

A 股 ESG 评价体系的比较、现状与问题（天风宏观+ESG）

证券研究报告

2022 年 2 月 26 日

作者

ESG 本质上是一种价值观，各评级机构给出的结果不同，事实上客观反映了评级者对不同问题的看重程度、对指标选取的独有考量、对定性数据的处理习惯、对公司风险的思考框架，因此较难建立统一客观的标准。把 ESG 投资作为一种超越短期财务指标的价值观投资，使用 ESG 评价更好地挖掘最具可持续性的公司，还需要充分考虑中国国情，合理设定范围、度量和权重，进一步完善 A 股的 ESG 评价体系。

风险提示：ESG 政策支持不及预期；ESG 概念发展不及预期；文献可信度低于预期

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

郭微微

guoweimei@tfzq.com

分析师

联系人

相关报告

1 《宏观报告：现行 ESG 评价在中国有效吗？（天风宏观+ESG）》 2022-02-13

2006 年联合国负责任投资原则组织（UNPRI）正式提出 ESG 概念，将环境、社会及公司治理作为衡量可持续发展的重要指标，确立了社会责任投资原则。此后国际组织和投资机构将 ESG 概念不断深化，逐渐构建出了较为系统、全面的绩效评估方法，涌现出了 MSCI、FTSE Russell、Sustainalytics、Dow Jones、Thomson Reuters 等一系列有影响力的 ESG 评价机构。

随着中国资本市场的日益国际化，全球 ESG 评价机构逐渐加强了对 A 股公司的覆盖，我国本土机构也开始构建起自己的评价体系，例如华证、商道融绿、社会价值投资联盟、万得等已成为国内比较主流的 ESG 评价机构。本报告对 7 家覆盖 A 股的 ESG 评价机构（海外 3 家，本土 4 家）的框架和结果进行了对比，发现现有 ESG 评价体系还有进一步改进的空间。

一、覆盖 A 股 ESG 评价的海外机构

(1) MSCI

MSCI 的 ESG 评价体系包含 3 个一级支柱、10 个二级主题指标、35 个三级关键问题指标和 1000 多个具体数据点。该评价体系的行业差异特性主要体现在两点：其一，在考察不同行业 ESG 表现时，MSCI 根据影响程度和作用时间对每个三级关键问题指标赋予了不同权重，例如隐私和数据安全分项在能源、金融、信息技术和通信服务的权重分别为 0.1%、10.1%、10.1%和 24.1%，在材料的权重为 0%（即不考虑）；其二，各指标自下而上加权汇总后的得分会与行业同类公司进行比较，得到公司最终的 ESG 评级，分为 AAA-CCC 的 7 个等级。

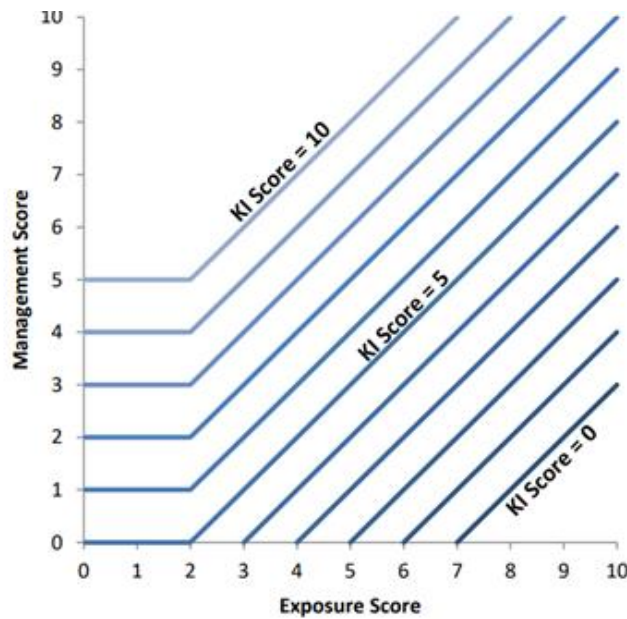
图 1：MSCI 的指标体系

3 Pillars	10 Themes	35 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Capital	Water Stress Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opportunities in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management Health & Safety	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing Community Relations	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opportunities in Nutrition & Health
Governance*	Corporate Governance	Ownership & Control Board	Pay Accounting
	Corporate Behavior	Business Ethics Tax Transparency	

