司资金暂时出现短期流动性困难，造成上述两只债券未能如期兑付。公司正在积极筹措资金，并积极与债权人协商，将尽快支付相关本金和利息，最大程度保证债券持有人的利益。11月20日午间，东旭光电收到深交所问询函，要求东旭光电详细说明截至目前持有的货币资金情况，包括但不限于具体金额、存放地点、存放类型、使用安排及其测算依据等，并说明相应的货

币资金受限或潜在受限的情况，包括但不限于受限金额、受限原因、相对应的信息披露情况等。

点评：债券是我国企业重要的融资手段之一。然而近年来，我国债券违约案例数量增多，市场债券违约事件频发。因而，通过纳入非传统指标（ESG）弥补传统评级指标的不足，对企业信用风险评价具有重要意义。ESG（环境、社会和治理）整合了企业在环境、社会和治理三个维度的表现，可以综合评价企业的可持续发展能力，从而进一步实现价值投资理念。

8. 粤港澳大湾区首支双币种国际绿色债券发行

事件：11月20日，珠海大横琴投资有限公司发行境外4.5亿美元高级债券和8亿元人民币绿色高级债券，这是粤港澳大湾区首支双币种国际绿色债券，也是粤港澳大湾区和自贸区地方国企首次在国际市场发行绿色债券。本次双币种债券将在香港、澳门两地同时上市。

点评：绿色债券即将所得资金专门用于资助符合规定条件的绿色项目或为这些项目进行再融资的债券工具。近年来绿色金融领域大力推行绿色债券作为绿色项目主要融资手段，目前中国以跃升为全球最大绿色债券市场。

9. MSCI发布逾2800家公司ESG评级，中国互联网企业表现较为突出

事件：11月25日，明晟公司（MSCI）发布了针对逾2800家公司的环境、社会和治理（ESG）评级，给予基金经理做出投资决策的更多细节信息，其中，亚马逊BB获评级，奈飞B评级，Facebook、阿里巴巴、腾讯为BBB评级，苹果获A评级，谷歌母公司ALPHABET则是AA评级。MSCI称将在2020年发布更多公司的数据，公开数据将达到7500家。该评级根据企业ESG风险敞口，以及企业相对于同类企业的ESG风险管理情况，给予企业从AAA到CCC的评级。

点评：当前，越来越多的投资者相信，具有良好评级的公司将经营得更好，并以较低的风险产生更丰厚的回报，世界各地越来越多的投资者将ESG风险纳入决策。据《全球可持续投资评论》指出，截至2018年底，在全球五个主要市场上使用ESG数据进行投资的总资产达到30.1万亿美元，高于2016年的22.8万亿美元。

10. 英国CFA协会推出ESG投资资格认证，培育合格市场投资者

事件：英国特许金融分析师协会（CFA UK）的ESG投资认证，是英国首个ESG领域的资格证书，该认证将于12月起面向投资专业人士推出。颁发证书是为了满足投资部门对ESG知识和技能日益增长的需求，目前此举已经得到了广泛的认可和接受。在英国，已经有超过500名申请者报名完成该课程，他们将从2019年12月2日起参加正式考试。在此之前，中国于2019年9月开展了一项试点计划，旨在确保这一课程的培训材料充足可用。来自60家企业的160多名学员参加了试验考试，并且实现了较高的通过率。

点评：对ESG理念的认知不足也是当前上市公司和资本市场ESG信息披露水平的参差不齐的原因之一。为进一步推动ESG责任投资理念的发展，ESG相关人才培养和能力建设已成当务之急。培育合格的市场投资者，提升业务人员的专业素养和能力，是实现ESG理念可持续发展的重要基石。

11. 中国ESG领域发展潜力巨大，施罗德全球新兴市场股票主管看好中国可持续增长

事件：英国伦敦时间2019年11月14日至15日期间，国际资产管理公司施罗德投资集团举行了2019年全球媒体大会。此次会议上，施罗德投资集团首席执行官郝睿诚（Peter Harrison）强调，中国市场将是施罗德战略增长的关键领域。今年5月，施罗德投资宣布在上海扩充办公室，以配合其中国业务的高速发展，并同时推出“施罗德中国股票优选一号私募基金”等三只新私募基金。此后，施罗德又宣布推出两只新的国内多资产私募基金——“施罗德中国多元动态配置一号FOF私募证券投资基金”及“施罗德中国多元收益一号FOF私募证券投资基金”。自2018年推出第一只私募基金至今，施罗德投资在中国市场的私募基金已达6只。

点评：今年以来，随着A股逐步纳入MSCI指数标的和QFII口径的进一步扩宽，境外资本流入A股市场的同时也越来越重视中国企业的可持续发展潜力。未来，境外资本的流入会进一步倒逼国内企业提升对自身可持续发展能力的建设，各上市公司需要积极开展国际责任投

资对话，学习先进责任投资方法理念，从而进一步在丰富资金渠道的同时实现自身可持续发展。

12. 欧盟2020年预算协议达成，经济和气候变化引人关注

事件：欧盟成员国、欧洲议会和欧盟执委会三大机构日前就欧盟2020年预算协议达成共识，将增加支出应对气候变化、改善欧洲年轻人的教育和就业情况。欧盟承诺，2020年将向价值约1686.9亿欧元的项目拨款，其中，接近一半的资金将用于帮助提升欧洲的经济竞争力，21%的资金用于应对气候变化，具体包括LIFE环境与气候变化计划、“地平线2020”项目、能源链等。这些资金将对实现欧洲气候目标、连接欧洲设施、大规模部署可再生能源、升级现有能源传输基础设施并开发新基础设施作出重大贡献。

点评：自从美国宣布退出《巴黎协定》之后，欧盟一直试图领导全球气候治理，并以身作则加强对气候变化的重视程度，以争取气候伙伴国的支持。同时，欧盟众国多数传统能源稀缺，发展可再生能源是其能源转型出路。因此2020年预算对气候变化的侧重延续了欧盟此前一贯做法，此举不但有利于进一步推动欧盟国家实现低排放、低碳化目标，减少温室气体排放，向低碳国家转型，也有利于激励欧盟可再生能源研发，可再生能源基础设施的建设，保障能源安全。

13. 欧洲投资银行启动新气候战略

和能源贷款政策

事件：11月18日，欧洲投资银行董事会批准了一项新的能源贷款政策，并确认了欧洲投资银行在气候行动和环境可持续方面的目标。据悉，欧洲投资银行计划从2021年底终止对化石燃料能源项目进行投融资；未来的投融资将加速清洁能源创新、能源效率和可再生能源的发展；欧洲投资银行集团将在至2030年的十年中在气候行动和环境可持续方面释放一万亿欧元的投资。

点评：欧洲投资银行此番举措最终目标与《巴黎协定》保持一致。新的能源贷款政策将为低碳或零碳技术提供资金支持，推动技术创新发展并提升能源效率，实现能源脱碳。此外，对于化石燃料能源投融资的终止也有利于全面推广可再生能源，鼓励可再生能源技术与使用的广泛。

14.美联储考虑将气候变化因素纳入评估金融稳定性过程

事件：据路透社报道，11月11日，美联储理事在美联储首次气候变化和经济会议上发表评论称为履行核心职责，美联储要研究气候变化对经济和金融系统的影响，并相应地调整工作。她表示，在极端气候、气温升高、海平面升高及其他温室效应带来的风险面前，如何维持银行和金融系统的韧性值得思考。为实现就业最大化和物价稳定的目标，美联储在制定货币政策时也要考虑到气候变化及相关政策的影响。

点评：美联储态度的转变情有可原。相比于全球其他主要央行已经明确将气候变化纳入影响金融稳定评估的重要因素的行动，

美联储明显落后。由于气候变化导致平均温度上升、降水量波动大，美国经济产出也受到一定影响。因此，美联储也不得不开始正视全球气候变暖带来的风险和代价，思考气候变化对经济增长的遏制影响并寻找解决对策。

(二) ESG投资产品发行动态

1.境内产品发行

(1) 摩根士丹利华鑫ESG量化先行混合型基金、国泰基金国泰中证ECPI ESG80ETF进入申报流程。

(2) 南方ESG主题股票型基金已获批启动发行。

2.境外产品发行

ESGETF：Inspire计划发行1只ESG ETF，名称为Inspire International ESG ETF (WWJD)。该ETF跟踪的Inspire Global Hope ex-US指数是以发达市场和新兴市场的上市公司股票为样本空间，剔除参与堕胎、赌博、酗酒、烟草、色情、同性恋、双性恋、侵犯人权等行为的公司，在剩余公司中根据商业范畴、慈善等方面进行评分，得分最高的200只股票作为最终样本股，并使用等权加权。

(三)ESG分数在构建债券组合时的应用

1.背景介绍

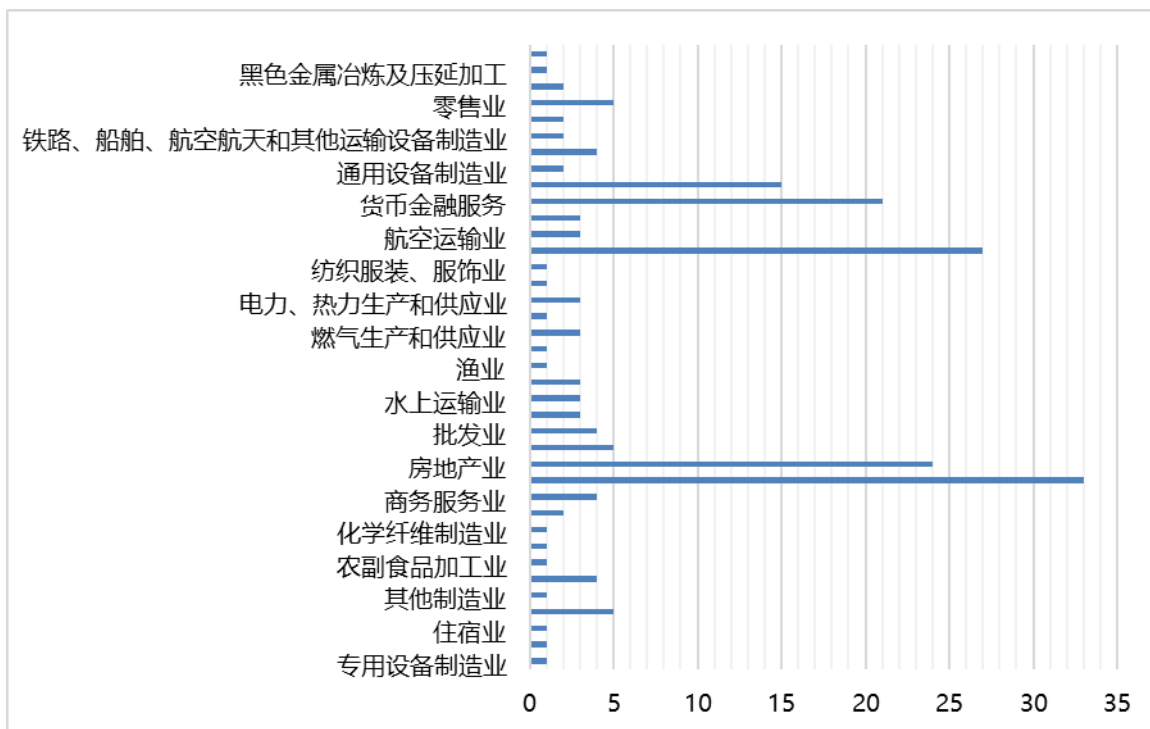
随着绿色金融的发展，投资者们对将环境、社会和治理（ESG）因子纳入投资决策中有着越来越大的兴趣，通过研究发现，在股票市场中，将ESG条件选股构建投资组合能有效的降低组合风险，提高组合收益，于此同时超额收益也较为稳定。对于机构投资者来说，债

券是其构建投资组合的重要组成部分，将ESG投资策略用于固定收益投资，因此在本节，我们来讨论一下对于固定收益市场里，如何运用ESG分数构建投资组合并且与相关指数收益进行对比。

2. 样本选择

样本债券来自于安徽省、江苏省、浙江省

与上海的发债企业所发行共计392只债券，其中上市公司有 81 家，未上市公司 311 家，主体评级为 AAA 评级的有149 家，AA+ 评级为243家。从公司属性上看，该样本中债务主体为地方国有企业性质的个数占总数的 68.8%，其次为中央国有企业占总数的 10.4%。



资料来源: Wind

图1 样本债券主体所属行业分布

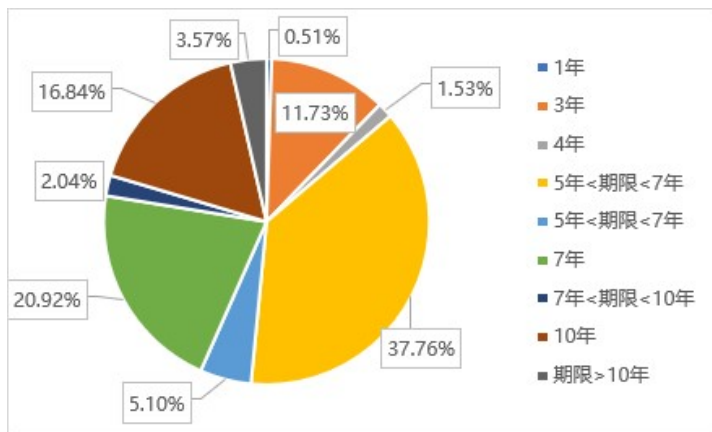


图2 样本债券期限分布

资料来源: Wind

3. 债券期限 (年)

由样本中债券不同期限个数统计中能够看出，五年期与七年期的债券个数占样本比重超过50%。同时，三年期与十年期也占相对较多比重，从此可以看出我们的样本对债券期限的选择范围较广。

