

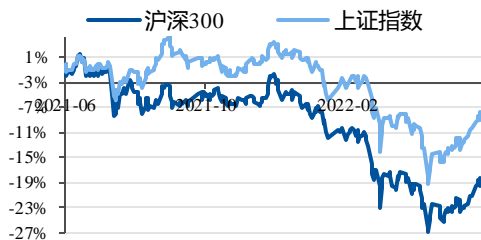
深度报告

基金市场

ESG 责任投资系列报告二：国内外 ESG 评价体系  
梳理及分析

2022 年 06 月 13 日

上证综指-沪深 300 走势图



主要指数表现 (涨跌幅%)

指数名称	60 日	年初至今
上证指数	1.01	-9.75
中证基金	1.37	-8.09
股票基金	2.41	-16.04
混合基金	2.54	-13.92
债券基金	0.64	0.55
货币基金	0.33	0.91

燕轶纯

分析师

执业证书编号: S0530521030001  
yanyichun@hncs.com

18711660707

相关报告

- 《基金报告：基金行业深度报告：公募基金 2022Q1 持仓简析及重点基金重仓股变动情况跟踪》 2022-04-28
- 《基金报告：基金行业周报 (20220425-20220429)：人民币汇率超跌，新基金发行热度低迷》 2022-04-26
- 《基金报告：基金经理追踪觅影系列报告 (十七)：万家基金：黄海》 2022-04-21
- 《基金报告：指数基金跟踪深度 (六)：年报窗口期下红利指数投资价值及相关品种分析》 2022-04-19
- 《基金报告：基金行业周报 (20220418-20220422)：周内政策较多，债券型基金表现相对较好》 2022-04-19

投资要点

- 近几年随着 ESG 投资的快速发展，越来越多的投资机构已将 ESG 作为重要的考量因子，纳入对企业的评价之中，各国也制定了相关政策支持 ESG 信息的强制披露。目前，全球对 ESG 的评级尚未形成统一的标准，诸多评级机构和投资机构等均有自己的评价体系，多元化趋势较为显著。
- 本篇报告为 ESG 系列报告的第二篇，将通过指标体系、评级特点、数据来源、主要计算流程等方面来重点分析国内外主流的评价体系。
- 国外 ESG 评价体系发展较早，大多采用国际标准，总体体系较为完善，覆盖对象范围较广，国际影响力较大。1) 明晟：全球首家根据行业的经济效益评估公司的 ESG 供应商，也是全球首家将企业的风险敞口纳入评估的 ESG 供应商。其评价体系主要由 3 大类和 10 项主题以及 35 个关键指标构成。2) 路孚特：其评价体系由 ESG 得分和争议数据得分两大部分组成。3) 富时罗素：其评价体系主要分为三层：第一层为环境、社会和公司治理三大支柱；第二层下的 14 个主题用于衡量公司管理 ESG 问题的整体质量，第三层是 300 余个独立的评估指标。4) 晨星：其评价体系从 ESG 风险角度出发，并根据三个核心部分：企业治理、重要 ESG 议题和特殊问题（黑天鹅）来衡量企业的 ESG 表现，并进行风险等级评分。5) 标普道琼斯：其评价体系进一步完善了原用以确定道琼斯可持续发展指数成分股的 SAM 的 ESG 评分算法，通过 SAM 年度企业可持续发展评估 (CSA) 将相关公司的 ESG 数据汇总为评分。6) 标普全球：与其他评级机构不同，S&P Global (标普全球) 将能够对被评级实体的信用产生重大影响的 ESG 因素纳入其信用评级分析体系中。
- 与国外相比，国内的 ESG 评价体系起步较晚，目前仍处于多元化发展的探索阶段，尚未形成较为统一的标准。较评价对象而言，基本局限于国内的上市公司，国际影响力较为欠缺。1) 商道融绿：目前商道融绿是中国地区唯一一家登陆彭博金融终端的 ESG 供应商，覆盖近 700 个数据点，近 200 个 ESG 指标，及 14 个 ESG 核心议题。2) 和讯：通过股东责任、员工责任、供应商、客户和消费者权益责任、环境责任和社会责任五项考察。3) 商道纵横：发布 MQI 指引，提出适用于各个不同行业的关键定量指标体系。4) 社投盟：实行“先筛后评”，由“筛选子模型”和“评分子模型”两部分构成。5) 中财绿金院：加入中国本土化特色指标，其中 3 个一级指标、22 项二级指标以及超过 160 项三级指标。6) 中证：包括环境 (E)、社会 (S) 和公司治理 (G) 三个维度，由 13 个主题、22 个单元和近 200 个指标构成。7) 万得：由管理实践得分与争议事件得分构成。
- 风险提示：历史数据不代表未来业绩；跟踪品种为非保本型产品，极端情况下或存在无法完全回收本金的情形；经济、政策等诸多内外因素可能引发基金市场风险，影响基金收益水平。

## 内容目录

<b>1 海外主要评价体系</b> .....	<b>3</b>
1.1 MSCI（明晟） .....	3
1.2 Refinitiv（路孚特） .....	5
1.3 FTSE Russell（富时罗素） .....	7
1.4 Morningstar Sustainalytics（晨星） .....	9
1.5 S&P Dow Jones（标普道琼斯） .....	10
1.6 S&P Global（标普全球） .....	12
<b>2 国内主要评价体系</b> .....	<b>13</b>
2.1 商道融绿.....	13
2.2 和讯 .....	15
2.3 商道纵横.....	16
2.4 社投盟.....	17
2.5 中财绿金院.....	19
2.6 中证 .....	21
2.7 万得 .....	22
<b>3 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: MSCI ESG 评价指标体系.....	4
图 2: 风险暴露评分与风险管理评分相结合.....	5
图 3: Refinitiv 评价体系 .....	6
图 4: FTSE Russell ESG 评价体系 .....	8
图 5: Sustainalytics ESG 评价体系.....	10
图 6: S&P Dow Jones ESG 评分.....	11
图 7: S&P Global 动态风险分析.....	12
图 8: 商道融绿 ESG 评价体系框架 .....	14
图 9: 商道融绿的 ESG 评级流程.....	15
图 10: 和讯的 CSR 评级体系 .....	16
图 11: MQI 指标体系 .....	17
图 12: “筛选子模型”指标体系 .....	18
图 13: “评分子模型”指标体系 .....	19
图 14: 中财绿金院指标体系 .....	20
图 15: 中证 ESG 评价体系发展历程.....	21
图 16: 中证 ESG 评价体系指标.....	22
图 17: Wind ESG 评价体系指标.....	23

近几年随着 ESG 投资的快速发展,越来越多的投资机构已将 ESG 作为重要的考量因子,纳入对企业的评价之中,各国也制定了相关政策支持 ESG 信息的强制披露。目前,全球对 ESG 的评级尚未形成统一的标准,诸多评级机构和投资机构等均有自己的评价体系,多元化趋势较为显著。

本篇报告为 ESG 系列报告的第二篇,将通过指标体系、评级特点、数据来源、主要计算流程等方面来重点分析国内外主流的评价体系。

## 1 海外主要评价体系

国外 ESG 评价体系发展较早,大多采用国际标准,总体体系较为完善,覆盖对象范围较广,国际影响力较大,其中主流的 ESG 评级机构包括 MSCI (明晟)、Refinitiv (路孚特)、TSE Russell (富时罗素)、Morningstar Sustainalytics (晨星)等。

### 1.1 MSCI (明晟)

MSCI (明晟)是国际市场上使用最广泛、最具影响力和参考价值的指数编制公司,其在 ESG 领域拥有 40 多年的研究经验,是全球首家根据行业的经济效益评估公司的 ESG 供应商,也是全球首家将企业的风险敞口纳入评估的 ESG 供应商。截至 MSCI 官网最新披露的数据显示,目前 MSCI 对全球超过 8500 家公司(包括子公司在内的 14000 家发行人)以及超过 68 万只股票和固定收益证券进行评级,为每家公司收集数千个数据点。

MSCI ESG 评价体系主要由 3 大类和 10 项主题以及 35 个关键指标构成,用以衡量目标公司的 ESG 风险暴露程度和采取的 ESG 风险管理措施,进而计算最终得分并给出评级。对于指标权重的设定考察指标对于行业的影响程度和影响时间长短两个方面。值得关注的是,公司的最终评级得分在由以上各项评价指标得分加权计算后,还需根据公司所处行业进行调整。根据行业调整后的评分,按照分值区间给出公司的 ESG 评级范围:从领先 (AAA、AA)、平均 (A、BBB、BB) 到落后 (B、CCC)。

**图 1：MSCI ESG 评价指标体系**

大类指标	主题	关键指标	
环境	气候变化	碳排放量	为环境保护提供资金
		产品的碳足迹	是否加剧气候变化的脆弱性
	自然资源	对水资源的压力	原材料的采购
		对生物多样性	
	污染和废弃物	有毒的排放物和废弃物	电子垃圾
		包装材料及其废弃物	
和环境相关的发展机会	清洁技术的发展机会	可再生能源的发展机会	
	绿色建筑的发展机会		
社会	人力资本	劳动力管理	人力资本的开发
		健康和安全	供应链的劳动力标准
	产品责任	产品的安全和质量	隐私和数据安全
		化学品的安全性	责任投资
		金融产品的安全性	健康与人口风险
	和利益相关方是否存在冲突	易引起争议的采购行为	
和社会责任相关的发展机会	涉足通信行业的机会	涉足医疗保荐行业的协会	
	涉足金融行业的机会	涉足营养和健康行业的	
治理	公司治理	董事会	所有权
		薪酬	会计准则
	公司行为	商业薪酬	腐败与不稳定性金融体系的不稳定性
		反垄断的实际行动	
	税收透明度		

资料来源：MSCI 官网、财信证券

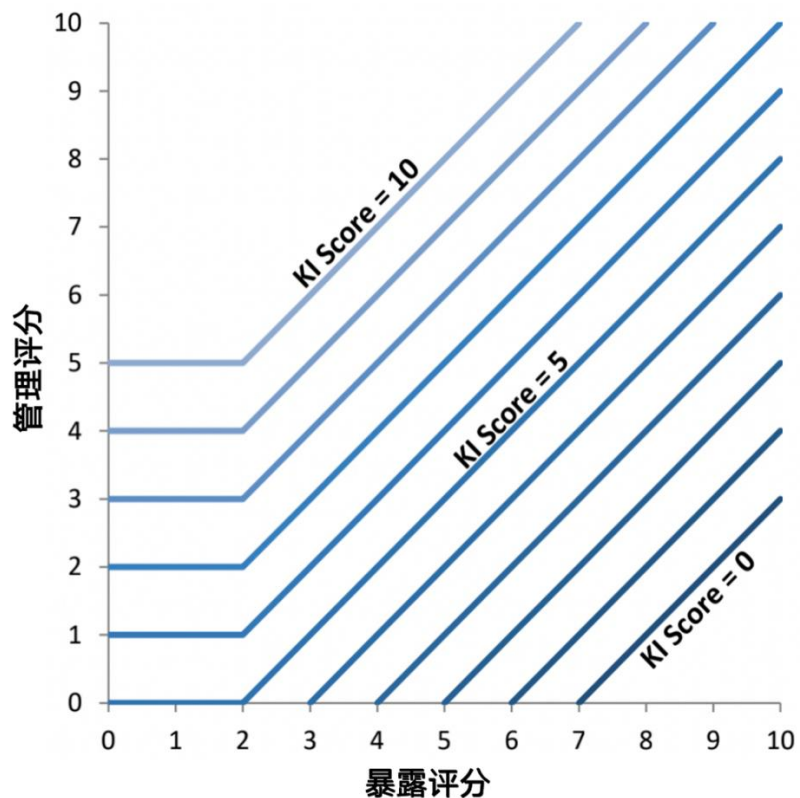
### 1、MSCI ESG 评价体系的特点：

1) **指标与行业特点高度适配。**目标公司按照 GICS 子行业进行分类，考虑到不同行业，以及对相同行业中的不同业务门类的公司对于特定 ESG 风险的暴露程度不同。

2) **关键问题的权重由影响程度和影响期限共同决定。**一方面，对相关数据（如平均碳排放强度）进行分析考察对社会或环境外部性的贡献程度。另一方面，每个关键问题（短期、中期、长期）的时间范围根据每个关键问题给公司带来的风险或机会的类型进行分类。综合考虑给出特定风险或机会的预期时间范围，考虑到公司受到每个关键指标变化带来影响的时间长短。

3) **风险暴露评分与风险管理评分相结合。**即更高的暴露水平需要更高水平的管理能力，以达到相同的关键问题评分。例如，侧重于常规发电的公用事业公司需要采取更加有力的措施来减少其碳和有毒物质的排放。

图 2：风险暴露评分与风险管理评分相结合



资料来源：MSCI 官网、财信证券

## 2、MSCI ESG 评级体系的主要流程：

1) **数据收集。**采取无问卷的形式，收集公开数据（来自政府、监管机构、非政府组织、公司以及媒体）并进行标准化。

2) **衡量风险情况。**一方面，采用标准化方法评估公司相对同行业的风险暴露和风险管理情况；另一方面，MSCI 会与受评公司进行验证以确认相关数据的可靠性，并根据相关反馈对评估结果予以修正。

3) **关键因素打分。**根据公司所属行业特征，对每一项关键因素基于 0-10 分规则进行打分。此外，MSCI 会对公司发生的争议性事件进行每日监控，并每周对关键因素指标的评分情况进行调整。

4) **得到最终评级。**将指标得分进行加权平均，并得到总分在 AAA-CCC 之间的公司评级。MSCI ESG 评级规则将接受来自行业的反馈和合规委员会的审查。