资料来源：MSCI 官网，天风证券研究所

对底层指标评分时，MSCI 主要考察公司的管理能力和风险敞口两个维度，其中管理能力主要考察公司战略和业绩表现，如果出现争议事件将扣除相应分数；风险敞口主要考虑公司的业务特征，例如核心产品特点、运营地点、生产是否外包、对政府订单依赖程度。公司的管理能力越强、风险敞口越小，得到的分数就越高，反之越低。

图 2：MSCI 评分时考察公司的管理能力和风险敞口两个维度



资料来源：MSCI 官网，天风证券研究所

(2) FTSE Russell

FTSE Russell 的 ESG 评价体系有三层结构：第一层是环境、社会和公司治理 3 个支柱；第二层是 14 个主题指标，其中环境类指标包括生物多样性、气候变化、污染与资源、水安全、供应链环境等 5 项，社会类指标包括劳工标准、人权与社区、健康安全、消费者责任、供应链社会影响等 5 项，公司治理类指标包括反腐败、企业管理、风险管理、税收透明度等 4 项；第三层是适用于分析每家公司具体情况的 300 多个独立评估指标。指标权重的给定参考敞口大小，最重要的 ESG 问题被赋予最大的权重。最终每家符合条件的公司会获得一个分值在 0 至 5 分之间的 ESG 整体评分。

值得一提的是，在进行 ESG 评分时，FTSE Russell 仅使用公开资料，不会向公司发送问卷，但公司可以通过网络研究平台对评分结果进行反馈以获得可能的更正。

图 3：FTSE Russell 的指标体系



资料来源：FTSE Russell 官网，天风证券研究所

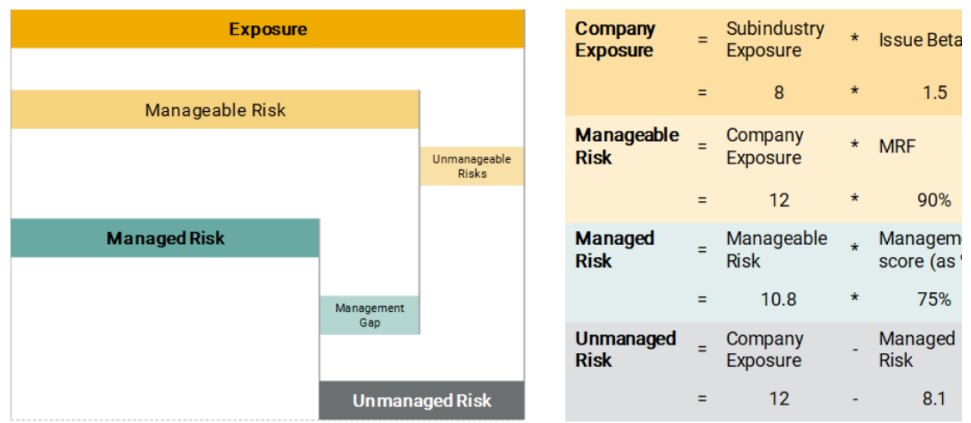
(3) Sustainalytics

Sustainalytics 的 ESG 评价体系较为特别，可以划分为公司治理模块、实质性议题模块及特殊议题模块三个部分。三个模块中，公司治理模块主要聚焦公司管理不善的可能风险，没有行业差异性，权重通常为 20%；实质性议题模块主要关注公司所属行业商业模式和商业环境的潜在风险，是 ESG 评价的核心和关键；特殊议题模板主要对应公司的黑天鹅事件，不涉及到行业特征引发的共性问题。

Sustainalytics 结合风险敞口和管理能力对各指标进行评分，步骤如下：首先，通过事件追踪、公司报告、外部数据和第三方研究计算行业的风险敞口，根据生产、融资、事件和地域特征确定每个公司的 beta 系数，两者相乘得到公司的风险敞口；其次，考察公司对员工的管理能力（例如职业健康和安全）、外部参与者对公司管理能力的影响（例如网络安全）、问题的复杂性（例如全球供应链）以及创新的技术限制（例如碳排放）等四个主要因素，确定行业层面风险敞口有多大比例不可控，得到可控风险因子 MRF，继而计算出公司可控风险敞口大小；再次，根据管理体系和管理结果计算公司的管理得分，再乘以可控风险敞口得到受控风险；最后，用公司风险敞口减去受控风险，对公司未管理风险进行评分。

