

A股上市公司 ESG评级分析报告

Rising Tide: An Overview of China
A-Share ESG Performance 2024

2024



目录

1 报告概述	01
1.1 商道融绿ESG评级方法论	02
1.2 政策背景	03
1.3 研究思路	04
2 中证800成分股ESG评级分析	05
2.1 中证800成分股ESG综合评级及绩效	05
2.2 中证800成分股E/S/G分项表现及变化	07
2.3 中证800成分股分行业ESG绩效分析	08
2.4 央企控股上市公司ESG绩效分析	09
3 A股ESG信息披露情况分析	11
3.1 A股ESG报告发布情况	11
3.2 对标交易所指引信息披露情况	12
3.3 A股指标披露情况	13
3.3.1 中证800成分股ESG指标披露率分析	13
3.3.2 中证800成分股ESG指标披露质量分析	14
4 A股上市公司ESG议题分析	15
4.1 ESG议题概况分析	15
4.2 重点ESG议题分析	17
4.2.1 应对气候变化	17
4.2.2 员工发展	20
4.2.3 生物多样性	21
5 A股上市公司ESG风险分析	22
5.1 A股ESG风险历史10年数据分析	22
5.2 中证800成分股风险事件统计与趋势分析	24
5.2.1 环境类风险趋势分析	25
5.2.2 社会类风险趋势分析	25
5.2.3 治理类风险趋势分析	25
6 A股上市公司ESG绩效与股价关系研究	27
6.1 ESG绩效与股价成正相关关系	27
6.2 ESG绩效与股价传导机制深入研究	30

1 报告概要

在当前全球面临多重挑战的背景下，世界经济向更可持续方向发展的趋势并未改变。ESG议题在资本市场的关注度持续提升，全球主流投资机构的ESG投资实践深入发展，越来越多的投资者意识到ESG因素对于投资回报和风险管理的重要性。2024年以来，中国的ESG（环境、社会和公司治理）相关政策频繁出台，上市公司信息披露加速提升，更多的机构投资者和资产管理机构将环境、社会和公司治理等因素纳入考量¹。

商道融绿自2020年起ESG评级范围涵盖全A股上市公司。根据商道融绿STaR ESG数据库收录的A股上市公司ESG评级数据显示，2023年全A股5,318家上市公司，共有317家上市公司ESG评级在A-级（含）以上，占比5.96%，同比2022年A-级及以上公司143家占比提升达到2.95%，占比几乎翻倍。评级在B+级（含）以上的公司共有1,155家，占比为21.72%，同比提升超过8个百分点。仅有592家上市公司在C+级（含）以下，占11.13%。详细评级结果见图1。以上ESG评级结果表明A股上市公司的ESG绩效加速提升的趋势持续增强，进入高速发展的阶段。

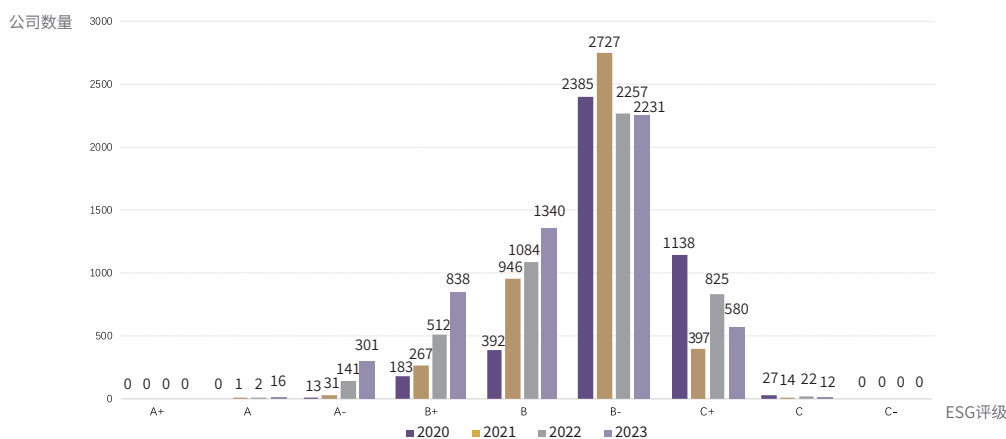


图1 全A股ESG评级分布对比 (2020-2023)

数据来源：商道融绿STaR ESG数据平台

基于对全部A股的评级，我们重点分析以中证800指数成分股为代表的A股上市公司2018至2024年的ESG评级结果，主要发现有：

- A股上市公司ESG综合评级稳步上调，中证800成分股ESG绩效得分中位数实现较大幅度提升；
- A股上市公司ESG报告²发布率持续攀升，ESG指标披露率和披露质量均呈现加速提升态势，环境指标披露率已明显领先于治理和社会指标；
- ESG绩效头部的上市公司提升速度仍明显高于尾部上市公司，同时，处于较低评级的公司数量显著减少；
- ESG风险整体水平稳中有降，但风险事件数量仍然处于高位；
- ESG择优策略相对于基准指数具有超额收益，具有行业实质性的ESG议题长期对股价有传导机制影响效果。

¹ 了解更多中国ESG投资市场发展情况，请参考商道融绿发布的历年《中国责任投资年度报告》：<https://www.syntaogf.com/collections/责任投资年报>。

² ESG报告，包括上市公司发布的《环境、社会及管治报告》、《社会责任(CSR)报告》，以及《可持续发展报告》等。

1.1 商道融绿ESG评级方法论³

商道融绿ESG评级的目标为：科学、客观、透明、充分地衡量公司在纳入内外部ESG因素之后的可持续发展价值，旨在为投资机构、监管机构及其他利益相关方提供对公司全面价值判断的可靠依据。商道融绿ESG评级体系通过衡量公司在ESG方面的管理水平和风险暴露，综合评价公司的ESG绩效。

商道融绿建立全面的ESG评价框架(图2)，在每个评级周期商道融绿ESG分析团队将对覆盖近700个数据点、包含近200个ESG指标的14个ESG核心议题表现进行评估，重点关注公司在各项议题的管理水平和风险暴露，并通过数十个行业模型，得到每家公司的ESG得分(0~100)及ESG评级(A+至D,共10等级)，分类级别及其含义如图3。



图2 商道融绿ESG评级体系框架

³ 请参见商道融绿官网：<https://www.syntaogf.com/pages/methodology>

级别	含义
A+	企业具有优秀的ESG综合管理水平,过去三年几乎没出现ESG负面事件或极个别轻微负面事件。
A	
A-	企业ESG综合管理水平较好,过去三年出现过少数影响轻微的ESG负面事件。
B+	
B	企业ESG综合管理水平一般,过去三年出现过一些影响中等或少数较严重的负面事件。
B-	
C+	
C	企业在ESG综合管理水平薄弱,过去三年出现过较多或较严重的ESG负面事件。
C-	
D	企业近期出现了重大的ESG负面事件,对企业有重大的负面影响。

图3 商道融绿ESG评级结果及含义

1.2 政策背景

2024年以来,中国企业的ESG信息披露进程加速向前推进。2月,上海证券交易所、深圳证券交易所和北京证券交易所发布了《上市公司自律监管指引——可持续发展报告(试行)(征求意见稿)》,采用强制披露与自愿披露相结合的方式,建立上市公司可持续发展信息披露框架,强化碳排放相关披露要求,明确环境、社会、公司治理披露议题。

4月12日,三大证券交易所分别发布了可持续发展报告(试行)指引的最终版本。5月1日起,沪深北交易所正式实施《上市公司可持续发展报告指引》,引导和规范上市公司发布ESG报告,A股首个统一、标准、实用的ESG披露标准正式落地。

同在4月,港交所发布了《咨询总结:优化环境、社会及管治(ESG)框架下的气候信息披露》,经修订的《上市规则》将于2025年1月1日生效,其附录C2的《ESG守则》中增加D部分,专门用于披露气候变化相关信息。

5月27日,财政部发布《企业可持续披露准则——基本准则(征求意见稿)》,推进中国可持续披露准则体系建设,规范企业可持续发展信息披露。6月4日,国务院国资委制定印发《关于新时代中央企业高标准履行社会责任的指导意见》。

为了响应监管部门陆续出台的可持续信息披露要求,同时响应投资者对ESG议题的关注,上市公司着力加强ESG信息披露,2024年A股上市公司ESG报告数量和信息披露质量均呈现出明显上升趋势。

1.3 研究思路

本报告采用的上市公司ESG评级数据均来源于商道融绿的ESG相关数据平台⁴。报告以中证800成分股公司为代表,详细分析了2018年至2024年A股上市公司的ESG绩效情况。主要分析维度包括:1) ESG评级结果分析;2) ESG信息披露分析;3) ESG议题分析;4) ESG风险分析;5) ESG绩效和股价关系分析。

报告首先聚焦6年来中证800成分股的ESG评级,从ESG综合绩效、ESG管理及披露和ESG风险暴露3个维度分析了中证800成分股公司ESG表现,并采用E、S、G分项和分行业研究的方式,对上市公司ESG绩效表现进行了深入解析。

同时,报告综合分析了上市公司在主要ESG议题方面的表现,其中重点研究了上市公司在应对气候变化及碳中和这一全球及中国重要ESG议题方面的进展和不足。

报告还对上市公司近年来超过43,970起ESG风险事件进行了统计分析,并针对中证800成分股公司的ESG风险事件做了专门的研究,旨在揭示A股上市公司面临的主要ESG风险情况。

最后,报告对A股上市公司ESG评级与股价传导机制进行了数据分析,分析结果有力证实了中国资本市场中上市公司ESG绩效与股价之间的正相关性。

⁴ 包括商道融绿STaR ESG数据平台、商道融绿ESG风险雷达系统、商道融绿PANDA碳中和数据平台。

2 中证800成分股ESG评级分析

2024年4月12日，沪深北交易所发布了《上市公司可持续发展报告指引（试行）》，指引明确表示上证180、科创50、深证100等指数样本公司应当最晚在2026年首次披露2025财年可持续发展报告，其他公司未做强制要求。这表明在可持续发展相关信息披露方面，监管机构率先将规模较大的公司纳入强制披露范围，以逐步扩大至全部上市主体。

从ESG评级结果来看，以中证800指数成分股为代表的沪深两市规模较大的公司在过去6年展现了ESG绩效加速提升的趋势。从2018年到2024年，中证800成分股公司的ESG平均绩效提升了31.1%，其中，ESG评级获得B+级（含）以上的公司比例，从2018年的7.88%增加到了2024年的79.38%；获得C+级（含）以下的公司比例，从2018年的24.88%减少到2024年的2%。值得注意的是，获得A级（含）及以上的公司从2023年的仅7家增加到了2024年的53家，头部公司的ESG水平已发展至新的阶段。

2.1 中证800成分股ESG综合评级及绩效

根据商道融绿STaR ESG数据平台统计，2018年至2024年，中证800成分股公司ESG绩效有明显提升（图4），并在近两年（2023和2024年）出现了结构性变化。其中，2024年，评级在B+级（含）以上的公司数量为635家，是2018年（63家）的10倍；评级在C+级（含）以下的公司数量为16家，仅为2018年（199家）的1/12。在过去6年，中证800 ESG评级在C+级（含）以下企业数量的降低率超过了B+级（含）以上的企业数量的增长率，而在2023年以前，B+级（含）以上的企业数量的变化率一直高于C+级（含）以下企业。这表明，在可持续发展趋势及监管政策的双重影响下，评级较低的企业ESG绩效在加速改善。

中证800成分股2024年的ESG评级分布出现了结构性变化。对比2023年，2024年评级在B和B-的公司数量分别减少了44.12%和41.13%，这与往年的趋势一致；而评级在B+的公司数量也有小幅降低（-9.4%）。与此相反的是，评级在A及A-的公司数量分别增加了657.14%和59.26%，且今年出现了大量公司评级集中于A-的现象。这一变化表明，在国内和国际上ESG相关指引和法规层出不穷的2023年，头部的上市公司也在紧跟政策趋势，关注并提升自身可持续发展能力。

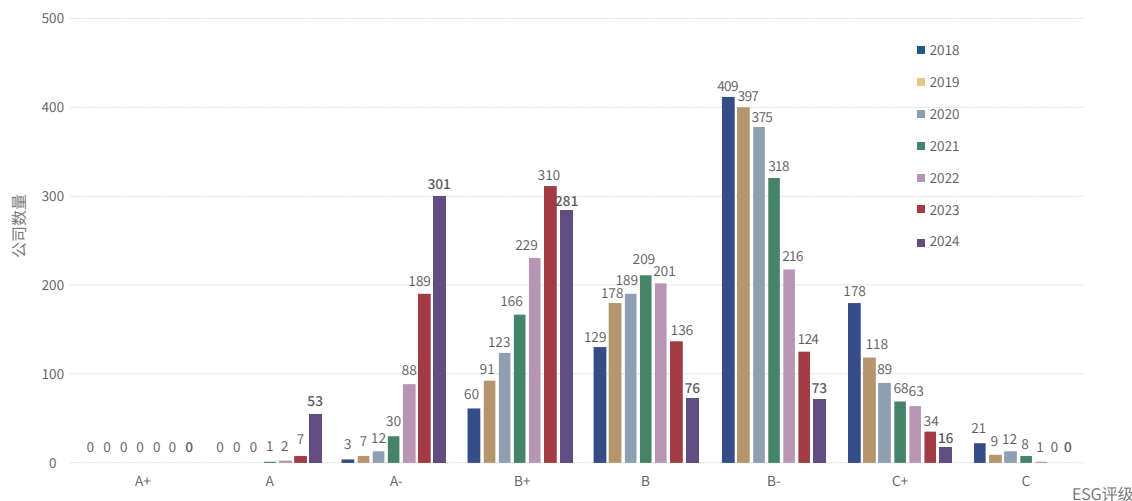


图4 中证800成分股ESG评级分布 (2018-2024)

数据来源：商道融绿STaR ESG数据平台

对比2023年和2024年同属中证800成分股的上市公司的评级变化情况,有44.61%的公司ESG评级发生上调,51%的公司评级保持不变,4.39%的公司发生评级下调;而2022至2023年中证800成分股的评级变化结构为46.7%上调,49.6%持平,3.7%下调。对比可见,评级发生上调的公司比例有小幅下降,评级不变和下调的公司比例略有上升。这表明超过一半的公司ESG表现没有显著变化,而由于宏观经济、政策变化或一些行业特定的外部因素,一部分公司对于ESG发展的投入程度可能有所下滑,但从长期来看,企业对自身ESG发展的关注和投入程度仍将持续上升。

接下来,我们从ESG分数及不同细分维度剖析上市公司ESG绩效的发展趋势。以2018年ESG绩效得分为基准,中证800成分股公司在6年间ESG综合得分总体增幅为31.1%。根据图5,近6年ESG综合得分稳步上升,上升幅度也有逐年增加的趋势,近一年仍保持着上一年加速上升的态势。

从ESG管理及披露和ESG风险暴露两个维度来看,ESG管理及披露绩效相对2018年已实现接近100%的增幅,并在近三年呈现了持续高速提升的趋势。这一趋势与我国“双碳目标”、“1+N”政策体系及一系列信披新规的相继推出有密不可分的关系。政策的推出一方面提升了上市公司对ESG的关注程度,另一方面也规范了ESG相关信息披露。ESG风险水平表现出了相反的趋势,图中可以看出,ESG风险暴露水平自2022年有逐渐平稳下降的趋势,这表明,ESG管理绩效的上升正在逐渐反映到ESG风险管理水平的改善。