5) **输出多种形式的结果。**受评公司的 ESG 评级的呈现形式有公司、行业与专题报告、投资组合分析、数据反馈、编制指数。

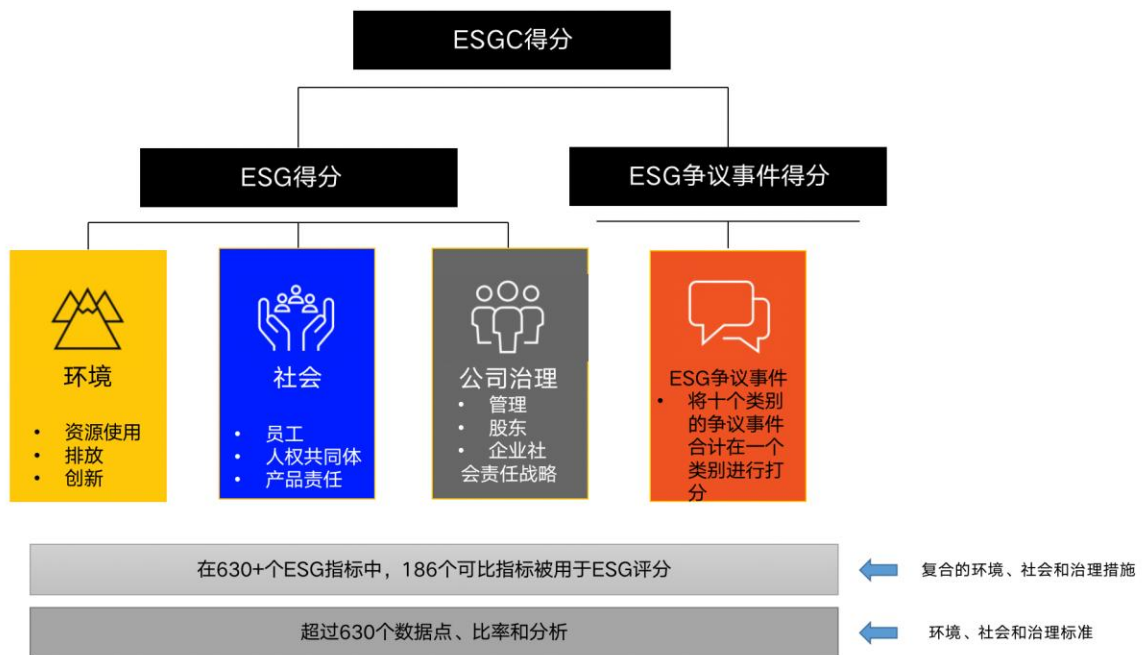
### 1.2 Refinitiv（路孚特）

Refinitiv（路孚特）是全球最大的金融市场数据和基础设施供应商之一，该平台已经

为超过 190 个国家/地区的超过 4 万名客户和 40 万名终端用户提供服务。路孚特的前身为汤森路透金融与风险事业部，目前 ESG 业务板块已由 Refinitiv 继续运营。2002 年以来，Refinitiv 已经为全球 12000 多家公司计算 ESG 评分，覆盖了全球 80% 的市值。

Refinitiv 评价体系由两大部分组成：一是 ESG 得分，各项指标的评分以公司在行业内的相对排名为基准，在此基础上整合得到 10 项主题的分，再加权平均计算公司的 ESG 得分。二是 ESG 争议数据得分，在发生争议事项次数的基础上，考虑市值偏差进行调整，得到公司的 ESG 争议得分。从细分指标来看，Refinitiv 评价体系包含 630+项 ESG 评价指标，186 个可比指标。

图 3：Refinitiv 评价体系



资料来源：Refinitiv 官网、财信证券

### 1、Refinitiv 评级体系的特点：

1) 数据收集方面，将人工收集和计算机算法相结合。保证接近 100% 的数据质量。在 ESG 数据收集工具上运行大约 300 个自动质量筛选器。针对不同数据点，设置 400 余个内置错误检查逻辑；另有每日抽样审核与每周报告。其人工与算法的检查审核会随新学习、见解和反馈不断更新，以提高数据质量。

2) 在数据披露方面，Refinitiv 采取透明度激励。不报告“非实质性”的数据点不会对公司得分产生很大影响，而不报告“高度实质性”数据点则会对公司得分产生较大负面影响。

3) 可持续评分方面，在传统的 ESG 评价体系基础上增加了公司争议项得分，两部分综合考察得到 ESGC 评分。在考察争议事件得分时，Refinitiv 解决了大市值公司所遭

受的是指偏差问题，因为他们比小市值公司更能吸引媒体的关注。

## 2、Refinitiv 评级体系的流程：

1) **ESG 分类评分。**不同指标采取不同的取值方式：对于“布尔”数据，采用 0、1 或其中的百分数进行赋值；对于数值型数据，关注其极性，例如更多的排放是消极的；对于异常值，采用类别分数计算方法等。

2) **构建重要性矩阵。**为了对每个 ESG 主题对不同行业的重要性进行客观、公正且可信的评估，Refinitiv 的 ESG 矩阵的规模值会随着 ESG 公司信息披露动态。根据每个类别所涵盖的主题，用数据点作为行业规模的代表。

3) **计算 ESG 总分及支柱评分。**将 10 个类别权重进行汇总，计算整体柱状分数以及 ESG 得分。

4) **争议分数计算。**ESG 争议评分以 23 个 ESG 争议话题为基础进行计算。严重权重用于解决市值偏差，并适用于当前和历史时期的计算。

5) **得到 ESGC 分数。**当所在会计期间存在争议事件时，ESGC 分数是 ESG 分数与 ESG 争议事件分数的均值。当 ESG 争议事件分数大于 ESG 分数时，ESGC 分数等于 ESG 得分。

## 1.3 FTSE Russell（富时罗素）

富时罗素（FTSE Russell）隶属伦敦证券交易所集团（LSEG）信息服务部门，是全球领先的指数编制公司，在 ESG 评级领域拥有 20 多年的经验。目前 FTSE ESG 评级和数据模型覆盖了 47 个发达和新兴市场的 7200 只证券，其中约 800 只 A 股，1800 只中国上市公司证券（包括 A 股、港股、中概股等）。

**FTSE Russell ESG 评价体系主要分为三层：**第一层为环境、社会和公司治理三大支柱；第二层下的 14 个主题用于衡量公司管理 ESG 问题的整体质量，反映了联合国的可持续发展目标（SDG）中所有 17 个可持续发展目标。第三层是 300 余个独立的评估指标。其中每一个主题下面包含了 19-35 个数据指标，每一个公司的评价里平均参考了 125 个数据指标。

**与其他评级机构不同，FTSE ESG 评级体系中的参考资料仅来自于公开信息**（包括公司季报、和企业社会责任报告等、强制性会计披露，监管文件，证券交易所，非政府组织和媒体），富时也会与每家企业单独联系，以检查是否已找到所有相关的公开信息。

图 4：FTSE Russell ESG 评价体系



资料来源：富时罗素官网、财信证券

### 1、FTSE Russell ESG 评价体系的特点如下：

- 1) 评级指标权重采用敞口加权平均值。**富时罗素的评级采用敞口加权平均值计算，适用于每家公司的独特情况，对于一个公司最重要的 ESG 指标会被赋予最高的权重。
- 2) 完备的 ESG 评级反馈修正程序。**由于富时罗素对于公司的 ESG 评级仅依赖于公开披露的信息，公司可以访问基于网络的研究平台 (SID)，并有约四个星期来审查并提供反馈，这些反馈会经过可持续投资数据分析师的审查来确定是否更改该公司的 ESG 评级。
- 3) 客观且强有力的外部监督。**富时罗素的 ESG 数据模型由一个独立的外部委员会监督，该委员会由来自投资界、企业、非政府组织、工会和学术界的专家组成。
- 4) 双数据模型评价。**富时罗素通过两个数据模型同时进行 ESG 评价，除了 FTSE Russell ESG 评级体系之外，还通过 FTSE 罗素绿色收入低碳经济 (LCE) 数据模型对公司从绿色产品中产生的收入进行界定与评测。

### 2、FTSE Russell ESG 评价体系的流程：

- 1) 初步评估。**首先在适用的主题中对公司进行风险暴露识别，在根据主题指标对公司进行评估并计算每个公司在每个主题里的得分，再根据主题得分计算支柱的得分情况，最后通过支柱评分的暴露加权平均值计算得到初步的得分。
- 2) 参评公司参与并提供反馈。**参评公司可以访问 SID 网上研究平台，并有大约四星期时间对初步评估进行审查和反馈。
- 3) 整合并得出最终评级。**富时可持续投资数据分析师将会审查企业的反馈并确定是



否需要更改评估，对全体评估样本的 ESG 表现进行综合评估后，得到 0-5（到小数点后一位）的 ESG 评级分数。富时罗素绿色收入模型认为绿色经济代表的市值体量约为 4 万亿美元，与原油及天然气部门相当。

## 1.4 Morningstar Sustainalytics（晨星）

Morningstar（晨星）是全球领先的投资研究提供商，旗下的 Sustainalytics 公司是一家全球领先的 ESG 研究、评级、分析提供商，目前已连续 25 年为全球投资者提供 ESG 资讯参考。目前 Sustainalytics 在全球范围内覆盖超过 14000 家企业，相比去年增加逾 2000 家，覆盖全球行业 42 个。

