

ESG 系列研究 3: 海内外评级体系——治理因素及先进案例

2022 年 03 月 20 日

证券分析师 陶川

执业证号: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

■ 近年来,公司治理实践丑闻频发,大众汽车的排放测试丑闻已经迫使其支付了近 300 亿欧元的罚款和赔偿,Facebook 对数据的滥用导致其市值一度蒸发超过 10%,在公司遭受大额财务损失的同时,投资者的利益受到严重侵害,也难怪公司治理成为投资研究和分析中涉及最多的 ESG 因素。而财务数据的可得性使得治理因素在我国 ESG 评级体系中的占比更大,其相对于环境和社会指标也更易被量化。因此,我们选择从治理因素开始,通过问答的形式,对海内外 ESG 评级体系的框架进行探讨:

■ 公司治理涵盖了哪些问题?首先,公司治理的目的在于使得利益相关者实现利益最大化。对于上市公司来说,公司治理一方面涉及公司组织架构,包括董事会(结构、规模、多样性、技能和独立性)、高管薪酬、股东权利、利益相关者互动、信披、商业道德、贿赂和腐败、内控和风险管理等多个领域。另一方面还涉及公司的商业战略以及其实施方式对环境和社会等因素的影响。CFA 协会的调查显示,董事会责任(Board accountability)为投资者最关注的 ESG 问题(图 1)。

■ 从价值创造来看,为何治理因素在 ESG 中最受投资者关注?强大的治理框架可以维护少数股东权益,从而对公司估值产生重要影响。世界银行指出,对 27 个经济体的 539 家大型企业的研究表明,投资者保护良好的经济体的企业估值普遍更高;此外,企业的风险承受力和增长率与投资者保护体系的质量呈正相关关系,更好的治理体系使得公司可以进行风险更高、更具价值的投资。

■ 治理因素框架参考的规范或指引有哪些?成立于 1995 年的 ICGN(国际公司治理网络)是全球公司治理和尽职管理标准制定的领导者,此外还有《OECD 公司治理原则》,我国方面的指引包括证监会发布的《上市公司治理准则》。

ICGN 旨在改善公司治理、风险管理、薪酬政策、股东权利和透明度。其成员多为投资机构,资产管理规模共计超过 59 万亿美元,ICGN 全球公司治理原则(GGP)包含了十项准则,通过成员协商共同制定,成为了许多投资机构制定投票政策和公司参与政策的标准(表 1)。

我国 ESG 披露框架方面, PRI(联合国责任投资原则)、商道融绿等机构根据可持续发展目标、现有法规及市场实践提出了中国强制 ESG 披露框架的推荐指标,其中治理方面的量化指标包括董事会女性成员占比、授权的去中心化、总裁/CEO 分权、CEO 与员工平均薪酬比率。

■ 受认可的第三方 ESG 数据提供商有哪些?海外方面: MSCI、晨星旗下的 Sustainalytics、标普道琼斯等;国内方面: 商道融绿、华证、万得等。

如表 2 所示,数据来源方面,除了公司财报和可持续报告等公开资料、各大数据库及媒体报道等,以标普道琼斯为代表的机构还通过调查问卷直接从标的公司收集数据。ESG 评分体系方面,基本框架相近,但具体指标和判断方法不同,指标定义和权重的主观性较大。评分方法方面,差异较大,但计算的底层逻辑有类似之处:从不同维度进行评分并对各指标进行加权平均,最后获得总分。此外,不少数据提供商动态监控负面舆情/争议或风险事件,并相应调整评级结果。

海内外对比来看,我国量化 ESG 指标不及海外丰富。海外机构普遍采用定性和定量相结合的方式,例如 MSCI 的三级细分指标都有定量评价、并对评级结果进行定性的权重调整。而在数据可得性的限制下,我国很多 ESG 指标偏定性。

■ 治理指标方面,海内外 ESG 指标评分的差异主要在哪里?我国治理因素占整体 ESG 评级比重更大,且侧重股东及公司利益。海外考核维度更为多元,侧重公司行为相对于其治理原则或战略的一致性,而国内侧重会计或审计。如表 3 所示,从指标数量上看, MSCI 要比万得少的多,并且前者更偏向方向性指引,而万得则将每部分拆分成具体的指标。

■ 怎样选择 ESG 评级数据提供商?可依据投资策略以及数据供应商的覆盖范围进行选择。例如对于自下而上投资的策略,侧重于单个公司评价的 Sustainalytics 是个不错的选择,该数据供应商对每个标的生成对应的 ESG 评级报告,针对性强,并且提供标的相对于全球同行业同类公司的 ESG 排名。此外,部分 ESG 评级由 MSCI 等指数公司提供,如果对于 ESG 指数存在偏好,或是采用了该公司的指数作为基准,出于数据的一致性和相关性,可以对应选择该数据提供商。

■ 风险提示: 地缘冲突剧烈导致全球碳中和趋势被逆转;新冠病毒变异导致疫苗失效,造成资产价格崩盘

1、《宏观月报 20220316: 50bp 变 25bp, 美联储加息还有哪些风险?》2022-03-16

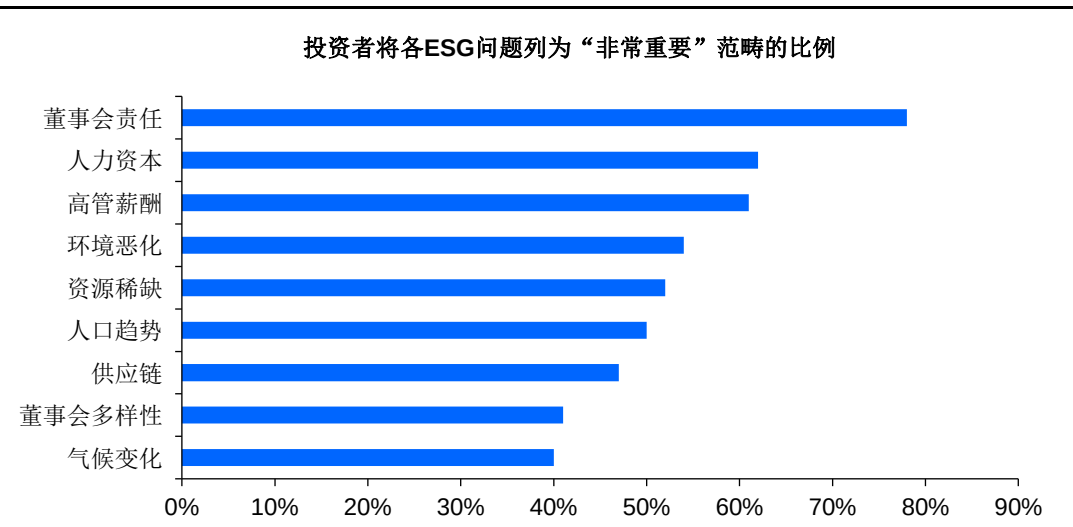
2、《宏观周报 20220316: 那些年, 增长数据意外跳升对当前有何借鉴?》2022-03-16

3、《宏观周报 20220315: 美元和大宗商品同涨会如何收场?》2022-03-15

4、《宏观周报 20220314: 从深圳到上海, 奥密克戎对消费的冲击有多大?》2022-03-14

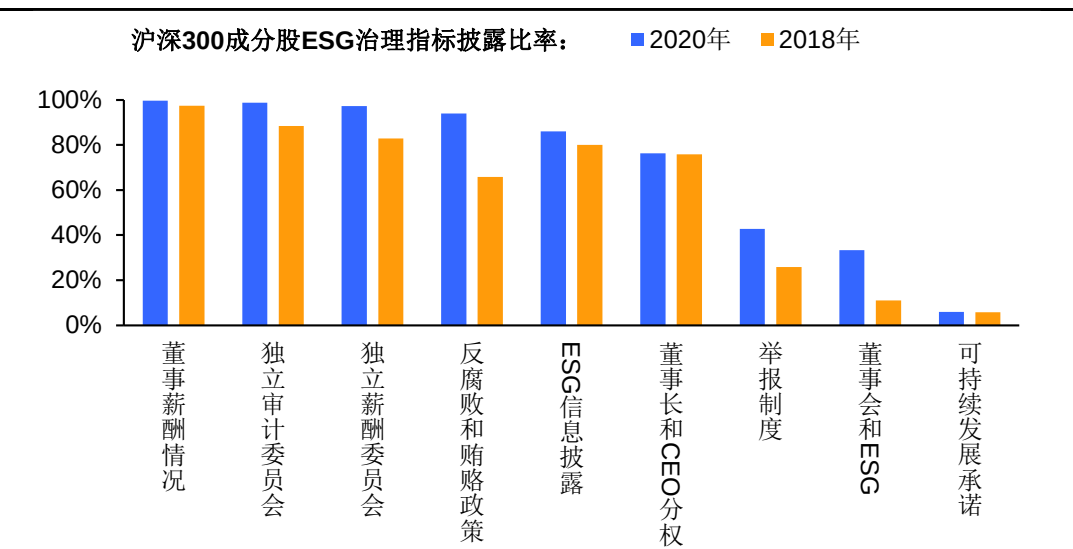
5、《宏观周报 20220313: 市场为何预期美联储加息、降息、再加息?》2022-03-13

图 1: CFA 协会调查显示, 董事会责任为投资者最关注的 ESG 问题



数据来源: CFA 协会, 东吴证券研究所

图 2: 董事薪酬是沪深 300 成分股披露率最高的 ESG 治理指标



数据来源: 商道融绿, 东吴证券研究所

表 1: ICGN 全球公司治理原则包含了十项准则

原则	概述
原则1 董事会角色与责任	董事会应以诚信、谨慎和忠诚为基础，在知情的情况下采取行动来促进公司的长期利益， 维护股东的利益，同时兼顾利益相关者。
原则2 领导层与独立性	董事会领导层需要明确和平衡董事会和高管角色 ，并在促进公司向长期成功迈进的过程中，通过 完整的独立流程 维护股东和利益相关者的利益。
原则3 组成及任命	董事构成应足够混合 ，董事会应由具有相关知识、独立的、有能力的、具备行业经验和多元化视角的董事组成，围绕公司宗旨、长期战略和利益相关者进行有效的挑战、讨论和客观决策。
原则4 公司文化	董事会应在董事会层面和全体员工层面灌输和展示与公司宗旨及价值观一致、高标准的商业道德和诚信文化。
原则5 薪酬体系	薪酬体系的设计应公平有效地使CEO、高管和员工的利益与公司的战略和目标相一致 ，以帮助确保长期可持续的价值维系和创造。总薪酬应与支付给股东的股息和为未来投资保留的资本保持适当的平衡，并且在与不平等相关的社会方面因素考虑下，金额水平应具备足够的说服力。
原则6 风险监督	董事会应积极监督公司主要风险的评估和披露 ，并定期或在任何重大业务变化时批准风险管理和内部控制方法，并确保该方法有效运行。
原则7 公司报告	董事会应监督对于股东和利益相关者的及时、可靠的披露 ，包括公司财务状况、可持续性方法、绩效、商业模式、战略和长期愿景。
原则8 内部和外部审计	董事会应建立严格、独立和有效的内部和外部审计程序，以确保公司报告的质量和完整性。
原则9 股东权益	所有股东的权利应该平等并且必须受到保护。其基础是 确保股东的投票权与其持股份额直接相关，并确保少数股东对影响其在公司利益的关键决策或交易拥有投票权。
原则10 股东大会	董事会应确保以高效、民主和安全的方式促进与股东的会议， 对可能影响投票决定的公司的长期战略、绩效和可持续价值创造提供建设性的互动和问责。

数据来源：ICGN，东吴证券研究所

表 2: 海内外领先的 ESG 评级数据提供商一览

		简介	覆盖范围	数据来源	评级体系	评分方法
海外	MSCI	2010年5月，摩根士丹利资本通过收购Risk Metrics，成立MSCI ESG评级	所有被纳入MSCI指数的上市公司、全球约8.5k+企业、68w+股票和固定收益证券	学术界、政府和非政府组织数据库、公司披露信息、1.6k+媒体及利益相关方资源	指标：10项主题，37项关键评价指标 档位：七档（CCC到AAA）	四步走的评估流程：收集数据、风险暴露度量与公司治理度量、关键指标评分与权重、ESG评价最终结果 分数计算：评级结果与所处行业有关，通过加权平均法计算，公司的分数为相对于同行业表现的相对成绩 评级结果会因公司信息披露更新、风险事件等因素随时调整
	Sustainalytics (晨星控股)	晨星与Sustainalytics的合作于2016年起，前者于2020年收购后者合作伙伴涉及数百家世界领先的资管公司和养老金	全球4w+公司的数据，及针对2w+公司和172个国家级地区的评级	公司披露的公开信息	指标：21个问题、70个指标 档位：以5个档位的风险评级取代全面性的ESG评级	提供单个公司的ESG评价，ESG评分没有统一的框架 实时识别和监控标的所涉及的与ESG相关的问题及事件 分数计算：三个计分模块（企业管理、实质性ESG议题、企业独特议题），根据各指标的权重计算ESG总分和维度得分
	标普道琼斯	1999年推出道琼斯可持续发展指数，拥有超150个重要ESG基准	4.7k+上市公司等	调查问卷：合作伙伴RobecoSAM的企业可持续发展评估（积累20多年可持续投资的ESG数据集）	指标：16-27项评分标准，80-120个问题，600-1000个数据点	ESG评分是标准化指标的加权总和，每家公司在其行业获分配的每个标准都将获得一个评分，并获得E、S、G三个维度的评分和一个总分
国内	商道融绿	我国本土最早从事ESG研究的机构，拥有十年以上经验	沪深300和中证500成分股	企业自主披露的ESG信息 融绿ESG负面信息监控系统收集的上市公司ESG负面信息	指标：13个二级指标、200+个三级指标 档位：十档（A+到D）	评估方法：企业自主披露的信息对照国内法规、标准及最优实践进行评估，负面事件根据严重程度及影响等进行评估，并将评估结果进行交叉审核 分数计算：根据各行业ESG实质性因子进行加权，得出各上市公司的ESG综合得分，满分100
	华证	2020年4月由华证指数推出，华证指数公司成立于2017年9月，专业从事指数与指数化投资综合服务	全部A股上市公司2000+债券主体	上市公司公开披露数据、社会责任及可持续发展报告、国家监管部门公告、新闻媒体数据等	指标：14个二级指标、26个三级指标、130+个底层数据指标 档位：九档（由AAA到C）	按季度定期评价与动态跟踪相结合，系统测算2009年以来全部A股上市公司的ESG得分水平，满分100
	万得	2021年6月，拥有20年数据处理分析经验的万得推出自有品牌ESG评级	全部A股上市公司	全网追踪各级政府、监管机构、新闻媒体、行业协会、NGO等	指标：27个议题、300+个指标 档位：七档（由AAA到CCC）	ESG评分由管理实践得分（总分7分）和争议事件得分（总分3分）组成，综合反映企业的ESG管理实践水平以及重大突发风险 对于62个细分行业的ESG议题设置不同权重

数据来源：MSCI，Sustainalytics，标普道琼斯，商道融绿，华证，Wind，东吴证券研究所

表 3：万得和 MSCI ESG 评级体系——治理因素下部分三级指标对比

治理体系	股权结构及股东	万得			MSCI
		向关联方销售产品金额	每百万元营收向关联方销售产品规模	向关联方采购产品金额	
		每百万元营收向关联方采购产品规模	向关联方提供资金发生额	每百万元向关联方提供资金发生额	
		关联方向上市公司提供资金规模	每百万元关联方向上市公司提供资金规模	前十大股东持股比例合计	
	董监高/治理结构	高管持股比例	股票质押比例		股权结构： 评估公司的股权结构及其对股东权益和其他投资者利益的潜在影响。这是治理主题中的一个关键问题，与所有公司都相关
		董事会成员平均任期	董监高离职率	公司CEO是否担任董事长	
		独立董事比例	董监高年龄标准差	女性董事占比	
		女性高管占比	董事会召开次数	董事会成员出席率	
	审计	参加少于75%会议的董事人数	审计委员会会议次数	审计委员会会议出勤率	薪酬体系： 评估公司薪酬与其他激励措施与公司战略的一致性，这是治理主题中的一个关键问题，与所有公司都相关
		薪酬委员会会议次数	提名委员会会议次数	风险管理委员会	
	商业道德/贪污腐败/反垄断与公平竞争	标准无保留意见	会计师事务所变更	内审标准无保留意见	审计： 评估公司审计和财务报告的透明度、独立性和有效性，这是治理主题中的一个关键问题，与所有公司都相关
		内审会计师事务所变更			
	业务连续性管理	贪污腐败管理体系与制度	检举者保护机制	贪污贿赂政策等培训	商业道德： 评估公司对商业道德问题的监督和管理，例如欺诈、高管不当行为、腐败行为、洗钱或违反反垄断法，这是治理主题中的一个关键问题，与所有公司都相关
		对商业伙伴反贪污、贿赂的监督			
	ESG治理/制度体系	核心供应链管理	重大事件应对		税务透明度： 公司根据其估算的公司税差距（即估计的有效税率和估计的公司所得税率之间的差距）、收入报告透明度以及其参与税务争议的程度进行评估。这是治理支柱中的一个关键问题，与所有公司都相关
	ESG治理/制度体系	ESG风险管理	ESG委员会		

数据来源：MSCI，Wind，东吴证券研究所

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_39629