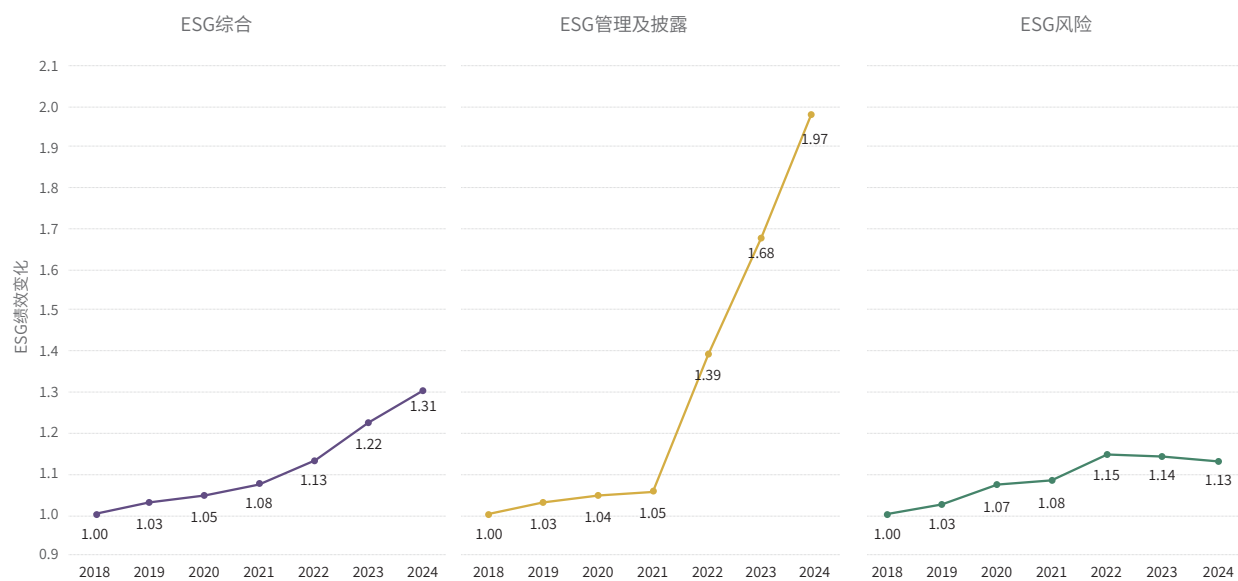


图5 中证800成分股ESG绩效变化(2018-2024,以2018年为基准)

数据来源:商道融绿StAr ESG数据平台

我们按照中证800成分股公司ESG综合绩效排名,将绩效排名前100的公司称为“高ESG 100组合”,代表ESG发展头部公司;排名后100的公司称为“低ESG 100组合”,代表ESG发展尾部公司。通过比较两个组合在6年间ESG综合绩效的变化情况(图6),我们发现两个组合的ESG绩效同比增速均有所放缓,但整体来看,头部公司的绩效增幅显著高于尾部公司。2018-2024年,ESG绩效头部上市公司实现了42%的增幅,尾部公司在这期间总体增幅仅为17%。

从近一年的变化趋势来看,ESG绩效头部公司的同比增速有放缓的趋势,增幅不及上一年的一半。尾部公司的增速同样也有所放缓,但增幅的衰减量小于头部公司。结合中证800成分股ESG绩效的整体稳步上升的趋势,可以推断,最近一年是位居中部的企业发力推进ESG发展的一年。经过近几年的高速发展,头部企业的ESG水平已接近较成熟的阶段,而中部企业正在迈入快速发展阶段,尾部企业仍需时间探索适配自身发展的可持续发展道路。

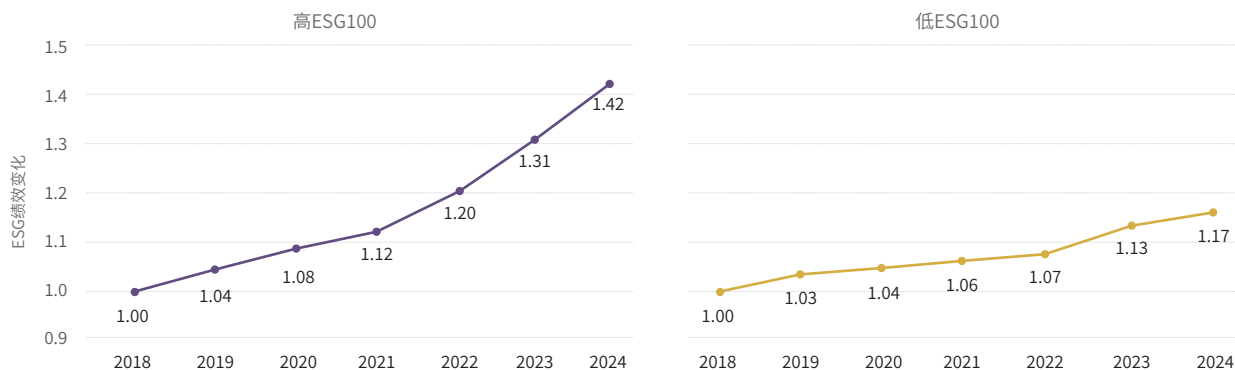


图6 中证800成分股高ESG100和低ESG100组合ESG绩效变化(2018-2024, 以2018年为基准)

数据来源: 商道融绿STaR ESG数据平台

2.2 中证800成分股E/S/G分项表现及变化

除了中证800成分股公司ESG整体绩效分析外,我们还对公司环境、社会、治理三个维度的表现及发展趋势进行了研究(图7)。整体来看,中证800成分股公司环境、社会、治理的绩效在过去6年间均有不同程度的提升,其中环境绩效提升了45%,社会绩效提升了34%,治理绩效提升了23%。环境仍是上市公司ESG绩效提升幅度最大、速度最快的维度。反观治理绩效,已连续多年成为同比提升幅度最小的维度,但绩效得分仍高于社会维度。

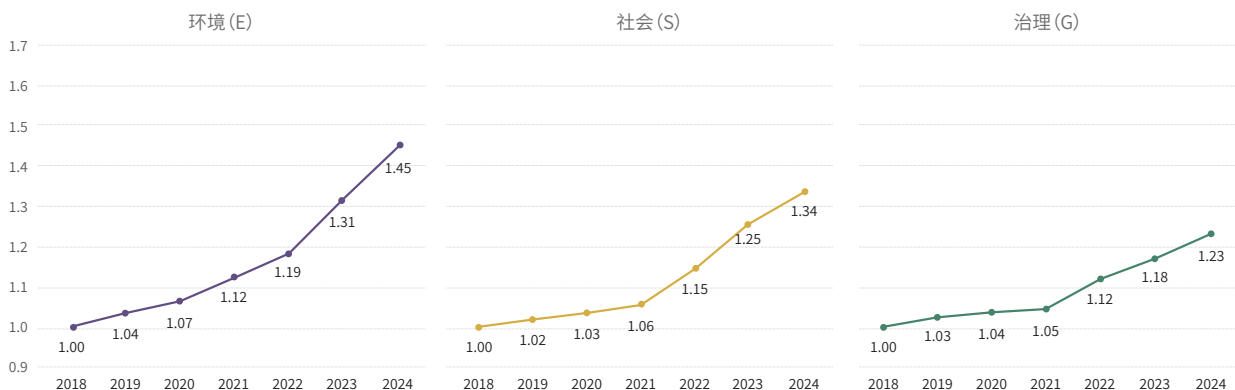


图7 中证800成分股E/S/G分项绩效变化(2018-2024, 以2018年为基数)

数据来源: 商道融绿STaR ESG数据平台

从E/S/G三个维度的绝对水平来看,根据图8,2023年之前,治理维度的绩效一直领先于环境与社会维度,而在今年首次出现环境绩效领先于社会 and 治理绩效的现象,且社会和治理绩效的差距也在迅速缩小。公司治理是企业ESG发展的基石,同时也是ESG风险管理的重要保障。因此,上市公司亟需加大对治理,尤其是可持续发展相关的公司治理的重视程度。

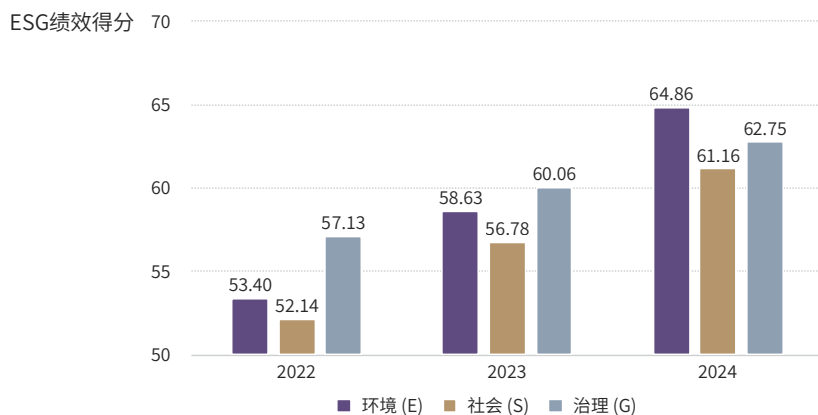


图8 中证800成分股E/S/G分项绩效 (2022-2024)

数据来源:商道融绿STαR ESG数据平台

2.3 中证800成分股分行业ESG绩效分析

中证800成分股公司不同行业ESG综合得分及相对于指数内公司平均水平的情况见图9。从中可以看出⁵, ESG平均绩效排名前5的行业依次为水利、环境和公共设施管理业, 卫生服务业, 汽车制造业, 交通运输、仓储和邮政业, 金融业; ESG平均绩效最低的5个行业分别为其他服务业, 农、林、牧、渔业, 房地产业, 建筑业, 运输设备和通用专用设备制造业。排名前5的行业中今年新增了汽车制造业, 排名后5的行业新增了建筑业。

以中证800成分股公司ESG综合得分的均值为基数1, 其他各行业以相对于指数平均水平的表现展示, 整体来看, 各行业ESG综合绩效均匀分布在指数平均水平上下, 指数平均水平以上的行业数量与平均水平以下的行业数量持平, 这与去年的分布情况一致。而从头部行业和尾部行业的差距来看, 行业平均水平的极差(最高-最低)为0.179, 相比2023年(0.232)有明显降低, 整体表明行业头部与尾部的差距在缩小。

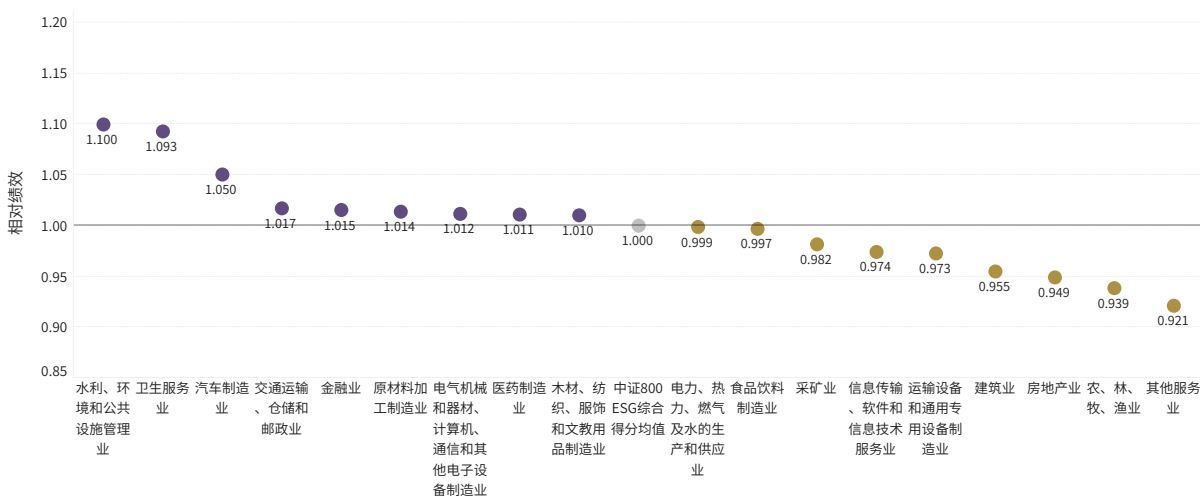


图9 中证800成分股分行业ESG绩效 (2024)

数据来源:商道融绿STαR ESG数据平台

⁵ 其中水利、环境和公共设施管理业, 卫生服务业, 汽车制造业, 木材、纺织、服饰和文教用品制造业, 建筑业, 房地产业, 农、林、牧、渔业中公司数量不足20家。

我们进一步分析了2023-2024年各行业ESG绩效的变化情况(图10),从ESG平均得分来看,所有行业均有不同幅度的提升,中证800指数ESG平均绩效较2023年提升了7.27%,提升比例最高的3个行业分别为水利、环境和公共设施管理业,木材、纺织、服饰和文教用品制造业,汽车制造业;提升比例最低的3个行业分别为卫生服务业,电力、热力、燃气及水的生产和供应业,金融业。提升比例最高的3个行业增幅均超过10%,而提升比例最低的3个行业增幅在4%上下。

值得关注的是,电力、热力、燃气及水的生产和供应业ESG综合绩效和同比增速均不及行业平均水平,而去年该行业的这两项指标均排在行业前5,作为低碳转型的重点行业,该行业仍需厘清自身的低碳转型及可持续发展战略和方向。

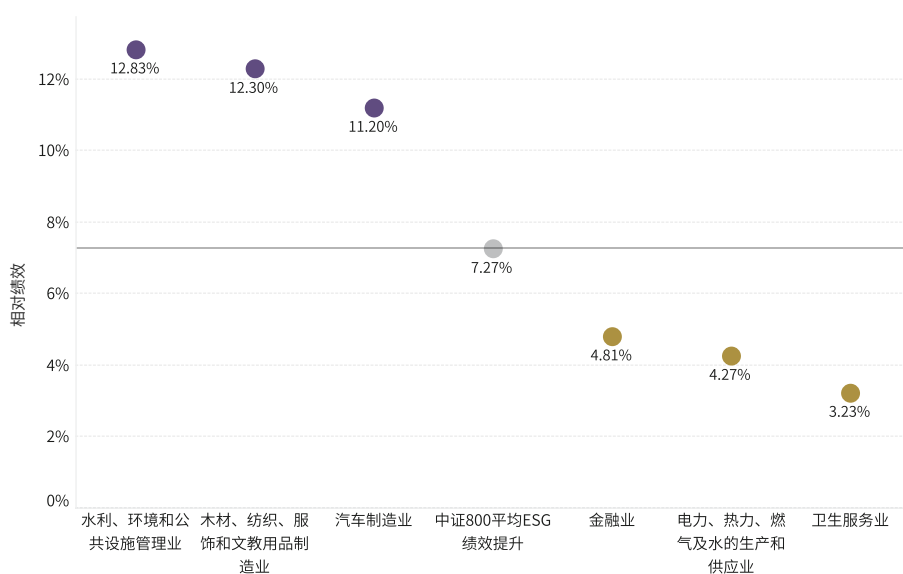


图10 中证800成分股行业ESG绩效提升情况对比(2023-2024)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

2.4 央企控股上市公司ESG绩效分析

2024年6月4日,国资委发布《关于新时代中央企业高标准履行社会责任的指导意见》,推动中央企业高标准履行社会责任,发挥表率作用。据统计,2024年A股490余家央企控股上市公司中,ESG报告的发布率为88.57%,距离“力争2023年ESG专项报告全覆盖”的目标达成仍有一定差距。