4. ESG 分数的使用

(1) ESG 方法学介绍

2017 年，在绿色评估体系的基础上，中央财经大学绿色金融国际研究院（以下简称“中财绿金院”）自主创新开发了符合国情的本土化“ESG 评估体系”，从环境保护、社会责任、公司治理三个维度的定性与定量指标以及公司的负面行为与风险来全面衡量企业 ESG 水平。中财绿金院 ESG 指标具有体系包含 3 个一级指标：环境（E）、社会（S）和治理（G），22 项二级指标以及超过 160 项三级指标。此外，研究团队将所有上市公司的行业划分为 3 大类，30 多个子类，并据此制定了一般行业指标和特色指标。中财绿金院 ESG 评估体系共包含三个部分：定性指标、定量指标和负面行为与风险。其中，定性指标和定量指标的评分主要通过评分表进行评价，负面行为与风险部分则通过统计上市公司的环保处罚以及负面新闻得出。

基于 ESG 评估体系，中财大绿金院构建

了 ESG 数据库，当前数据库涵盖 1554 家上市公司、1500 多家非上市债券发行主体，共计约 4000 多家公司的 ESG 数据。

(2) 组合构建

本次构建投资组合时，使用中财大绿金院数据库中的 ESG 分数，将 196 只样本中的债券按照主体 ESG 分数分为 5 档，A 档代表债券主体 ESG 分数最高，E 档代表债券主体 ESG 分数最低。

分级	权重分配	个数统计
A	50%	39
B	20%	38
C	15%	43
D	10%	37
E	5%	39

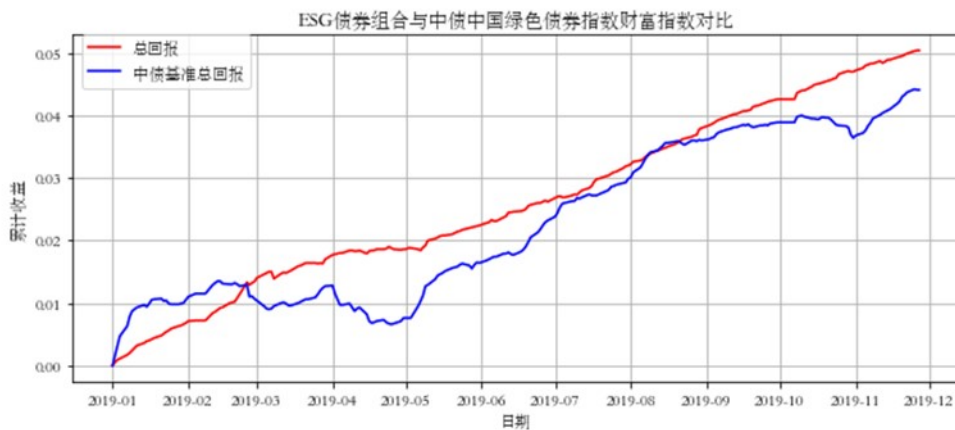
组合构建完成后，我们选取了 2019 年 1 月 1 日到 2019 年 11 月 27 日上证绿色公司债指数当作基准，计算出该组合与基准组合的累计收益，如下图所示：



由累计收益折线图我们可以看出，截止到2019年11月27日，组合的累计收益高于基准的累计收益，同时通过计算我们得出组合的年化波动率为 0.43% 低于于基准 (0.85%)，收益率高出基准0.45%，其中在第二季度的区间内，基准组合收益有较大

的波动，但ESG组合收益在此阶段稳定上升，同时组合 Alpha 为1.05。

同样，我们选取同时间内组合与中债中国绿色债券财富(总值)指数累计收益进行比较，结果如下图所示：



由累计收益数据可以算出，截止到2019年11月27日，组合的累计收益比中债中国绿色债券指数收益高出 0.63%，组合年化波动

率 (0.43%) 比基准波动率 (0.76%) 相比较低。

5. 基本指标表现

表2 ESG 债券组合与上证绿色公司指数对比

指数	α	β	跟踪误差 (%)	年化标准差 (%)	年化收益率 (%)
	1年	1年	1年	1年	1年
ESG 债券组合	0.05	1.03	0.44	0.43	8.11
上证绿色公司债指数	0.00	1.00	0.00	0.85	7.37

数据来源：中央财经大学绿色金融国际研究院

表3 ESG 债券组合与中债中国绿色债券财富指数对比

指数	α	β	跟踪误差 (%)	年化标准差 (%)	年化收益率 (%)
	1年	1年	1年	1年	1年
ESG 债券组合	0.03	1.01	0.46	0.43	8.11
中债中国绿色债券财富指数	0.00	1.00	0.00	0.76	7.06

数据来源：中央财经大学绿色金融国际研究院

6. 总结

通过使用 ESG 分数来构建组合并于特定基准进行对比我们发现 ESG 分数对债券主体所发债券可以当作分配权重的参考指标，在上述模拟的两次组合中，我们得到组合获利能力均高于所选基准，同时，从累计收益曲线上来看，组合收益曲线增长较为均匀，而基准收益增加波动较大，同时当置信度选择为 95% 时，通过计算得出组合的 VaR 值为 0.3%，表示有 95% 的把握能判断该组合在一年内的交易损失为总资产的 0.3%，相比于指数投资，ESG 组合的投资拥有更高的收益，更平稳的累计收益，更低的市场风险等特征，相信机构投资者选择将 ESG 分数作为构建组合的策略将会通过相关债券主体 ESG 分数的普及而变得更加多样。



(三) 国内ESG相关指数

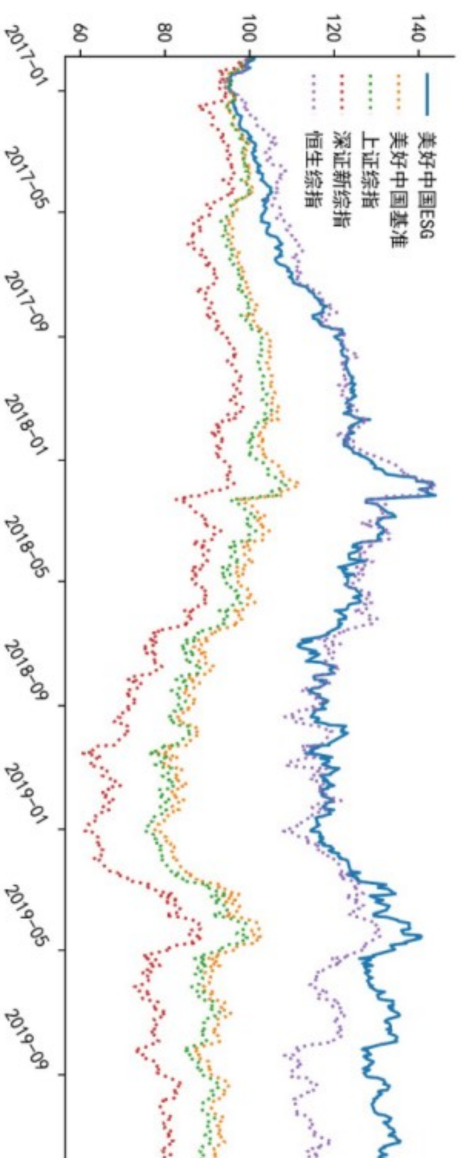
表1 ESG相关指数列表（国内部分）

指数名称	指数简称	指数英文名称	指数英文简称
美好中国ESG100指数	美好中国ESG	Beautiful China ESG 100 Index	Beautiful China ESG
中证中财沪深100ESG领先指数	ESG领先	CSI CUFE SH-SZ 100 ESG Leading Index	ESG Leading
中证中财沪深100ESG领先全收益指数	ESG领先全收益	CSI CUFE SH-SZ 100 ESG Leading TRI Index	ESG Leading TRI
沪深300绿色领先股票指数	绿色领先	CSI 300 Green Leading Stock Index	Green Leading
沪深300绿色领先股票全收益指数	绿色领先全收益	CSI 300 Green Leading Stock TRI Index	Green Leading TRI
中财-国证深港通绿色优选指数	深港通绿色优选	CUFE-CNI SZ-HK Connect Green Selection Index	CUFE-CNI SZHKC Green
中财-国证深港通绿色优选收益指数	深港通绿色优选R	CUFE-CNI SZ-HK Connect Green Selection Index R	CUFE-CNI SZHKC Green R
中财-国证深港通绿色优选指数（港币）	深港通绿色优选（港币）	CUFE-CNI SZ-HK Connect Green Selection Index (HKD)	CUFE-CNI SZHKC Green (HKD)
中财-国证深港通绿色优选收益指数（港币）	深港通绿色优选R（港币）	CUFE-CNI SZ-HK Connect Green Selection Index R (HKD)	CUFE-CNI SZHKC Green R (HKD)

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院整理

1.美好中国ESG100指数

图1 美好中国ESG100指数与基准的历史净值 (2016/11/28 -2019/11/28)



资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

表2 美好中国ESG100指数与基准的指数绩效 (%) (2019/11/28)

指数	阶段收益				年化收益	
	1个月	3个月	1年	年初至今	3年	
美好中国ESG	(0.31)	3.47	12.05	16.04	9.94	
美好中国基准*	(0.93)	0.90	8.70	17.97	(2.90)	
上证综指	(1.36)	0.07	8.66	17.61	(4.00)	
深证新综指	(1.64)	1.28	15.68	28.75	(7.48)	
恒生综指	1.51	3.59	(0.36)	7.11	5.17	

表3 美好中国ESG100指数与基准的风险收益特征 (2016/11/28 -2019/11/28)

指数	α	β	跟踪误差 (%)	年化标准差 (%)		夏普比率		信息比率		最大回撤		
	(%)		(%)	1年	3年	1年	3年	1年	3年	幅度 (%)	开始日期	结束日期
美好中国ESG	11.81	0.78	8.40	14.92	14.59	0.67	0.58	0.72	1.55	22.62	2018/2/5	2018/7/4
美好中国基准	0.00	1.00	0.00	18.07	15.97	0.41	(0.27)	0.00	0.00	30.50	2018/1/24	2019/1/3

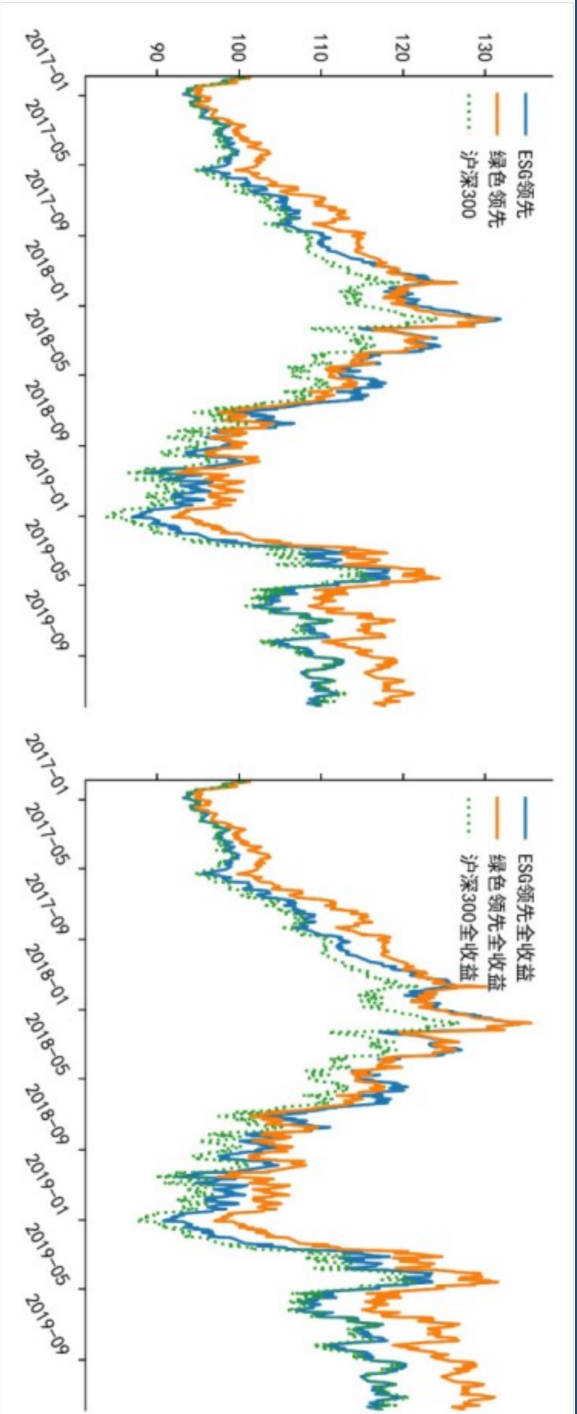
资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

* 美好中国基准指数由上证综指、深证新综指及恒生综指以流通市值加权而成 (三个权重分别为美好中国三个交易所成分股流通市值占总流通市值的比重)

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

2.中证-中财沪深100ESG领先指数、 沪深300绿色领先股票指数

图2 中证中财沪深100ESG领先指数、 沪深300绿色领先股票指数与基准的历史净值 (2016/11/28 -2019/11/28)



资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

表4 中证中财沪深100ESG领先指数、 沪深300绿色领先股票指数与基准的指数绩效 (%) (2019/11/28)

指数	阶段收益				年化收益
	1个月	3个月	1年	年初至今	
ESG领先	0.04	0.65	15.01	25.71	3.07
绿色领先	(0.16)	1.07	18.97	27.66	5.51
沪深300	(0.40)	1.43	19.53	30.51	3.11
ESG领先全收益	0.04	0.73	17.66	28.61	5.35
绿色领先全收益	(0.16)	1.22	21.84	30.74	8.30
沪深300全收益	(0.39)	1.56	22.27	33.49	5.37