结果呈现形式上，Sustainalytics 按照企业 ESG 风险得分划分风险等级，其中 0-10 分为可忽略的风险水平，10-20 分为低风险水平，20-30 分为中等风险水平，30-40 分为高风险水平，40 分以上为严峻风险水平。

图 4：Sustainalytics 的评分方法



资料来源：Sustainalytics 官网，天风证券研究所

二、覆盖 A 股 ESG 评价的本土机构

(1) 华证

华证 ESG 评价体系分为 ESG 评级和 ESG 尾部风险两个部分。ESG 评级涵盖一级指标 3 个、二级指标 14 个、三级指标 26 个，底层数据指标超过 130 个，相较境外市场融入了更多贴合国内当前发展阶段的指标，如信息披露质量、证监会处罚、精准扶贫等。底层指标自下而上按照行业权重矩阵加总，即可得到公司的 ESG 评分和最终 AAA-C 的九档评级。ESG 尾部风险更侧重负面信息的监控，将公司分为严重警告、警告、关注、低风险四类。

图 5：华证的指标体系

环境	社会	公司治理
<ul style="list-style-type: none"> ■ 内部管理体系 ■ 经营目标 ■ 绿色产品 ■ 外部认证 ■ 违规事件 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 制度体系 ■ 经营活动 ■ 社会贡献 ■ 外部认证 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 制度体系 ■ 治理结构 ■ 经营活动 ■ 运营风险 ■ 外部风险
<ul style="list-style-type: none"> ● 环境管理体系 ● 产品或公司获得环境认证 ● 环境违法违规事件 ● 	<ul style="list-style-type: none"> ● 扶贫 ● 上市公司社会责任报告质量 ● 社会责任相关的捐赠 ● 负面经营事件 ● 	<ul style="list-style-type: none"> ● 关联交易 ● 董事会独立性 ● 整体财务可信度 ● 信息披露质量 ● 上市公司及子公司违法违规事件 ●
<p>超过 130 个底层数据指标，由 AI 大数据引擎提供支持 集成传统数据 + 另类数据，全面提升 ESG 评价的广度、深度、时效性</p>		

资料来源：华证官网，天风证券研究所

(2) 商道融绿

商道融绿 ESG 评级系统共包含三级指标体系：一级指标为环境、社会和公司治理三个维度；二级指标为环境、社会和公司治理下的 13 项分类议题，如环境一级指标下的二级指标包括环境目标、环境管理、环境负面事件等；三级指标涵盖具体的 ESG 指标，共有 127 项三级指标，例如社会方面的三级指标包括劳工政策、员工政策、女性员工、多样化、供应链责任管理等 30 多项指标。商道融绿会根据行业特性设置权重，也会对各行业指派行业特定指标，以更好把握不同行业的可持续发展绩效。

图 6：商道融绿的指标体系

一级指标	二级指标	三级指标
E 环境	E1 环境管理	环境管理体系、管理管理目标，员工环境意识，节能和节水政策，绿色采购政策等
	E2 环境披露	能源消耗，节能，耗水，温室气体排放等
	E3 环境负面事件	水污染，大气污染，固废污染等
S 社会	S1 员工管理	劳动政策，反强迫劳动，反歧视，女性员工，员工培训等
	S2 供应链管理	供应链责任管理，监督体系等
	S3 客户管理	客户信息保密等
	S4 社区管理	社区沟通等
	S5 产品管理	公平贸易产品等
	S6 公益及捐赠	企业基金会，捐赠及公益活动等
	S7 社会负面事件	员工，供应链，客户，社会及产品负面事件
G 公司治理	G1 商业道德	反腐败和贿赂，举报制度，纳税透明度等
	G2 公司治理	信息披露，董事会独立性，高管薪酬，董事会多样性等
	G3 公司治理负面事件	商业道德、公司治理负面事件