我们从不同维度分析了央企控股上市公司的ESG表现(图11)发现,中证800成分股公司中,央企控股上市公司在ESG综合绩效和ESG管理及披露维度均优于中证800平均绩效及指数内其他类型公司。对于ESG风险暴露维度,央企控股上市公司与其他公司的绩效持平。从环境、社会、治理三个维度来看,央企控股上市公司的绩效也均处于领先水平,尤其在环境和治理维度。

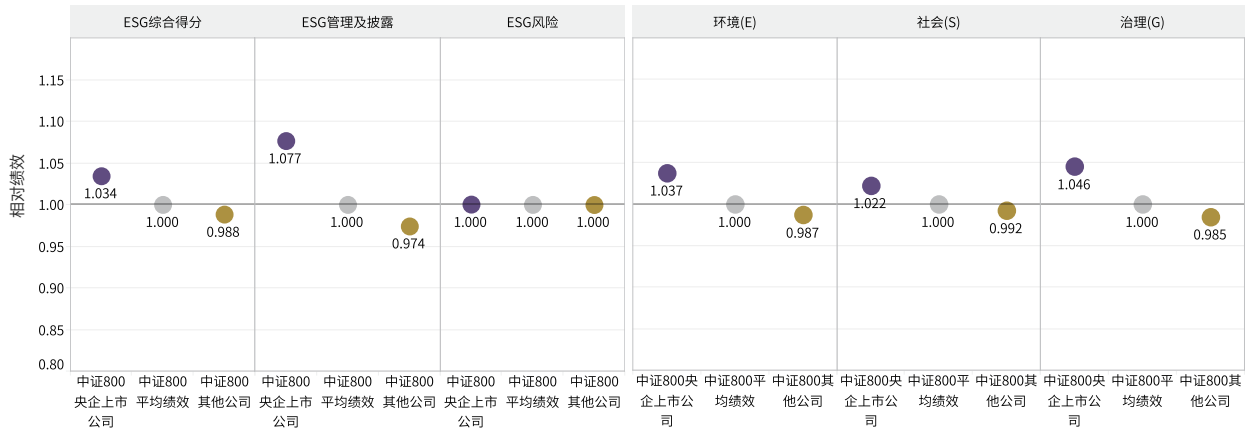


图11 中证800成分股-央企上市公司与其他公司ESG绩效对比 (2024)

数据来源: 商道融绿STaR ESG数据平台

对比近一年的变化趋势(图12), 央企控股上市公司ESG综合绩效、ESG管理及披露、环境和社会维度的同比增长率均低于中证800内其他公司, 尤其是ESG管理及披露和社会维度。同时, 央企上市公司的ESG风险暴露同比有小幅上升趋势, 然而指数内其他类型公司的ESG风险暴露在近一年在明显下降。这表明央企上市公司在ESG风险管理方面仍面临较大挑战。值得注意的是, 央企上市公司治理维度绩效的增长率小幅领先于指数内其他类型的公司, 但治理水平的上升还未反映到ESG风险水平的改善上。

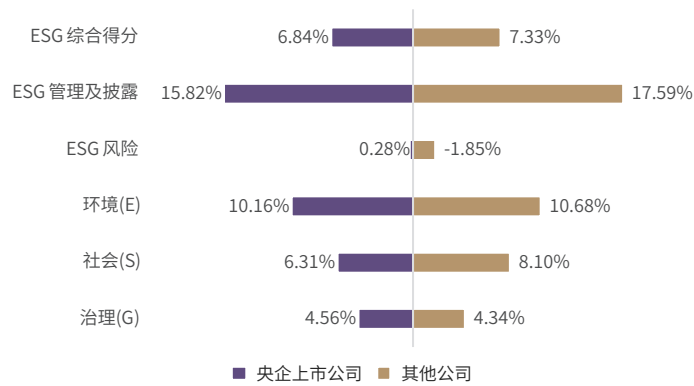


图12 中证800成分股-央企上市公司与其他公司ESG绩效同比变化率对比 (2024)

数据来源: 商道融绿STaR ESG数据平台

3 A股ESG信息披露情况分析

随着我国“双碳目标”⁶的提出以及政府、监管机构对上市公司监管的加强, ESG信息披露已经成为企业发展的重要指标, ESG信息的披露率也逐年增加。截至2024年6月3日, A股上市公司共有2,124家发布了2023年ESG报告, 约占总数的39.88%。其中, 沪深300指数成分股中有285家发布了ESG报告, 占比达到95.00%。

随着A股ESG报告发布量的显著增加, ESG指标的信息披露情况也相应提升。在ESG指标的披露率方面, 环境、社会和治理相关的指标披露率均有不同程度的提高, 其中环境相关指标的披露率增长最为显著, 综合披露率已达77.63%, 然而, 定性指标的披露率仍明显高于定量指标; 在ESG指标的披露质量方面, 根据统计, ESG指标的披露质量逐年提高, 披露质量为“高”的指标占比提升至近3成, 打破了6年来不变的格局, 同时, 还有超4成的指标表现达不到“及格线”, 即平均得分在60分以下(满分100分)。可见, 尽管A股上市公司ESG指标披露率和披露质量在稳步上升, 但整体披露水平仍有很大的提升空间。

3.1 A股ESG报告发布情况

2024年A股上市公司ESG报告发布量持续快速增长。我们统计了2009年至2024年(截至2024年6月3日)A股ESG报告的发布情况(图13), 2024年ESG报告增长率保持自2021年起快速增长的水平, 有39.88%的上市公司发布了ESG报告, 发布ESG报告的上市公司数量已从2009年的371家增长到2024年的2,124家, 达到近16年最高的ESG报告发布量。

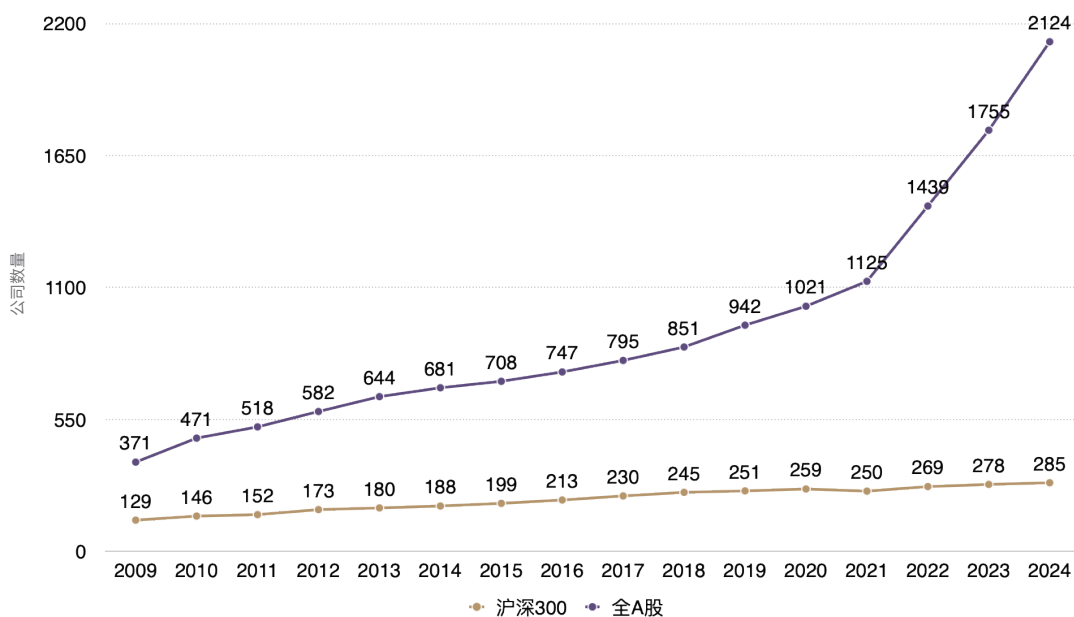


图13 A股上市公司ESG报告发布统计(2009-2024)

数据来源: 商道融绿根据公开信息整理

⁶ 双碳目标: 二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值, 努力争取2060年前实现碳中和。

通过分析2009年以来A股上市公司ESG报告的发布比例发现,2009年至2021年期间,ESG报告的发布数量虽然稳步增长,但发布比例一直在22%至27%之间波动。自2022年起,ESG报告的发布数量逐年显著提升,今年更是首次有超过2,000家公司发布了ESG报告(见图14),这一突破主要来自政策的推动。2024年4月12日,沪深北交易所正式发布《上市公司可持续发展报告指引》,该指引明确了规则实施、披露框架、具体议题等方面的安排,并要求纳入强制披露范围的上市公司应当按照《指引》要求进行可持续发展报告编制和披露。

《指引》的发布,向市场传递了明确的信号,表明市场对上市公司ESG信息披露的重视程度达到了有史以来最高水平,这也是2024年ESG报告发布率实现跃升的主要原因之一。鉴于目前的政策趋势和监管力度的增强,上市公司ESG报告未来可望“量质齐升”,A股ESG信息披露将迈入规范发展的新时代。

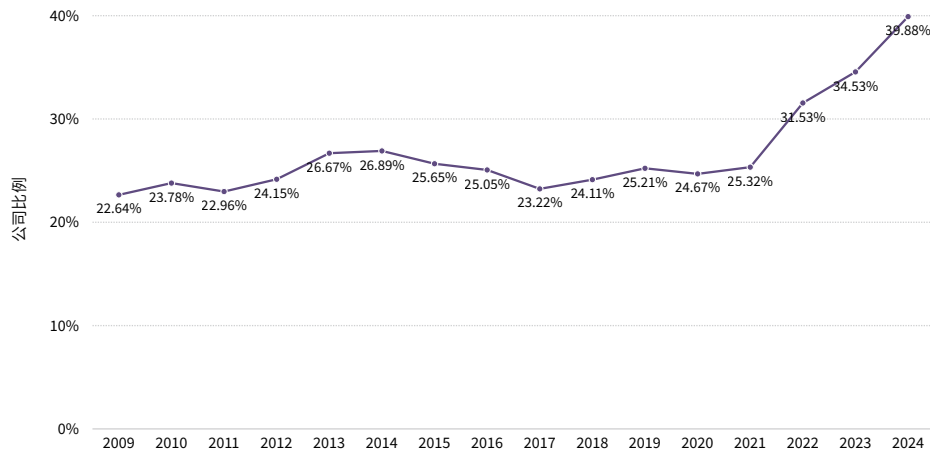


图14 A股上市公司ESG报告发布比例统计(2009-2024)

数据来源:商道融绿根据公开信息整理

3.2 对标交易所指引信息披露情况

沪深北交易所可持续发展报告新规的出台,为上市公司ESG信息披露提供了“第一指引”。证监会上市公司相关负责人也明确指出,发布ESG报告的上市公司必须要按照新规要求进行编制。我们将商道融绿ESG评级指标体系与三大交易所《可持续发展报告指引》的指标体系进行了映射,并基于映射结果进一步分析了中证800成分股公司2024年披露的ESG报告的内容与交易所指引的符合程度。

平均来看,中证800成分股公司2024年披露的ESG相关信息与交易所指引的平均符合程度为61.96%(图15),即平均能够覆盖交易所指引建议的61.96%的披露条款。从环境、社会、可持续发展相关治理三个维度来看,环境维度的整体符合程度较低,仅56.36%;而可持续发展相关治理维度符合程度超过了76%。

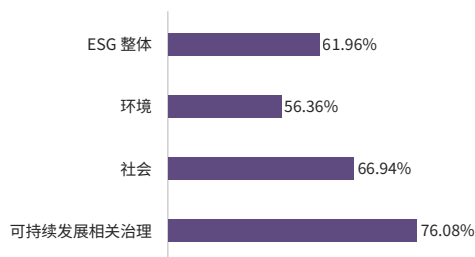


图15 中证800成分股ESG信息披露与交易所指引的符合程度(2024)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

交易所信披新规对ESG信息披露的具体内容共设置了27条内容,其中有18条与环境维度有关,这表示监管方对上市公司环境相关信息披露要求广泛且细致,而目前以中证800成分股为代表的A股头部公司的平均符合程度仅有56.36%,上市公司还需加强对自身环境管理和风险的关注及按照指引规范信息披露。

在对比上市公司信息披露与《指引》的平均符合程度的同时,我们还分析了ESG信息披露与交易所指引符合程度较高和较低的公司。目前,中证800成分股公司内已有超过10家公司的ESG信息披露达到了90%以上的符合程度,也还存在超过50家公司与《指引》的符合程度不足30%。交易所新规出台之后,监管方将持续推动ESG报告编制的规范化,以防随意以及不准确的信息披露误导投资者。因此,我们预计未来ESG信息披露质量将持续提升。

3.3 A股指标披露情况

3.3.1 中证800成分股ESG指标披露率分析

在本研究中,ESG指标披露率指披露了某项ESG指标的公司数量占公司样本数量的比率。我们选取商道融绿ESG评估体系中各行业共有的ESG通用指标为统计口径,分析2018年至2024年中证800成分股ESG指标的披露率变化情况。结果显示(图16),最近6年中证800成分股ESG指标披露率持续上升,其中,环境指标的披露率从29.98%提升至77.63%,社会指标的披露率18.31%提升至50.25%,治理指标的披露率从52.39%提升至66.24%。整体来看,环境指标的披露率一直保持比较快的增长,并在2023年超过了治理指标的披露率;治理指标的披露率虽然一直处于较高的水平,但增长缓慢;社会指标披露率持续以稳定的幅度增长,披露率在今年首次超过了50%,但依然是披露最薄弱的指标。

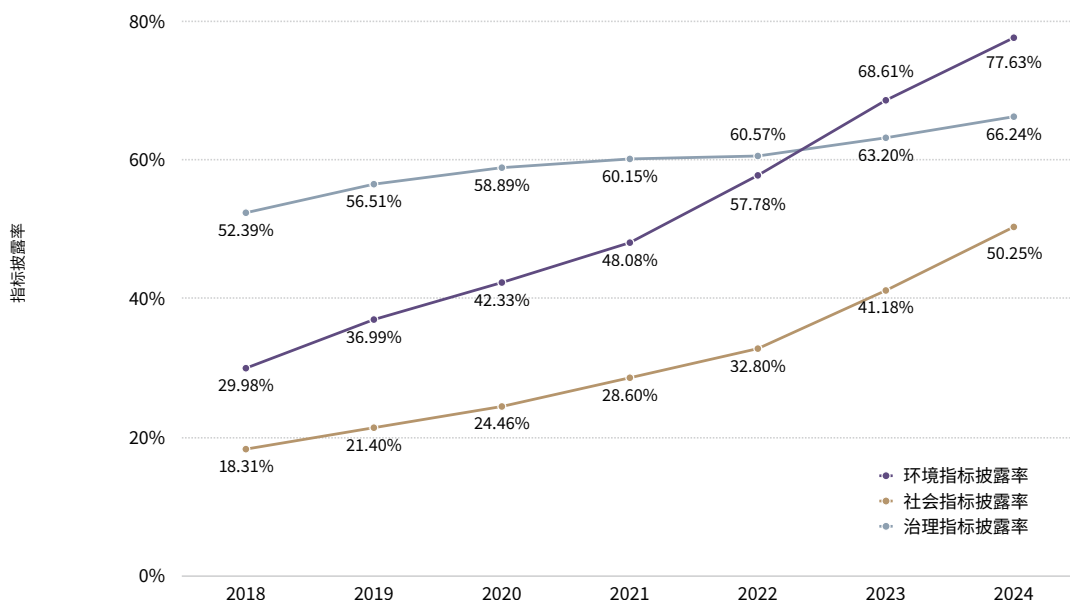


图16 中证800成分股ESG指标披露率(2018-2024)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