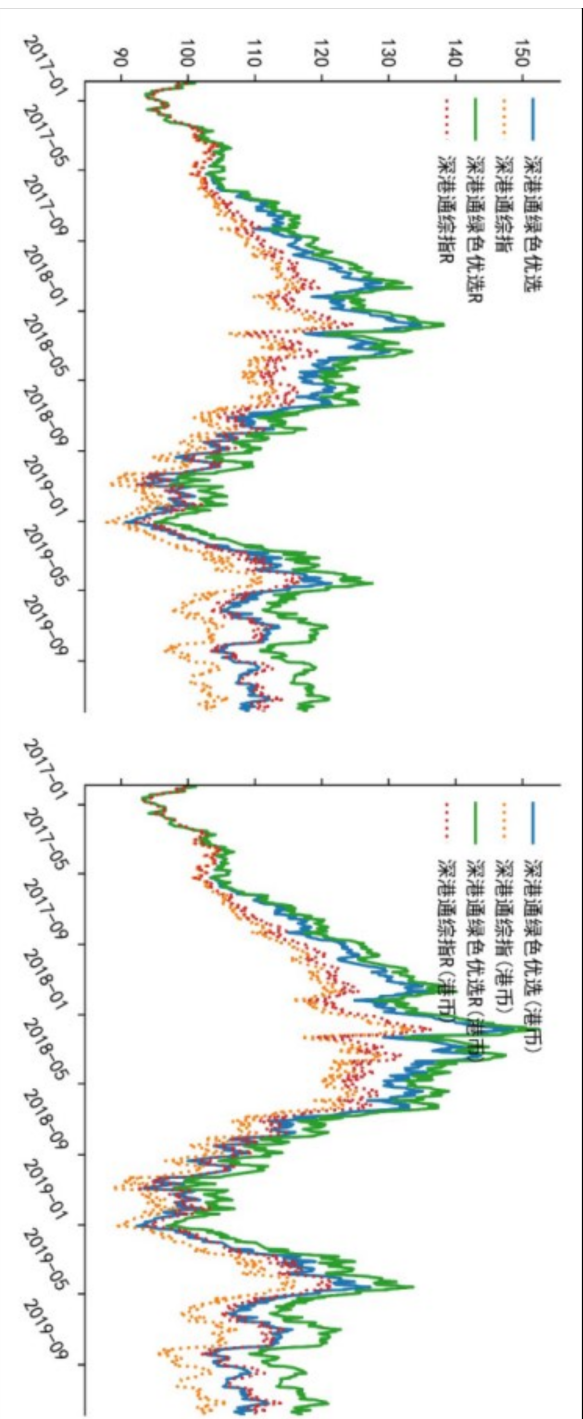
资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

表5 中证中财沪深100ESG领先指数、 沪深300绿色领先股票指数与基准的风险收益特征 (2016/10/31 -2019/10/29)

指数	α (%)	β	跟踪误差 (%)	年化标准差 (%)		夏普比率		信息比率		最大回撤		
				3年	1年	3年	1年	3年	1年	3年	幅度 (%)	开始日期
ESG领先	0.11	1.01	2.71	20.33	18.36	0.64	0.12	(1.47)	0.04	34.05	2018/1/24	2019/1/3
绿色领先	2.50	0.92	4.35	19.14	16.94	0.85	0.26	0.19	0.61	29.87	2018/1/24	2019/1/3
沪深300	0.00	1.00	0.00	20.34	17.92	0.83	0.12	0.00	0.00	32.46	2018/1/24	2019/1/3
ESG领先全收益	0.10	1.01	2.69	20.34	18.36	0.75	0.24	(1.48)	0.04	32.58	2018/1/24	2019/1/3
绿色领先全收益	3.15	0.92	4.31	19.20	16.98	0.97	0.42	0.28	0.78	28.46	2018/1/24	2019/1/3
沪深300全收益	0.00	1.00	0.00	20.36	17.93	0.94	0.24	0.00	0.00	30.95	2018/1/24	2019/1/3

3.中财-国证深港通绿色优选指数

图3 中财-国证深港通绿色优选指数与基准的历史净值 (2016/11/28 - 2019/11/28)



资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

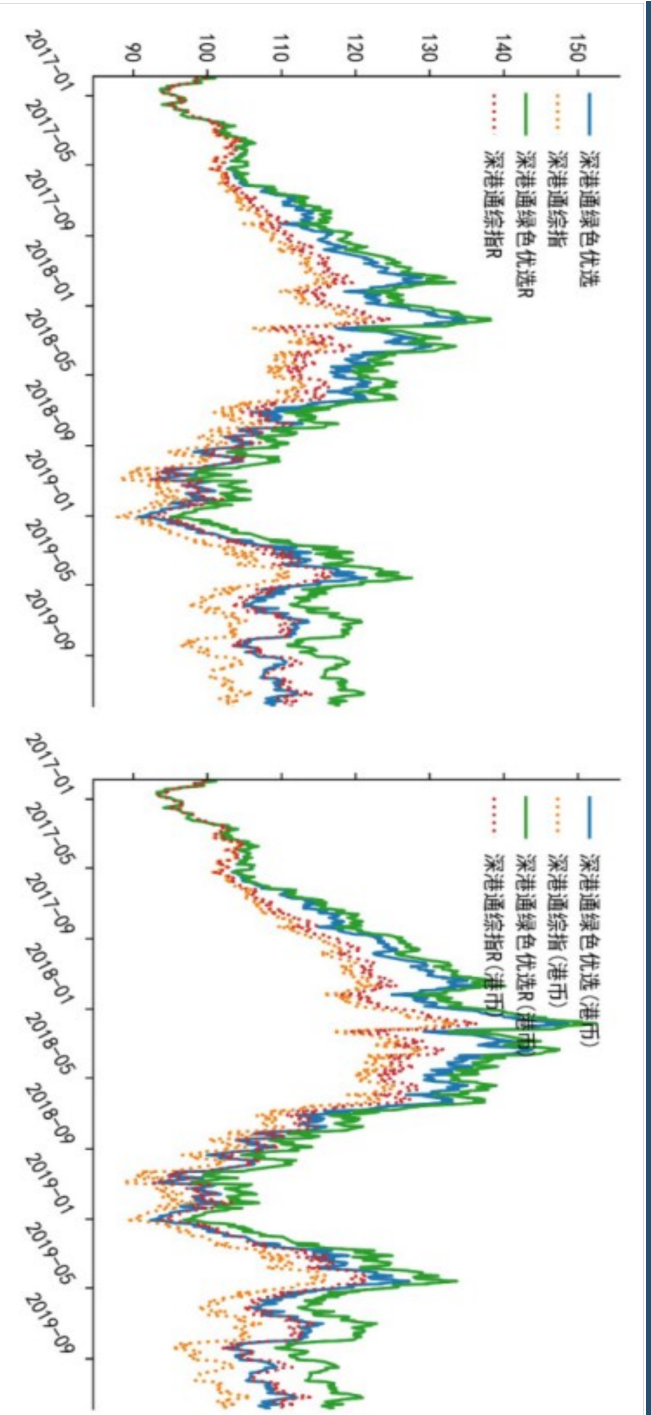
表6 中财-国证深港通绿色优选指数与基准的指数绩效 (%) (2019/11/28)

指数	阶段收益				年化收益
	1个月	3个月	1年	年初至今	
深港通绿色优选	(0.35)	1.41	9.05	19.02	2.82
深港通综指	0.83	3.14	8.84	16.98	1.14
深港通绿色优选R	(0.31)	2.33	12.43	22.63	5.48
深港通综指R	0.89	3.63	11.95	20.27	3.66
深港通绿色优选 (港币)	(0.24)	2.04	7.61	16.10	2.57
深港通综指 (港币)	0.94	3.78	7.40	14.10	0.90
深港通绿色优选R (港币)	(0.20)	2.97	10.91	19.59	5.22
深港通综指R (港币)	1.01	4.27	10.44	17.29	3.41

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

3.中财-国证深港通绿色优选指数

图3 中财-国证深港通绿色优选指数与基准的历史净值 (2016/11/28 - 2019/11/28)



资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

表7 中财-国证深港通绿色优选指数与基准的风险收益特征 (2016/11/28 - 2019/11/28)

指数	α (%)		β		跟踪误差 (%)	年化标准差 (%)		夏普比率		信息比率		最大回撤	
	3年	3年	3年	3年		1年	3年	1年	3年	1年	3年	幅度 (%)	开始日期
深港通绿色优选	2.25	1.03	1.03	5.53	18.15	17.52	0.46	0.12	0.02	0.41	32.75	2018/1/26	2019/1/3
深港通综指	0.00	1.00	1.00	0.00	16.84	16.10	0.47	(0.01)	0.00	0.00	27.90	2018/1/24	2019/1/3
深港通绿色优选R	2.26	1.03	1.03	5.52	18.16	17.53	0.63	0.27	0.04	0.41	31.26	2018/1/26	2019/1/3
深港通综指R	0.00	1.00	1.00	0.00	16.84	16.10	0.64	0.15	0.00	0.00	26.11	2018/1/24	2019/1/3
深港通绿色优选 (港币)	2.29	1.05	1.05	5.52	18.17	17.76	0.38	0.11	0.02	0.42	37.85	2018/1/26	2019/1/3
深港通综指 (港币)	0.00	1.00	1.00	0.00	16.77	16.16	0.39	(0.02)	0.00	0.00	33.64	2018/1/26	2018/10/3
深港通绿色优选R (港币)	2.27	1.05	1.05	5.51	18.18	17.77	0.54	0.25	0.05	0.42	36.47	2018/1/26	2019/1/3
深港通综指R (港币)	0.00	1.00	1.00	0.00	16.78	16.16	0.56	0.13	0.00	0.00	32.04	2018/1/26	2018/10/3

《推动提高上市公司质量行动计划》助力高质量发展

近日，证监会印发《推动提高上市公司质量行动计划》(以下简称《行动计划》)，力争通过3-5年努力，使上市公司整体面貌得到较大改观。《行动计划》的出台，标志着监管层面对上市公司质量管控的工作进一步落地实践。

一、《行动计划》解读

《行动计划》围绕信息披露有效性、公司治理规范化、市场基础制度改革、退市常态化、化解风险隐患、提升监管有效性、优化生态等七个方面,部署了46项具体任务,明确了证监会系统各单位、各部门的具体职责和完成时限,主要任务包括:

一是以投资者需求为导向,提升信息披露有效性。进一步夯实上市公司会计基础,发挥相关部门合力,探索建立财务信息综合监管格局,防范虚假披露。简化披露规则,开展分行业、差异化披露,确保信息披露真实性,强调通俗易懂。

解读:企业公开信息以投资者的需求为导向,是投资者进行相应投资决策的关键依据。信息披露的有效性直接决定了最终投资回报率与期望收益率间的基本偏差,从而影响资本在流通中的增值水平。首先,针对财务造假事件频发的情形,只有规范上市公司信息披露准则、加强监管力度,才能整顿资本市场虚假信息横流的乱象,为高质量信息共享提供保障,从而营造良好的投资环境。其次,简化披露规则的根本目的是去芜存菁,在保留上市企业需传递的信息内涵的同时,优化相关流程、提升披露效率。

二是督促“关键少数”勤勉尽责,提升经营管理水平。推动完

善股权激励税收制度及配套安排，提升激励实效；开展上市公司公司治理自查专项行动，强化资金、印章、财务等方面的管控，加大个人责任追究，强化民事赔偿，以激励和约束督促“关键少数”发挥关键作用。

解读：随着中国向市场经济转轨进程的加快，资本市场的发展趋势迫切需求上市公司治理水平的高质量提升。早在2018年9月30日，中国证监会修订的《上市公司治理准则》就已明确上市公司在利益相关者、环境保护和社会责任以及信息披露与透明度等方面的基本要求。该《行动计划》的“公司治理规范化”贯彻落实相关理念，把握住“利益相关方”这一核心矛盾的主体，强调保障股东权益、加强风险管理、完善对公司管理层实施有效规范与监管的内部控制体系，逐步形成强而有力的上市公司治理模式。

三是推广科创板经验，统筹推进资本市场改革。充分发挥科创板的试验田作用，推动创业板改革并试点注册制。增强IPO、重组上市标准的包容性，放宽非公开发行锁定期等限制，优化并购支付及配套融资工具，增强资本市场吸引力。

解读：全面深化资本市场改革是建设现代化经济体系的根本诉求，要求全方位坚持市场化、法治化的改革方向，着力优化资本市场供给、推进关键制度创新、增强市场的内在稳定性。首先，将科创板积累的经验推广实践才能落实尊重市场规律的改革方针，发挥市场在资源配置中的决定性作用，真正把选择权交给市场。其次，2019年10月中国证券监督管理委员会审议通过并修改《上市公司重大资产重组管理办法》，已从调整优化并购重组制度、明确科创板公司并购重组监管规则衔接安排等角度，简化指定媒体披露要求。《行动计划》立足于巩固“资产重组管理办法”提高上市公司质量的改革成果，进一步优化标准的普适性与实操性，完善市场基本建设，吸引资本流入。

四是坚持退市常态化，坚决出清劣质资源。优化退市指标，简化退市流程，畅通退市渠道，创新退市方式，完善符合中国国情的资本市场多元化退出渠道和出清方式。对于触及强制退市标准的公司坚决退市，对于符合条件的上市公司依法支持司法重整，

实现优胜劣汰。

解读：中国证监会资料显示，2019年以来共有16家公司退市，其中7家为强制退市、1家主动退市、8家并购重组出清。这表明A股退市逐渐趋于常态化，多元化退市机制初见成效。《行动计划》中有关“畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰”的内容不仅符合证监会全面深化资本市场改革的重点任务，同时是构建“正本清源”监管机制的必由之路。市场化退市指标的建立将会一系列底层标准，用以针对性地筛选、剔除生产经营状况恶劣的上市公司，避免“劣币驱逐良币”的恶性事件发生。这有助于进一步提升上市公司整体质量，同时也是对投资者利益的多重保护。

五是解决突出问题，打好防范化解重大金融风险攻坚战。引导上市公司股东主动控制质押比例，化解质押风险。通过推进“督促归还、民事诉讼、刑事移送”，解决违规占用担保问题。实行并购重组全链条监管，遏制“三高”并购重组。

解读：要防范化解重大金融风险，就必须调动上市公司的主观能动性，发挥市场调节功能，多策并举的建立长效风控机制。首先，股权质押的根本风险来源于杠杆借贷行为的综合性不稳定因素。在多地设立纾困基金的基础上，《行动计划》着眼于增强上市企业自身的纾困能力，提升企业盈利水平，恢复大股东信用融资的能力。其次，资金占用、违规担保等恶性违法、违规行为事件频发，严重损害上市公司与投资者的基本利益，市场亟需完备的监管保障体系加以制约。“督促归还、民事诉讼、刑事移送”方针兼具协调敦促与从严监管两方面内容，实则对不法行为保持高压态势，对资本市场形成有效震慑。最后，实行并购重组全链条监管旨在保障《上市公司重大资产重组管理办法》等文件的市场引导性与规范性，构建事前、事中、事后的审核监督，对“高估值、高商誉、高承诺”现象与内幕交易等违规行为实行严厉惩处。