Sustainalytics 评价体系从 ESG 风险角度出发，并根据三个核心部分：企业治理、重要 ESG 议题和特殊问题（黑天鹅）来衡量企业的 ESG 表现，并进行风险等级评分。

值得关注的是，Sustainalytics 的 ESG 风险评级主要考虑了两个维度的因素，其一是风险敞口，即公司在面临 ESG 风险时的脆弱性；其二是风险管理，即公司为管理特定的 ESG 问题所采取的行动。将这两大因素合并为一个分数，分数越低，风险也越低。Sustainalytics 评价体系的 ESG 风险等级从 Negligible(可忽略)到 Severe(严重)，分数从 0 到 40+不等。

### 1、Sustainalytics 评价体系的特点：

1) 引入了  $\beta$  值的测算。 $\beta$  用以衡量受评公司在实质 ESG 问题中与公司所属子行业平均风险暴露水平的距离。为了计算简便，Sustainalytics 会应用技术修正因子来确保行业的平均  $\beta$  值为 1。在计算公司的特定 ESG 风险暴露分数时，子行业风险暴露得分需与该公司的  $\beta$  值相乘。

2) 加入了 E/S/G 集群得分的计算。考虑到一些实质性的问题混合反映了环境、社会和公司治理中的两种或三种因素，因此 Sustainalytics 研发的 E/S/G 集群得分被构建为实质性 ESG 问题层面生成分数的线性组合，Sustainalytics 将其作为 ESG 评级的补充，并服务于特定的案例。

### 2、Sustainalytics ESG 评价体系的方法：

1) 风险总敞口评价。从企业的风险总敞口开始评价，确定每个重要 ESG 议题在初始阶段的子行业的敞口。

2) 可控风险分析。分析管理维度，其衡量了企业降低风险的程度。

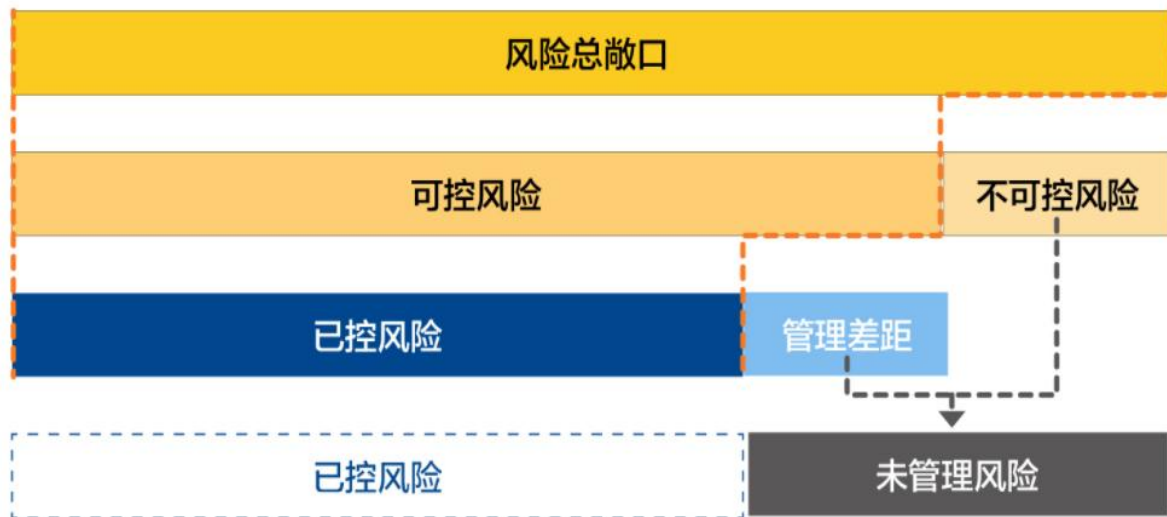
3) 不可控风险分析。对于一些企业来说，其部分风险可能被认为是无法管理的。例如，一家石油公司无法完全消除与碳排放相关的所有风险，因此将其排除在计算之外。

4) 已控风险分析。对于已控风险部分，企业的表现已经反映在其政策、计划、实践和量化表现指标中。

5) **管理差距评价**。争议性问题会降低企业的管理评分，因为它们表明企业的计划和政策没有完全有效，并可能导致风险增加。

6) **未管理风险评价**。总体而言，企业的 ESG 风险评级是通过将每个重要 ESG 议题的非管理风险量相加来计算的。

图 5：Sustainalytics ESG 评价体系



资料来源：晨星官网、财信证券

### 1.5 S&P Dow Jones（标普道琼斯）

S&P Dow Jones（标普道琼斯）汇集了标普 500 指数和道琼斯工业平均指数等标志性金融市场指针，自 1999 年推出道琼斯可持续发展世界指数，20 年以来标普道琼斯指数一直被认为是 ESG 指数化投资的先驱。2013 年至今，标普道琼斯指数 ESG 数据为参与企业可持续发展评估（CSA）的公司以及合作公司 RobecoSAM（后文简称 SAM）提供评分，最新披露的数据显示（2018 年），其 ESG 评分已经覆盖共超过 4600 家公司。

S&P Dow Jones ESG 评分进一步完善了原用以确定道琼斯可持续发展指数成分股的 SAM 的 ESG 评分算法，通过 SAM 年度企业可持续发展评估（CSA），将相关公司的 ESG 数据汇总为评分。评分包含公司于某个财年的 ESG 总分和由环境（E）、社会（S）及管治（G）要素的个别评分组成，其中公司的 ESG 总分是所有标准评分及其各自权重的加权平均值，每项 ESG 要素的个别评分（如公司的“E”评分）是所有标准评分及其在特定 ESG 要素内所占权重的加权平均值。企业最终的 ESG 总分介于 0 至 100 之间，100 代表最佳。

图 6：S&PDow Jones ESG 评分



资料来源：标普道琼斯官网、财信证券

### 1、S&PDow Jones 评价体系的特点：

1) **企业 ESG 数据的收集方面。**标普道琼斯指数采取直接发放 CSA 答卷与合作公司 SAM 利用公司公开披露的资料代为完成两种模式。在数量上后者占主要地位。

2) **问题权重的设置方面。**设计问卷时会所有相关的 ESG 议题，并对具体行业内最重要的领域赋予更高权重。SAM 通过财务重要性分析，分析得出 SAM 61 个行业中每个行业的重要性矩阵，作为确定 CSA 问题和标准权重的基础。不同行业的标准权重不同，具体由 ESG 标准对于特定行业的重要程度而定。

3) **数据质量和评分的公正性方面。**SAM 的分析师会对公司的作答情况进行核实与验证，在对问题进行评分后经由第二名分析师进行审查。另外，评级的过程也受到 ESG 评级主管、SAM 高级分析师、第三方咨询公司的监督验证。

### 2、S&PDow Jones 评价体系的流程：

1) **向受评公司发出邀请函**，仅获道琼斯可持续发展指数邀请的公司有资格被纳入指数。(3月中旬)

2) **启动网上问卷调查**，即企业可持续发展评估 (CSA)。(4-5月)

3) **分析公司作答情况**，计算可持续发展评分及道琼斯可持续发展指数。(5-9月)

4) **公布 CSA 结果和道琼斯可持续发展指数成分股**。(9月初)

5) **刊发 SAM 可持续发展年鉴**。(次年1月)

## 1.6 S&P Global（标普全球）

S&P Global（标普全球）是全球资本和大宗商品市场上重要的信用评级提供商，拥有超过 150 年的信用评级经验，1350 亿个数据点，在 128 个国家完成了超过 100 万个信用评级，目前经标普全球评级的债务总额超过 46.3 亿美元。从 1999 年开始，已对全世界 10000 多家公司进行了可持续性评分。

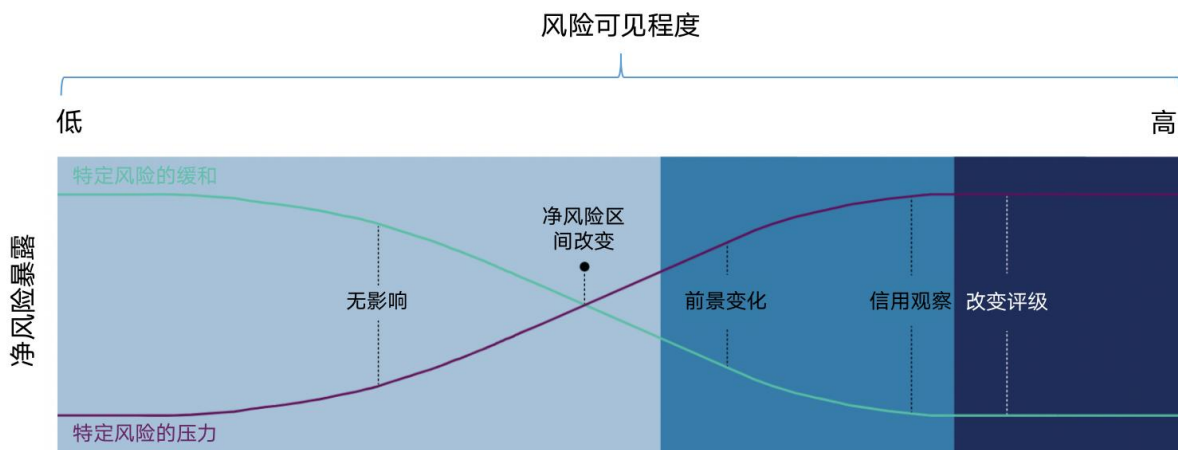
与其他评级机构不同，S&P Global（标普全球）将能够对被评级实体的信用产生重大影响的 ESG 因素纳入其信用评级分析体系中。这些 ESG 信用因素对信用评级产生的影响既可能是正面的，也有可能是负面的。最终将会以从高到低 AAA-D 的评级综合评定公司（或发行人）是否可以按时足额偿还债务的相对可能性。

### 1、S&P Global 评价体系的特点：

1) **动态的信用评级。** 对企业的信用风险评级不预设时间范围，动态分析当前、过去及未来潜在的 ESG 数据，并同时考量 ESG 风险的压力以及减轻 ESG 风险的因素。

2) **个性化设置不同评级主体的 ESG 风险框架。** 针对企业、金融机构（银行业与非银行业）、保险、主权国家、美国州和地方政府等等制定了个性化的 ESG 潜在因素影响框架。尤其是对于主权国家、地方（州）政府、公用事业系统设置的标准，治理（G）因素延伸到了中央银行的独立性、决策工具和有效性、政府对政府相关实体的控制程度。

图 7：S&P Global 动态风险分析



资料来源：标普全球官网、财信证券

### 2、S&P Global 评价体系的方法：

- 1) **识别 ESG 信用因素。** 例如，气候变化风险，健康和安 全，治理结构等。
- 2) **纳入 ESG 标准的考量。** 即综合信用评级和行业标准中的 ESG 评级。
- 3) **应用 ESG 标准进行信用评级。** 综合考虑非 ESG 和 ESG 信用因素，得出评级。
- 4) **对 ESG 因素在信用评级中的影响进行讨论和补充披露。** 呈现为四部分的结果：

ESG 的信用指标集、ESG 具体问题的报告、ESG 行业报告单、在评级行动中的 ESG。

## 2 国内主要评价体系

与国外相比，国内的 ESG 评价体系起步较晚，目前仍处于多元化发展的探索阶段，尚未形成较为统一的标准。较评价对象而言，基本局限于国内的上市公司，国际影响力较为欠缺。目前，发展较好的有评级机构派的商道融绿、和讯 CSR、商道纵横 MQI 指引，学院派的中央财经大学绿色金融学院、社会价值投资联盟，及指数公司如中证、wind 等。

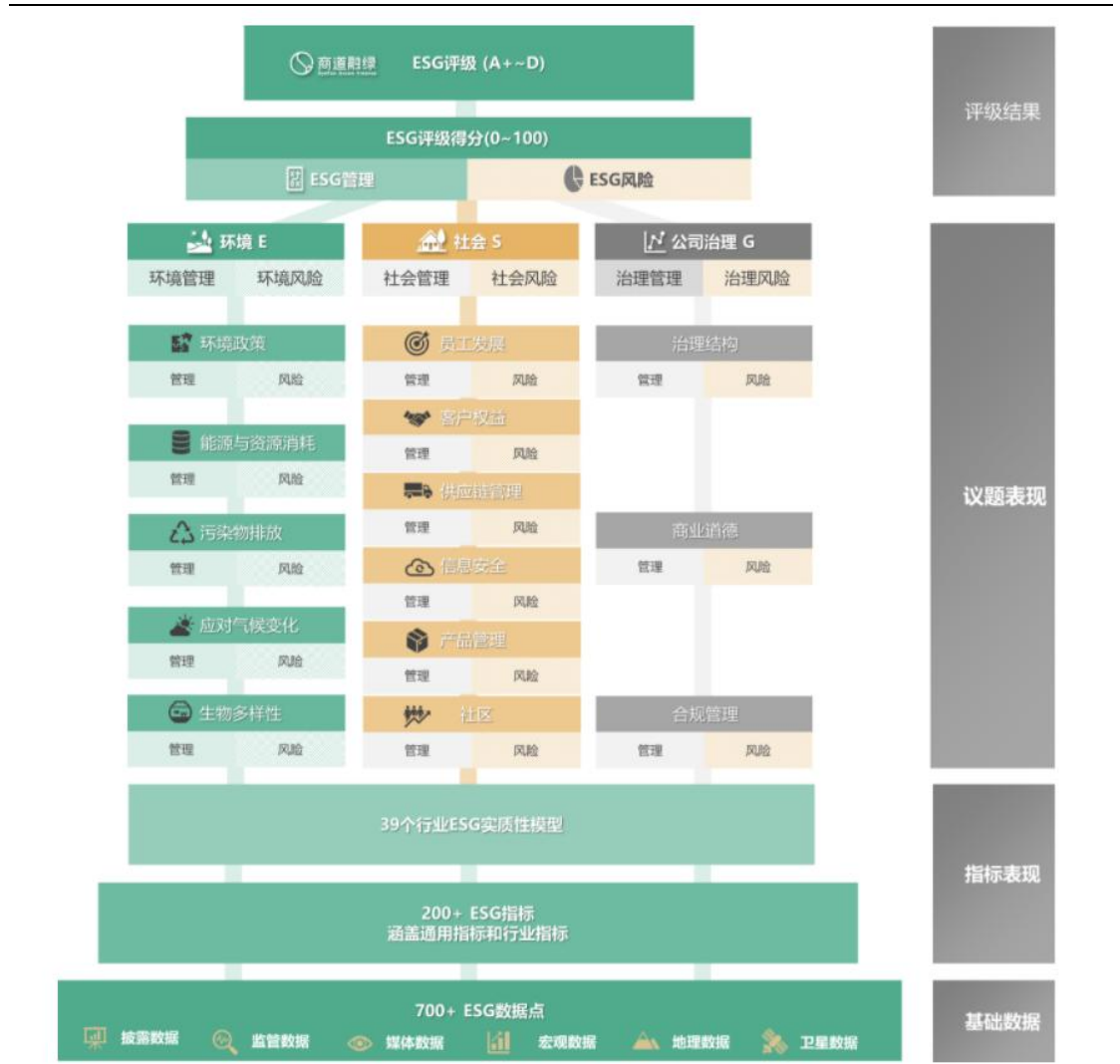
### 2.1 商道融绿

商道融绿是国内最早发布上市公司 ESG 评级的机构，在投资认可度方面，多家头部公募基金如南方、易方达等均采用商道融绿提供的 ESG 数据和咨询；国际认可方面，目前商道融绿是中国地区唯一一家登陆彭博 Bloomberg 金融终端的 ESG 供应商。