从整个ESG指标体系来看,ESG通用指标的披露率明显高于ESG行业指标,这说明上市公司对普遍的、大多数行业都适用的ESG实质性指标较为重视,但对行业特征性的ESG指标重视程度相对较低,这也侧面反映出大多数上市公司对ESG信息披露或对ESG的认知还需进一步提高。

3.3.2 中证800成分股ESG指标披露质量分析

我们将ESG指标的披露质量定义为上市公司ESG指标披露的全面、完备、详细程度。以“公司支持乡村振兴的项目类型”指标为例,如果公司仅仅简要描述其支持乡村振兴建设,例如“公司加大金融支农力度,全面推进乡村振兴”,我们认为该指标信息披露质量较低,无法起到量化管理和衡量的作用。若公司详细分类别披露了支持乡村振兴的项目及项目实施内容,如在生态发展、教育支持、就业支持、健康支持等方面的项目内容,则披露质量较高。

通过对2018年至2024年中证800成分股自主披露的各项ESG指标评估得分的分析(图17),我们将中证800成分股公司对ESG指标的披露质量分为“高”、“较高”、“中”、“较低”四档,可以看出“高”、“较高”两档的占比均有不同程度的提升;披露质量为“中”、“较低”的指标比例明显下降。这说明“中”、“较低”披露质量的指标在向“较高”、“高”进步。此外,披露质量为“高”的指标在6年来首次打破了占比不变的局面,占比提升到了29.79%。总体来看,A股上市公司指标的披露质量在不断提升。

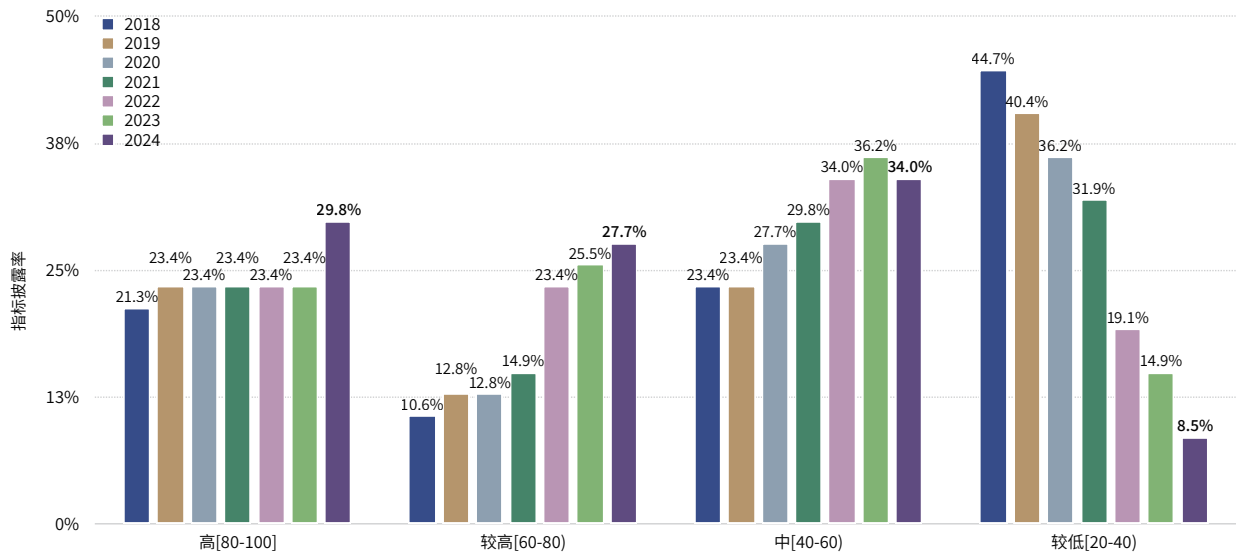


图17 中证800成分股ESG指标披露质量分布变化 (2018-2024)

数据来源:商道融绿STαR ESG数据平台

4 A股上市公司ESG议题分析

4.1 ESG议题概况分析

从环境、社会、治理三个维度来看,各个维度包含的多个议题的管理及信息披露得分均有不同程度的提升。值得关注的是,环境、治理维度之下的新增议题应对气候变化、生物多样性、合规管理议题得分增长依然显著,其中,生物多样性议题的得分增长明显高于应对气候变化议题;而在社会维度之下,传统议题“员工发展”的得分增长超过了数据安全议题这一新议题,增幅居各社会议题之首,这说明上市公司对于一些传统高实质性议题的重要性的认知在加速提升,同时也加强了相关的管理及信息披露。我们分维度对各个议题的得分变化做一些对比、分析。

■ 环境议题

环境部分共有5个ESG核心议题,分别为环境政策、能源与资源消耗、污染物排放、应对气候变化和生物多样性。中证800成分股公司的环境议题绩效表现(图18),得分(百分化后)从高到低依次为污染物排放、环境政策、应对气候变化、能源与资源消耗、生物多样性。

各行业环境政策议题表现相对较好。随着上市公司在达成“双碳目标”的措施上不断深入,A股上市公司在应对气候变化议题的表现将呈现较快提升的趋势,应对气候变化议题得分同比提升8.16分,上升至环境议题的第3位。污染物排放议题得分明显高于能源与资源消耗议题,说明由于监管和强制披露的要求,公司对污染物排放的监控和管理明显好于对能源资源消耗的监控和管理。

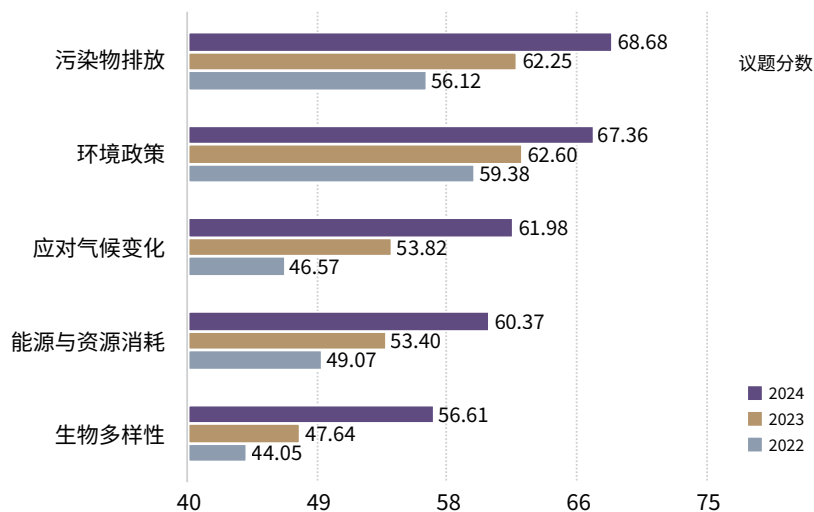


图18 中证800成分股环境议题ESG绩效对比(2022-2024)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

■ 社会议题

社会部分共有6个ESG核心议题,分别为员工发展、供应链管理、客户权益、产品管理、数据安全和社区。中证800成分股公司的社会议题绩效表现(图19),得分从高到低依次为客户权益、产品管理、数据安全、员工发展、社区、供应链管理。

客户权益和产品管理一直是上市公司关注较多的方面,这两个议题的绩效持续位列榜首。数据安全议题的ESG绩效得分同比提升2.89分,仍处于社会议题的第3位。值得注意的是,员工发展议题的得分增长以明显优势超过社会维度其它议题,同比提升4.95分,但绩效得分仅列第4位。供应链管理议题同比提升3.88分,但因基线相对较低,总分仍居末位,上市公司需继续对供应链加强ESG管理,以有效防范风险。

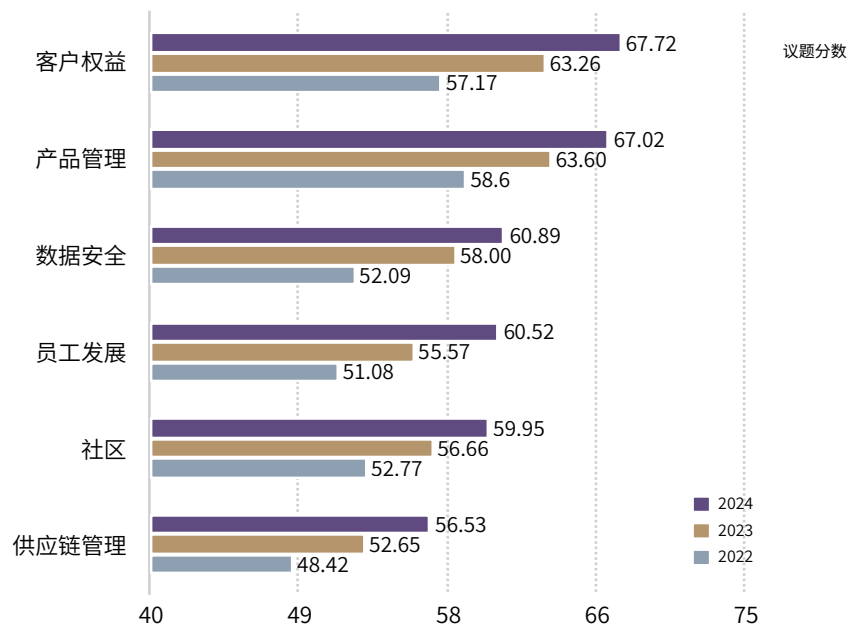


图19 中证800成分股社会议题ESG绩效对比(2022-2024)

数据来源:商道融绿STαR ESG数据平台

■ 治理议题

治理部分共有3个ESG核心议题,分别为治理结构、商业道德和合规管理。中证800成分股公司的治理议题绩效表现如图20,治理结构方面的信息披露仍然明显高于商业道德和合规管理。其中,合规管理议题的绩效得分同比提升了4.91分,已接近商业道德议题的绩效得分。

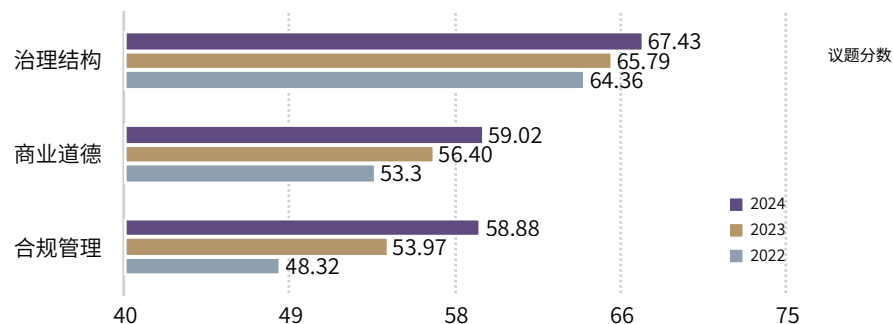


图20 中证800成分股治理议题ESG绩效对比(2022-2024)

数据来源:商道融绿STαR ESG数据平台

4.2 重点ESG议题分析

4.2.1 应对气候变化

应对气候变化议题是重要的环境方面的核心议题。全球范围内的气候变化和环境破坏问题已经引起了广泛的关注，气候变化带来的风险对每个行业的发展都有不同程度的影响，在全球已成为共识。最近一年，上市公司在应对气候变化议题的绩效继续快速提升，在14个核心议题跃升至第6位，在环境议题中绩效排名第3位。

通过分析中证800成分股中，不同行业的公司在应对气候变化议题上的绩效(图21)⁸，我们发现卫生服务业，水利、环境和公共设施管理业，金融业的绩效排在前3位，其中水利、环境和公共设施管理业从2023的第7位跃升至第2位，交通运输、仓储和邮政业则退至第4位；排在后3位的行业依然是其他服务业，信息传输、软件和信息技术服务业，运输设备和通用专用设备制造业，但排序与2023年有所不同。

在气候变化风险日益严峻和气候信息披露要求逐步趋严的背景下，金融机构面临提供高质量气候信息披露和更有效地管理气候风险的双重挑战。随着上市公司应对气候变化议题的披露及管理的整体提升，目前有50%的行业在应对气候变化议题上的绩效超过了中证800指数平均水平，包括金融、交通、电力热力等气候变化敏感型行业；另有一半的行业绩效落后于中证800平均水平，主要为气候变化弱相关的行业，但原材料加工制造业、采矿业等气候变化敏感型行业也位列其中。

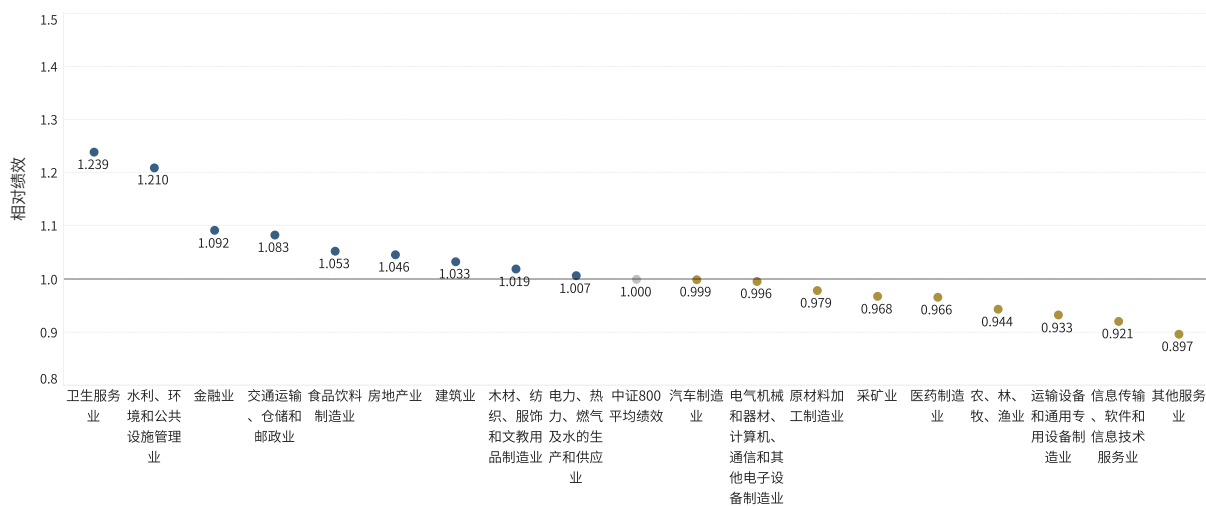


图21 中证800成分股应对气候变化议题绩效(2024)

数据来源: 商道融绿STaR ESG数据平台

进一步分析中证800成分股应对气候变化绩效在2023-2024年的变化情况(图22)，我们发现，所有行业在应对气候变化议题的绩效都有不同程度的提升，中证800平均绩效较2023年提升了15.15%，提升比例最高的3个行业分别为水利、环境和公共设施管理业，木材、纺织、服饰和文教用品制造业，信息传输、软件和信息技术服务业。值得注意的是，木材、纺织、服饰和文教用品制造业2023年曾经位列于应对气候变化议题平均绩效增幅的最低的3个行业之一，经过最近一年的着力推进，该行业在这一议题上的表现已高于中证800各行业的平均绩效。

⁸ 其中卫生服务业，水利、环境和公共设施管理业，汽车制造业，建筑业，木材、纺织、服饰和文教用品制造业，房地产业，农、林、牧、渔业中公司数量不足20家。

提升比例最低的3个行业依次为农、林、牧、渔业，卫生服务业，交通运输、仓储和邮政业。其中，卫生服务业和交通运输、仓储和邮政业在应对气候变化议题的绩效在各行业中分列第1和第5位，增幅处于合理范围。但对于农、林、牧、渔业而言，应对气候变化属于高实质性议题，行业亟需加强关注并积极应对气候变化风险，以确保行业的长期可持续发展，为经济发展和人民生活提供稳定的基础保障。