六是强化精准监管，提升监管有效性。坚持管少管精才能管好的原则，做到“抓两头、带中间”。对持续规范经营的优质上市公司在融资、并购等方面提供更多便利，对乱象频出的问题公司

和风险公司重点聚焦、严格监管。

解读：提升监管有效性有利于完善资本市场的自我调控机制，有助于推进上市公司的信息披露规范化进程，促使投融资市场的宏观环境逐步进入新的高质量发展阶段。优质企业通过披露生产经营信息并有意识地公开社会责任相关内容，能够证实自身符合现代化可持续发展的根本需求，获取对应的政策福利，同时提升融资吸引力。因此，强化精准监管在引导资金流向高质量发展项目的同时，能够优化资本市场的投资者结构。

七是优化发展、中介、舆论、文化四个生态，形成全社会合力。推动相关部门营造良好发展环境，推动中介机构提高执业质量等。

解读：中介服务机构是宏观调控与市场调节相结合中不可缺少的环节，在金融市场上资金融通过程中、资金供求者之间具有媒介或桥梁作用。中介机构执业专业素质的提高，将会极大程度地优化资本市场生态圈层，从而降低整体代理成本。同时，通过与时俱进地有效融合新媒体等传播形式，四个主流生态的协同效应能够自发地驱动高质量投资的发展，更好发挥作为第三方的作用和优势。

二、《行动计划》的重要意义

（一）推动资本市场可持续发展

上市公司是资本市场的重要组成部分，在推进现代经济可持续发展的关键。中国证监会主席易会满在中国上市公司协会2019年年会暨第二届理事会第七次会议上表示，资本市场是连接实体和资本、连接融资方和投资方的纽带，而上市公司质量是支撑这个市场的支柱和基石，是促进金融和实体经济良性循环的微观基础。没有好的上市公司，就不可能有好的资本市场。因此，《行动计划》从监管层面发力，通过提高上市公司质量进一步落实并深化资本市场改革，推动资本市场的可持续发展。同时，发挥上市公司的引领作用，将带动拟上市企业和其他非上市企业提高公司质量，有助于提高整体市场环境，进而助力经济健康蓬勃发展。

（二）提高本土上市公司竞争力

《行动计划》的出台，有助于提高本土上市公司的综合竞争力。随着MSCI等国际指数不断扩大中国上市公司的权重比例，越来越多的国际投资者进入中国市场，对中国上市公司的质量提出更高要求。通过监管层面的助力，一方面能够提高上市公司的自我意识，充分调动其积极性，引导上市公司更准确、有效的完善自身治理结构，提升整体竞争力，吸引更多境外资本的流入；另一方面，能够完善本土化资本市场的建设，为上市公司发展提供良好的市场环境，形成良性竞争的态势，进而吸引到更多优质企业回归A股或选择在A股上市，提高国内资本市场的活跃度和综合实力。

（三）助力上市公司规范治理结构

提高自身质量是上市公司可持续发展的内在需求。尽管近年来我国上市公司治理结构逐步得到改善，上市公司自我发展意识逐渐提高，但仍然有很大的改进空间。高质量的上市公司必须强调合规性，要严格遵守各类市场制度，建立守法、合规、高效、透明的公司治理体系。《行动计划》将为上市公司完善自身治理体系提供引导作用，通过事前、事中、事后等多维度的监管对上市公司合规行为进行管控，倒逼上市公司不断完善内部治理结构，提高自身品质。

三、对提高上市公司质量的政策建议

《行动计划》是监管层面对上市公司质量管控的重大推进，是推动市场高质量发展的重要战略，因而本文从监管的角度出发，提出以下几点政策建议：

（一）完善市场机制建设，强化监管协作

提高上市公司质量需要良好的外部治理环境。外部治理环境的改善需要不断强化资本市场的资源配置功能，提升资本市场的运作效率。除了经营成本，公司在日常经营的过程中会受到许多潜在隐形成本的制约，从而影响公司治理的有效性。随着中国特色社会主义市场经济体制的不断完善，市场化改革逐渐深入推进，只有充分发挥市场机制的作用，推进市场效率和激励机制的建

设，强化监管的协作作用，为上市公司发展提供健全的市场环境，才能有效降低公司治理的成本和风险。此外，要借助中介机构、金融机构、投资者等市场各方力量，不断完善市场的规范化。

(二) 加强上市公司分类管理，提高监管效率

基于我国多层次市场的特点，以“两头”企业为切入点，加强上市公司分类管理。建议各地监管部门进一步深入探索监管方法，持续提高监管效率。通过科学手段对上市公司进行筛选，一方面，筛选出表现好的上市公司形成示范样板，带动其他上市公司提高质量；另一方面，筛选出表现较差的上市公司及时进行预警和关注，对企业关键问题和风险进行持续追踪，并在必要时采取一定惩戒机制。充分发挥分类监管、精准监管的作用，形成“抓两头、带中间”的基本局面。

(三) 纳入ESG理念，丰富监管手段

监管是引导上市公司规范发展、整治发展乱象的外部力量，提高上市公司质量根本上还需要上市公司自身具备高质量发展的品质。除传统的财务因素外，ESG关注的环境、社会和公司治理亦是衡量公司信用品质的关键因素，将其与财务指标结合能够更全面的评价上市公司的质量。当前欧美市场和中国香港都已经将ESG信息披露作为上市公司监管的手段之一，而中国内地市场还缺乏相应的指引文件。因此，建议监管部门可以尽快出台上市公司ESG信息披露指引文件，为提高上市公司质量提供新的路径，进一步丰富有效监管手段。

ESG与公司价值

一、引言

近年来，随着绿色环保意识的不断增强，环境、社会和公司治理 (Environmental, Social, and Governance, ESG) 倍受重视，被越来越多的公司纳入其战略规划中。从定义来看，ESG是由环境、社会和公司治理三因素组成，即考虑业务和投资活动对环境的影响、对社会的影响，以及公司治理是否完善等，代表公司的非财务绩效(Atan, Alam, Said, & Zamri, 2018)。在学术文献中，ESG已经被讨论了超过35年(Tarmuji, Maelah, & Tarmuji, 2016)，且此前文献表明：ESG表现好的公司，通常其财务绩效水平较高(Barnett & Salomon, 2012)、信用品质较好(Chang, Yan, & Chou, 2013)、抗风险能力较强(Lins, Servaes, & Tamayo, 2017)。此外，良好的ESG表现还可以：**一是提升公司价值。**Cheng, Ioannou, and Serafeim (2014)认为企业社会责任表现越好，资本约束就越低。进而可以通过加大研发投入等有效手段，促进其成长能力和价值的提升。Liu and Zhang (2017)以中国重污染上市公司为样本，研究了公司治理、社会责任信息披露和公司价值之间的关系，研究发现：高水平的公司治理可以助推企业社会责任信息披露，而社会责任信息披露有助于企业长期价值的提升。Crifo, Forget, and Teyssier (2015)运用田野实验法 (field experiment)，量化公司ESG实践披露对非上市公司价值的影响，发现好的ESG实践会提升其公司价值，而负面ESG表现则会降低其公司价值，并减少投资者投资意愿。与之得出相似结论的是，Barko, Cremers, and Renneboog (2018)发现对冲基金、养老基金等投资者更青睐于投资ESG表现较好的公司。Nollet, Filis, and Mitrokostas (2016)认为企业将履行社会责任作为其战略规划的一部分，可以提升消费者的购买意愿和投资者的投资意愿，进而为其产品创造额外的价值。**二是提高公司市值。**

Masulis, Wang, and Xie (2007)发现环境表现和公司治理较差的公司通常与较差的收购决策相关联，进而降低其市值。Qiu, Shaukat, and Tharyan (2016)发现企业社会责任信息披露程度越高，其市值越高，且该正相关关系是由企业较高的预期现金流增长率所驱动。Miralles-Quirós, Miralles-Quirós, and Gonçalves (2018)分别研究了环境、社会和公司治理三个因素，并认为良好的ESG表现可以增加公司市值。具体来说，市场会对非环境敏感企业所披露的正面环境事件产生正面显著反应，而对环境敏感企业所披露的社会责任和公司治理相关事件产生正面显著反应。Lo and Sheu (2007)以1999至2002年的美国大型非金融企业为研究对象，探讨企业可持续性是否会对其市场价值产生影响，发现两者之间存在显著正相关关系，这表明具有显著可持续发展战略的公司更有可能在金融市场上获得更高估值的投资者回报。**三是增加公司经济效益。**Ferrero-Ferrero, Fernández-Izquierdo, and Muñoz-Torres (2016)以2002至2011年欧洲15国上市公司为样本，研究发现良好的ESG表现是一种无形资产，可以导致公司经济效益的提升。同样，Sila and Cek (2017)也发现公司良好的环境和社会责任表现可以帮助提升其经济效益。

虽然此前有大量的文献研究了公司ESG表现与其企业价值之间的关系，但很少以中国上市公司为样本进行研究。为了填补该空白，本文将实证研究中国上市公司ESG表现与其企业价值之间的关系。通过梳理文献，我们发现：良好的ESG表现可以提升公司价值、公司市值和经济效益。基于此，我们提出研究假设：公司ESG表现与其企业价值呈显著正相关关系。

二、样本、数据与模型

(一) 样本与数据

本文将2015年至2018年中证800指数成份股公司作为研究对象，共有3200个观测值。首先，选取公司价值作为被解释变量。其中，在公司估值指标中，企业价值倍数被广泛使用，且与市盈率（PE）等相对估值法指标不同的是，企业倍数估值从投资人的角度而非股东的角度出发评估公司的价值，估价过程中包含了债务，而其他估值倍数则并没有包含这方面的考虑。因此，本文选

取企业价值倍数 (EVEBITDA) 作为公司价值的代理变量, 来实证研究公司价值与其ESG表现之间的关系。企业价值倍数越高, 表示公司价值越高; 其次, 选取公司ESG得分作为核心解释变量, 分数越高, 表示该公司ESG表现越好; 此外, 为了完成该分析, 我们借鉴了之前文献中确定的几个影响ESG绩效和公司价值的控制变量, 包括公司规模 (用主营业务收入的 \ln 表示) 和公司资产负债率(Cho & Patten, 2007; Clarkson, Li, Richardson, & Vasvari, 2008; Jo & Harjoto, 2011)。其中, 企业价值倍数、主营业务收入、资产负债率以及公司行业等指标来源于国泰安数据库; ESG得分来源于中财大绿金院ESG数据库, 该数据库涵盖了2012年至今的1018家A股上市公司和243家H股上市公司, 通过参考国际指标并结合中国政策环境和市场发展特征设立本土化指标, 从环境保护、社会责任、公司治理三个维度的定性与定量角度以及公司的负面行为与风险层面, 全面衡量了企业的ESG水平。详细变量总结见下表1:

表1 变量总结

变量种类	变量定义	变量符号	变量说明
被解释变量	企业价值倍数	$EVEBITDA$	代表公司价值
解释变量	上市公司ESG得分	ESG	代表公司ESG表现水平
控制变量	主营业务收入 \ln	$SIZE$	代表公司规模
	资产负债率	LEV	代表公司负债水平

(二) 模型构建

为研究上市公司ESG水平与其公司价值之间的关系, 本文以混合截面数据构建回归模型, 具体表达式如下:

$$EVEBITDA_i = \alpha + \beta ESG_i + \gamma SIZE_i + \delta LEV_i + \sum_{j=1}^4 \theta_j 1(year = j) + \varepsilon_i$$

并且, 从如下相关系数矩阵表 (表2) 也可以看出, 在未有其他因素影响的情况下, ESG表现水平与企业价值之间存在正相关关系, 并且解释变量之间不存在高相关性, 这表明该回归模型中未出现严重的多重共线性问题。

表2 相关系数矩阵表

	ESG	EVEBITDA	SIZE	LEV
ESG	1.0000			
EVEBITDA	0.0638	1.0000		
SIZE	-0.0133	-0.3377	1.0000	
LEV	0.0465	0.0523	0.5301	1.0000

三、实证结果分析

表3 ESG与EVEBITDA回归结果分析

变量	(1) EVEBITDA	(2) EVEBITDA	(3) EVEBITDA
ESG	0.070*** (0.021)	0.046** (0.019)	0.038** (0.018)
SIZE		-0.247*** (0.010)	-0.220*** (0.010)
LEV		1.134*** (0.072)	1.011*** (0.070)
2016.year			-0.194*** (0.033)
2017.year			-0.292*** (0.033)
2018.year			-0.472*** (0.033)
Constant	2.846*** (0.076)	8.045*** (0.226)	7.749*** (0.219)
时间固定效应	否	否	是
观测值	2,756	2,756	2,756
R ²	0.004	0.187	0.245

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

如表3所示，列（1）为未加入控制变量的回归结果，列（2）在列（1）的基础之上加入公司规模和资产负债率等控制变量，列（3）则在列（2）的基础之上控制了时间固定效应。从回归结果可以看出：公司ESG表现水平与其价值之间存在显著正相关关系，且较其他年份来说，2015年ESG每提高一分所带来的公司价值最高。

接下来，我们分别从环境（E）、社会（S）和公司治理（G）三个不同维度分析其与公司价值之间的关系。结果见下表4：

表4 E、S、G三个维度与EVEBITDA回归结果分析

变量	(1) EVEBITDA	(2) EVEBITDA	(3) EVEBITDA
公司治理 (G)	0.046*** (0.017)		
环境 (E)		0.011 (0.018)	
社会 (S)			0.023 (0.026)
SIZE	-0.252*** (0.010)	-0.247*** (0.011)	-0.253*** (0.010)
LEV	1.137*** (0.071)	1.154*** (0.076)	1.150*** (0.071)
Constant	8.129*** (0.219)	8.175*** (0.235)	8.232*** (0.214)
观测值	2,796	2,533	2,859
R ²	0.197	0.178	0.189

表5 不同行业ESG与EVEBITDA回归结果分析

变量	(1) EVEBITDA	(2) EVEBITDA
ESG	0.053** (0.021)	0.042** (0.019)
SIZE		-0.240*** (0.010)
LEV		1.035*** (0.075)
服务业	0.074** (0.029)	0.009 (0.027)
第一产业	0.349*** (0.128)	0.223* (0.117)
金融业	0.662*** (0.083)	0.373*** (0.079)
Constant	2.863*** (0.075)	7.925*** (0.227)
Observations	2,756	2,756
R-squared	0.030	0.195

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

如表4所示，在控制其他因素的情况下，公司治理（G）与公司价值之间存在显著正相关关系。由于公司治理维度包含股权结构、会计政策、薪酬体系、风险管理、信息披露、董事会独立性、道德行为准则等评价指标，与企业价值息息相关，因此，我们可以得出结论：提升公司治理水平可以显著提升其企业价值。

对于环境（E）和社会（S）两个维度而言，其与公司价值之间虽不存在显著相关关系，但从符号来看，仍存在正相关关系。因此，提升公司环境和社会绩效水平也有助于提升其企业价值。

如表5所示，我们将中证800成份股公司分为第一产业、制造业、服务业和金融业四类，并实证分析不同行业公司ESG与其企业价值之间的关系。从列（1）可以看出，在控制行业固定效应后公司ESG表现水平与其价值之间存在显著正相关关系，且与制造业相比，服务业、金融业和第一产业ESG每提高一分所带来的公司价值较高；列（2）为在列（1）的基础之上加入了控制变量，且在控制行业固定效应后公司ESG表现水平与其价值之间仍存在显著正相关关系。与制造业相比，服务业与其效应无显著变化，而金融业和第一产业ESG每提高一分所带来的公司价值较高。

总的来说，通过上述实证研究分析，我们发现中国上市公司ESG表现与其企业价值之间呈显著正相关关系，意味着ESG表现较好的公司可以通过提高内部管理水平、增强抗风险能力、提升社会形象以及实施可持续发展等渠道提升其企业价值。

四、参考资料

- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182-194. doi:10.1108/meq-03-2017-0033
- Barko, T., Cremers, M., & Renneboog, L. (2018). Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance.

- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). *Does it pay to be really good? addressing the shape of the relationship between social and financial performance*. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320. doi:10.1002/smj.1980
- Chang, T.-C., Yan, Y.-C., & Chou, L.-C. (2013). *Is default probability associated with corporate social responsibility?* *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 20(4), 457-472. doi:10.1080/16081625.2013.825228
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). *Corporate social responsibility and access to finance*. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23. doi:10.1002/smj.2131
- Cho, C. H., & Patten, D. M. (2007). *The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note*. *Accounting, Organizations and Society*, 32(7-8), 639-647. doi:10.1016/j.aos.2006.09.009
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). *Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis*. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5), 303-327. doi:10.1016/j.aos.2007.05.003
- Crifo, P., Forget, V. D., & Teyssier, S. (2015). *The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors*. *Journal of Corporate Finance*, 30, 168-194. doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.12.006
- Ferrero-Ferrero, I., Fernández-Izquierdo, M., & Muñoz-Torres, M. (2016). *The Effect of Environmental, Social and Governance Consistency on Economic Results*. *Sustainability*, 8(10). doi:10.3390/su8101005
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). *Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility*. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383. doi:10.1007/s10551-011-0869-y
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. N. E. (2017). *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis*. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824. doi:10.1111/jofi.12505
- Liu, X., & Zhang, C. (2017). *Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China*. *Journal of Cleaner Production*, 142, 1075-1084. doi:10.1016/j.jclepro.2016.09.102
- Lo, S.-F., & Sheu, H.-J. (2007). *Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?* *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 345-358. doi:10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x

- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). *Corporate governance and acquirer returns. The Journal of Finance, LXII(4), 1851–1889.*
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Gonçalves, L. M. V. (2018). *The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case. Sustainability, 10(3). doi:10.3390/su10030574*
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). *Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. Economic Modelling, 52, 400-407. doi:10.1016/j.econmod.2015.09.019*
- Qiu, Y., Shaukat, A., & Tharyan, R. (2016). *Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. The British Accounting Review, 48(1), 102-116. doi:10.1016/j.bar.2014.10.007*
- Sila, I., & Cek, K. (2017). *The Impact of Environmental, Social and Governance Dimensions of Corporate Social Responsibility on Economic Performance Australian Evidence. Procedia Computer Science, 120, 797-804.*
- Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N. H. (2016). *The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score. International Journal of Trade, Economics and Finance, 7(3), 67-74. doi:10.18178/ijtef.2016.7.3.501*

美国资产管理机构的ESG投资实践

一、美国ESG投资现状

ESG的发展可追溯至上世纪70年代，发达国家开始兴起绿色消费及环境保护等倡议。美国的绿色金融制度的发展基本上可以分为两个阶段，一是20世纪90年代以前的“伴随性发展阶段”。在此阶段，绿色金融制度立法相对比较片面，主要体现在环境保护法中，涉及主体主要是政府部门。第二个阶段是20世纪90年代后的“快速发展时期”，美国趋于世界领先地位，其中奥巴马政府的绿色经济新政是绿色金融制度构建的转折点，涉及主体包括政府机关、非政府组织、金融机构、生产企业以及公民个人。

自上世纪70年代初第一只将负面筛选与ESG分析相结合的共同基金问世，1995年美国SIF第一次评估美国可持续投资领域规模只有6390亿美元至今，越来越多的主流基金经理正在选择“环境、社会和公司治理”（ESG）投资。根据美国可持续投资论坛组织（USSIF）2016年的报告，美国责任投资规模超过8.72万亿美元，其中8.1万亿元是ESG投资。根据明晟MSCI测算，未来5年全球投资规模中将有57%受到ESG策略的驱动或影响。

表1 全球可持续投资资产规模 (2016-2018)

地区	2016	2018
欧洲	\$12,040	\$14,075
美国	\$8,723	\$11,995
日本	\$474	\$2,180
加拿大	\$1,086	\$1,699
澳大利亚/新西兰	\$516	\$734
总计	\$22,838	\$30,683

注：货币单位为十亿美元。所有2016年的资产价值以2015年底汇率转换为美元，所有2018年资产价值以报告时间汇率转换为美元。



表2 美国ESG投资发展历程

时间	事件	具体内容
1971年	创设和平女神世界基金	第一只社会责任投资基金，其投资限制之一是不能投资与越战有关联的企业
1980年	出台《全面环境影响、补偿和负债法案》(CERCLA)	根据该法案，银行可能需对客户造成的环境污染负责并支付修复成本。如果贷款人参与借款人经营、生产或废弃物处置而造成污染，或者对造成污染的设施有所有权，就必须承担相应的责任，这种责任被称为贷方责任，且是严格、连带和溯及既往的，明确了金融机构的环境法律责任。
1989年	成立环境责任经济联盟(CERES, Coalition for Environmentally Responsible Economics)	倡议可持续发展的非营利性组织，聚集了不同领域的利益相关方——投资者、企业和公共利益团体，应对世界上最大的可持续发展挑战，包括气候变化、水资源短缺和环境污染、人权侵犯等
1990年	KLD研究分析公司创设首个ESG指数，即多米尼指数(Domini 400 Social Index)	美国第一个以社会性与环境性议题为筛选准则的指数，旨在为社会责任型投资者提供一个比较基准，并帮助投资者了解社会责任评选准则对公司财务绩效的影响
1997年	由美国非盈利环境经济组织(CERES)和联合国环境规划署(UNEP)共同发起，成立全球报告倡议组织(GRI)，分别于2000年、2002年、2006年和2013年发布了四版《可持续发展报告指南》	指南中提出的可持续发展报告编制标准，为信息披露提供相应的标准和内容建议，但不作为行业评价准则的硬性要求。以第四版(G4)为例，其环境绩效指标包括12类34项，涵盖物料、能源、污水和废弃物、废气排放等领域；社会绩效指标包括30类48项，涉及劳工实践、人权、社会影响、产品责任等领域
1997年	在环境责任经济联盟(Ceres)、特柳斯研究所(Tellus Institute)和联合国环境计划署的支持下成立全球报告倡议组织(GRI)	根据GRI的数据，2016年全球已经有超过4000家企业自愿采纳GRI标准。GRI可持续性报告标准包含一般标准和详细主题标准：(1)一般标准包含基础(GRI 101)、一般披露(GRI 102)和管理方针(GRI 103)；(2)详细主题的标准涵盖经济、环境和社会三大议题，共33个细分议题，每个细分议题之下都有30-50个指标。

表3 可持续投资资产规模增长情况 (以当地货币计)

	2014	2016	2018	复合年增长率 2014-2018
欧洲	€9,885	€11,045	€12,306	6%
美国	\$6,572	\$8,723	\$11,995	16%
加拿大 (以CAD计)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	21%
澳大利亚/新西兰 (以AUD计)	\$203	\$707	\$1,033	50%
日本	¥ 840	¥ 57,056	¥ 231,952	308%

注：资产价值以十亿为基础单位。除日本数据统计至2018/3/31，其他2018年资产统计截至2017/12/31。

数据来源：全球可持续投资联盟 (GSIA)

在2018年初，全球可持续投资资产在全球五个主要市场达到30.7万亿美元，两年内增长了34%。在美国，2018年可持续投资资产规模为11.995万亿美元，占美国全部资产管理规模的25.7%，2016年至2018年的增速为38%，略高于2014至2016年的33%增速，整体年复合增长率为16%。

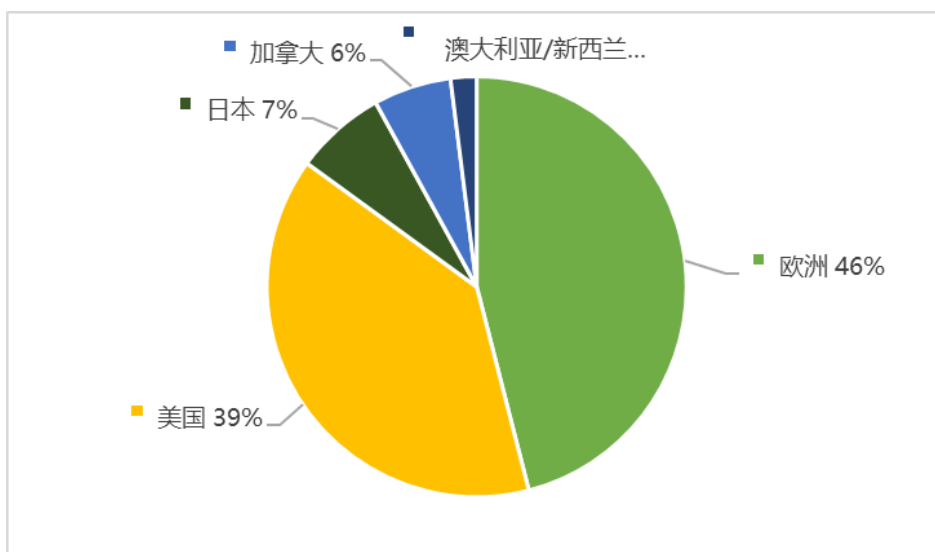


图1 全球可持续投资资产各地区管理比例

数据来源：全球可持续投资联盟 (GSIA)

就全球范围内可持续投资资产而言，2018年欧洲管理着46%的可持续投资资产，其次是美国，管理着39%的可持续投资资产。在过去两年中，美国的全球可持续投资资产的比例一直保持在较高水平。

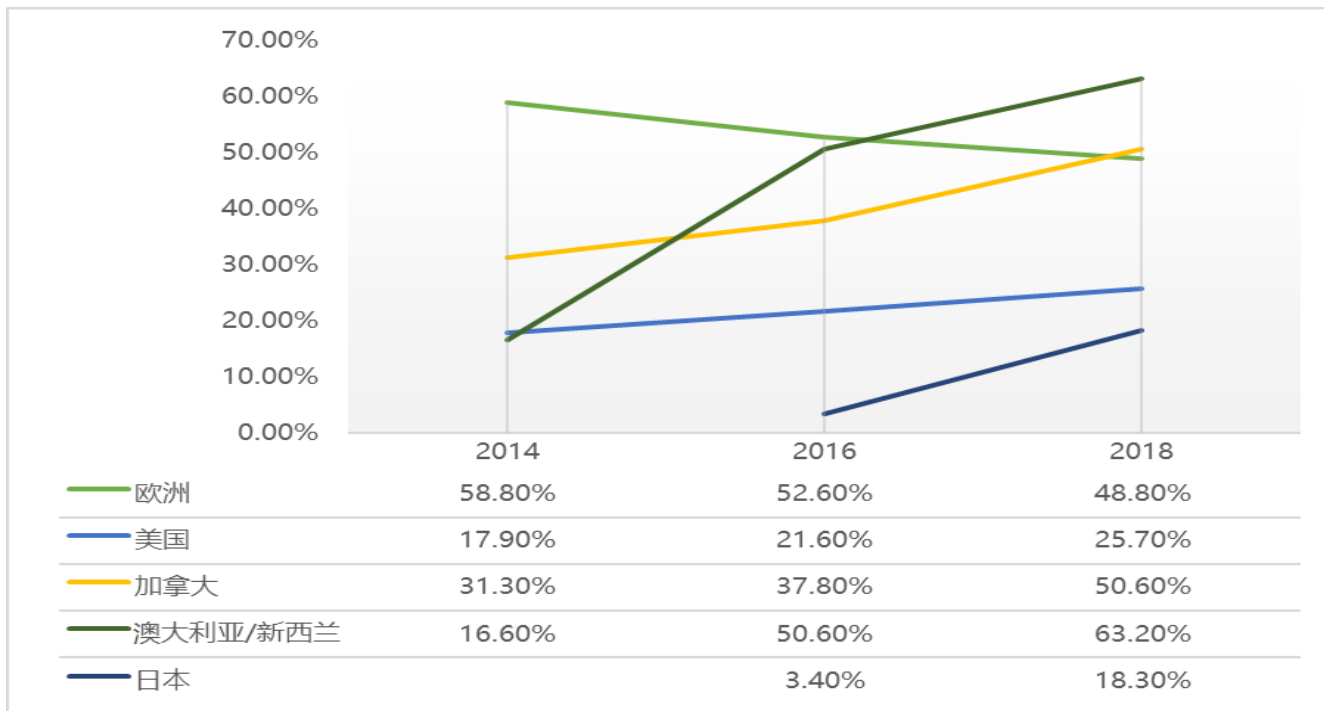


图2 2014-2018年各地区可持续投资资产占总资管规模的比例

注：2014年日本数据与亚洲其他地区一起统计，因此无法获得。

数据来源：全球可持续投资联盟 (GSIA)