总体来看，在国内主流的 ESG 评价体系中商道融绿的评价框架较为全面。在每个评级周期，均覆盖近 700 个数据点，近 200 个 ESG 指标，及其指标下的 14 个 ESG 核心议题表现进行评估，并重点关注企业在各项议题的管理水平和风险暴露，通过 51 个行业模型，最终得到每家公司的 ESG 得分（0~100）及 ESG 评级（A+至 D，共 10 等级）。

商道融绿 ESG 评级指标体系由三级构成，一级指标为环境、社会和公司治理三个维度；二级指标为一级指标下的 13 项分类议题，三级指标将会涵盖具体的 ESG 指标，共有 127 项三级指标。其主要特点为：1) 评估为通用指标和行业指标：通用指标适用于所有作为评级目标的上市公司，行业指标仅适用于特定行业分类以下的公司。2) 负面信息评估减分：如果公司出现负面 ESG 信息，会根据负面事件的严重程度和影响对相应指标进行减分。

图 8：商道融绿 ESG 评价体系框架



资料来源：商道融绿官网、财信证券

商道融绿的 ESG 评级流程分为四个主要步骤：信息收集、分析评估、评估结果和报告呈现。

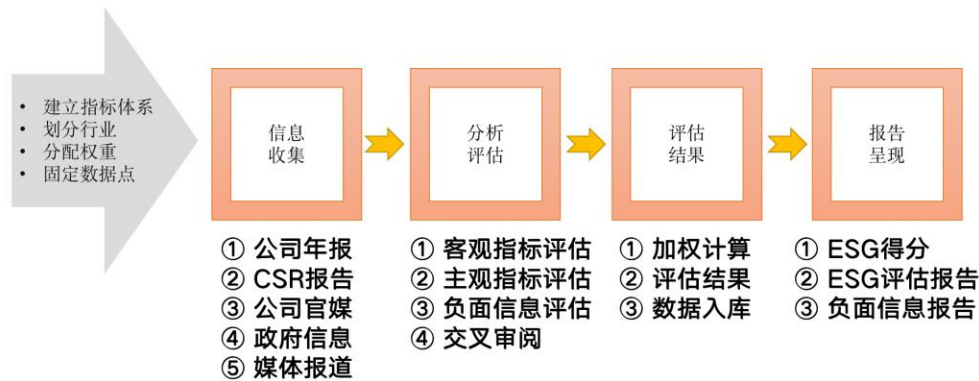
1) 信息收集。信息的来源为公开信息，分为环境、社会和公司治理三大方面，每一方面都覆盖正面信息和负面信息：公司的正面 ESG 信息主要来自企业自主披露。企业的负面 ESG 信息主要来自企业自主披露、媒体报道、监管部门公告、社会组织调查等。

2) 分析评估。根据三级指标体系进行评估打分，如出现负面事件将根据严重程度进行减分。

3) 得出评估结果。每项 ESG 评估指标将依据行业的不同被赋予不同的权重，在对 ESG 信息进行评价打分后，评估体系将会加权计算出一家公司的整体 ESG 绩效分数并将评级分为 A+到 D 共 10 个等级，最后根据不同行业 ESG 的实质性因子进行加权计算，最终得到 ESG 综合得分。

4) 评级报告呈现。评级报告将会呈现公司 ESG 的评分、报告以及负面信息报告。

图 9：商道融绿的 ESG 评级流程



资料来源：商道融绿、财信证券

## 2.2 和讯

和讯创立于 1996 年，是国内第一个财经资讯垂直网站，也是国内最早发展社会责任报告测评的机构，但近年来机构的影响力和关注度有所下降。

和讯的 ESG 评价体系从股东责任、员工责任、供应商、客户和消费者权益责任、环境责任和社会责任五项考察，各项分别设立二级和三级指标对社会责任进行全面的评价。其中涉及二级指标 13 个，三级指标 37 个。

和讯的 CSR 评价体系充分考虑了不同行业的特点，并对消费、制造、服务行业设置了不同的评级指标权重，使得不同行业的企业之间更具有可比性，最终的评分更加合理。

### 不同行业权重比例分配：

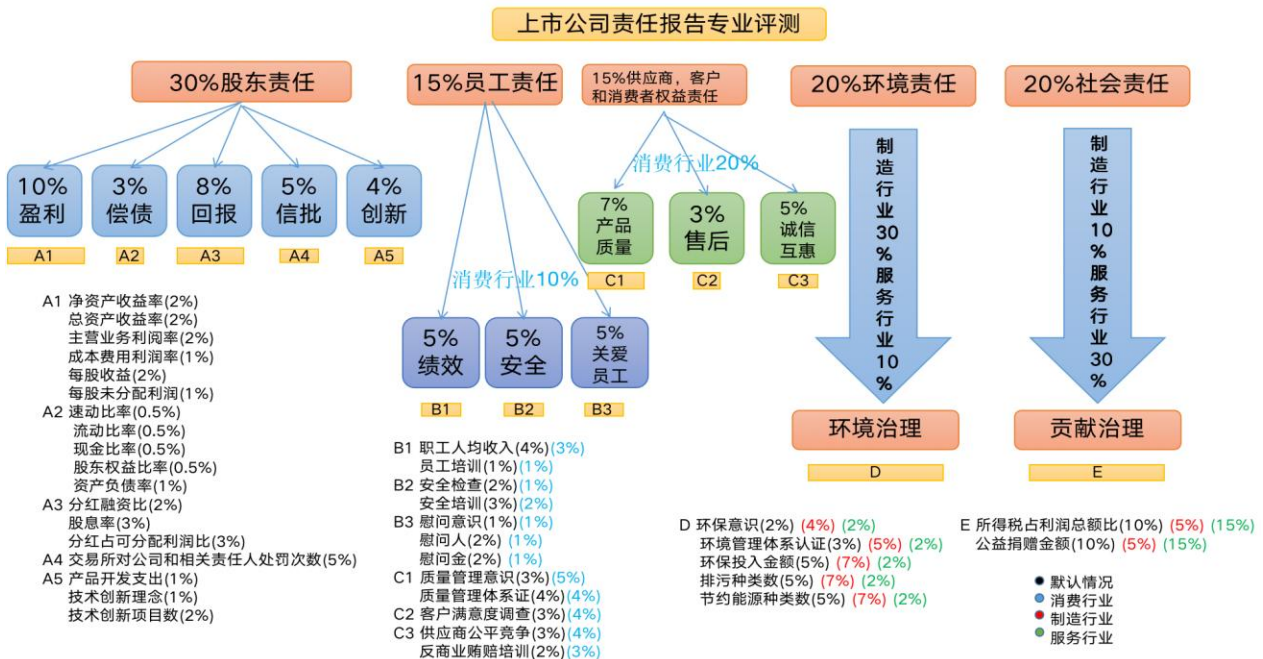
1) 默认情况下，股东责任权重占 30%，员工责任权重占 15%，供应商、客户和消费者权益责任权重占 15%、环境责任权重占 20%、社会责任权重占 20%。

2) 消费行业：员工责任权重占 10%、供应商、客户和消费者权益责任占 20%，其他指标权重保持不变。

3) 制造业：环境责任权重占 30%，社会责任权重占 10%，其他指标权重保持不变；

4) 服务业：环境责任权重占 10%，社会责任权重占 30%，其他指标权重保持不变。

图 10：和讯的 CSR 评级体系



资料来源：和讯网、财信证券

### 2.3 商道纵横

商道纵横是中国领先的企业社会责任（CSR）领域的独立咨询机构，专注于企业 ESG 的咨询服务，2014 年，商道纵横联合《南方周末》发布了国内首份《企业社会责任报告关键定量指标指引》（简称 MQI 指引），MQI 指引主要就企业社会责任报告编写过程中普遍存在的一些信息披露问题（干扰性的冗杂定性及定量信息），针对性地提出了适用于各个不同行业的关键定量指标体系，对企业进行量化的评价。