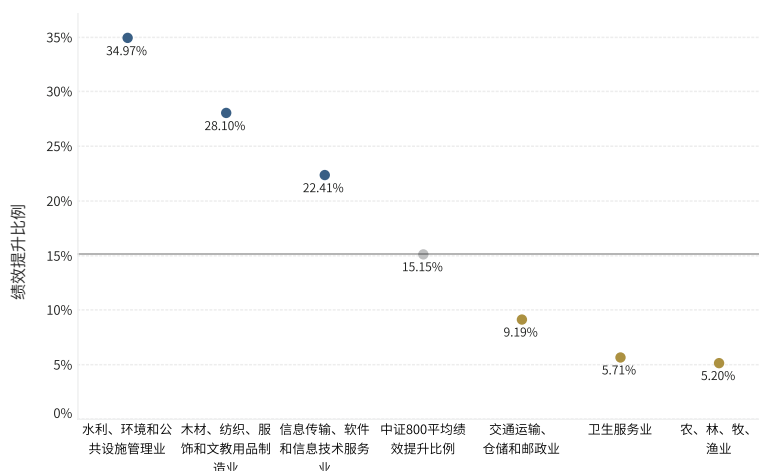


图22 中证800成分股应对气候变化议题绩效提升情况 (2023-2024)

数据来源：商道融绿STαR ESG数据平台

从应对气候变化议题中的具体指标来看，我们对上市公司的碳排放管理评估主要包括企业是否制定未来的碳排放管理规划、目标和路线图及管理措施，根据企业不同的披露程度，可将信息分为两大类，一类为简单的定性管理披露（定性披露），指仅有定性的管理方针和方向，例如“公司坚持绿色发展，低碳环保和节能减排”，另一类管理信息中包含明确定量目标及时间表（定量目标），例如“公司计划于5年内减少30%的碳排放”。2018-2024年，中证800成分股公司碳管理目标相关披露逐年增加（图23），到2024年已有93.25%的公司进行了主动披露，其中仅有定性披露的公司仍占大多数，但制定了定量的碳排放管理目标的公司也已从2018年的7家增长到了2024年的207家。虽然增幅可观，但上述上市公司制定和披露定量的碳排放管理目标，大部分并未与我国按照《巴黎协定》制定的“双碳”目标的达成保持清晰的一致性，且在行动层面仍需持续加强落实。

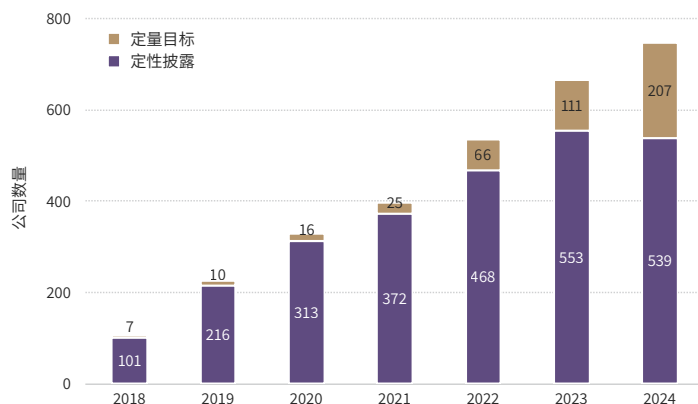


图23 中证800成分股碳排放管理目标披露情况 (2018-2024)

数据来源：商道融绿STαR ESG数据平台

除了碳排放管理目标之外,减碳措施更能看出公司是否有实际的措施推动减碳目标的达成,因此,我们统计了上市公司对自身减碳措施的披露情况。从中证800成分股公司整体来看,有87.25%的公司披露了其减少碳排放所采取的具体措施,相对2023年增长了12.65%。其中水利、环境和公共设施管理业,电力、热力、燃气及水的生产和供应业,食品饮料制造业,房地产业,原材料加工制造业披露率最高,均超过了90%。而信息传输、软件和信息服务业,卫生服务业、医药制造业的披露率最低,尚不足80%。

同时,我们也分析了上市公司碳排放数据披露情况(图24),碳排放数据是指企业自身生产经营过程中产生的温室气体(主要为二氧化碳,也包括甲烷、一氧化二氮、氢氟碳化物等)的量化排放数据。2018年至2024年,中证800成分股公司对碳排放数据的披露在逐年上升。2024年中证800成分股公司中,有超过61.75%的公司披露其碳排放数据,较2023年增长了16.75%,并且其中已有超过85%的公司能够按照全口径(上市公司主体及分子控公司)进行披露,这能够帮助投资者全面了解上市公司的碳排放总量及效率。

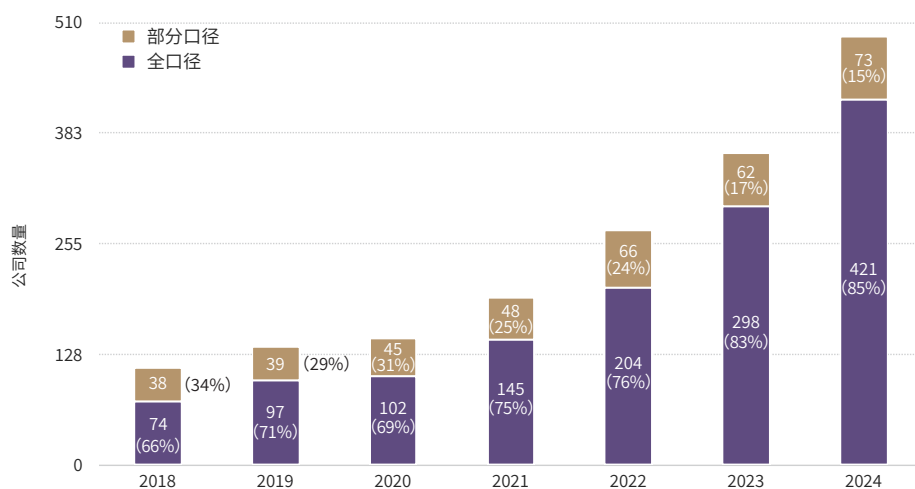


图24 中证800成分股碳排放数据披露情况(2018-2024)

数据来源:商道融绿STαR ESG数据平台

除了对上市公司碳排放管理目标、措施、碳排放数据的披露情况进行统计之外,我们也参考TCFD(气候相关财务信息披露工作组)的建议框架,在指标体系中纳入了上市公司气候变化相关治理结构、识别气候变化风险、管理气候变化风险等指标。数据统计显示,中证800成分股公司中有35.5%的公司披露其将气候变化治理纳入管理层/董事会职责范围中,此数据是2023年(23.6%)的1.5倍,这表明,气候变化相关问题开始得到更多上市公司管理层的广泛关注,但还有很大发展空间。另外,我们发现超过51.88%的中证800成分股公司开始关注并分析气候相关风险对自身业务发展带来的影响或机遇,且已有40.25%的公司从不同的气候变化风险类别(物理风险、转型风险等)进行深度分析。

综合来看,以中证800成分股公司为样本,上市公司对应对气候变化议题的关注迅速提升,一定比例的公司已能够从公司战略角度认识到气候变化对自身业务的潜在影响,并积极制定应对策略,寻找机遇,规避风险。随着上市公司在这一领域的持续实践与探索,有关应对气候变化的公司战略、风险管理、减碳目标、情景分析等信息披露也有望日趋完善。

4.2.2 员工发展

员工发展是涉及全部行业的通用议题,也是关系到企业可持续发展的重要课题。有效的员工发展管理不仅能够优化企业的组织结构,提高员工的能力和素质,还能为企业可持续发展提供强有力的人力资源保障。只有把员工发展议题管理好,才能实现员工持续成长和企业可持续发展的共赢。

2023年至2024年,员工发展议题是社会维度6大议题中绩效得分提升幅度最大的议题。这说明越来越多的上市公司认识到员工发展对于企业成长具有重要影响。2018年至2024年的6年间,员工发展议题的全行业通用指标的披露率持续上升,2022年至2024年,从33.20%升至51.95%,每年平均提升接近10个百分点。其中,促进多元化和禁止雇佣童工指标的披露率提升达到50%,反歧视、反强迫劳动和女性员工数量等指标披露率的升幅也超过了48%。可见,上市公司对于员工权益的关注与管理不断加强,公司更加重视为员工创造平等、多元、包容的工作环境。

2024年,员工发展议题得分最高的3个行业是卫生服务业,木材、纺织、服饰和文教用品制造业,水利、环境和公共设施管理业。得分居末的3个行业分别是其他服务业,信息传输、软件和信息技术服务业,农、林、牧、渔业(图25),采矿业以微弱优势列于全行业倒数第4位。相较2023年,议题绩效得分提升最多的行业是运输设备和通用专用设备制造业(7.12分),木材、纺织、服饰和文教用品制造业(6.98分),水利、环境和公共设施管理业(6.30分)。其中,运输设备和通用专用设备制造业因基线较低,2024年该议题绩效得分与全行业均分(60.52分)仍有0.73分的差距。

值得关注的是,员工管理议题得分最低的几个行业,如其他服务业,农、林、牧、渔业,采矿业等均属于对人力资源高度依赖的传统行业。上市公司只有充分认识到员工发展对于行业高质量发展的重要性,才能更好地应对外部环境不确定性带来的挑战,推动行业的转型和持续稳健发展。

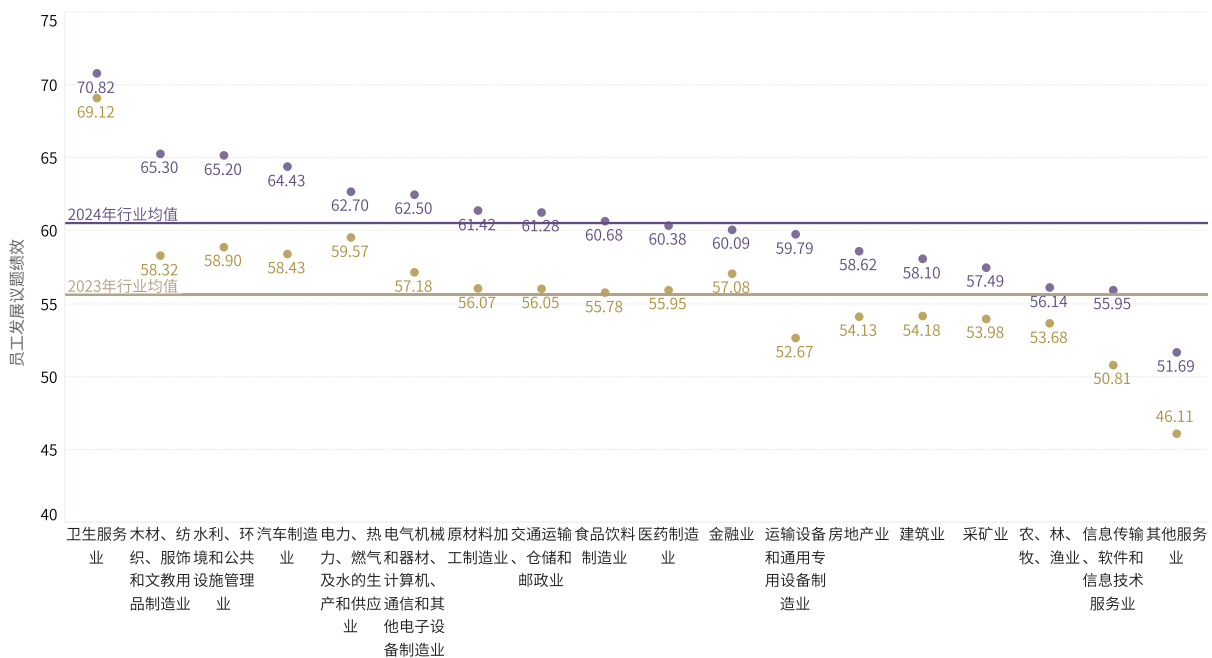


图25 中证800成分股员工发展议题绩效 (2023-2024)

数据来源:商道融绿StAR ESG数据平台

4.2.3 生物多样性

世界经济论坛的研究报告指出,全球超过一半以上的GDP中度或高度依赖自然,各行各业直接或间接依赖生物多样性。随着气候变化的加剧,人类对自然资源需求的不断增加,地球上生物多样性的急剧减少,已成为人类生存与可持续发展的重要障碍。同时,生物多样性的破坏还会给企业带来监管、转型以及金融风险,从多个层面持续影响投资者的投资回报。

生物多样性作为行业议题,对采矿业,金融业,房地产业,水利、环境、公共设施管理业,农、林、牧、渔业,卫生服务业等6个行业的实质性更强。过去一年,以上6个行业该议题的平均绩效提升了9.24分,居全部14个核心议题之首。其中,房地产业的生物多样性议题ESG评分超过采矿业,跃居首位,绩效得分超出第2名采矿业近6分之多(图26)。

在生物多样性议题涉及的全部6个行业中,卫生服务业以46.99分的绩效得分位列各行业末位。即便如此,与上年相比,该行业的议题绩效提升了7.92分,这一变化也反映出该行业对于生物多样性议题的关注在迅速提升。随着的卫生服务行业科技水平和创新能力的发展,未来对生物多样性资源的需求和依赖可能呈现持续增强的趋势,上市公司只有持续关注生物多样性议题,才能更早发现机遇,及时规避风险,支持企业乃至行业持续、稳健前行。

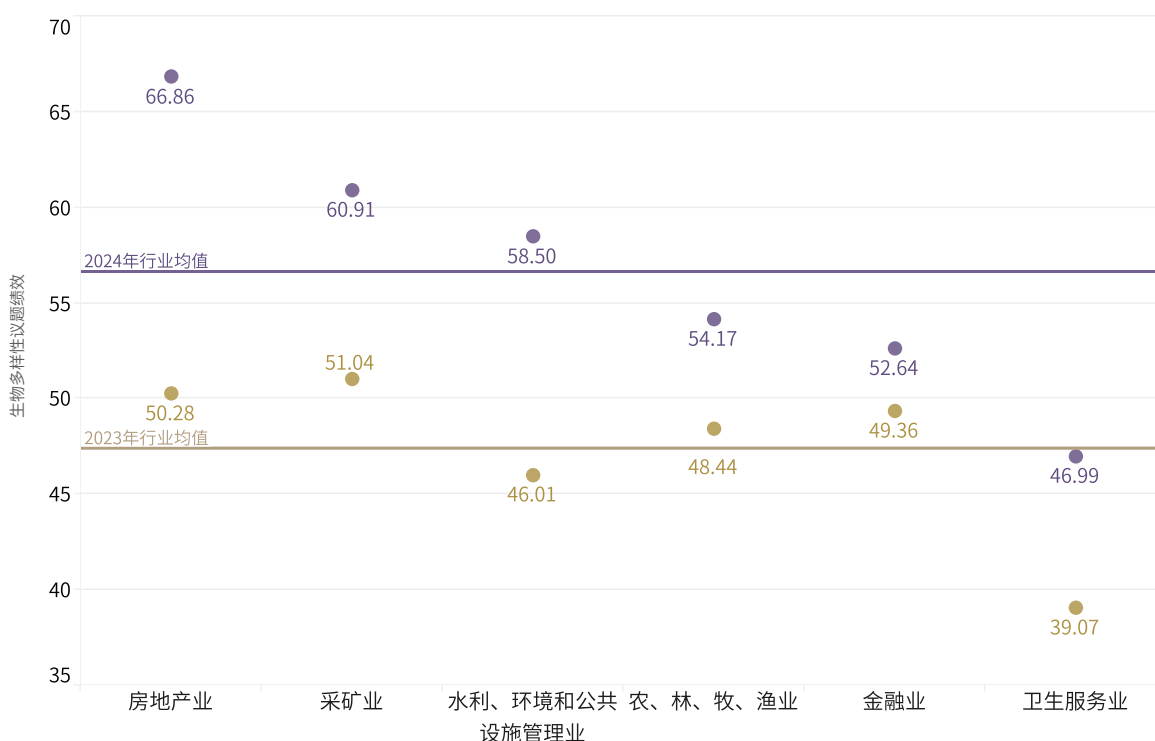


图26 中证800成分股生物多样性议题绩效(2023-2024)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