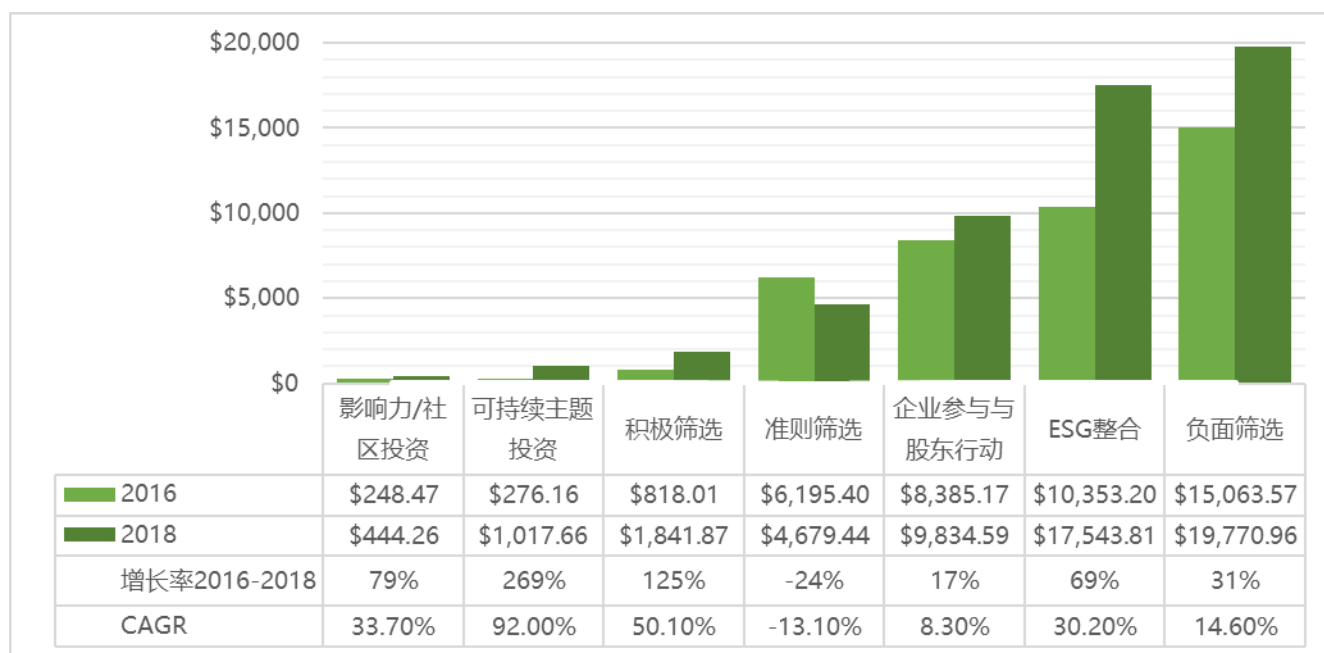


图3 2016-2018年全球可持续投资策略

注：资产价值以十亿为基础单位。

2014-2018年美国可持续投资资产占总资产规模比例呈稳定上升趋势，2014年该比例为17.9%，2016年增长至21.6%，根据GSIA最新的2018年可持续投资报告中的数据所示，美国总资管规模中的25.7%投资于可持续投资资产。

全球责任投资目前的主要策略为筛选策略，如负面筛选被应用于65.6%的责任投资资产中；其次是股东主张，36.6%的资产应用了这种策略；主题和社区投资策略较不常用，分别有1.4%和1.1%的资产应用了这些策略。就美国ESG投资策略而言，77%资产应用了可持续主题策略，66%应用影响力/社区投资策略，60%应用积极筛选策略，66%应用影响力/社区投资策略，60%应用积极筛选策略，60%应用积极筛选策略。

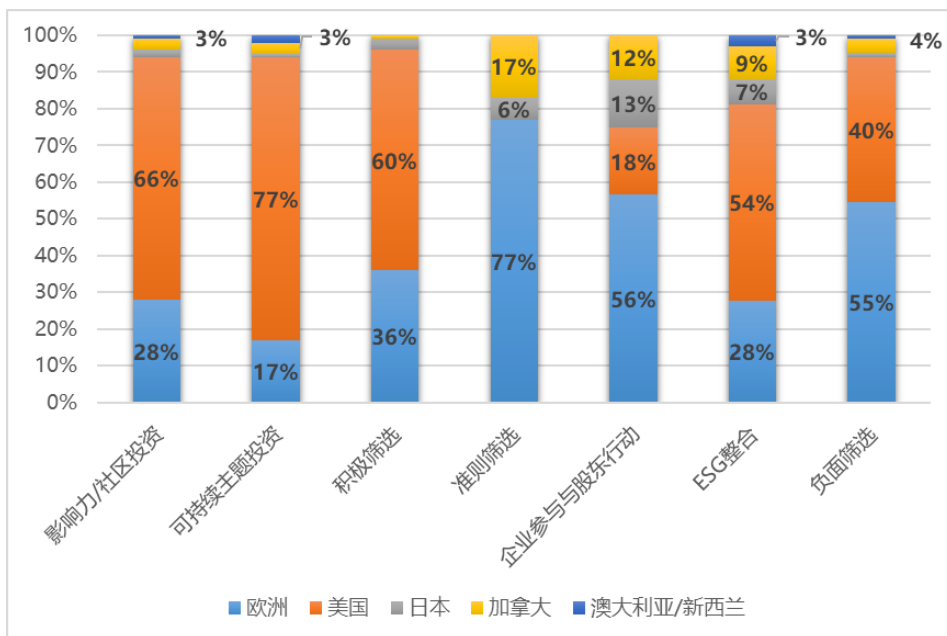


图4 2018年各地区投资策略应用占比（以资产为权重）

数据来源：全球可持续投资联盟 (GSIA)

二、美国资产管理机构的ESG投资实践

（一）基金产品介绍

2018年，美国一共有351支可持续发展主题基金产品，较于2017年的235支而言，增长了接近50%。其中有37支新成立的可持续发展主题基金，其余63支在2018年首次将ESG相关标准纳入投资策略中^[2]。截至2018年底，这351支基金管理规模为1610亿美元，而系统性地执行可持续发展准则的基金管理规模为890亿美

元，相关ESG主题产品如表4所示。

表4 美国共同基金ESG主题产品一览

ESG相关主题	基金代码	基金名称	类型	规模 (\$Mil)	成立年限	管理人
E	GCEQX	Green Century Equity Individual Investor	Large Growth	297.80	25.98	Green Century
	CGAFX	Calvert Green Bond Fund A	Medium/Moderate	296.60	5.84	Calvert Research and Management
	CGBIX	Calvert Green Bond Fund I	Medium/Moderate	296.60	5.84	Calvert Research and Management
S	TISCX	TIAA-CREF Social Choice Equity Institutional	Large Blend	4500.00	20.18	TIAA Investments
	TSBIX	TIAA-CREF Social Choice Bond Institutional	Medium/Moderate	4200.00	6.95	TIAA Investments
	NBSRX	Neuberger Berman Socially Resp Inv	Large Blend	1800.00	25.48	Neuberger Berman
	DSEFX	Domini Social Equity Fund -- Investor shares	Large Growth	751.60	28.27	Domini
	SSIAX	1919 Socially Responsive Balanced Fund - A	Large Growth	185.30	26.84	1919 Funds
	DSBFX	Domini Social Bond Fund - Investor shares	-	161.40	19.26	Domini
	BVSIX	Baywood Socially Responsible Fund	Large Value	3.80	14.67	Baywood

ESG主题	基金代码	基金名称	类型	规模 (\$Mil)	成立年限	管理人
ESG/可持续发展	DFSIX	DFA US Sustainability Core 1	Large Blend	2000.00	11.48	Dimensional Fund Advisors
	PTSAX	PIMCO Total Return ESG Fund	Intermediate Core-Plus Bond	1300.00	28.35	PIMCO
	DFSPX	DFA Intl Sustainability Core 1	Large Blend	1200.00	11.48	Dimensional Fund Advisors
	NSRIX	Northern Global Sustainability Index	Large Blend	721.60	11.50	Northern Funds
	PXNIX	Pax MSCI EAFE ESG Leaders Index Fund	Large Blend	573.70	8.60	Pax World
	DGSFX	DFA Global Sustainability Fixed Inc Ins	Medium/Extensive	337.20	0.82	Dimensional Fund Advisors
	PLDIX	PIMCO Low Duration ESG Fund	Short-Term Bond	246.80	22.68	PIMCO
	BCAIX	Boston Common ESG Impact Intl Fd	Large Blend	228.50	8.68	Boston Common
	PXGAX	Pax ESG Beta Quality Fund	Large Blend	227.30	6.34	Pax World
	MBDFX	AMG GW&K Core Bond ESG I	High/Moderate	220.90	26.35	AMG Funds
	FITLX	Fidelity® U.S. Sustainability Index	Large Blend	169.60	2.31	Fidelity Investments
	PXDIX	Pax ESG Beta Dividend Fund	Large Blend	132.70	2.71	Pax World
	GSIFX	Goldman Sachs International Eq ESG Fd	Large Blend	132.50	26.76	Goldman Sachs
	SZGAX	DWS ESG Global Bond Fund	Medium/Extensive	58.71	18.21	DWS
	JTQAX	JHancock ESG International Equity Fund	Large Growth	55.00	2.71	John Hancock
	MISFX	Matthews Asia ESG Fund	Large Growth	45.50	4.34	Matthews Asia Funds
SRIAX	Gabelli ESG Fund	Large Blend	43.22	119.75	Gabelli Funds	

ESG主题	基金代码	基金名称	类型	规模 (\$Mil)	成立年限	管理人
ESG/ 可持续 发展	NESGX	Needham Small Cap Growth Fund	Small Blend	38.30	17.29	Needham
	BCAMX	Boston Common ESG Impact US Equity Fund	Large Blend	37.50	7.34	Boston Common
	OWSIX	Old Westbury All Cap ESG Fund	Large Value	36.30	1.50	Old Westbury
	MFDYX	AMG GW&K Enhanced Core Bond ESG	Medium/ Moderate	35.50	22.67	AMG Funds
	EDFAX	AIG ESG Dividend Fund	Large Value	29.30	2.71	AIG
	JHKAX	JHancock ESG All Cap Core Fund	Large Growth	26.70	3.24	John Hancock
	ASTPX	AllianzGI Global Sustainability P	Large Growth	22.80	4.73	Allianz Funds
	ASUAX	AllianzGI Global Sustainability A	Large Growth	22.80	4.73	Allianz Funds
	ASTNX	AllianzGI Global Sustainability Instl	Large Growth	22.80	4.73	Allianz Funds
	RESGX	Glenmede Responsible ESG US Equity Port	Large Value	22.20	3.69	Glenmede
	ESGEX	Reynders McVeigh Core Equity Fund	Large Growth	20.20	0.26	Reynders McVeigh Capital Management, LLC
	ESGAX	Dana Epiphany ESG Equity Fund	Large Blend	12.84	12.65	Dana Investment
	AFFEX	AMG Managers Fairpointe ESG Equity Fund	Mid Value	11.60	4.69	AMG Funds
	LCISX	ClearBridge Sustainability Leaders I	Large Growth	10.70	4.42	Legg Mason
	LCSTX	ClearBridge Sustainability Leaders FI	Large Growth	10.70	4.42	Legg Mason
	CLSUX	ClearBridge Sustainability Leaders A	Large Growth	10.70	3.83	Legg Mason
	LCILX	ClearBridge Sustainability Leaders IS	Large Growth	10.70	4.42	Legg Mason
	GEBAX	Goldman Sachs ESG Emerging Mkts Eq Fd	Large Growth	6.70	1.25	Goldman Sachs
	IESGX	Sit ESG Growth Fund	Large Blend	6.20	3.17	Sit

数据来源: Morningstar, 截止2019年8月



图5 美国ESG相关主题基金今年以来回报率

数据来源: MorningStar, 截止2019年8月

如图5所示, 截至2019年8月, 美国ESG共同基金今年以来均保持了正回报率, 其中回报率最高的为Needham公司管理的NESGX基金, 今年以来的收益率高达26.13%, 此外大多数ESG共同基金也保持在10%及以上的收益率水平。

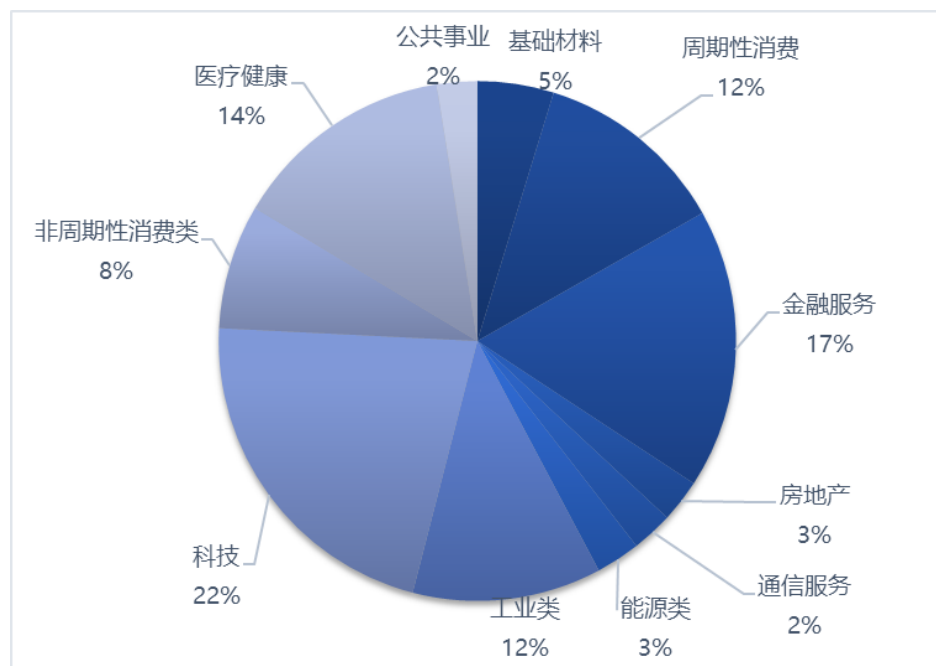


图6 美国ESG基金中股票投资行业分布图

数据来源: MorningStar, 截止2019年8月

如图6所示, 美国ESG基金的重仓股主要分布在科技(22%)、金融服务(17%)、医疗健康(14%)、周期性消费占12%、工业类占12%, 其余包括消费类非周期股、基础材料类、房地产、能源类等。由此可见, 美国ESG基金在选择投资标的时重点关注科技领域和金融服务发展方面的相关资产, 一方面