MQI 评价体系参照《中华人民共和国国家统计局行业分类标准》，目前最新指引涵盖了 20 个行业，较 1.0 版本新增了 12 个行业。

1) **相同指标体系：**每个指标体系均包括五个类别的指标，即标经济类指标（EC）、环境类指标（EN）、社会类指标（SO）、劳工类指标（LA）、产品类指标（PR）。

2) **差异化设定：**根据行业的属性特征，MQI 设计了差异化的关键定量指标体系，指标体系中每个类别的指标内容、数量、权重均不相同，但每个类别至少包括 1 个关键定量指标。比如金融行业的经济类指标最多，其中绿色信贷是其特有的指标，煤炭开采行业的环境类指标最多，其中回采率和生物多样性是其特色指标。



**图 11: MQI 指标体系**

行业	经济类指标	环境类指标	社会类指标	劳工类指标	产品类指标
电力行业	2	8	2	5	3
金融行业	5	3	4	3	5
煤炭开采行业	2	11	2	4	1
农林牧渔行业	3	8	2	4	3
汽车制造行业	2	7	3	4	4
石油和天然气行业	2	10	2	5	1
冶炼行业	2	10	2	5	1
医药制造行业	2	7	3	3	5
食品饮料行业	2	6	3	3	6
纺织服装行业	2	7	3	6	2
批发零售行业	3	5	3	4	5
交通运输及邮政行业	3	7	3	3	4
技术硬件和设备制造业	2	7	3	5	3
其他制造业	3	8	3	4	2
其他采矿业	3	6	6	3	2
媒体业	3	1	4	6	6
通信服务业	2	5	3	3	7
互联网和软件服务行业	2	5	4	5	4
房地产行业	2	7	5	3	3
建筑行业	2	7	4	4	3
租赁和商务服务	2	3	5	7	3
科学研究和技术服务业	2	4	2	6	5
水利、环境和公共设施管理业	2	7	4	5	1

资料来源：商道纵横官网、财信证券

## 2.4 社投盟

社会价值投资联盟（深圳）简称社投盟，是中国首家专注于促进可持续发展金融的国际化新公益平台，由友成企业家扶贫基金会、中国社会治理研究会、中国投资协会、吉富投资、清华大学明德公益研究院领衔发起的，近 50 家机构联合创办。

社投盟的可持续发展价值评估依据了 3A 三力三合一的原理。3A 指 AIM（目标）、APPROACH（方式）和 ACTION（效益）的英文简称，是可持续发展价值评估的基础结构；三力指目标的驱动力、方式的创新力和效益的转化力，是可持续发展价值评估的主要特征；三合一指目标的驱动力、方式的创新力和效益的转化力协同作用，是可持续发展价值评估的平衡机制。

社投盟的 ESG 评估模型实行“先筛后评”的机制，由“筛选子模型”和“评分子模型”两部分构成：

1) “筛选子模型”是可持续发展价值的负向剔除评估工具，包括 6 个方面、17 个指标，对评估对象进行“是与非”的判断，若评估对象符合任何一个指标，即被判定为资质不符，无法进入下一步量化评分环节。

图 12：“筛选子模型”指标体系

序号	领域	指标
1	产业政策	生产要求
		持有股份
2	特殊行业	烟草行业
		博彩行业
		持有股份
3	财务问题	审计报告
		违法行为
		行政处罚
		财务诚信
		外部监督
4	负面事件	社会影响
		伤亡事故
5	违法违规	违法犯罪
		违规行为
		监管处罚
6	特殊处理	ST与*ST
		连续停牌

资料来源：新浪财经-社投盟 ESG 评级、财信证券

2) “评分子模型”是可持续发展价值的正向量化评估工具，包括 3 个一级指标、9 个二级指标、28 个三级指标和 57 个四级指标。最终的评级总分为 0-100，“义利 99”上榜企业的排名会呈现为由 A、B、C、D 构成的十个基础等级和十个增强等级。

图 13：“评分子模型”指标体系

一级指标	二级指标	三级指标
目标 AIM (驱动力)	价值驱动	核心理念
		商业伦理
	战略驱动	战略目标
		战略规划
	业务驱动	业务定位
		服务受众
方式 APPROACH (创新力)	技术创新	研发能力
		产品服务
	模式创新	商业模式
		业态影响
		公司治理
	管理创新	信息披露
		风险内控
		激励机制
效益 ACTION (转化力)	经济贡献	盈利能力
		运营效率
		偿债能力
		成长能力
		财务贡献
	社会贡献	客户价值
		员工权益
		合作伙伴
		安全运营
		公益贡献
	环境贡献	环境管理
		资源利用
		污染防控
		生态气候

资料来源：新浪财经-社投盟 ESG 评级、财信证券

## 2.5 中财绿金院

中央财经大学绿色金融国际研究院（简称：中财绿金院）在 2019 年会上发布了由学术机构团队采用独立方法学研发的国内最大的线上 ESG 数据库，该 ESG 数据库拥有国内领先的上市公司 ESG 数据，并拥有全球唯一的中国债券发行主体 ESG 评级数据，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。其中，上市公司成分股范围包括沪深 300、中证 500、中证 800、深港通、沪港通与科创板等，而债券发行主体

包括 737 家上市主体（涵盖 509 家 AA+ 以上主体）和 2028 家非上市主体（涵盖 1542 家 AA+ 以上主体）。该数据库的建立进一步推动国内 ESG 评估的量化和标准化。

与当前国际上诸如 MSCI、汤森路透、富时等建立的 ESG 评估体系不同，中财大绿金院 ESG 评估体系既考虑了国际投资者关注的重要指标，又具有典型的本土化特征，弥补了国际 ESG 评估体系并不完全适应中国市场需求的不足。例如充分考虑了中国政府和监管部门在推动中国 ESG 发展过程中扮演的重要角色，推行精准扶贫、科技创新等基本国策，将之纳入指标体系；深刻认识中国企业发展战略的侧重点与体制特色，相比很多国际指标能更有效衡量中国企业的 ESG 表现好坏，减少横向比较的误差。

中财绿金院 ESG 指标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。具体来看，包含 3 个一级指标（环境 E、社会 S、治理 G），22 项二级指标以及超过 160 项三级指标。此外会根据行业特征设置特色指标，关键指标会随行业特性进行调整。

图 14：中财绿金院指标体系

一级指标	二级关键指标	定性/定量
<b>E</b> Environment 环境	节能减排措施	定性
	污染处理措施	定性
	绿色环保宣传	定性
	主要环境量化数据	定量
	环境成本核算	定量
	绿色设计	定性
	绿色技术	定性
	绿色供应	定性
	绿色生产	定性
	绿色办公	定性
	绿色收入	定量
<b>S</b> Social 社会	综合	定性
	扶贫及其他慈善	定性
	社区	定性
	员工	定性
	消费者	定性
	供应商	定性
	社会责任量化标准	定量
<b>G</b> Governance 公司治理	组织结构	定性
	投资者关系	定性
	信息透明度	定性
	技术创新	定性
	风险管理	定性
	商业道德	定量
	财报品质	定量
	其他治理量化标准	定量

资料来源：新浪财经-中财绿金院 ESG 评级、财信证券

**中财绿金院 ESG 评价体系的评估步骤：**

- 1) **划分行业：**将所有上市公司的行业划分为三大类，并通过行业指标和特色指标，编制行业 ESG 评分表；
- 2) **评分：**根据评分表对上市公司进行评分；
- 3) **过滤：**对负面新闻与风险过滤；
- 4) **扣分：**将“两高一剩”企业和含有火电业务的特殊企业进行扣分；
- 5) **量化汇总：**将环境保护、社会责任、公司治理、负面行为与风险四个方面的得分采取计量方法汇总。

**2.6 中证**

中证指数有限公司（简称中证）成立于 2005 年 8 月，是由沪深证券交易所共同出资成立的金融市场指数提供商。目前，中证指数公司管理各类指数 5000 余条，2008 年以来中证指数开始致力于 ESG 业务的发展，2021 年 2 月其 ESG 评价已覆盖全部 A 股。

**图 15：中证 ESG 评价体系发展历程**



资料来源：中证指数公司官网、财信证券

中证 ESG 评价体系旨在反映财务信息之外的收益和风险因素,揭示 ESG 因素对企业可持续运营的影响。中证 ESG 评价体系包括环境 (E)、社会 (S) 和公司治理 (G) 三个维度,由 13 个主题、22 个单元和近 200 个指标构成。中证 ESG 评价结果由高到低分为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 和 D 共十档,反映参评公司在行业内相对其他企业的 ESG 表现。

图 16: 中证 ESG 评价体系指标

维度	主题	单元	含义
环境	气候变化	碳排放	反映企业温室气体排放水平,以及企业为直接或间接降低温室气体排放采取的管理措施,旨在衡量企业在温室气体排放方面的风险。
	污染与废物	污染与废物排放	反映企业污染与废物排放水平,以及企业为直接或间接降低污染与废物排放采取的管理措施,旨在衡量企业面临与污染、废物排放相关的诉讼或监管惩罚等风险。
	自然资源	水资源	反映企业资源利用情况,旨在衡量企业在资源成本提升和资源使用与所在地利益冲突时,可能面临的经营生产持续性、市场准入困难等风险。
		土地使用与生物多样性	反映企业管理环境风险的主观意识和制度安排,旨在从整体角度衡量企业管控环境风险的能力。
	环境管理	环境管理制度	反映企业面临环境发展机遇以及机遇管理能力,旨在衡量企业可能获益于经济转型和绿色经济发展的机遇,如清洁技术、可再生能源、绿色建筑等带来的生产停滞、法律诉讼等风险,同时考察企业是否制定相应政策或项目对供应链可持续性进行管理。
环境机遇	环境机遇	反映企业面临环境发展机遇以及机遇管理能力,旨在衡量企业可能获益于经济转型和绿色经济发展的机遇,如清洁技术、可再生能源、绿色建筑等带来的生产停滞、法律诉讼等风险,同时考察企业是否制定相应政策或项目对供应链可持续性进行管理。	
	绿色金融	反映企业面临环境发展机遇以及机遇管理能力,旨在衡量企业可能获益于经济转型和绿色经济发展的机遇,如清洁技术、可再生能源、绿色建筑等带来的生产停滞、法律诉讼等风险,同时考察企业是否制定相应政策或项目对供应链可持续性进行管理。	
社会	利益相关	员工	反映员工情况、福利等,旨在衡量企业可能面临的由于劳动力不稳定等带来的生产停滞、法律诉讼等风险,同时考察企业是否制定相应政策或项目对可持续雇佣关系进行管理。
		供应链	反映供应链集中度与合规性,旨在衡量企业由于供应链的不稳定或不安全等因素导致企业经营持续性受到影响的风险,同时考察企业是否制定相应政策或项目对供应链可持续性进行管理。
		客户与消费者	反映产品质量、信息安全等,旨在衡量企业面临产品质量问题、信息泄露等带来的监管处罚、市场准入与法律诉讼等风险,同时考察企业是否制定相应政策或项目对产品质量与信息安全进行风险管理。
	责任管理	责任管理	反映企业社会责任管理的主观意识和制度安排,旨在衡量企业在社会责任方面的管理绩效以及对企业带来的影响。
	社会机遇	慈善活动 企业贡献	反映企业扶贫、捐赠、就业、税收等社会贡献,衡量企业受益于履行社会责任、对社会积极贡献而获得的企业发展机遇。
公司治理	股东权益	中小股东保护	反映企业对股东权益的保障程度以及控股股东行为对企业的影响。
		控股股东与大股东行为	反映企业对股东权益的保障程度以及控股股东行为对企业的影响。
	治理结构与运作	机构设置	治理结构与运作 机构设置反映企业的董监高治理情况,包括机构设置、机构运作、激励与约束机制情况,治理结构与运作是完善和优化治理激励与约束机制的关键要素。
		机构运作	治理结构与运作 机构设置反映企业的董监高治理情况,包括机构设置、机构运作、激励与约束机制情况,治理结构与运作是完善和优化治理激励与约束机制的关键要素。
		激励与约束机制	治理结构与运作 机构设置反映企业的董监高治理情况,包括机构设置、机构运作、激励与约束机制情况,治理结构与运作是完善和优化治理激励与约束机制的关键要素。
	信息披露	信息披露质量	反映企业信息披露的及时性、可靠性与完备性,旨在衡量企业信息披露的质量。
公司治理风险	公司治理风险	反映企业受到的监管处罚、法律诉讼等问题,旨在衡量企业发生治理问题所引发的风险。	
管理运营	财务风险 财务质量	反映企业财务风险与财务质量的情况,旨在衡量公司治理的效果。	

资料来源: 中证指数公司官网、财信证券

## 2.7 万得

万得信息技术股份有限公司(下称: Wind)是中国大陆领先的金融数据、信息和软件服务企业, Wind ESG 评级数据库除覆盖上市公司自主披露的年报、ESG 报告、社会责任报告外, 还覆盖 13,000 余家政府及监管部门, 8000 余家新闻媒体、网络舆情信息源, 以及 800 余家行业协会、NGO 等, 总计超过 20000 多数据源, 致力于为投资者提供最全面的 ESG 数据。目前, Wind ESG 评级已覆盖全部 A 股上市公司。

Wind ESG 评级体系参考了国际主流 ESG 评级体系, 并针对中国资本市场发展情况以及企业特点进行优化调整, 由管理实践得分(共七分, 细分出 27 个议题, 并下设 300

多个具体指标)与争议事件得分(共三分,着眼于新闻舆情、监管处罚、法律诉讼等)构成,其管理实践评估反映了长期ESG基本面的影响,争议事件评估反映了短期突发事件的影响。参评企业最终会被授予“AAA-CCC”七档评级。

图 17: Wind ESG 评价体系指标

3大维度	环境			社会			治理			
27个 议题	环境管理	能源与气候变化		雇佣	职业健康与安全生产		公司 治理	ESG治理	董监高	股权及股东
	水资源	原材料与废弃物		发展与培训	研发与创新	供应链		审计	业务连续性管理	
	废气	废水	生物多样性	产品质量	可持续产品	客户	商业 道德	贪污腐败		
	绿色建筑*		绿色金融*	隐私保护	社区	医疗可及性*		反垄断与公平竞争		
300+ 指标	<ul style="list-style-type: none"> <li>环境管理体系与制度</li> <li>能源管理体系与制度</li> <li>范围一、二、三温室气体排放</li> <li>节约用水相关措施</li> <li>...</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>员工流失率/离职率</li> <li>人均培训时长</li> <li>知识产权保护</li> <li>社区公益投入</li> <li>...</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG表现与高管薪酬挂钩</li> <li>董监高离职率</li> <li>独立董事比例</li> <li>匿名举报机制</li> <li>...</li> </ul>			

资料来源: wind、财信证券

### 3 风险提示

历史数据不代表未来业绩;

跟踪品种为非保本型产品,在极端情况下,可能存在无法完全回收本金的情形;

经济、政策等诸多内外因素可能会造成基金的市场风险,影响基金收益水平等。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438