5 A股上市公司ESG风险分析

5.1 A股ESG风险历史10年数据分析

2014年6月1日至2024年5月31日, 商道融绿ESG风险雷达数据库共计识别分析A股ESG风险事件43,970起, 覆盖5,320家上市公司。其中, 环境类风险事件11,820起, 占比26.88%; 社会类风险事件13,930起, 占比31.68%; 公司治理类风险事件18,220起, 占比41.44%。

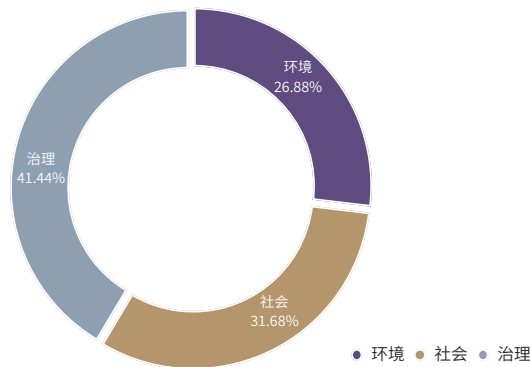


图27 A股ESG历史风险事件统计 (2014.06-2024.05)

数据来源: 商道融绿ESG风险雷达系统

从融绿一级行业ESG风险事件数量分布来看, 环境类风险事件常见于原材料加工制造业与采矿业, 事件性质多为环境监管类处罚与通报; 社会类风险事件集中在金融业, 事件来源主要为业务违规类行政处罚; 公司治理类风险事件在金融业、原材料加工业, 以及与电气机械和器材、计算机、通信和其他电子设备制造业较为多发, 主要涉及商业道德与合规管理类负面事件。

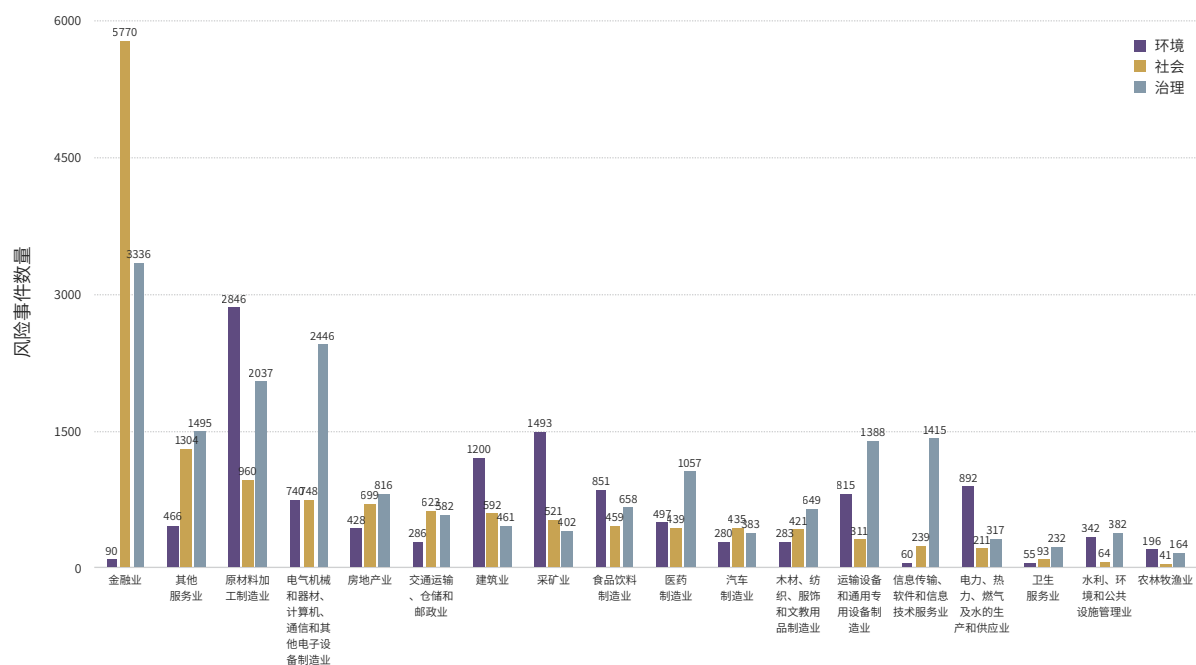


图28 A股ESG风险事件行业分布统计 (2014.06-2024.05)

数据来源: 商道融绿ESG风险雷达系统

过去10年间,商道融绿ESG风险雷达收录的公司治理类风险事件总数相比于环境与社会类事件较高;从事件严重性与影响程度等级角度来看⁹,公司治理类风险事件的中高等级数量也高于其他两类(环境、社会与公司治理类风险事件的中高等级事件占比分别为11.56%、12.36%、26.71%)。

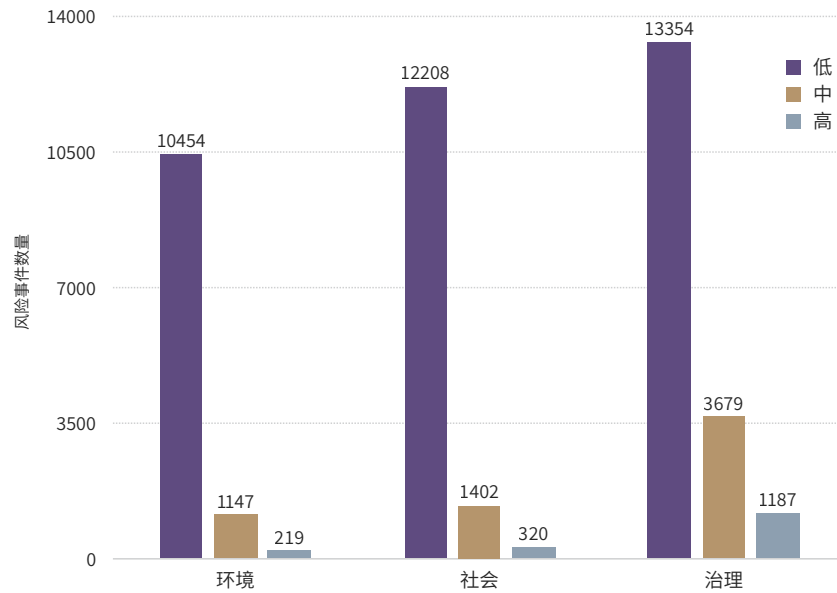


图29 A股ESG历史风险事件等级分布 (2014.06-2024.05)

数据来源:商道融绿ESG风险雷达系统

从ESG风险议题(事件类型)角度分析,污染物排放与环境合规是上市公司环境维度占比最高的风险类型;产品(业务)风险和员工负面事件是社会维度最常见的风险类型;商业道德与合规管理是公司治理维度面临的频发风险。

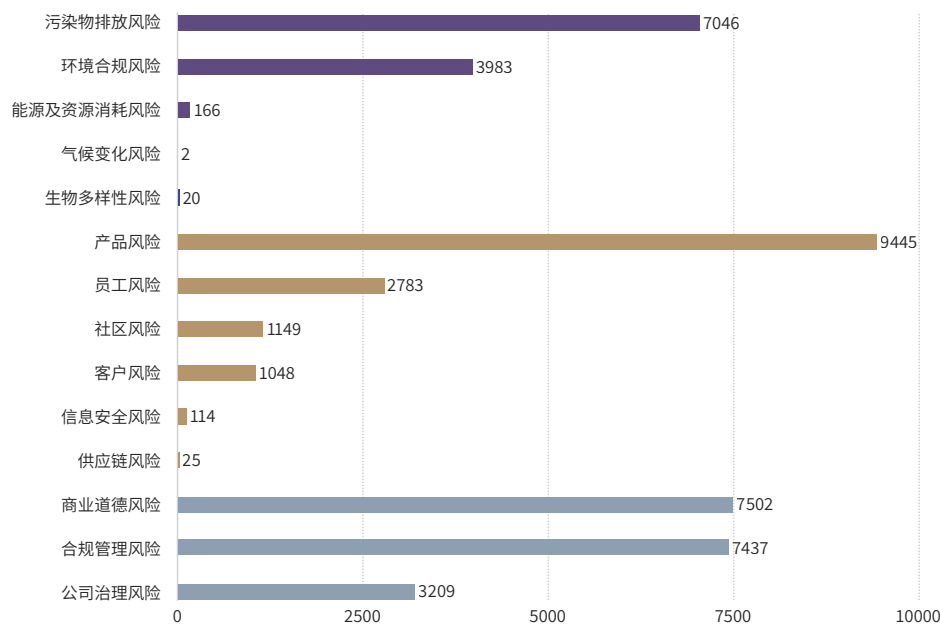


图30 A股ESG风险事件类型统计 (2014.06-2024.05)

数据来源:商道融绿ESG风险雷达系统

⁹ 商道融绿在事件的实质性基础上,综合考虑行业属性、发生频次、社会影响、公司责任和回应情况等维度来评估事件风险,将其划分为低风险、中风险和高风险三个等级。

5.2 中证800成分股风险事件统计与发展趋势分析

我们以2021年6月1日至2024年5月31日为统计区间,重点分析中证800成分股公司2022年度、2023年度与2024年度的风险变化情况¹⁰。

2024年度,商道融绿ESG风险雷达收录的中证800成分股公司风险事件数量出现攀升,社会类与公司治理类风险事件增加。2022年度,共收录中证800成份股风险事件2,305起(环境类420起,社会类1,121起,公司治理类764起);2023年度共收录2,292起(环境类342起,社会类940起,公司治理类1,010起);2024年度收录3,071起(环境类349起,社会类1,473起,公司治理类1,249起)。

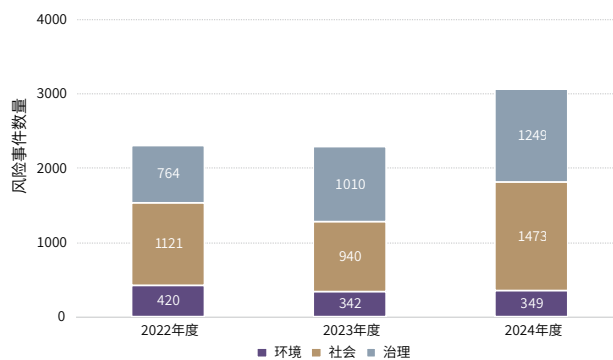


图31 中证800成分股过去三年ESG风险事件统计 (2021.06-2024.05)

数据来源:商道融绿ESG风险雷达系统

具体分析14个风险议题的发展趋势,可以发现2024年度中证800成分股公司环境合规、污染物排放以及能源及资源消耗风险事件与上一年度持平;而员工风险、商业道德风险以及合规管理风险事件数量在过去三年中持续上升。

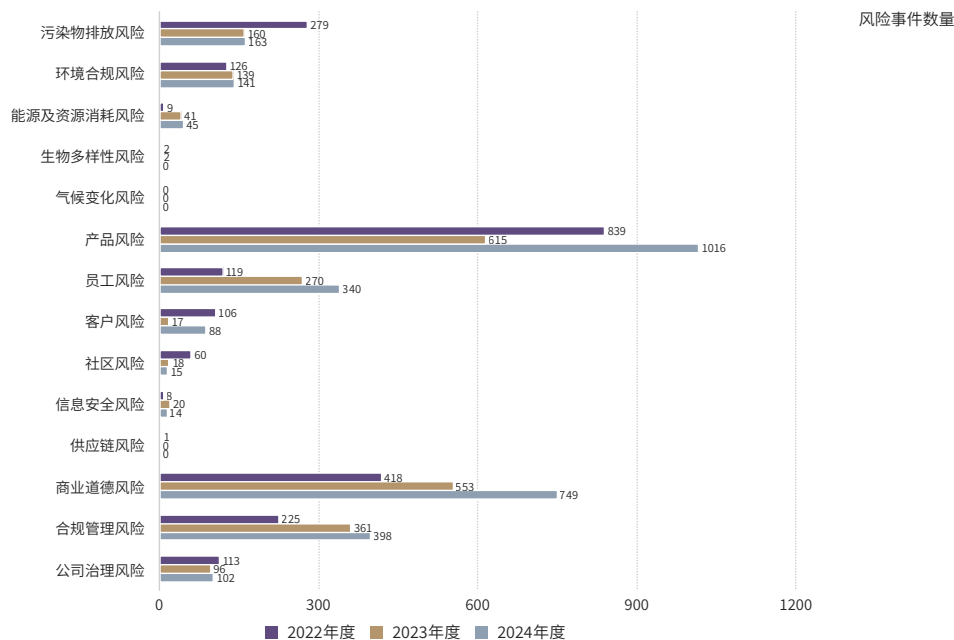


图32 中证800成分股过去三年ESG风险议题变化趋势 (2021.06-2024.05)

数据来源:商道融绿ESG风险雷达系统

¹⁰ 我们将2021年6月1日至2022年5月31日设定为2022年度,并以此类推2023年度与2024年度。

5.2.1 环境类风险趋势分析

过去10年间,生态环境领域的严格监管已成为常态,“刚性约束”逐步确立,使得上市公司环境类风险事件数量有所降低。生态环境部新修订的《生态环境行政处罚办法》(以下简称《处罚办法》)已于2023年7月1日起施行。《处罚办法》规范与完善了调查取证与处罚程序,新增通报批评、降低资质等级、限制开展生产经营活动等多项处罚种类,并强化信息公开制度;同时还首次增加了初次违法和无主观过错违法不予处罚、从重和从轻处罚的规定,体现出了“宽严相济”的原则。新法施行后,上市公司在日常生产经营活动中情节轻微、危害程度较小的环境违法违规行为可能会被免于处罚,而较为严重的违法行为将会面临罚金以外的更为严格的处罚类型。

2024年度上市公司毁林、违法采矿、破坏生态等能源及资源消耗风险事件仍屡见不鲜。为提高生态环境监测质量,2023年9月6日,生态环境部联合中国科学院印发了《全国生态质量监督监测工作方案(2023—2025年)》,通过组建全国生态质量监测网络、全面加强数据管理和质控等4方面举措,积极推进卫星遥感、航空遥感、地面监测的协同,重点区域实现亚米级监测,实施“三级检查、两级验收”的质控制度,使生态质量监测常态化。可以预见,随着监督检测技术的提高,原材料加工制造业、采矿业以及电力、热力、燃气及水的生产和供应业在能源及资源消耗方面的风险水平仍将维持高位。

5.2.2 社会类风险趋势分析

安全生产是企业可持续发展的重要组成部分。中证800成分股公司员工风险事件逐年增加,其中安全生产类事件近年来较为常见。过去三年,融绿ESG风险雷达系统已收录千余条涉及安全隐患、员工伤亡事故等安全生产维度的风险事件,以采矿业最为频发,其次为原材料加工制造业和建筑业。2021年6月国家应急管理部修订《安全生产法》,组织建立并落实安全风险分级管控和隐患排查治理双重预防工作机制。2023年4月,国务院安委会印发《全国重大事故隐患专项排查整治2023行动总体方案》要求突出煤矿、非煤矿山、危险化学品、交通运输、建筑施工、特种设备等重点行业领域,开展针对性排查整治。投资者可长期关注该类企业安全类风险,规避重大暴雷事件。

另一方面,产品风险事件数量居高不下。银行业监管力度的持续加码是原因之一。2023年2月,央行和原银保监会要求商业银行持续做好贷前贷后管理;同年4月,原银保监会办公厅印发通知提出,要求银行业金融机构加强贷款“三查”。此外,监管部门对银行业涉刑案件风险防控要求也更加严格。2023年8月,国家金融监督管理总局发布《银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法(征求意见稿)》,拟完善银行保险机构涉刑案件的风险防控制度,健全全链条治理机制,助力银行保险机构在全面防范刑事法律风险、合规经营上行稳致远。

5.2.3 治理类风险趋势分析

中证800成分股公司商业道德与合规管理风险事件依旧呈现逐年攀升的趋势。2024年初,证监会连发四文,就严惩操纵市场恶意做空、“两融”融资业务风险等问题进行公开回应,通报多起涉嫌操纵市场恶意做空案件,重点惩治“关键少数”,持续贯彻“追首恶”原则。随后3月,证监会连开六份涉及内幕交易、操纵市场等违法违规行为的行政处罚书,其中不乏千万级罚单。从整体趋势上看,该类风险事件受政策力度影响明显,2021年底、2024年初两次重拳整治行动时期风险事件收录数量显著增多。

2024年度合规管理类风险较为突出的是上市公司独立董事履职或聘任环节出现违规行为。多年来,独立董事制度存在的问题饱受市场诟病,如独立董事定位不清晰、责权利不对等、监督手段不够、履职保障不足等。2023年9月,始于2001年的独立董事制度迎来首次全面性重要改革,证监会出台《上市公司独立董事管理办法》,对

上市公司董事会及专门委员会的设置、独立董事专门会议机制、独立董事的独立性、任职条件、任职期限及兼职家数等事项作出新要求。新规设置一年过渡期，要求上市公司在过渡期内逐步调整至符合上述规定。截至目前，沪深交易所与证监会已针对上市公司独立董事任职规范问题接连开出多张罚单，再次强化独董任职规范落实力度。随着新规过渡期即将结束，未来上市公司在独董提名、选举和履职方面将面临更严格的约束，独立董事任职规范风险也需投资者持续关注。

6 A股上市公司ESG绩效与股价关系研究

这一部分我们从投资的角度分析和理解A股上市公司ESG绩效与股价的关系。首先,我们需要深入理解ESG投资的含义。ESG投资是在进行投资决策时考虑企业的环境、社会和治理(ESG)因素及其表现。环境因素主要包括企业在运营过程中对环境产生的影响,如污染、能源消耗等。社会因素包括企业在对待员工、社区、消费者等方面的行为,如公平待遇、消费者保护、社区投入等。治理因素主要涉及企业的管理结构和运作方式,如董事会结构、风险管理、股东权益等。这些因素反映了企业的社会责任,以及其在面临全球气候变化、资源短缺、社会不公等挑战时的应对策略。经过研究发现,优秀的ESG表现有可能为投资者带来超额回报(doing well by doing good),这一概念也被学界称为"Sustainable Alpha"。

我们必须承认,超额回报的可能性非常重要,因为如果ESG投资能够带来超额回报,这将激励投资者在投资决策中更多地考虑可持续发展因素。这不仅有利于环境和社会的改善,还能带来经济效益。在去年的报告中,我们详细分析了沪深300和中证500中基于ESG因素选股的表现,研究结果表明,从长期投资的角度看,ESG投资策略可能带来超额收益和长期更高的夏普比率。我们强调,对ESG投资表现的跟踪和理解非常重要,只有持续跟踪、长期比较,我们才能更深入地理解ESG投资的效果。此外我们发现在ESG优选策略中引入ESG风险事件驱动策略,这种长期投资和短期风控结合的思路可能进一步提升ESG优选策略的表现。

去年,我们从细分的议题视角,结合行业实质性(Materiality)矩阵,深入探讨不同行业ESG议题如何影响并传导到公司的股价。具体而言,我们发现,对于每个行业,那些被认为是最具实质性的ESG议题对股价有更明显的传导效果。这对主动和量化的分析师以及基金经理在投资流程中整合ESG信息具有重要的指导意义。

我们坚信ESG投资是长期投资,因此我们把当下ESG表现对未来股价传导机制的影响时间维度拉长,发现ESG绩效对股价传导的影响在更长的时间维度也是稳定存在的。在实际的投资流程中,分析师和基金经理可以针对所投资的特定行业,重点关注该行业最具实质性的ESG议题。在做投资决策时,为在传导机制中效果显著的实质性议题赋予更大的权重。这种策略将有助于长期提升投资组合的超额回报,并改善收益风险比。这种框架下的研究不仅可以加深我们对ESG投资和股价之间关系的理解,也为ESG投资策略提供了更精细的实施路径,有望进一步推动ESG投资在实际操作中的应用,并推动企业更积极地在环境、社会和治理方面做出改变,共同推动可持续发展。

6.1 ESG绩效与股价成正相关关系

我们首先将ESG评分、ESG评分变化率、ESG管理得分都进行了市值、行业和风格的中性化处理,再详细分析上市公司ESG因子的选股效果。以沪深300为例,每个月末筛选ESG评分排名靠前的20%公司,构建ESG择优策略;每个月末筛选ESG评分变化率排名靠前的20%公司,构建ESG进步择优策略;另外每个月末筛选ESG管理评分排名靠前的20%公司,构建ESG管理择优策略。我们发现,从2016年7月到2024年4月期间,ESG择优、ESG进步择优和ESG管理择优策略相对于沪深300指数分别取得5.35%、4.96%和6.54%的年化超额收益,夏普比率从沪深300的0.10分别提升到0.38、0.38和0.46(图33、图34)。

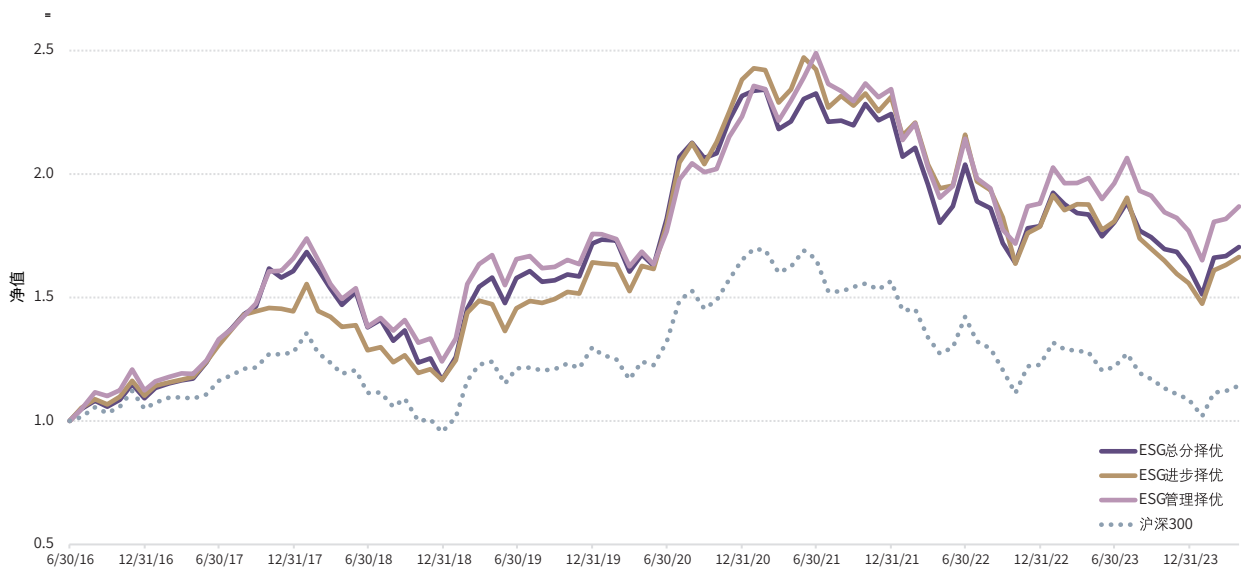


图33 沪深300 ESG 择优策略表现 (2016.6.30-2024.4.30)

数据来源: 商道融绿ESG投资研究

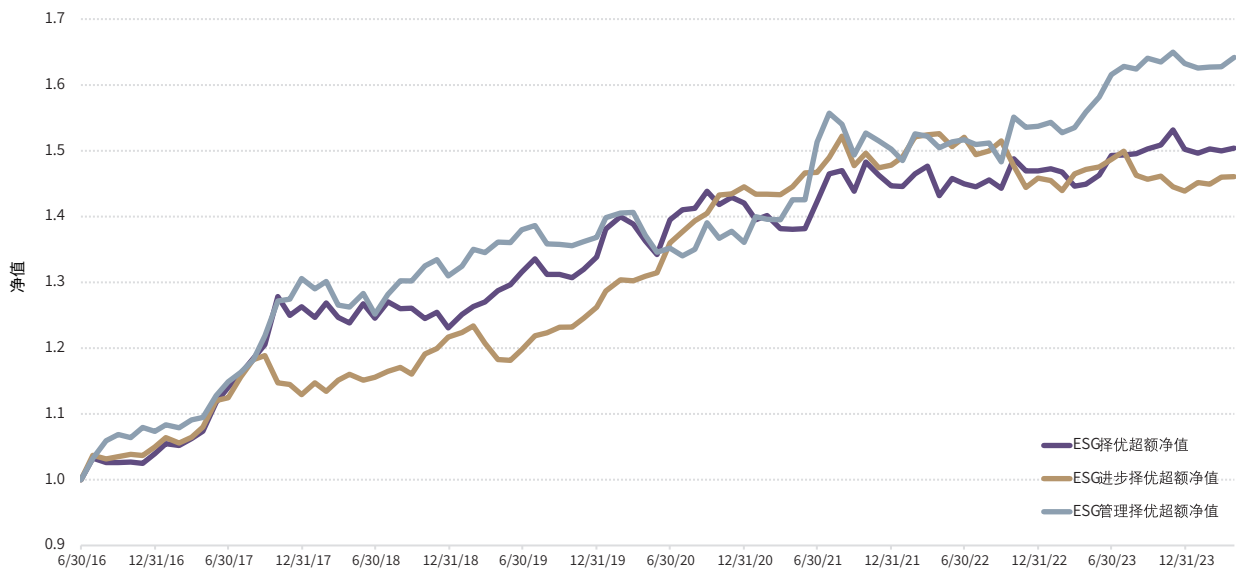


图34 沪深300 ESG择优策略超额收益表现 (2016.6.30-2024.4.30)

数据来源: 商道融绿ESG投资研究

在沪深300的ESG择优策略的基础上,我们可以纳入ESG风险事件驱动策略。这背后的逻辑在于,首先研究发现中高等级的ESG风险事件在窗口期对上市公司产生累积异常超额收益,其次ESG择优策略主要利用的是公司相对稳定的ESG绩效,而ESG风险事件对于公司ESG表现的更新更加及时。我们研究发现,在ESG优选策略里剔除最近1个月或最近3个月发生过中级或高等级风险事件的股票,可以提升原有ESG优选策略的效果。比如ESG进步择优策略剔除近1个月发生过中高风险事件的股票后,策略年化收益提升1.11%,如果再进一步剔除近3个月发生过中高风险事件的股票后,策略年化收益再提升1.25%。又比如ESG管理择优策略剔除近1个月发生过中高风险事件的股票后,策略年化收益提升1.54%,如果再进一步剔除近3个月发生过中高风险事件的股票后,策略年化收益再提升1.23%(图35)。

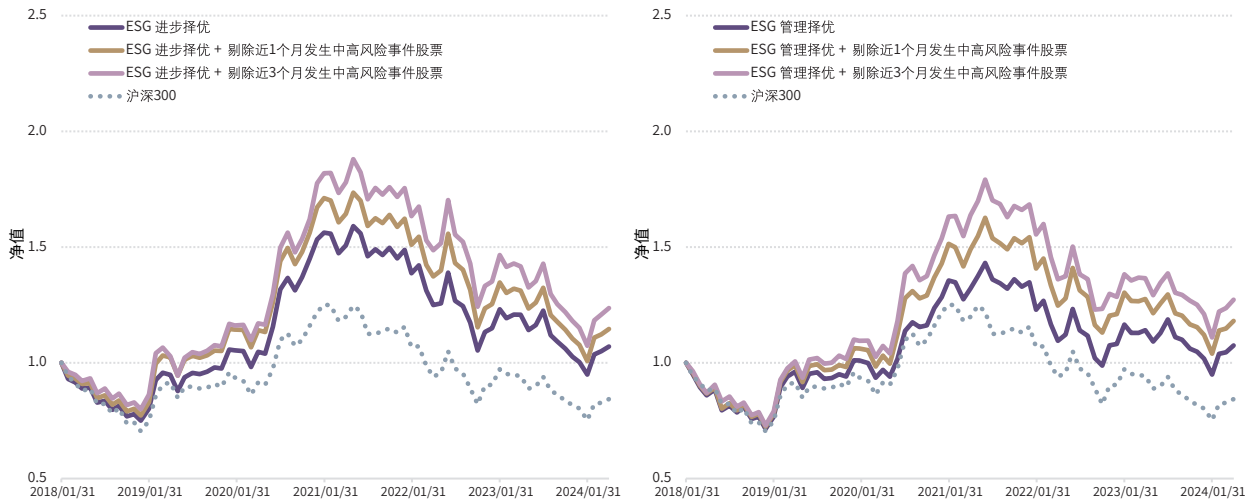


图35 沪深300 ESG择优+ESG风险事件剔除复合策略收益表现(2018.1.31-2024.4.30)

数据来源:商道融绿ESG投资研究

对于中证500,我们也首先将ESG评分、ESG管理得分、ESG风险得分都进行了市值、行业和风格的中性化处理,再详细分析上市公司ESG评级的选股效果。每个月末筛选ESG评分排名靠前的20%公司,构建ESG择优策略;每个月末筛选ESG管理得分排名靠前的20%公司,构建ESG管理择优策略;另外每个月末筛选ESG风险得分排名靠前的20%公司,构建ESG风险择优策略。我们发现,从2016年7月到2024年4月期间,ESG择优、ESG管理择优和ESG风险择优策略相对于中证指数分别取得5.54%、5.90%和3.40%的年化超额收益,夏普比率从中证500的0.04分别提升到0.31、0.34和0.20(图36、图37)。

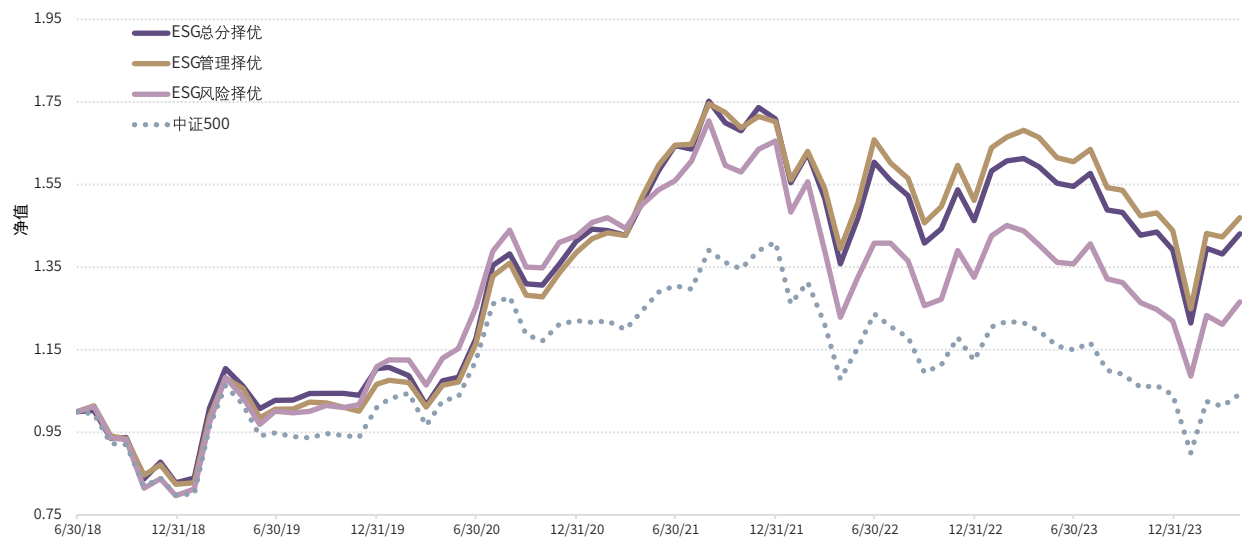


图36 中证500 ESG择优策略表现(2018.6.30-2024.4.30)

数据来源:商道融绿ESG投资研究

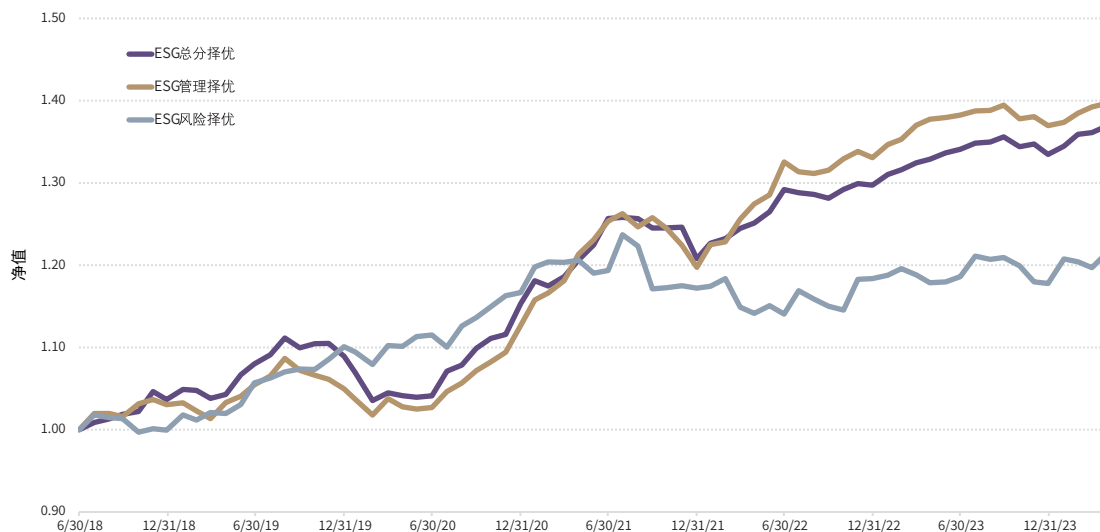


图37 中证500 ESG择优策略超额收益表现 (2018.6.30-2024.4.30)

数据来源: 商道融绿ESG投资研究

6.2 ESG绩效与股价传导机制深入研究

我们持续研究和跟踪ESG议题对股价传导机制, 从最开始ESG总分和E、S、G得分对股价的传导机制研究, 到后来结合了行业实质性矩阵¹¹, 来看ESG议题层面对股价的传导机制的研究。我们都发现了ESG评分通过现金流、个体风险和系统风险途径对股价形成传导。我们在以往的研究中, 主要关注的是ESG绩效对未来一年股价传导的情况, 而我们知道ESG投资是长期投资, 所以我们也要关注ESG绩效对未来两年甚至更长时间的股价传导效果。我们发现无论是ESG得分还是结合了行业实质性的ESG议题得分, ESG表现好可以在更长的时间内通过现金流、个体风险和系统风险传导到股价表现。

我们对ESG总分、E、S和G得分进行市值和行业中性化处理, 通过对全部A股从小到大排序分为5组, 计算传导机制目标指标 (比如未来两年ROE¹²) 的Q5-Q1 (第5组减第1组) 的结果, 再综合来看现金流、个体风险和系统风险这3条传导路径, 将3条路径各占1/3的权重把8个指标汇总计算出综合结果。我们发现ESG得分传导机制的分析结果和预期相符, 即ESG表现越好, 未来两年的现金流越好, 未来两年个体风险和系统风险相对更低 (图38)。

¹¹ 这里我们采用商道融绿行业实质性矩阵。

¹² 经过了z-score标准化处理。

传导机制	Q5-Q1	期望的符号	ESG总分	E	S	G
现金流	未来两年ROE	+	0.127	-0.002	0.049	0.181
	未来两年yield	+	0.204	0.111	0.34	0.261
个体风险	未来两年诉讼案件次数	-	-0.249	-0.008	-0.088	-0.340
	未来两年监管处罚次数	-	0.006	0.165	-0.128	-0.048
	未来两年股价腰斩	-	-0.264	-0.209	-0.150	-0.221
	未来两年最大回撤	+	0.370	0.273	0.176	0.376
系统风险	未来两年的beta	-	-0.083	-0.163	0.023	-0.152
	未来两年波动率	-	-0.247	-0.138	-0.087	-0.289
总体	平均值	+	0.183	0.096	0.070	0.229

图38 全部A股ESG得分的传导机制目标指标分组结果¹³ (2020-2023)

数据来源:商道融绿ESG投资研究

在发现在全A股内, ESG得分对未来两年传导机制目标有分组预测效果后, 我们进一步来研究在不同行业内, 具有实质性的ESG议题对未来两年传导机制目标是否也有分组预测效果。为什么要做行业的实质性议题的传导机制分析? 这是因为对于主观和量化基金经理, 在将ESG整合到投资过程中, 需要知道哪些议题对于他们关注的特定行业是具有财务实质性的, 因为系统性的将具有财务实质性的ESG议题融入到投资框架中, 可以长期提升投资组合的收益并降低风险。我们这里的研究是借助传导机制的分析系统性地梳理对于融绿一级行业, 哪些ESG议题具有财务实质性, 以供投资者在主动和量化管理的ESG投资整合中有针对性的考虑具有财务实质性的ESG议题。下面我们展示两个融绿一级行业的结合实质性矩阵的传导机制研究的结果。我们以两个行业为例: 信息传输、软件和信息技术服务业和电气机械和器材、计算机、通信和其他电子设备制造业, 如图39和图40所示。

对于信息传输、软件和信息技术服务业, 实质性最高的ESG议题主要是: 能源与资源消耗、员工发展、治理体系和商业道德。我们可以看到这4个实质性最高的ESG议题的得分, 在市值中性化处理之后, 通过对行业内的股票从小到大排序分组, 计算每个议题的每个传导机制目标指标 (比如未来一年ROE¹⁴) 的Q5-Q1 (第5组减第1组) 的结果, 再综合来看现金流、个体风险和系统风险这3条传导路径, 将3条路径各占1/3的权重把8个指标汇总计算出综合结果。我们发现信息传输、软件和信息技术服务业的4个实质性最高议题的传导机制的分析结果和预期相符, 其中员工发展与商业道德这两个议题的传导效果最明显, 其次是能源及资源消耗与治理体系。这样的表格对于专注于信息传输、软件和信息技术服务业的行业分析师和基金经理来说, 是很重要的, 因为它相当给出了投资参考: 即如果在该行业的ESG投资整合过程中, 整合员工发展与商业道德因素, 和能源及资源消耗与治理体系因素, 是有可能提升投资组合的收益风险特征的, 从而长期有可能获得超额回报。

¹³ 2020年6月-2023年6月的3年, 分析2020年6月的ESG表现和未来两年传导机制目标指标的关系; 分析2021年6月的ESG表现和未来两年传导机制目标指标的关系; 然后取算术平均值。

¹⁴ 经过了z-score标准化处理。

信息传输、软件和信息技术服务业			Environment				Social					Governance	
			环境政策	能源及资源消耗	污染物排放	应对气候变化	员工发展	供应链管理	客户管理	产品管理	社区	治理体系	商业道德
传导机制	Q5-Q1	期望的符号	E 1	E 2	E 3	E 4	S 1	S 2	S 3	S 4	S 6	G 1	G 2
现金流	未来两年ROE	+	0.34	0.08	0.04	0.02	0.14	-0.14	0.09	0.15	-0.25	0.09	0.23
	未来两年yield	+	0.28	0.34	0.07	0.17	0.36	0.20	0.16	0.00	-0.20	0.21	-0.03
个体风险	未来两年诉讼案件次数	-	-0.04	0.11	-0.28	0.12	-0.06	0.43	0.08	-0.46	0.13	-0.18	-0.24
	未来两年监管处罚次数	-	-0.01	0.46	-0.35	0.29	0.09	0.50	0.06	-0.50	0.28	-0.19	-0.41
	未来两年股价腰斩	-	-0.32	-0.08	0.07	-0.07	-0.18	0.36	-0.07	-0.28	-0.17	-0.39	0.29
	未来两年最大回撤	+	0.56	0.38	-0.33	0.28	0.46	-0.16	0.06	0.17	0.43	0.52	0.26
系统风险	未来两年的beta	-	-0.25	-0.61	0.90	-0.62	-0.58	-0.65	-0.26	0.69	-0.33	0.02	-0.15
	未来一年波动率	-	-0.32	0.22	-0.51	0.32	0.03	0.59	0.37	-0.54	-0.17	-0.21	-0.28
综合结果			0.28	0.13	-0.03	0.07	0.23	-0.10	0.02	0.12	0.02	0.19	0.20
实质性议题传导机制是否方向正确				符合			符合					符合	符合
pillar 平均值			0.11				0.06					0.20	

图39 信息传输、软件和信息技术服务业ESG议题的传导机制目标指标分组结果

数据来源: 商道融绿ESG投资研究

对于电气机械和器材、计算机、通信和其他电子设备制造业, 实质性最高的ESG议题主要是: 能源与资源消耗、污染物排放、应对气候变化、员工发展、治理体系和商业道德。我们发现6个实质性最高议题的传导机制的分析结果和预期相符, 其中能源及资源消耗与治理体系这两个议题的传导效果最明显, 其次是污染物排放与应对气候变化, 再其次是员工发展与商业道德。这样的表格对于专注于电气机械和器材、计算机、通信和其他电子设备制造业的行业分析师和基金经理来说, 是很重要的, 因为它相当给出了投资参考: 即如果在该行业的ESG投资整合过程中, 整合能源及资源消耗与治理体系因素, 和整合污染物排放与应对气候变化因素, 是有可能提升投资组合的收益并降低风险的, 从而长期有可能获得超额回报。

电气机械和器材、计算机、通信和其他电子设备制造业			Environment				Social					Governance	
			环境政策	能源及资源消耗	污染物排放	应对气候变化	员工发展	供应链管理	客户管理	产品管理	社区	治理体系	商业道德
传导机制	Q5-Q1	期望的符号	E 1	E 2	E 3	E 4	S 1	S 2	S 3	S 4	S 6	G 1	G 2
现金流	未来两年ROE	+	0.09	-0.05	-0.01	0.01	-0.08	-0.04	0.12	0.24	0.00	0.12	0.15
	未来两年yield	+	0.33	0.27	0.20	0.19	0.08	0.10	-0.03	0.12	0.34	0.26	0.09
个体风险	未来两年诉讼案件次数	-	-0.01	0.22	0.18	0.30	0.09	0.15	-0.31	-0.15	-0.01	-0.20	-0.33
	未来两年监管处罚次数	-	-0.10	0.10	0.12	0.11	-0.09	0.12	-0.22	-0.28	0.01	-0.40	-0.18
	未来两年股价腰斩	-	-0.31	-0.34	-0.14	-0.24	-0.18	-0.20	0.15	0.01	-0.26	-0.32	-0.10
	未来两年最大回撤	+	0.38	0.58	0.32	0.40	0.36	0.38	-0.28	-0.05	0.32	0.48	0.04
系统风险	未来两年的beta	-	0.04	-0.54	-0.51	-0.58	-0.24	-0.67	0.76	0.37	-0.19	-0.29	0.13
	未来一年波动率	-	-0.15	-0.27	0.02	0.06	-0.16	0.12	-0.48	-0.11	0.02	-0.42	-0.11
综合结果			0.16	0.22	0.13	0.14	0.11	0.13	-0.02	0.05	0.13	0.30	0.09
实质性议题传导机制是否方向正确				符合	符合	符合	符合					符合	符合
pillar 平均值			0.16				0.08					0.19	

图40 电气机械和器材、计算机、通信和其他电子设备制造业ESG 议题的传导机制目标指标分组结果

数据来源: 商道融绿ESG投资研究

以上我们展示了两个融绿一级行业的传导机制研究结果, 并结合了实质性矩阵做了分析和投资指导。考虑篇幅原因, 我们这里就不逐一列出剩下16个行业的传导机制的研究结果, 我们把结果汇总在下面的表格中, 展示传导机制的结果与实质性矩阵的符合程度, 见图41。

图41展示了全部A股内融绿一级行业的传导机制的结果与实质性矩阵的符合程度。针对一个行业,如果一个ESG议题被归为实质性最高(5分)的议题,与此同时类似图39或图40的传导机制的结果与预期一致,我们就认为对这个行业而言该议题传导机制结果和实质性矩阵一致。图41对于实质性最高的议题进行统计,我们发现18个融绿一级行业,平均下来,75%的实质性议题的未来两年的传导机制结果与预期相符。这说明了在主动或量化投资流程中,针对不同行业整合考虑该行业的实质性议题对股价有传导效果。在部分行业中,融绿定义的实质性最高的ESG议题的传导机制结果和预期完全相符,这些行业除了图39、40分析过的信息传输、软件和信息技术服务业和电气机械和器材、计算机、通信和其他电子设备制造业,还有交通运输业、采矿业、农林牧渔业、其他服务业。

融绿一级行业	全A传导机制结果和实质性矩阵一致	融绿一级行业	全A传导机制结果和实质性矩阵一致
金融业	80%	木材、纺织、服饰和文教用品制造业	50%
房地产业	83%	汽车制造业	67%
运输设备和通用专用设备制造业	50%	医药制造业	40%
其他服务业	100%	采矿业	100%
原材料加工制造业	67%	信息传输、软件和信息技术服务业	100%
电气机械和器材、计算机、通信和其他电子设备制造业	100%	食品饮料制造业	40%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	75%	农、林、牧、渔业	100%
交通运输、仓储和邮政业	100%	水利、环境和公共设施管理业	75%
建筑业	75%	卫生	40%
		平均	75%

图41 融绿一级行业的ESG二级议题的传导机制研究结果汇总

数据来源:商道融绿ESG投资研究

研究机构:商道融绿

研究团队:张睿 张如 李文清 廖秦镜 刘敏媛 季江雨 陈秋子

2024年6月

免责声明

本报告所有数据除特殊说明外,均来自研究机构自有研究或通过公开渠道收集。本报告研究机构无法对根据本报告中的信息做出的决定或采取的行动或该决定或行动产生的任何损失承担任何责任。

本报告不提供法律、税务、会计或具体投资方面的建议。报告中不包含也不构成任何出售或购买的要约或邀请。