反映出美国产业结构以第三产业为主的特性，另一方面也反映出近年来美国科技产业发展水平逐步提升，开始重点关注提升自身的可持续发展能力。

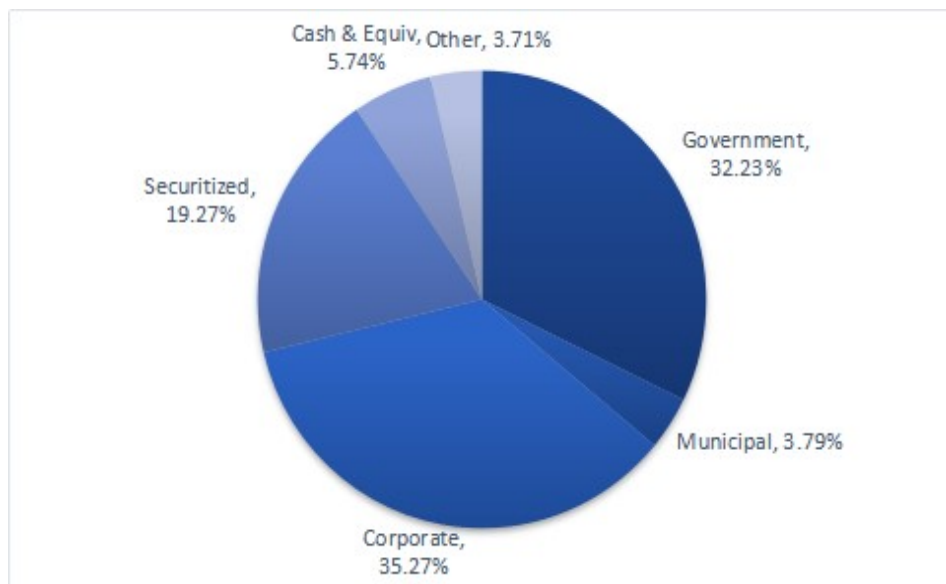


图7 美国ESG基金中债券资产配置图

数据来源: MorningStar, 截止2019年8月

图7展示的是美国ESG基金中对于债券资产的配置，其中主要投资于公司债券（35.27%）和政府债券（32.23%）。

表5 2018年最佳收益美国大型混合基金与指数比较

基金名称	回报率(%)	可持续评级
JHancock ESG Large Cap Core I	0.00	★★★★★
Parnassus Core Equity Investor	-0.18	★★★★★
Integrity Growth & Income A	-1.88	★★★★★
Walden Equity	-2.54	★★★★★
Global X Conscious Companies ETF	-3.18	★★★★★
S&P 500 TR USD	-4.38	
Sustainable Funds that beat the index	41%	
Large Blend Funds that beat the index	25%	

资料来源: Sustainable Funds U.S. Landscape Report, MorningStar[3]

以Large Blend为例，在2018年美国25%该类型基金表现超越指数，而41%的可持续发展基金超越指数。其中John Hancock资管公司旗下的JHAX基金管理有0.603亿美元规模，在该类型基金中收益表现最佳，而截至2019年8月其年化收益率为12.93%，结合该公司对ESG标准的细致划分可以说明，践行ESG标准能够以相对较低的风险取得并保持较为稳定的回报。

AVERAGE ANNUAL TOTAL RETURNS
% as of 8/31/2019

Month End Quarter End

	1 MONTH	3 MONTH	YTD	1 YEAR	3 YEAR	5 YEAR	10 YEAR	INCEPTION (5/6/16)
Without sales charge	-0.63	7.83	20.17	6.89	12.80	—	—	12.93
With sales charge	—	—	—	—	—	—	—	—
S&P 500 Index	-1.58	6.87	18.34	2.92	12.70	—	—	13.06
Large blend category	-1.80	6.25	16.79	1.26	11.02	—	—	11.31

图8 JHancock ESG Large Cap Core Fund收益表现

资料来源: John Hancock官网

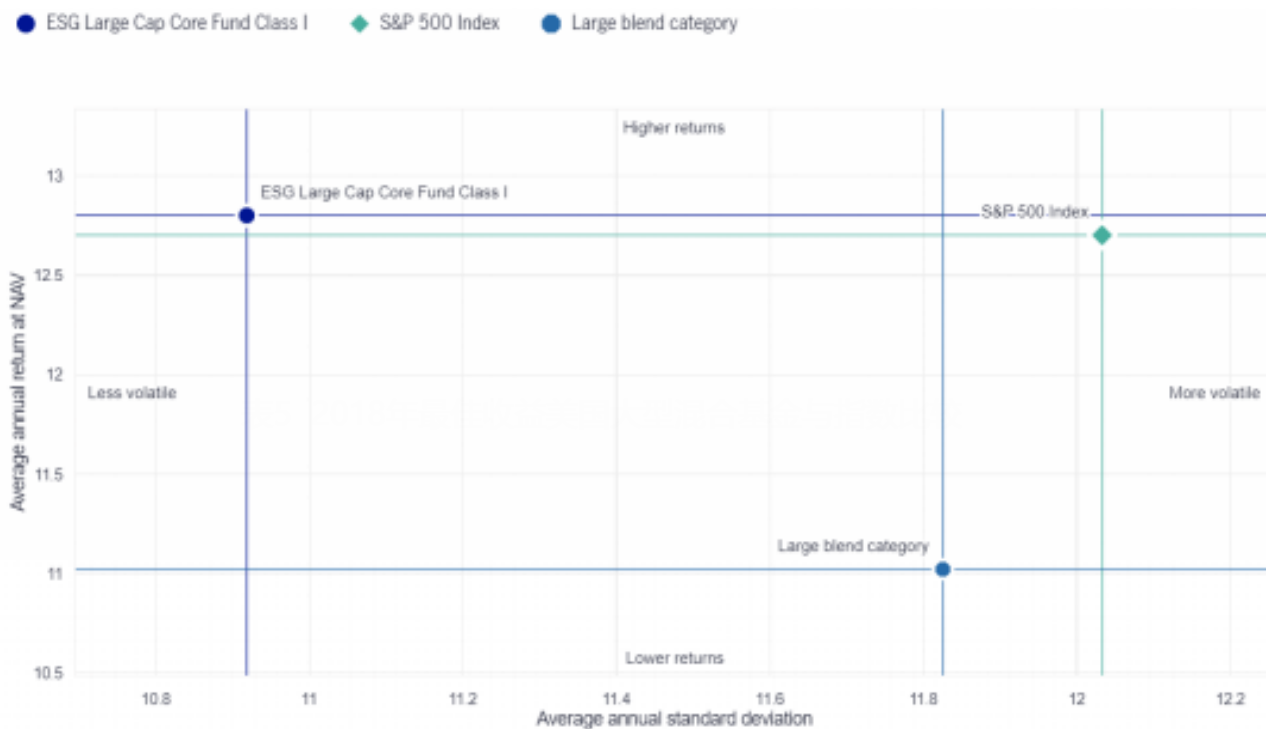


图9 JHancock ESG Large Cap Core Fund风险及收益比较

资料来源: John Hancock官网

(二) 美国知名资管公司的ESG投资策略

多数全球知名资管公司针对本公司的资产管理设立了ESG准则以及相应的投资指引。在ESG准则设立上，各公司从环境、社会、治理三个维度对ESG投资设立子目标，在环境方面基本都包括气候变化、排放及废弃物、能源效率等，部分公司还会考虑到生物多样性、森林退化等指标；在社会评价方面，主要从社区、客户、供应链、雇员角度切入，部分公司考虑到信息时代发展也加入了对数据隐私保护相关内容；在公司治理方面的评价集中在对董事会组成、高管薪酬、治理透明度等方面的关注。

从投资政策角度，美国资管公司的ESG投资主要可分为声明使用ESG准则、或者追求ESG相关的主题、或者在获得收益的同时追求可测的ESG影响的开放式基金和ETP(交易所交易的投资组合)。一种比较细致的ESG投资方法是先基于ESG评估和相关研究选定样本池，然后在证券筛选过程中使用ESG指标或者相关的主题、积极参与企业的ESG议题、尝试衡量投资组合对环境和社会的影响。另一种更基本的做法是要求分析师在投资分析时包含重要的ESG议题，一些会主动寻找ESG评级较高的企业，一些会主动排除ESG排名较差的企业；被动投资方法主要取决于该基金与基准指数业绩跟踪的紧密程度；一些基金经理确保对各个板块都有一定的暴露，也有的基金经理会根据他们的ESG分析低配或高配某些板块。

1. John Hancock

John Hancock的ESG评价体系分为E、S、G三个部分，环境准则包括气候变化及碳排放、大气和水污染、生物多样性、能源效率、森林退化、垃圾管理、水资源稀缺，社会准则包括客户满意度、数据及隐私保护、性别及多样性、社区关系、雇员招聘、人权、劳工标准，治理准则包括董事会组成、高管薪酬、审计委员会构成、贿赂及腐败、游说、政治贡献、检举办法。

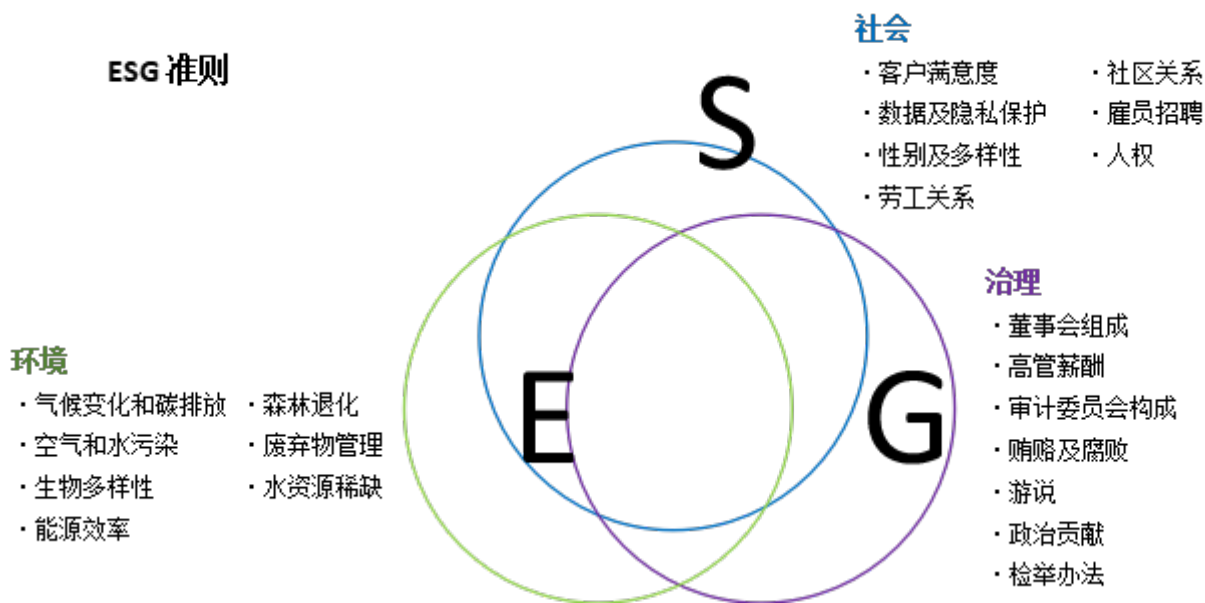


图10 John Hancock的ESG评价体系

资料来源: John Hancock官网

2. Pax World基金管理公司

ESG因子为投资组合经理提供了对公司管理质量、文化、风险状况和其他特征的深入了解。通过增加与ESG分析相关的审查水平, Pax World试图确定是所在行业的领导者, 并具备更好的管理和前瞻性的思考、能更好地预测和降低风险、符合企业责任的积极标准、专注于长期的公司。下图展示了该基金管理公司遵循的ESG因子, 环境方面包括气候变化、排放及废弃物、资源效率, 社会方面包括工所多样性、人力资本及供应链管理、产品质量及安全性、社区影响, 治理方面包括董事会及管理层多样性、组织架构、财务及透明度、高管薪酬。

表6 Pax World基金管理公司的ESG评价体系

E (环境)	S (社会)	G (治理)
气候变化	工所多样性、人力资本及供应链管理	董事会及管理层多样性
排放及废物	产品质量及安全性	组织架构、财务及透明度
资源效率	社区影响	高管薪酬

资料来源: Pax World官网

3. Natixis Funds

Natixis Funds的责任投资策略分为三个方向：ESG标准筛查 (Positive/negative screening)，ESG因子整合 (ESG integration) 和ESG主题影响 (Impact/thematic)。隶属于Natixis Funds的McDonnell投资管理基金将ESG和影响因素视为其对市政和企业证券基本导向的信贷研究过程的自然延伸。投资组合研究结合了HIP投资者评级 (人的影响+利润)，以确定发行人有潜力提供更高的ESG影响、更低的风险和更优的回报，认为人类、社会和环境因素可能是推动财务绩效的主要指标。

隶属于Natixis Funds的Mirova基金专注于责任投资，认为人口、环境、科技、治理是四大影响世界下一个十年的重要因素。Mirova全球可持续股权策略对全球股权投资采用高度确信、多主题的方法，目标是在整个市场周期内超越MSCI世界指数的表现。Mirova全球绿色债券策略通过投资为提供积极环境影响的项目发行的债券来追求可持续的长期回报。Mirova碳中和美国股票策略提供了标准普尔500指数的β风险敞口，但具有碳中和的安全选择，并进行优化以使投资组合的总碳排放量不超过限制的排放量。