资料来源：商道融绿官网，天风证券研究所

(3) 社会价值投资联盟

社会价值投资联盟的评价体系实行“先筛后评”的机制，由“筛选子模型”和“评分子模型”两部分构成。“筛选子模型”是社会价值评估的负面清单，按照 5 个方面（产业问题、财务问题、重大负面事件、违法违规、特殊处理）、17 个指标，对评估对象进行“是与非”的判断。如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。在“筛选子模型”遴选出符合资质的上市公司后，“评分子模型”对其社会价值贡献进行量化评分。“评分子模型”分为通用版、金融专用版和地产专用版，包括 3 个一级指标（目标、方式和效益）、9 个二级指标（价值驱动、战略驱动、业务驱动，技术创新、模式创新、管理创新，经济贡献、社会贡献、环境贡献）、27 个三级指标和 55 个四级指标。

(4) 万得

万得的 ESG 评价体系由管理实践得分（总分 7 分）和争议事件得分（总分 3 分）组成，并给予“AAA-CCC”的七档评级。其中管理实践得分旨在反映公司长期 ESG 管理实践水平，由 E/S/G 维度得分加权而得，具有 3 个维度，27 个议题，300+ 指标；争议事件得分旨在反映公司短期突发事件风险，由新闻舆情、监管处罚、法律诉讼三大来源事件扣分加权而得。

三、各评价体系对比

横向对比海外和本土现行 ESG 评价体系，有一些相似之处，也有一些不同之处。

相似之处在于：数据来源方面，各家机构基本都覆盖了上市公司披露文件（如年度报告、可持续发展报告、社会责任报告）、政府和非政府组织信息、专业数据库、媒体资源等；

具体指标方面，各评价体系基本采用了自上而下构建、自下而上加总的方式，从环境、社会和公司治理三个层次延伸开来，逐级拆解至底层的几十乃至上千个评估指标；**行业分类方面**，各评价体系在指标设计和权重分配上基本都考虑了行业的差异性。

不同之处在于：不同评价体系的考察范围和底层指标各有侧重、不尽相同，对争议事件和风险敞口的处理认定也各有特色，所以不同评价体系往往会得出不一致的公司 ESG 评级，这使得投资者难以准确区分公司 ESG 表现的优劣，在一定程度上削弱了 ESG 评价的公信力和影响力。

一些学术论文也证明了这一差异，例如 Brandon et al(2019)¹使用 2010 年至 2017 年间的标普 500 公司样本，发现**七家著名评级机构提供的 ESG 评级之间的平均相关性约为 0.45，公司治理的平均相关性最低，而环境方面的平均相关性最高**。Berg et al(2019)²研究了五家著名评级机构在 ESG 评级之间的差异，**将整体差异分解为三个来源：范围差异、度量差异、权重差异，实证发现三者分别解释了 ESG 评级差异的 36.7%、50.1%和 13.2%**。他们还发现了一种“评级者效应”，即当评级机构给某公司的特定指标打出高分时，其他指标得到高分的概率会更大。

为了更好地说明各 ESG 评价机构对 A 股公司的评级差异，我们搜集了 7 家海外和本土机构（MSCI、FTSE Russell、Sustainalytics、华证、商道融绿、社会价值投资联盟、万得）对国内上市公司的 ESG 评价数据，筛选出 234 家可获取有效数据的上市公司，考察评价结果的差异。由于有些评价结果以字母形式分层且有些评价结果分数越高表示风险越大，我们把所有评价结果均处理为与评价正相关的数字以确保可比。

相关性结果显示，两两机构的评级相关性在-0.09 至 0.62 之间不等，相关性中位数为 0.24。其中华证和 MSCI 的相关性最低，为-0.09；商道融绿和万得、FTSE Russell 之间的相关性最高，为 0.62。评价机构对有些上市公司给出了差异较大的评级结果，例如紫金矿业在 MSCI 和 Sustainalytics 的评价为较差（CCC/56.01），在商道融绿和 FTSE Russell 的评价为中等（B+/2.4），在华证、社会价值投资联盟、万得的评价为较好（AA/A+/8.36）；对有些公司达成了较为一致的意见，例如光大银行的评级结果分别为 BBB、32.63、2.1、BBB、B、A+、6.07，均位于中位数附近。

表 1：7 家机构 ESG 评级的相关性

	MSCI	Sustainalytics	FTSE Russell	华证	商道融绿	社会价值投资联盟	万得
MSCI	1.00						
Sustainalytics	0.34	1.00					
FTSE Russell	0.37	0.11	1.00				

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38543



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn