

## “双碳”背景下 我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则构建论

季立刚 张天行\*

**内容提要：**ESG 责任投资原则以现代公司治理、可持续发展及经济负外部性理论为基石，促使投资价值评估从以利润回报指标为核心向融合环境、社会和公司治理多维价值与多维指标体系转化，并以信息披露、量化评估、投资策略指引等为主要实施路径。在国际、区域、国别层面，虽 ESG 责任投资拥有不同模式、不同特点，但其遵循共同的理念和原则，其标准体系及治理框架亦日渐成熟。我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的实施较晚，但其关注经济、社会、环境可持续发展等价值取向已被广泛认同。结合域外实践进程，并基于我国绿色证券市场的发展需要，应将 ESG 责任投资理念与原则更深地融入绿色证券市场中，通过努力培育绿色证券市场投资主体、优化绿色金融资源配置、完善上市公司 ESG 治理，构建完善的绿色证券市场 ESG 责任投资原则、制度，从而释放我国绿色证券市场发展的巨大新活力。

**关键词：**ESG 责任投资 绿色证券 企业社会责任 信息披露

全球可持续发展正面临来自气候变化、生物多样性遭破坏及污染等环境问题的威胁，实现生态环境保护与改善的进程紧迫而艰巨。近年来，与应对气候变化、环境保护议题高度契合的 ESG 责任投资逐步得到投资者广泛认可并成为全球资本市场的主流投资策略，至 2021 年底，已有管理资产规模超过 120 万亿美元的 4600 余家金融机构成为联合国负责任投资原则（UN PRI）的签署方。<sup>〔1〕</sup> 在国际组织、各国政府及投资者等多方主体的共同推动下，以“信息披露、评估评级、投资决策”为主要内容的 ESG 责任投资标准体系逐步建立。

\* 季立刚，复旦大学法学院教授、复旦大学中国金融法治研究院执行院长；张天行，复旦大学法学院博士研究生、复旦大学中国金融法治研究院研究人员。

本文为 2019 年度国家人权教育与培训基地重大项目“人权保障与金融秩序治理研究”（19JJD820010）的阶段性成果。

〔1〕 参见 UN PRI：《PRI 季度更新（2021 年 10 月—12 月）》，载 <https://www.unpri.org/download?ac=15820>，最后访问时间：2022 年 4 月 27 日。

我国经济发展模式正在经历向低污染、低能耗、低碳排放、高生产率重大转型的历史进程，在“双碳目标”引导下，绿色金融市场建设成就斐然，但在绿色金融特别是绿色证券市场的发展实践中还面临着一些制度困境和发展挑战亟待解决。域外国家较早关注到 ESG 责任投资对可持续金融发展的促进作用，ESG 评估和披露体系以及由此衍生出的多元化投资策略，可以推动一个更为丰富的可持续金融生态体系的形成。而我国 ESG 理念在投资领域的应用尚处于起步阶段，其市场接受程度和配套制度完备程度都有待提升，对经济社会全面绿色转型发展起到的正向支撑作用极为有限。在理论层面，现有研究成果或从实证出发探讨 ESG 投资策略与获得财务收益间的联系，或着眼于 ESG 责任投资机制中的具体制度，缺乏体系化论述域内外 ESG 责任投资原则理论发展、实施路径、治理模式的研究成果。由此，系统梳理“双碳”与经济绿色转型背景下责任投资原则的理论内涵与现实价值、比较分析全球 ESG 投资与治理实践、寻求我国 ESG 责任投资原则下绿色证券制度发展的优化方案，是促进我国绿色证券市场健康发展的一项重要任务。

## 一、ESG 责任投资原则的理论演进

ESG 责任投资 (Environmental, Social and Governance Investing)，是指商业主体在投资决策中将企业的环境影响、社会责任履行及公司治理结构纳入考量因素。ESG 责任投资原则以现代公司治理、可持续发展、经济负外部性理论为基石，由传统道德投资演化而来，对追求利润最大化的投资理念进行校正。<sup>〔2〕</sup>

### (一) 责任投资的觉醒：ESG 责任投资的伦理起源

以历史视角观察，责任投资的由来可追溯至犹太法律 (Jewish Law) 中明确规定的道德投资 (ethical investing) 概念。<sup>〔3〕</sup> 在中世纪的欧洲，受天主教会影响，从事高利贷活动被视为道德败坏的象征，许多人拒绝与放高利贷者的生意往来。<sup>〔4〕</sup> 18 世纪，约翰·卫斯理 (John Wesley) 倡导卫理公会教徒 (Methodists) 避免投资奴隶买卖、走私、酒精、烟草和赌博等与其宗教价值观念相冲突的行业或企业所发行的罪恶股 (sin stocks)，这种基于“不伤害” (do no harm) 的宗教教义对投资行为的道德筛选，借由教会团体的宣扬，开始作为一种独特的投资哲学逐步兴起。<sup>〔5〕</sup> 真正现代意义上的责任投资诞生于 20 世纪 60 至 70 年代，二战后西方国家反战运动、民权运动及种族平等运动的崛起很大程度上推动了社会责任投资的发展，其核心诉求是在投资活动过程中关注投资标的公司的社会治理，避免投资与社会发展进步价值观相悖的行业。1971 年美国的第一只社会责任共同基金——派克斯世界基金 (Pax World Funds) 诞生，明确规定不得向资助越战的公司投资，此后，社会责任投资逐渐不再拘泥于宗教伦理，并根据价值观念的不同逐渐分为两个流派：遵循传统道德价值的社会责任投资和更具前瞻性的 ESG 责任投资。前者以“道德基金”为典型代表，其投资动机来源于道德观念以及对工业化所带来负面影响的关

〔2〕 参见蒋建湘：《企业社会责任的法律化》，载《中国法学》2010 年第 5 期。

〔3〕 See Mark S. Schwartz, The “Ethics” of Ethical Investing, 43 *Journal of Business Ethics* 195, 196–197 (2003).

〔4〕 See Robert Heilbroner, *The Making of Economic Society*, Pearson Education Inc., 2012, p. 27.

〔5〕 See L. Caplan, *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*, Commonfund Institute, 2013, pp. 2–3.

注，大多采用负面筛选的投资策略；而融合多元价值观念的 ESG 责任投资逐步演化成为一种更具包容性的投资策略，并拥有丰富的投资手段，突破了横亘在责任投资与主流投资方式间的阻碍。<sup>〔6〕</sup>

## （二）价值追求的跃升：从企业社会责任到 ESG 责任

企业存续目的在历史发展阶段上可分为股东至上主义（shareholder primacy）和利益相关者主义（stakeholder theory）。股东至上主义曾长期被奉为公司治理的圭臬，认为企业唯一的社会责任就是在法律与道德限度内运用其资源增加利润，<sup>〔7〕</sup> 企业管理层为股东之外的其他外部利益群体负责与股东利润最大化的目标不一致，当管理层不以股东利益行事时，就会产生减损委托人福利的代理成本。<sup>〔8〕</sup> 利益相关者理论则认为：建立于股东价值最大化基础上的商业运行规则无法平衡各经济参与者的利益，<sup>〔9〕</sup> 公司是由不同类型的利益相关者（如债权人、客户、供应商、雇员及社区）所构成的组织，<sup>〔10〕</sup> 除股东外的其他利益相关者所提供的人力资本、社会资本等对企业价值创造具有重要贡献，并与股东一道共同参与公司治理。<sup>〔11〕</sup> 为此，企业管理层除对作为资本主要提供者的股东负有受托义务，还应对其他要素提供者和产品消费者等利益相关者承担更为广泛的社会责任。

企业社会责任（corporate social responsibility, CSR）治理主要是公司内部自我监管模式，<sup>〔12〕</sup> 通过具有社会责任感的商业行为对公共领域产生积极影响。ESG 责任投资原则以 CSR 为理论基础，但因其可在量化、强制性、盈利性方面的制度优势，正在超越 CSR，成为衡量公司整体健康状况的重要指标。<sup>〔13〕</sup> 其一，ESG 是一种实现社会价值与投资价值融合的投资方式，将可持续发展及道德原则置于与获取利润同等的地位，强调投资者履行社会责任的同时也可以获取自身利益的提升，而 CSR 更多被视为企业通过对慈善和社会事业的投入获得品牌及声誉价值的提升；其二，不同于原则导向的 CSR，ESG 是衡量公司可持续性和社会影响表现的可量化指标，被金融机构广泛用于规避风险和投资决策，而披露信息包含大量定性描述的 CSR 报告往往可比性和实用性不强；其三，ESG 将环境、社会及治理问题提升至投资者关切的领域，不再只属于公司自治范畴，而是受 ESG 强制性规范规制的合规行为。不过，有关“利”与“责”的争论从未

〔6〕 See Blaine Townsend, From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing, 1 *The Journal of Impact and ESG Investing* 1, 2 (2020).

〔7〕 See Milton Friedman, A Friedman Doctrine: Responsibility is to Increase Its Profits, *The New York Times Magazine*, Sept. 13, 1970, p. 17.

〔8〕 See M. C. Jensen, W. H. Meckling, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 *Journal of Financial Economics* 305, 310-311 (1976).

〔9〕 See R. E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press, 2010, pp. 24-25.

〔10〕 See ME Clarkson, A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance, 20 *Academy of Management Review* 92, 112 (1995).

〔11〕 参见李安安、冯果：《公司治理的金融解释——以金融法和金融学的科际整合为视角》，载《法制与社会发展》2015年第4期。

〔12〕 See A. Calveras, J. J. Ganuza, G. Llobet, Regulation, Corporate Social Responsibility and Activism, 16 *Journal of Economics & Management Strategy* 719, 736-737 (2007).

〔13〕 See RHT Law Asia LLP, The Evolution of ESG from CSR, available at <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=80bbe258-a1df-4d4c-88f0-6b7a2d2cbd6a>, last visited on Apr. 24, 2022.

停歇。最初社会责任基金或养老基金的受托人所进行的 ESG 投资因其包含道德和伦理在内的多元价值目标,而被质疑与信义义务项下的受益人唯一利益原则 (sole interest) 相冲突。<sup>[14]</sup> 随着受托人角色由消极向积极的转变,将 ESG 纳入投资决策符合保证受益人利益最大化 (best interest) 的内在要求,相反 ESG 因素与财务绩效之间有着长期而紧密的联系,忽视气候变化相关的风险信息可能违反信托责任。<sup>[15]</sup>

### (三) 投资原则的革新:可持续发展的环境关怀

可持续发展理论是 ESG 责任投资原则产生和发展的重要理论支撑之一,是对人类中心主义 (anthropocentrism) 思维支配下经济发展模式的纠偏。人类中心主义信奉人对自然资源的绝对支配和使用,价值定位围绕人类自身利益的判断而展开,<sup>[16]</sup> 经济发展水平与物质财富总量成为价值衡量的唯一向度。自然资源的过度利用所造成的空气污染、气候变化和物种灭绝等严重问题日益显现。与此同时,强调人与自然内在价值平等的生态中心主义 (ecocentrism) 从人类面临的现实环境危机出发,展开环境伦理上的批判与反思,<sup>[17]</sup> 要求将人与其他生命体平等地视为组成自然界生态系统的组成部分,人不再是唯一的价值主体,人的利益和目的也不再是价值衡量的唯一尺度,而应服从于生态系统的整体利益,<sup>[18]</sup> 但这种将生态环境保护与人类经济发展对立,甚至否认人的主体地位、忽视发展中国家经济发展合理诉求的观点也存在明显缺欠。1987 年联合国世界环境与发展委员会 (WCED) 发布的《我们共同的未来》(Our Common Future) 首次界定了“可持续发展”概念,即人类发展须“既能满足我们现今的需求,又不损及后代子孙满足他们需求的能力”<sup>[19]</sup>。可持续发展理论在克服生态中心主义与人类中心主义局限性基础上形成了更为完善的改良生态伦理体系,强调生态可持续性与经济可持续性的相互协调与良性互动,以解决地区发展不均衡带来的代际内公平失衡,逐步形成人类社会共同追求的可持续发展目标 (SDGs)。

一系列环境和气候变化问题引发的社会关切,也成为推动 ESG 责任投资发展的核心因素。<sup>[20]</sup> 1989 年,埃克森·瓦尔迪兹号 (Exxon Valdez) 漏油事件刺激了责任投资领域的发展,同年由机构投资者、环境组织组成的环境责任经济联盟 (CERES) 在美国成立,并颁布了《环境责任经济联盟原则》(CERES Principle),旨在督促企业在 10 项原则的框架下采用更为环保的技术与管理手段以履行环境责任。<sup>[21]</sup> 2004 年在时任联合国秘书长科菲·安南主导下,多家金融

[14] See Max Matthew Schanzenbach, Robert H. Sitkoff, Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee, 72 *Stanford Law Review* 381, 388-389 (2020).

[15] See Freshfields Bruckhaus Deringer, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social, Governance Issues into Institutional Investment, available at [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf), last visited on Apr. 24, 2022.

[16] 参见汪劲:《伦理观念的嬗变对现代法律及其实践的影响——以从人类中心到生态中心的环境法律观为中心》,载《现代法学》2002年第4期。

[17] 参见徐嵩龄:《论现代环境伦理观的恰当性——从“生态中心主义”到“可持续发展”到“制度转型期”》,载《清华大学学报(哲学社会科学版)》2001年第2期。

[18] 参见张德昭、袁媛:《价值层面的可持续发展》,载《自然辩证法研究》2006年第3期。

[19] WCED, *Our Common Future*, Oxford University Press, 1987, pp. 34-44.

[20] 参见前引[6], Blaine Townsend 文,第6-7页。

[21] 参见赵永刚:《绿色金融与绿色股票指数研究》,载 <http://www.greenfinance.org.cn/displaynews.php?id=571>, 最后访问时间:2022年4月23日。



机构联合撰写的报告《谁在乎输赢：将金融市场与变化的世界联系起来》正式发布，首次提出 ESG 责任投资概念。<sup>〔22〕</sup> 2006 年，联合国环境规划署金融倡议组织（UNEP FI）和联合国全球契约组织（UNGC）共同推动成立联合国负责任投资原则组织（UN Principles for Responsible Investment, UN PRI），国际层面的 ESG 责任投资原则框架正式形成。UN PRI 致力于“将环境、社会和公司治理因素纳入投资决策和积极所有权”<sup>〔23〕</sup>，帮助签署方提升 ESG 投资和规避相关风险的能力，以此创建一个兼顾经济效率和可持续性的金融体系。ESG 责任投资原则可视为可持续发展理念在金融投资领域的体现，很多主流 ESG 信息披露框架和评估评级体系在具体指标设计上都吸收了 SDGs 理念，与 SDGs 一道为企业可持续发展提供外部指引。

#### （四）治理工具的转化：经济负外部性与 ESG 多元治理

经济负外部性（negative externality）为 ESG 外部治理的正当性提供了理论依据。传统经济学是建立在亚当·斯密“个人利益最大化会带来集体利益最大化”的假设之上，市场机制作为“看不见的手”配置资源，并最终实现有效率的市场均衡。然而，市场机制无法克服其自身固有的局限性，单纯依靠市场机制难免会出现资源配置缺乏效率而引发的市场失灵。<sup>〔24〕</sup> 福利经济学主张通过征收庇古税的行政干预手段纠正外部性<sup>〔25〕</sup>。但兼具伦理道德性和个体差异性等特征的企业社会责任，单纯依靠对社会行为进行普遍强制力约束的硬法规范，难以满足其多元化治理需求，硬法规范的调整范围局限于企业应尽的最低限度法定责任。ESG 责任投资是一种在政府干预最小化的前提下，激励企业主动承担更多社会责任的多元治理实施机制，<sup>〔26〕</sup> 监管机构和投资者可通过信息披露和评级评价反映出的企业 ESG 绩效，评价投资对象在促进环境保护、经济可持续发展与履行社会责任等方面的表现，并在政策引导和投资决策方面采取相应行动，其实质是引导企业在追求利润的同时自觉把商业行为对环境、社会造成的负外部性“内部化”。国际层面，以全球报告倡议（GRI）、可持续会计准则委员会（SASB）为代表的相关国际组织或第三方评级机构的成立及量化评价标准的发布，使伦理道德层面的责任投资原则逐步演化为具备可操作性和规范流程的标准化投资方式，并在各国政府及监管部门、大型机构投资者等多方主体共同参与下，围绕环境、社会、治理三个维度构建起 ESG 责任投资治理体系。

## 二、比较视野下 ESG 责任投资原则的实践进程

在可持续发展背景下，全球 ESG 责任投资规模逐年增长。根据 GSIA 统计，全球 ESG 投

〔22〕 See IFC, Who Cares Wins — Connecting Financial Markets to a Changing World, available at [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/de954acc-504f-4140-91dc-d46cf063b1ec/WhoCaresWins\\_2004.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jqeE.mD](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/de954acc-504f-4140-91dc-d46cf063b1ec/WhoCaresWins_2004.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jqeE.mD), last visited on May 1, 2022.

〔23〕 UN PRI, UN Principles for Responsible Investment, available at <https://www.unpri.org/download?ac=10948>, last visited on Apr. 24, 2022.

〔24〕 参见黄世忠：《支撑 ESG 的三大理论支柱》，载《财会月刊》2021 年第 19 期。

〔25〕 See Martin L. Weitzman, Prices vs. quantities, 41 *The Review of Economic Studies* 477, 477–479 (1974).

〔26〕 参见钟颖、向超：《论企业社会责任的软法规制路径》，载《现代经济探讨》2015 年第 9 期。

资产的管理规模已经从2016年的22.8万亿美元增加至2020年初的35.3万亿美元,相较于2016年增长了近55%,年复合增速达13%,远超过同期全球资产管理行业的整体增速6%。<sup>[27]</sup>以信息披露、评估评级、投资决策为主体的ESG投资标准体系也在发展中不断完善,成为推动可持续发展的现代金融体系最终形成的重要力量。但完全依赖资本市场的自发调节机制不能有效预防市场失灵和道德风险,也无法满足ESG市场快速成长的发展需要。各国监管机构以国际组织的相关指引和具体标准为蓝本,通过构建系列激励约束机制,为ESG发展提供有力制度支撑。

### (一) ESG责任投资的标准体系

ESG责任投资被市场主体广泛接纳并非依靠国家强制力保障实施,而是充分借助权威性国际组织的积极倡导及专业机构的ESG治理经验和市场影响力,促使企业自觉遵从。<sup>[28]</sup>在投资体系运行过程中,各项制度紧密衔接,形成了推动ESG实践发展的正向反馈循环路径。各类国际组织制定发布的ESG披露框架和原则指引是ESG责任投资运行的基础,企业会选择特定披露框架定期发布ESG信息,之后,第三方评级机构根据企业自主披露或第三方提供的ESG信息,运用其制定的ESG评估框架对企业ESG绩效进行量化评级,最后投资者参考评级结果或自行分析ESG信息,来决定其投资策略。企业受投资者偏好激励积极履行负责任的商业行为,并提升信息披露数量、质量及时效性,由此构建了金融市场的正向循环。

#### 1. ESG信息披露框架及标准

作为ESG责任投资运行的基础,信息披露是开展ESG评价和投资的重要依据,有助于弥合投资者与企业之间的信息不对称,并为各国监管机构制定信息披露规则提供参考。据统计,目前存在全球报告倡议组织(GRI)、国际综合报告理事会(IIRC)、可持续发展会计准则委员会(SASB)、气候变化相关财务信息披露工作组(TCFD)以及气候披露准则委员会(CDSB)发布的十余个国际通用的ESG信息披露框架及标准。<sup>[29]</sup>其中,被认可程度最高并广泛使用的ESG报告框架是GRI标准。现行的2016版GRI标准由3项通用标准和涵盖经济、环境、社会议题下的34个专项标准构成,每个标准又包含30至50个不等的定性及定量指标,并根据信息披露的强制程度分为要求、建议和指南三种级别。这种模块化的结构设计使得报告编制更加灵活,可以满足不同行业的信息披露需求。<sup>[30]</sup>SASB发布的可持续性会计准则和TCFD框架是近年来发展迅速的新兴披露框架。其中,SASB准则由一般披露指导、可持续性主题及描述、可持续性会计准则等6部分组成。它将企业根据业务类型、可持续概况划分为11个领域共计77个行业,并对其提供差异化的信息披露标准,从环境、社会资本、人力资本、商业模式与创新、领导与治理五

[27] See GSIA, Global Sustainable Investment Review 2020, available at <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>, last visited on Apr. 29, 2022; 东方证券:《ESG专题研究系列之一:ESG投资的起源、现状及监管》,载 [https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3\\_AP202203081551402211\\_1.pdf?1646774760000.pdf](https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202203081551402211_1.pdf?1646774760000.pdf), 最后访问时间:2022年4月29日。

[28] 参见王兰:《公司软法定位及其与公司法的衔接》,载《中国法学》2021年第5期。

[29] See John Niemoller, ESG Reporting Frameworks: Comparing CDP, GRI & More, available at <http://www.perillon.com/blog/esg-reporting-frameworks>, last visited on Apr. 24, 2022.

[30] 参见李晓蹊、胡杨璘、史伟:《我国ESG报告顶层制度设计初探》,载《证券市场导报》2022年第4期。

个维度对企业的可持续发展报告进行指导规范。<sup>[31]</sup> TCFD 框架则重点关注企业因气候变化带来的风险和机遇以及对财务的潜在影响，从治理、策略、风险管理，以及指标和目标四个方面为金融机构进行气候相关信息披露提供标准建议。<sup>[32]</sup>

然而，基于不同框架标准下生成的 ESG 报告缺乏可比性（comparability）和一致性（consistency），增加了投资者在内的利益相关人的信息处理成本。于是，制定一套全球统一、普遍适用的高质量 ESG 信息披露标准已成为国际组织的共识。为此，各国际组织曾通过成立协调机构或开展合作计划等多种形式就提升框架标准间的兼容性与互补性积极开展多边合作。近年来，国际组织之间的频繁合并加速了 ESG 信息披露的国际标准的形成。2021 年 6 月，由 SASB 和 IIRC 合并组建的价值报告基金会（Value Reporting Foundation, VRF）正式成立。2021 年 11 月，国际财务报告准则基金会（IFRS Foundation）宣布通过合并 CDSB 与 VRF，设立国际可持续发展准则理事会（ISSB）。新成立的 ISSB 致力于推动在全球范围内形成被广泛采用的统一 ESG 标准，在参考包括 TCFD、CDSB 及 SASB 等 ESG 报告框架基础上，已发布了两份关于《可持续发展披露准则》（ISDS）的征求意见稿，并预计在 2022 年年底前发布正式版本。<sup>[33]</sup>

## 2. ESG 评价体系

在责任投资领域，ESG 评级体系是从环境影响、社会责任、公司治理等角度出发，较为系统、全面评价经营主体 ESG 绩效的评估方法，旨在展现企业持续发展能力，以帮助投资者有效识别潜在的非财务风险与发展机会。ESG 评级和标准体系呈现出多元化发展的扩张趋势，截至 2018 年，全球有超过 600 项 ESG 评级及排名体系，<sup>[34]</sup> 包括由专业评级机构富时罗素（FTSE Russell）、路孚特（Refinitiv）、道琼斯（Dow Jones）、明晟（MSCI）以及国际组织英国碳信息披露项目（Carbon Disclosure Project, CDP）研发的 ESG 评价体系（参见表 1）。在特定评价框架下，ESG 评级机构会将获取到的测评对象 ESG 数据进行标准化处理，之后按照特定评价标准对其 ESG 指标表现逐项打分，最后通过特定计算方式得到测评企业 ESG 评分与对应的评级结果。数据来源、指标选取及权重分配是评级体系建构的核心要素，也是不同体系下 ESG 得分与评级差异化的重要来源。<sup>[35]</sup> 评级机构主要通过上市公司披露文件，政府、非政府组织或研究机构发布的数据、媒体资源及专业数据库等公开渠道抓取信息或以发放问卷的形式获取底层数据。在指标选择层面，通常以环境、社会和公司治理三个维度作为一级指标，并逐级延伸至三层及以上的底层指标，底层指标主要选取评级机构研究范畴内易获取和可量化的指标。在指标权重层

[31] See Value Reporting Foundation, SASB Standards, available at <https://www.sasb.org/standards/>, last visited on Apr. 25, 2022.

[32] See TCFD, Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, available at <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>, last visited on Apr. 24, 2022.

[33] 参见普华永道：《气候信息披露准则将迎新纪元：国际可持续发展准则理事会（ISSB）发布两份 IFRS 可持续发展披露准则（ISDS）征求意见稿》，载微信公众号“普华永道”，2022 年 4 月 18 日。

[34] See SustainAbility, Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results, available at <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf>, last visited on Apr. 24, 2022.

[35] See Florian Berg, Julian F. Koelbel, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, MIT Sloan School Working Paper 5822-19, p. 32.

面,虽然不同评价体系对 ESG 三大主题侧重程度有所不同,但大多根据各项指标对不同行业的重要程度而差异化配置其权重比例。

以 MSCI ESG 评级框架为例,对纳入 MSCI ESG 指数的公司开展评级,由 3 个支柱 (pillars)、10 项主题 (themes)、37 项关键问题 (key issues) 和数千个具体数据点 (data points) 组成,并在指标选取上兼顾对企业的 ESG 风险与发展机会的双重考察。在指标赋权方面,充分考虑到行业差异对环境与社会支柱项下指标赋权的影响,按照全球行业划分准则 (GICS) 将测评企业分类,并结合该项指标的影响程度和作用时间对其赋予不同权重,例如“水资源压力”指标在材料、消费必需品、信息科技和金融行业的权重分别为 11%、9%、1.5% 和 0% (即不考虑),而公司治理支柱适用不区分行业的统一权重。在打分评级方面,MSCI 主要从企业 ESG 风险敞口 (exposure metrics) 及对相关风险的管理能力 (management metrics) 两个维度对底层指标评分,再将各项指标自下而上依次加权汇总后的得分,与同行业公司进行比较,最终按得分高低对公司给出 AAA 至 CCC 不等的 ESG 评级。

ESG 评级体系是将原始的 ESG 披露信息转变为可以帮助投资者做出决策和采取行动的投资产品,<sup>[36]</sup> 投资机构 ESG 主动或被动投资策略的构建需要以 ESG 评级为基础,对投资标的进行筛选,并主要应用于 ESG 指数及衍生投资产品、社会责任投资基金、交易型开放指数基金 (ETFs) 等投资产品的开发。在主题覆盖、指标度量及权重设置上,不同评价体系因侧重点不同而存在较大分歧,同一家公司在不同的评价体系下得到的结果之间缺乏必要的相关性与一致性,<sup>[37]</sup> 甚至对同一公司会得出截然相反的 ESG 评价,这使投资者难以准确判断公司 ESG 表现,也在一定程度上削弱了 ESG 评价体系的公信力,甚至导致部分投资机构建立了自己的 ESG 数据库和评估框架。

表 1 国际主流 ESG 评级体系的基本框架与关键指标<sup>[38]</sup>

评级机构	环境因素	社会因素	公司治理因素
富时罗素 (FTSE Russell)	生物多样性; 污染和资源; 气候变化; 水资源安全	客户责任; 人权与社区; 健康与安全; 劳动标准	反腐败; 风险管理; 公司治理; 纳税透明度
路孚特 (Refinitiv)	资源利用; 排放; 环保产品 创新	员工; 人权; 社区; 产品 责任	管理; 股东; 社会责任战略
道琼斯 (Dow Jones)	环境报告; 环境策略与管理 系统	社会报告; 人力资源开发; 人才吸引与留存; 企业公民 与慈善; 劳工实践指标	公司治理; 重大性; 风险及危机管理; 商业行为准则

[36] See OECD, ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, available at <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>, last visited on May 6, 2022.

[37] See R. Gibson, P. Krueger, P. S. Schmidt, ESG Rating Disagreement and Stock Returns, European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No. 651/2020, pp. 2-3.

[38] 该表根据 MSCI、Refinitiv、CDP、FTSE Russell、Dow Jones 等评级机构的 ESG 评级标准汇总而得。



续前表

评级机构	环境因素	社会因素	公司治理因素
明晟 (MSCI)	气候变化；自然资源；污染和废弃物；和环境相关的发展机会	人力资本；产品责任；和利益相关方是否存在冲突；和社会责任相关的发展机会	公司治理；公司行为
英国碳信息披露项目 (CDP)	气候变化；森林；水安全	无	无

### 3. ESG 投资策略指引

将 ESG 融入投资分析及投资决策过程，不仅是 UN PRI 签署方有义务遵循的责任投资原则之一，<sup>〔39〕</sup>也是 ESG 理念在投资中的具体实现方式。该原则是机构投资者、国际组织、政府机构在内的广泛利益相关方共同参与制定而形成的一套 ESG 责任投资领域决策基本原则，包括：将 ESG 理念纳入投资分析与决策过程；积极行使股东权利，推动企业完善环境保护、社会责任和公司治理；要求所投资的企业适时披露 ESG 相关问题；推动该原则在投资领域的广泛采纳；齐心协力提高该原则实施过程的效率；定期报告该原则的贯彻落实情况等。<sup>〔40〕</sup>

伴随责任投资理念被投资者广泛接受，ESG 投资策略也衍生出更为丰富的样态。根据国际可持续投资联盟 (Global Sustainable Investment Alliance, GSIA) 的划分方法，可将目前国际通行的 ESG 投资策略分为七种子类型：第一类是负向筛选 (Negative Screening)，又被称为排除筛选 (Exclusionary Screening)，作为早在道德投资时期就已出现的投资策略，在现代 ESG 框架下依然发挥举足轻重的作用，要求投资人以负面清单形式避免投资于 ESG 表现低于行业平均水平或在行业内排名落后的公司；第二类正向筛选 (Positive Screening) 或同类最佳策略 (Best-in-Class)，则是将行业内 ESG 表现排名前列或优于行业平均水平的公司纳入投资白名单；第三类是标准筛选 (Norms-based Screening)，指剔除不遵守《联合国全球契约》、经合组织《跨国企业行为准则》等约束企业商业行为的国际准则的公司；第四类是 ESG 整合策略 (ESG Integration)，指系统化地将 ESG 要素融入传统财务和金融分析过程，并根据相关 ESG 信息调整投资组合成分的权重分配；<sup>〔41〕</sup>第五类是可持续性主题投资 (Sustainability Themed Investing)，即通过对符合未来社会发展趋势的投资主题而非特定公司或行业进行 ESG 评估，优先投资与可持续性发展主题相关的资产，以把握经济结构转型中的投资机会，例如投资以绿色债券为代表的主题债券时，投资者尤为关注主题真实性问题，2021 年国际资本市场协会 (International Capital Market Association, ICMA) 新修订的《绿色债券原则》(Green Bond Principles, GBP) 为各市场参与者提供了一套由四项核心要素和两项重点建议构成的绿色债券发行流程和信息披露指引，<sup>〔42〕</sup>以清晰

〔39〕 参见前引〔23〕，UN PRI 文。

〔40〕 参见前引〔23〕，UN PRI 文。

〔41〕 See UN PRI, CFA: ESG in Equity Analysis and Credit Analysis, available at <https://www.unpri.org/fixed-income/what-is-esg-integration/3052.article>, last visited on Apr. 27, 2022.

〔42〕《绿色债券原则》提出的四项核心要素包括募集资金用途、项目评估与遴选流程、募集资金管理、报告，两项重点建议包括绿色债券框架和外部评审，只有完全遵守四项核心要素的债券才可以被认定为绿色债券。

的披露标准结合独立的外部审查实现对“绿色”的明确定义；<sup>〔43〕</sup>第六类是公司参与及股东行动（Corporate Engagement and Shareholder Action），指股东基于 ESG 理念积极参与公司治理，通过与董事会或管理层直接对话、提交股东提案、召开临时股东大会以及代理投票等方式，<sup>〔44〕</sup>充分行使股东权利影响被投资公司行为以改善该公司 ESG 表现；第七类是社区投资（Community Investing），主要指为解决特定环境或社会问题，以私人投资形式针对性地为传统金融服务难以覆盖的社区提供资金，它被视为慈善事业在责任投资领域的延伸。据最新统计，截至 2020 年，采用 ESG 整合策略的资金规模已达 25.2 万亿美元，超越负向筛选成为适用最广泛的 ESG 投资策略，紧随其后的分别是负向筛选和公司参与及股东行动策略。<sup>〔45〕</sup>

## （二）ESG 责任投资的治理框架

各国政府对待 ESG 投资所采取的监管态度和治理模式在一定程度上影响并决定了一国 ESG 市场的发展路径。国家层面的 ESG 治理体系主要由监管机构和自律组织“自上而下”推动，通过 ESG 信息披露监管和激励引导机制推动 ESG 投资。信息披露监管机制是由监管机构依据 ESG 领域的全球发展战略和国家政策目标，制定和实施符合资本市场发展需要的 ESG 信息披露标准，使投资者和相关利益主体可以有效掌握企业实际 ESG 信息，实现信息有效传递，是监管者对 ESG 投资最为直接的干预措施；而激励引导机制主要运用市场化手段，主动将 ESG 因素纳入主权财富基金和养老基金的投资决策分析，通过示范效应引导社会资本流向 ESG 表现良好的企业，以激励企业提升 ESG 实践。

### 1. 欧盟：强制披露主导的治理模式

作为 ESG 信息披露监管领域的先行者，欧盟通过采取强有力的干预措施，加强对投资端 ESG 信息披露规制，不断扩张 ESG 强制信息披露范围，并积极推进统一的 ESG 报告框架及标准的形成。2014 年 10 月颁布的《非财务信息披露指令》（Non-Financial Reporting Directive, NFRD）是欧盟首次系统纳入 ESG 因素的法律文件，以“遵守或解释”的披露要求，规定员工人数超过 500 人的大型公共利益企业需要公布非财务报告，信息披露内容覆盖环境、社会和员工权益等相关问题。<sup>〔46〕</sup>但其存在的最大缺陷是未对非财务信息披露标准加以规范，又需要经各成员国转化为本国立法，导致信息缺乏可比性。2020 年 6 月，欧盟《可持续金融分类方案》（The EU Taxonomy Regulation, TR）作为欧盟范围内的首个对可持续经济活动进行定义与分类的官方文件正式发布，该文件通过划定绿色项目和绿色融资的法律范围，旨在为欧盟范围内可持续活动分类以及可持续发展信息的报告提供一致性标准，其以欧洲行业标准分类系统（NACE）为框架，

〔43〕 See ICMA, Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, available at <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>, last visited on May 5, 2022.

〔44〕 See RIAA, Responsible Investment Explained, available at <https://responsibleinvestment.org/what-is-ri/ri-explained/>, last visited on Apr. 24, 2022.

〔45〕 参见前引〔27〕，GSIA 文。

〔46〕 See Directive 2014/95/EU, available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>, last visited on Apr. 25, 2022.

标明每项经济活动所属的宏观行业和等级代码，并从原则、指标、门槛、合理性以及对其他目标无重大损害等角度进行了详细说明。《可持续金融分类方案》为欧盟可持续金融的发展建立了最基础的分类标准，就可持续发展议题建立了公司与投资者之间的共同语言。<sup>〔47〕</sup> 2021 年 3 月生效的欧盟《可持续金融信息披露条例》（Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR）将 ESG 信息强制披露范围扩大至金融领域，要求欧盟境内所有金融市场参与者和金融咨询机构披露主要的可持续性风险以及投资决策中对可持续性的不利影响，金融产品则根据其 ESG 分类履行合同前披露义务和阶段性报告义务，<sup>〔48〕</sup> 并授权欧洲监督机构（European Supervisory Authorities, ESAs）制定合同前和定期披露的《监督技术标准》（RTS）。<sup>〔49〕</sup> 2022 年 2 月，欧洲理事会通过的《公司可持续发展报告指令》（Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD）修订了《非财务信息披露指令》的信息披露要求，把可持续发展报告的披露主体扩大到欧盟的所有大型企业和受欧盟监管的证券交易所上市的公司，并将表外无形资产纳入 ESG 报告范畴。随着《公司可持续发展报告指令》正式实施的逐步临近，信息披露标准也在加速走向统一。根据欧盟委员会发布的时间表，第一套区域内统一适用的可持续发展报告准则将于 2022 年 10 月通过。

## 2. 美国：市场驱动为主的治理模式

与欧盟形成鲜明对比的是，美国长期以来坚持自愿披露的 ESG 监管框架。大型机构投资者在 ESG 市场发展以及推动信息披露标准化进程中发挥着主导作用，通过积极行使股东权利的方式，建议或要求其投资的公司以其指定的披露标准发布 ESG 报告，并将未遵守规定的行为视为该公司无法有效管理 ESG 风险的标志。<sup>〔50〕</sup> 目前，联邦层面没有直接专门针对 ESG 信息披露的强制性规定以及统一的信息披露框架。美国证券交易委员会（SEC）仅一般性地要求上市公司在年度报告 10-K 表格（Form 10-K）中对财务状况、运营业绩或投资者可能面临的重大风险在涉及 ESG 因素时进行披露。对 ESG 信息披露的专门规定可以追溯至 2010 年 1 月 SEC 发布的《上市公司气候变化信息披露指引》（Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change），这是对现行披露要求适用于气候变化议题的解释性文件，SEC 重申其基于原则的披露方法和重要性标准，并用列举的方式建议企业在公开文件中就气候变化以及与气候变化相关的立法、监管和商业模式发展对其业务产生的风险与机遇予以披露。<sup>〔51〕</sup> 在交

〔47〕 See Regulation (EU) 2020/852, available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>, last visited on Apr. 28, 2022.

〔48〕 SFDR 将产品分为三类：促进环境或社会责任因素的产品、以可持续投资为目标的产品和不以 ESG 因素为主要投资目标的普通产品。

〔49〕 See Regulation (EU) 2019/2088, available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32019R2088>, last visited on Apr. 25, 2022.

〔50〕 See Catherine M. Clarkin, Melissa Sawyer, Joshua L. Levin, The Rise of Standardized ESG Disclosure Frameworks in the United States, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/22/the-rise-of-standardized-esg-disclosure-frameworks-in-the-united-states/#2b>, last visited on Apr. 29, 2022.

〔51〕 See Securities and Exchange Commission, Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change (17 CFR PARTS 211, 231 and 241; Release No. 33-9106; 34-61469; FR-82), available at <http://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf>, last visited on Apr. 29, 2022.

易所层面,纳斯达克(Nasdaq)和纽约证券交易所(NYSE)均未要求上市公司将ESG信息纳入强制披露范畴,而是基于自愿披露原则,鼓励上市企业在衡量成本收益时充分考量ESG因素,以加强运营能力和风险管理方面的治理。2017年3月,纳斯达克推出首份专门针对北欧和波罗的海国家公司的《环境、社会和公司治理信息报告指南1.0》(ESG Reporting Guide 1.0),并于2019年5月发布修订后的《环境、社会和公司治理报告指南2.0》(ESG Reporting Guide 2.0),在参考SDGs、GRI和TCFD的基础上,设定了30个符合国际主流的披露指标,并将披露主体扩大至在其交易所上市的所有公司。除对上市公司ESG信息披露监管外,联邦和部分州还通过立法规定养老基金或社保基金在ESG责任投资中的比重,并要求其履行相应的ESG信息强制披露义务。<sup>[52]</sup>

近年来,围绕是否将ESG信息列入强制披露事项引发市场参与者的广泛争议,迫于投资者对高标准ESG信息披露的需求,SEC向国会提交了多项涉及ESG或气候信息披露方面的法案,致力于提高ESG信息披露的监管要求和建立全面的ESG披露框架。<sup>[53]</sup>2021年4月,美国众议院金融服务委员会通过《ESG信息披露简化法案》(ESG Disclosure Simplification Act),并于当年6月16日通过美国众议院投票表决,待其实施后将首次要求SEC在法规中定义“ESG指标”,并要求上市公司在年度代理声明书(Annual Proxy Statements)中披露ESG指标与发行人长期业务战略间的联系等,在经审计的财务报表中披露ESG指标。<sup>[54]</sup>2022年3月,SEC发布了《加强和规范投资者气候相关信息披露》(The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors)提案,要求证券发行人在注册声明和定期报告中披露对其业务模式、运营业绩及财务状况等可能产生重大影响的气候相关风险,披露范围在上市公司自身直接温室气体排放的基础上,还包括购买电力或其他形式能源的间接排放以及其供应链上下游企业的排放情况。<sup>[55]</sup>

### 3. 我国香港地区:激励与监管相容的治理模式

我国香港地区围绕发行主权绿色债券以及ESG信息披露制度搭建起引导激励和行政监管相容的ESG发展模式。首先,通过发行特区政府绿色债券,吸引筹资者在香港进行绿色项目投融资,实现对ESG投资的激励引导。2018年初,特区政府宣布推出1000亿元香港主权绿色债券并于2019年5月完成首批发售。2021年11月,特区政府在政府绿色债券计划下成功发售50亿元人民币离岸绿色债券,这也是特区政府首次发行人民币债券。同时,特区政府还推出一系列绿色债券发行的激励政策,对在香港发行债券且符合资格的机构提供补贴;2021年2月,特区政府宣

[52] 例如,美国加利福尼亚州参议院通过的《第185号参议院法案》,要求加州公务员养老基金和加州教师养老基金停止对煤炭投资,并向清洁、无污染能源过渡,以支持加州经济脱碳;加利福尼亚州参议院通过的《第964号参议院法案》,进一步强化对上述基金中气候变化风险的管控以及相关信息披露的强制程度,并将与气候相关的金融风险上升为重大风险级别。

[53] See David Silk, Carmen Lu, Environmental Social & Governance Law, available at <https://iclg.com/practice-areas/environmental-social-and-governance-law/usa>, last visited on Apr. 30, 2022.

[54] See ESG Disclosure Simplification Act of 2021 H. Rept. 117-54.

[55] See SEC, SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate related Disclosures for Investors, available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>, last visited on Apr. 30, 2022.



布将现行的“债券资助先导计划”和“绿色债券资助计划”合并为为期三年的“绿色和可持续金融资助计划”，持续支持绿色金融在港发展。

在信息披露方面，香港 ESG 信息披露机制秉持循序渐进的发展原则，逐步提升信息披露要求。2012 年 8 月港交所（HKEX）首次将《环境、社会及管治报告指引》纳入《上市规则》附件，并以“建议披露”方式倡导上市公司进行 ESG 信息披露。2015 年 12 月，港交所发布修订后的《环境、社会及管治报告指引》，将披露范畴合并为“环境”与“社会”，并将一般披露责任和环境范畴下的关键绩效指标（KPI）提升至“遵守或解释”<sup>[56]</sup>。2019 年 12 月，颁布《关于检讨〈环境、社会及管治报告指引〉及相关〈上市规则〉条文的咨询总结》，从以下方面强化信息披露监管：要求强制披露载明对 ESG 事宜考量的董事会声明、ESG 报告汇报原则及范围，进一步地将所有社会范畴 KPI 的合规披露标准提升至“遵守或解释”层面。<sup>[57]</sup> 2021 年 4 月，港交所为促进《环境、社会及管治报告》披露的适时性，建议规定《环境、社会及管治报告》与年报同步刊发。2021 年 11 月，港交所又发布了采用 TCFD 披露标准的《气候信息披露指引》，旨在指导上市公司在 ESG 报告中适当披露气候变化相关信息，并计划到 2025 年强制要求相关上市公司依据上述标准披露气候变化相关信息。

目前，全球范围内 ESG 信息强制披露制度日益成为主流发展趋势，越来越多的国家及地区选择从以自愿为原则的鼓励型信息披露向“遵守或解释”的半强制或强制信息披露逐步过渡。强制信息披露规则通过要求企业在传统财务披露或专门独立报告中增加有关 ESG 相关的可用信息，可以缓解投资端 ESG 信息供应不足的现状。<sup>[58]</sup> 实证研究结论也表明，强制 ESG 披露显著提高了 ESG 报告的可用性及质量，有效改善了披露公司的信息环境，尤其对于 ESG 过往表现不佳的中小企业具有更强的激励约束效果。<sup>[59]</sup>

### 三、我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的建构与实施

#### （一）“双碳目标”指引下绿色证券市场的发展现状

广义的绿色证券指募集资金主要用于支持绿色产业项目的证券，包括但不限于各类绿色债券、绿色资产支持证券等绿色基础证券，以及基于绿色基础证券的绿色指数与绿色基金等。<sup>[60]</sup> 绿色证券市场在我国起步较晚但发展迅猛。2015 年 9 月，中共中央、国务院印发《生态文明体制

[56] 参见香港交易所：《附录二十 环境、社会及管治报告指引（2015 年版）》，载 <https://sc.hkex.com.hk/TuniS/cn-rules.hkex.com.hk/node/8299/revisions/2413/view>，最后访问时间：2021 年 4 月 29 日。

[57] 参见香港交易所：《关于检讨〈环境、社会及管治报告指引〉及相关〈上市规则〉条文的咨询总结》，载 [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/May-2019-Review-of-ESG-Guide/Conclusions-\(December-2019\)/cp201905cc\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/May-2019-Review-of-ESG-Guide/Conclusions-(December-2019)/cp201905cc_c.pdf)，最后访问时间：2021 年 4 月 29 日。

[58] See Emirhan Ilhan, Philipp Krueger, Zacharias Sautner, Laura T. Starks, Climate Risk Disclosure and Institutional Investors, European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper No. 661/2020, pp. 29–30.

[59] See Philipp Krueger, Zacharias Sautner, Dragon Yongjun Tang, Rui Zhong, The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World, European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper No. 754/2021, p. 27.

[60] 参见唐周俊、李科峰、李煜坤：《注册制背景下绿色证券的现状及其发展》，载微信公众号“中伦视界”2021 年 11 月 26 日，最后访问时间：2022 年 4 月 30 日。

改革总体方案》，将发展绿色债券市场作为建立绿色金融体系的重要内容，初步确立我国绿色证券的顶层设计。2015年12月，中国人民银行、国家发改委相继发布《绿色债券支持项目目录（2015）》和《绿色债券发行指引》，进一步为绿色证券市场发展提供可操作的政策框架。在“双碳”目标和金融转型政策的推动下，绿色证券迎来了迅速发展时期，绿色证券市场已成为我国绿色金融体系的重要组成部分。各类绿色证券的发行数量和规模连续多年保持增长，2021年境内绿色债券发行量超过6000亿元，同比增长180%，余额达1.1万亿元，我国继续稳居全球第二大绿色债券发行市场，<sup>〔61〕</sup>伴随着市场结构的不断优化，机构投资者参与度稳步提升，与绿色证券市场相配套的绿色金融标准体系及法律规范体系建设也取得了积极进展。作为引导证券业绿色转型的环境经济政策，绿色证券市场的监管体系遵循与ESG责任投资治理近似的话语体系，<sup>〔62〕</sup>通过上市公司环保核查、环境信息披露和环境绩效评估等相关制度的完善，逐步提升法治保障绿色资本市场发展的水平。当然，仅凭制度优势和政策扶持在较短时间内建立起的规模、体量庞大的绿色金融市场，难免存在市场要素不充分、制度建设不健全等体制机制障碍。目前，我国绿色证券市场也存在一些亟待解决的问题。

第一，资本市场在金融资源绿色化配置中的作用发挥不充分。<sup>〔63〕</sup>我国绿色证券市场是在行政主导下，依靠“自上而下”的政策推动建立起来的，具有显著的强制性制度变迁特征，证券市场运转和交易机制依靠税收优惠、财政补贴、金融政策等行政手段，绿色证券市场发展“私人力量”不足。以绿色债券市场为例，发行主体以金融机构和国有企业为主，私主体参与程度有限，未充分发挥社会资本参与绿色经济发展的功用。

第二，上市公司环境信息披露质量有待提高。2021年6月，生态环境部发布的《环境信息依法披露制度改革方案》提出到2025年基本形成环境信息的强制性披露制度，2022年2月8日起施行的《企业环境信息依法披露管理办法》将环境信息强制披露要求，由被列入重点排污单位的上市公司扩展至所有重点排污单位、上市公司和发债企业等五类主体。但总体而言，我国境内证券市场ESG信息仍以自愿性披露为主，尚未颁行专门针对ESG信息披露的规则及标准，主要在上市公司年报与半年报内容与格式准则中对ESG相关内容有所涉及。缺乏有效的信息披露使市场参与者处于信息双向不透明状态，市场无法提供有效信息支撑投资者作出理性投资决策，这种信息不对称也加剧了投资者的投机心理和避险意识，严重降低绿色融资效率。同时，披露内容缺乏明确的量化指标，难以形成相应的考评指标，<sup>〔64〕</sup>披露信息的可比性和有效性不足，易产生发行人“洗绿”的道德风险。

第三，ESG责任投资原则的认识与实践不足。绿色证券市场ESG责任投资观念尚未普及，

〔61〕 参见中国人民银行：《绿色金融助力碳达峰碳中和》，载 <http://www.zqrb.cn/finance/gzlhghjr/2022-03-04/A1646385615869.html>，最后访问时间：2022年4月28日。

〔62〕 参见杨为程：《基于绿色证券的环境信息披露：海外经验与启示——从上市公司环境事故说起》，载《新疆大学学报（哲学·人文社会科学版）》2014年第2期。

〔63〕 参见澎湃新闻：《监管部门谈绿色金融：金融机构要避免谈碳色变，鼓励ESG投资》，载 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1706242760686655208&wfr=spider&for=pc>，最后访问时间：2022年4月23日。

〔64〕 参见陈志峰：《我国绿色债券环境信息披露的完善路径分析》，载《环境保护》2019年第1期。

个人投资者对责任投资了解极为有限，据统计，83%的调查对象不了解“责任投资”，其中，35%从未听说过“绿色金融”“责任投资”或“ESG”概念，<sup>〔65〕</sup> 泛 ESG 公募基金占市场所有股票型基金和混合型基金的比例仅为 5.92%，这也从侧面体现出个人投资者 ESG 观念淡薄对 ESG 融资能力的负面影响。<sup>〔66〕</sup> 同时，我国机构投资者也缺乏 ESG 责任投资意识和实践能力，高达 71%的证券投资机构对 ESG 持观望态度，还有部分金融机构没有明确的 ESG 发展战略，在投资策略流程、组织管理架构、信息披露机制等方面缺乏实施 ESG 责任投资的相应制度建设，积极的股东参与意识不强，通过利益相关方与企业直接沟通进而推动其履行社会责任的传导机制未能有效发挥作用。<sup>〔67〕</sup> 总体而言，公众投资者与机构投资者对 ESG 责任投资理念的认识与实践都有待加强。

## （二）我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的实施路径

### 1. 绿色证券市场 ESG 责任投资理念的价值意涵

第一，ESG 责任投资与经济社会转型发展的良性“互哺”。我国正处于绿色低碳转型发展的历史进程中，ESG 责任投资重视环境、社会与治理的协调发展，符合创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，天然地将绿色发展的政策目标有机融入金融工具之中，通过资金融通有效引导资金配置到可再生能源、节能降碳等项目，<sup>〔68〕</sup> 推动产业链上“三高”企业通过节能减排新技术的研发，实现转型升级。同时，一个高效、可持续的经济社会体系可以反哺以长期价值收益为导向的责任投资，<sup>〔69〕</sup> 实现产业绿色转型和“双碳”目标将产生庞大的绿色低碳融资需求，为 ESG 投资带来广阔的发展机遇。

第二，ESG 责任投资为绿色证券市场提供驱动力。在“双碳”目标指导下，践行 ESG 投资理念与发展绿色证券市场的目标都是通过引导资金配置解决环境资源困境。首先，ESG 投资策略对非财务指标的全面分析，可以帮助投资者识别潜在的 ESG 风险，保护投资者利益，增强市场发展韧性。其次，绿色产业融资具有投资规模大、回报周期长和见效速度慢的特点，而 ESG 责任投资长期性、避险性、公益性等属性，恰好能满足绿色产业融资需求，还可以吸引养老金、保险资金等中长期资金入市，拓展新的投资渠道。最后，ESG 责任投资在实践发展中形成较为完善的产品服务、评级体系和披露标准，可以带动绿色证券市场完善。

第三，ESG 责任投资指导投资者创造长期经济社会价值。不同于视财务回报为唯一关切的传统投资模式，ESG 责任投资原则指导投资人获得财务增值与社会效益提升的“双底线回报”。<sup>〔70〕</sup>

〔65〕 参见商道融绿：《中国责任投资年度报告 2021》，载 <https://www.syntaogf.com/products/csir2021>，最后访问时间：2022 年 4 月 30 日。

〔66〕 参见前引〔65〕，商道融绿文。

〔67〕 参见中国证券投资基金业协会：《中国基金业 ESG 投资专题调查报告（2019）》，载 [https://www.amac.org.cn/businessservices\\_2025/ywfw\\_esg/esgyj/ygxh/202007/P020200805690524924485.pdf](https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/ywfw_esg/esgyj/ygxh/202007/P020200805690524924485.pdf)，最后访问时间：2022 年 4 月 30 日。

〔68〕 参见刘兴：《境内外 ESG 投资发展比较及其对上海的启示》，载《科学发展》2021 年第 12 期。

〔69〕 See UN PRI, Asset Owner Strategy Guide: How to Craft an Investment Strategy, available at <https://www.unpri.org/asset-owner-resources/asset-owner-strategy-guide-how-to-craft-an-investment-strategy/402.article>, last visited on Apr. 30, 2022.

〔70〕 参见邱慈观：《可持续金融》，上海交通大学出版社 2019 年版，第 44 页。

金融实践与学术研究表明：责任投资与投资绩效提高具有正相关作用，<sup>〔71〕</sup> ESG 评分较高的企业通常具有更低的债券发行利率，<sup>〔72〕</sup> 因为良好社会形象和企业品牌可以帮助企业赢得资本的认可，降低企业融资成本，投资于 ESG 实践的公司可有效降低系统性风险并产生长期的经济收益。同时，与传统公募基金相比，ESG 基金在参与环境、社会责任和治理等议题方面表现出明显的优势，<sup>〔73〕</sup> ESG 投资所带来的非财务收益可以满足投资者自身社会情怀与社会声誉的需求。

第四，ESG 责任投资促进企业社会责任的有效履行。在某种意义上，ESG 责任投资可被视为 CSR 在资本市场的延伸，投资机构的投资活动就是自身履行企业社会责任的体现。投资机构参与或承担绿色指数编制、行业标准制定、投资者教育等工作，并将 ESG 指标纳入投资决策，利用自有资金或引导公众投资者支持绿色项目，引导短期投机行为向长期价值投资转变。另一方面，ESG 责任投资原则为上市公司贯彻绿色发展理念、履行保护环境社会责任提供了商业向善的制度保障。ESG 评价体系和信息披露标准为上市公司的 ESG 实践提供了可操作、标准化的量化评价工具，并以此形成推动企业改善 ESG 表现的传导机制。

## 2. 我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的实施路径

其一，确立 ESG 责任投资的政策框架。机构投资者（包括资产所有者和资产管理人）在 ESG 责任投资中扮演着资本提供者和受托资产管理人的双重角色，<sup>〔74〕</sup> 是推动 ESG 责任投资理念实践的核心环节。应重点培育以绿色产业为主要投资标的的投资群体，<sup>〔75〕</sup> 积极鼓励引导机构投资者建立并完善 ESG 责任投资的公司战略，制定明确的 ESG 投资业务目标和包括投资标的的评估机制、绩效管理机制、环境风险监控与处置机制在内的标准化绿色投资制度体系。<sup>〔76〕</sup> 发挥机构投资者优势，研发 ESG 主题多元投资产品，丰富创新绿色证券金融产品服务，重视公众投资者的责任投资教育，引导更多个人投资者参与绿色低碳领域的投融资。机构投资者通过与被投资企业进行直接沟通、股东提案、投票表决或召开临时股东会等形式，积极行使其股东权利，对投资对象社会责任的履行和内部公司治理施加影响，进而为机构投资者的最终受益人带来积极影响，倒逼上市公司提升 ESG 信息披露质量。

其二，完善绿色证券市场的 ESG 配套治理体系。一方面，完善绿色证券信息披露制度，加快绿色证券信息披露强制性与规范化进程。<sup>〔77〕</sup> 量化统一的信息披露标准则能够为融资机构

〔71〕 See Gunnar Friede, Timo Busch, Alexander Bassen, ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies, 5 *Journal of Sustainable Finance & Investment* 210, 226 (2015).

〔72〕 参见魏斌：《ESG 表现对国内企业债券融资的影响》，载《金融市场研究》2021 年第 7 期。

〔73〕 See Quinn Curtis, Jill Fisch, Adriana Z. Robertson, Do ESG Mutual Funds Deliver on Their Promises?, 120 *Michigan Law Review* 393, 431-435 (2021).

〔74〕 参见刘珺如：《开发投资者“尽责管理”潜力，支持中国 ESG 发展》，载 <https://index.caixin.com/2021-12-03/101818603.html>，最后访问时间：2022 年 4 月 25 日。

〔75〕 参见王遥、马庆华：《地方绿色金融发展指数与评估报告（2019）》，中国金融出版社 2019 年版，第 75 页。

〔76〕 参见中国证券投资基金业协会：《基金管理人绿色投资自评估报告（2021）》，载 [https://www.amac.org.cn/businessservices\\_2025/ywfw\\_esg/esgj/ygxx/202203/P020220321629243070006.pdf](https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/ywfw_esg/esgj/ygxx/202203/P020220321629243070006.pdf)，最后访问时间：2022 年 4 月 30 日。

〔77〕 参见洪艳蓉：《论碳达峰碳中和背景下的绿色债券发展模式》，载《法律科学》2022 年第 2 期。



提供标准化的信息供给路径，提高信息披露的可比性，帮助投资者有效识别潜在风险，避免被“洗绿”等虚假或误导性信息干扰，使资金真正流向可持续发展的绿色低碳领域。为此，可通过激励约束机制引导绿色证券发行人提升信息披露透明度，强化认证评估机构外部监督职能，并逐步扩大强制信息披露的主体及范围，为投资者提供更加透明充分的投资决策信息，提升对绿色证券市场的信心。另一方面，加大绿色证券政策支持力度，形成吸引投资人积极参与绿色市场的制度优势。绿色证券作为直接融资模式，可使绿色企业低成本、高效率地获取资金，与我国绿色信贷规模相比，绿色证券市场有巨大发展潜力，应通过财政补贴、税收优惠、绿色项目奖励等激励政策对符合标准的绿色证券提供支持，适度放宽绿色证券发行上市的准入门槛，亦可通过发起设立绿色主权债券或 PPP 模式下的绿色产业投资基金等多种方式引导社会资本投资绿色企业。

其三，搭建上市公司的 ESG 治理框架。作为评估企业可持续发展价值的准财务指标，企业的 ESG 信息可对企业估值和业绩产生重要影响。<sup>〔78〕</sup>来自利益相关者，尤其是市场投资者的压力也要求将 ESG 责任投资理念融入公司治理与企业运营，注重公司的长远利益和可持续发展。具体而言，鼓励上市公司根据自身发展实际制定明确的绿色发展战略规划，将 ESG 责任投资理念融入日常经营管理之中，构建以可持续发展为目标导向的公司治理框架，推动董事会和管理层积极履行 ESG 监督管理职责，评估公司面临的关键或重大的 ESG 挑战与机遇，积极建立并完善与股东、投资者等利益相关者之间就 ESG 相关议题的常态化沟通机制。同时，提高上市公司 ESG 信息披露的自愿意识，在充分认识 ESG 与企业财务绩效、长期发展之间重大关联性的基础上，主动发布满足投资者决策需求的 ESG 信息，拓展信息披露的深度和广度，催生公司治理向善的自发驱动力。

## 四、结 语

从社会责任投资基金诞生至今，历经五十余年发展，ESG 责任投资已成为全球资本市场备受瞩目的投资策略，其核心理念及基本原则是融环境保护、社会责任和公司治理为一体，实现投资价值目标的归正，并深刻地影响着现代公司治理样态与金融体系可持续发展的路径。在实现“碳达峰”“碳中和”目标和推进经济、社会全面绿色转型背景下，我国绿色金融发展方兴未艾。凭借制度优势和政策扶持在较短时间内建立起的规模和体量庞大的绿色金融市场，难免存在市场要素不充分、制度建设不健全等体制机制障碍。借鉴域外信息披露规制和激励引导机制等治理方面的成功实践，立足于我国实践需求，将 ESG 责任投资理念及实施机制融入绿色证券市场建设，可为我国金融市场，尤其是证券市场探索“资本向善”的发展模式开辟一条崭新的道路。申言之，ESG 责任投资不仅是以可持续发展为价值内涵的投资策略，与“创新、协调、绿色、开放、

---

〔78〕 See Guido Giese, Linda-Eling Lee, Dimitris Melas, Zoltán Nagy, Laura Nishikawa, Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance, 45 *The Journal of Portfolio Management* 69, 82 (2019).

共享”的五大发展理念高度契合，作为资本市场的有机组成部分，提供了推动经济和社会转型与结构性变革的动力要素，还是评价企业长期价值的新型投资理念，在促使企业积极参与社会治理、履行社会责任的同时，有助于投资者加强风险管理与发掘商业机会，从而推动社会责任与投资收益兼容的绿色金融市场的最终形成。

---

**Abstract:** The principles of ESG investing based on the theory of modern corporate governance, sustainable development and negative externalities, promotes the way of valuing an investment from focusing on financial indicators to integrating environment, society and corporate governance, and takes information disclosure, quantitative evaluation and investment strategies guidance as a main approach. At the international, regional and national level, ESG investing has different patterns and characteristics, but it follows common concepts and principles, and its standard system and governance framework increasingly mature. China's green securities market had a late start in ESG investing, but its value orientation of focusing on sustainable development of economy, society and environment has been widely recognized. Combined with the process of extraterritorial practice and based on the demand of China's green securities market development, the concept and principles of ESG investing should be more deeply integrated into the construction of green securities market. Through nurturing investors of green securities market, optimizing the allocation of green financial resources, improving the ESG governance of listed companies, we can build a well-established principle and system of ESG investing in green securities market, and then unleash the vitality of the development of China's green securities market.

**Key Words:** ESG investing, green securities, corporate social responsibility, information disclosure

---

(责任编辑: 李 敏 赵建蕊)