表7 Natixis Funds可持续发展投资指引

积极/负面筛选	依据ESG或基于价值的准则筛选证券
ESG整合	把ESG因子合并入基本面分析来追求阿尔法和缓解风险
影响力/主题	ESG主题和积极影响力指导的投资选择

资料来源：Pax World官网[5]

4. Allianz Global Investors

Allianz的可持续投资包括三大战略：Integrated ESG、SRI和Impact Investing^[7]。在Integrated ESG环节，每个投资组合团队负责质疑ESG评级较低的任何潜在持股，并参与公司关于公司E、S&G风险的“数字式辩论”，确保有经验的投资组合经理和行业分析师对E、S&G风险发表意见。通过这种方式，无论何种资产类别，在这个过程中将E、S和G的因素嵌入到所有战略中。

SRI战略旨在通过结合投资分析和投资组合构建中的财务和可持续性评估，创建一个可持续的投资组合。无论是通过负面筛选，还是通过积极筛选，能够提供满足客户额外财务需求的投资解决方案。Allianz基金提供公共和私人市场Impact Investing策略。双方都有明确的意图产生社会效益，通常与17个联合国可持续发展目标（SDG）保持一致，并且必须提供相关积极成果的证据。

5. Legg Mason

表8 Legg Mason的ESG投资准则及实践

准则	ESG主动管理	ClearBridge Investments提供ESG投资策略，涵盖收入、高活跃股票和风险管理，以及定制的投资组合。除提供社会责任战略和定制委托外，Brandywine Global将ESG因子全面整合到股票和固定收益战略的投资研究和决策中。
	ESG因子融入投资方法	因为新兴市场的公司治理标准往往更为复杂，Martin Currie相信ESG在新兴市场尤其有价值。在适当情况下，RARE将环境和其他ESG因素纳入其现金流预测以及收入、支出和资本支出考虑。 QS Investors在构建以ESG为重点的股票和多资产投资组合时，使用其强大的数据驱动流程，将来自多个评级提
	定制化ESG策略	自1986年以来，Western Asset已提供定制投资组合。如今，投资组合包括客户指定的筛选、可持续债券投资组合和“绿色”债券策略。
	ESG意识	Clarion Partners培养一种环境责任文化，并确保员工、租户、合作伙伴和服务提供商拥有使其房产更节能的工具和资源。EnTrust Global要求其经理完成会前问卷，以判断经理是否遵守环境、社会和治理准则。
实践	PRI（联合国责任投资原则）	2018年九家投资子公司签署这项倡议
	定制ESG产品	通过托管账户、定制投资组合或传统的共同基金结构
	企业级ESG/SRI倡议	工作场所的多样性和包容性、环境管理和社区参与
	ESG在投资过程中的融合	基金经理可以使用正式或非正式的ESG筛选标准

资料来源：Legg Mason公司官网

可持续投资领域正在迅速发展，现在的重点是积极寻找具有质量特征的公司——环境和产品安全、劳动力多样性、员工保留和强有力的公司治理——这些都会对未来的股东价值产生积极影响。在ClearBridge投资公司，所有考虑投资的公司都会获得ESG评级，该评级每年更新一次。同样，在Martin Currie，治理和可持续性考虑也完全融入了投资过程。

Legg Mason公司指出，从ESG投资角度考虑公司活动的影响时，对当地环境的影响、人力管理、对全球气候变化的影响、实施反贪污反贿赂的政策、持续投入改善环境和社会影响等因素是基金经理的前五大关注领域。

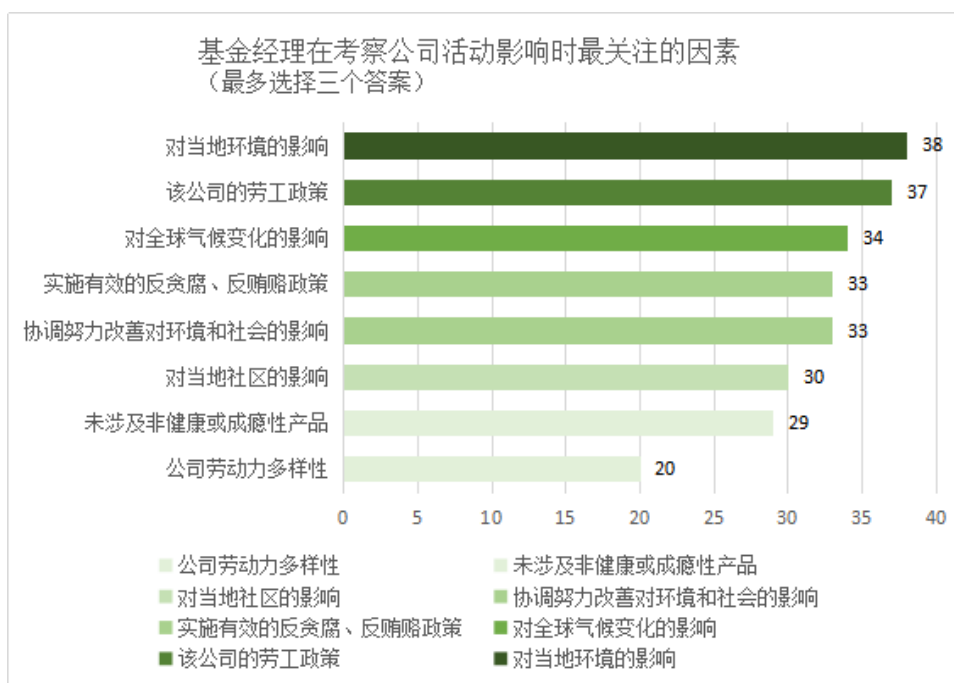


图11 基金经理对各ESG因子在投资决策中的关注度

资料来源: Legg Mason官网

6. Blackrock

黑石集团的ESG投资政策主要分为引入指标评估的ESG投资、ESG相关主题投资、降低ESG相关风险的筛选投资和专注于某一特殊领域的影响力投资。

表9 黑石集团ESG投资政策及实践

相关政策	释义	示例
ESG投资	根据公司的环境、社会和治理业务实践评估公司，以识别风险和机遇。	在广泛的市场风险敞口（如美国股票）中选择ESG表现较高的公司。
主题投资	关注特定的环境、社会或治理问题。	针对清洁能源公司或促进性别平等的公司。
筛选投资	消除对公司或部门的风险敞口，这些公司或部门会构成某些风险或违反投资者的价值观。	从投资组合中筛选出涉及化石燃料、枪支或烟草的公司。
影响力投资	寻求在获得经济回报的同时实现可衡量的可持续成果。	投资绿色债券，为新太阳能电池板等环保项目融资。

资料来源：Blackrock官网

三、对我国的启示

美国是最早兴起ESG投资的国家之一，由早期的政府主导逐渐转变为全社会的主动关注，建立了资管领域的ESG相关投资理念与评价标准，其非营利组织推动了国际上相关投资指引的发展。通过梳理美国ESG投资的发展历史与现状，分析主要资产管理公司的ESG投资实践，对比发现中国的ESG投资仍存在较大的发展空间。

国内资产管理机构应当积极运用ESG投资理念，将其纳入研究、投资、风控各个环节。遵循国际现行ESG投资指引，在前期调查中运用正面/负面筛选等方法增加对资产标的的财务表现外的ESG因素考量。在投资策略的选择上可以参考全球头部资产管理公司的ESG投资政策，建立各公司的ESG投资指导并培训投资经理们进行相关实践，促进资金流向可持续发展领域。在投后管理环节，应建立完善的风险管理体系，并将环境风险、社会责任风险、公司治理风险纳入其中，进行动态的ESG表现追踪和评价。



四、参考资料

1. 数据来源：美国可持续投资论坛组织(USSIF). <https://www.ussif.org>
2. 数据来源：全球可持续投资联盟(GSIA). <http://www.gsi-alliance.org>
3. 数据来源：Morningstar. <https://www.morningstar.com>
4. 资料来源：John Hancock. <https://www.jhinvestments.com/esg>
5. 资料来源：Pax World. <https://paxworld.com/sustainable-investing>
6. 资料来源：Natixis. <https://www.im.natixis.com/intl/esg-sustainable-investing-solutions>
7. 资料来源：Allianz Global Investors. <https://www.allianzgi.com/en/our-firm/esg/our-approach>
8. [8] 资料来源：Legg Mason. <https://www.leggmason.com/en-us/perspectives/in-focus/esg.html>
9. 资料来源：Blackrock. <https://www.blackrock.com/corporate/sustainability>

四、中财大绿金院ESG数据库

中央财经大学绿色金融国际研究院拥有全球领先的中国上市公司ESG数据和目前唯一的中国债券发行主体ESG数据，覆盖范围超过4000家中国公司，包括上市公司和非上市发债主体。当前ESG数据库主要涵盖ESG数据、ESG评级、ESG评级报告、ESG指数和ESG研报五大功能。

The screenshot shows the website's main navigation and content area. The header includes the institute's logo and name in Chinese and English, along with login and logout links. A sidebar on the left lists five main categories: ESG Database, ESG Rating, ESG Rating Report, ESG Index, and ESG Research Report. The main content area features five columns, each with an icon and a brief description of a service:

- ESG数据库**: Based on self-developed ESG evaluation methods, it includes a global unique ESG database for Chinese companies, covering approximately 2000 listed companies and 2000 non-listed bond issuers, including data from the Shanghai 300, CSI 800, and Shanghai-Hong Kong Connect.
- ESG评级**: ESG ratings are based on the sample range of listed companies, designed and divided through a special design and division within the same space, leading to final ESG total rankings and corresponding ESG rating results.
- ESG评级报告**: Each reporting year, the institute publishes ESG rating reports for companies in the database, covering environmental, social, and governance aspects.
- ESG指数**: Based on the ESG evaluation system and data resources, the institute develops ESG market benchmark indices to provide value and investment tools for investors.
- ESG研报**: To be closer to the market, the institute publishes ESG research reports based on real-time market hotspots, including industry ESG analysis, hot news event evaluations, and related policy research.

当前数据库涵盖1554家上市公司、1500多家非上市债券发行主体，共计4000多家公司的ESG数据，其中包括了沪深300近七年半的环境数据、中证800近四年半的ESG数据、沪深港通部分样本公司以及科创板142家申报公司的ESG数据。同时，数据库还包括2279家债券发行主体的ESG评级，包括737家上市主体（其中包括283家AAA主体以及226家AA+主体）和1542家非上市主体（其中包括646家AAA主体以及896家AA+主体）。

通过访问中财绿金院ESG数据库，可以实现随时随地、定制化连接到中国企业全面的ESG信息，轻松获取ESG评级结果、行业表现、具体指标得分、量化数据以及独家ESG分析报告。



- ESG数据库 >
- ESG评级 >
- ESG评级报告 >
- ESG指数 >
- ESG研报 >

公司列表

成分股范围 年度 公司名称

检索

	年度	股票代码	公司名称	查看
1	2018	688001	华兴源创	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
2	2018	688002	睿创微纳	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
3	2018	688003	天准科技	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
4	2018	688006	杭可科技	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
5	2018	688008	澜起科技	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
6	2018	A15284	道通科技	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
7	2018	A16088	宝兰德	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
8	2018	A16232	凌志软件	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
9	2018	A17083	金山办公	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
10	2018	A17123	南微医学	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现

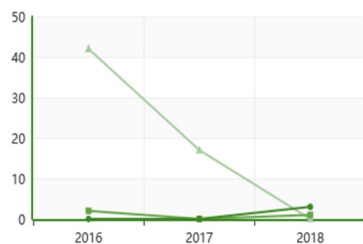


- ESG数据库 >
- ESG评级 >
- ESG评级报告 >
- ESG指数 >
- ESG研报 >

舆情统计

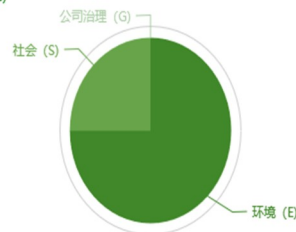
返回

年度数据变化 ● 环境 (E) ■ 社会 (S) ▲ 公司治理 (G)



- 环境 (E)
- 社会 (S)
- ▲ 公司治理 (G)

舆情ESG比例





每一报告年度，中央财经大学绿色金融国际研究院都会根据数据库内公司的ESG表现分别出具ESG评级报告，从环境、社会、治理三个维度对公司ESG表现进行全方位的评估与分析。评估内容包括公司整体ESG得分情况、在行业内ESG表现、与同行竞争者的对比情况、具体二级指标得分情况、当年度ESG亮点及风险点等。



中央财经大学绿色金融国际研究院

上汽集团 ESG 评级报告

评级员：

复查员：

项目负责人：

日期：2018年7月2日



关于我们

中央财经大学绿色金融国际研究院（简称“绿金院”）是国内首家以推动绿色金融发展为目的的开放型、国际化的研究院，2016年9月由天风证券公司捐赠设立。研究院前身为中央财经大学气候与能源金融研究中心，成立于2011年9月，研究方向包括绿色金融、气候金融和能源金融。绿金院是中国金融学会绿色金融专业委员会的常务理事单位，并与财政部建立了部委共建学术伙伴关系。绿金院以营造富有绿色金融精神的经济环境和社会氛围为己任，致力于打造国内一流、世界领先的具有中国特色的金融智库。

绿金院依循“绿色共赢、协同创新、服务社会”的宗旨，秉承“高质量成果、独立性研究、广泛影响力和公益性教育”的信念，通过管理机制创新，交叉创新方向培育，绿色金融学科建设，富有责任感的绿色金融人才培养，以及国内外战略机构合作，建成具有鲜明创新学科特色的专业智库。致力于在更高层次上实现创新，从而更好地服务于中国未来金融体系与社会发展的道路探索、理论研究与制度建设。

版权声明

本报告版权仅为中央财经大学绿色金融国际研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本院同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中央财经大学绿色金融国际研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

中央财经大学绿色金融国际研究院

中国北京市海淀区学院南路62号

电话：+86-10-62288768

E-mail: IIGF@rccef.com.cn

