

行业实践圆桌讨论观点集锦

郭沛源：China SIF 理事长、商道融绿董事长（主持人）

郭 杰：易方达基金研究部副总经理

彭 乔：银华基金研究部总监助理

秦晓娟：盛世投资首席运营官、创始合伙人

殷 红：工商银行现代金融研究院副院长

张嘉宾：威灵顿管理香港有限公司董事

倪 清：普华永道中国北方区金融行业合伙人

一、ESG 总体发展情况

郭沛源：谢谢各位嘉宾参与行业实践的圆桌论坛。第一个话题是 ESG 总体发展情况。先从全球的情况来看，所以首先有请威灵顿的张嘉宾张总来介绍一下，过去这一年您所观察到的全球资管领域在 ESG 融合方面有哪些变化，可不可以更进一步地介绍一下你们的 ESG 实践是怎样的。

张嘉宾：近些年 ESG 投资、责任投资和影响力投资发展非常迅猛，一些概念尚待厘清，甚至市场上也对这些概念还存在一些误读的情况。作为一个主动式的基金管理人，每当我们进入一个市场，我们都会问三个问题：首先是这个市场存在哪些低效率的状况，第二是什么原因造成市场低效的状况，第三是如何利用市场低效来寻找投资机会。我们也将这一理念应用于了 ESG 市场。对 ESG 市场我们认为确实存在着市场低效的情况，举两个与 ESG 维度相关的低效市场的例子。

一个例子与第三方评级机构提供的服务有关。这些评级

机构做了大量有意义的工作，拥有大量的数据，向市场提供了大量的信息，但评估的结果差异很大。日本大型金融机构 **GPIS** 的经验很有趣，他们选择两家评级机构的评级，在二维图表中绘制他们对每家被评级公司的结果，结果图像显示这些评级机构对标的公司 **ESG** 评估差异很大。有人会说如果这些评级机构没有一致意见判断公司是好是坏，那么 **ESG** 就是无稽之谈。作为一个主动管理者，我们认为这正是市场低效率的一个明证。大部分信息都是回顾性的历史信息，是通过信息披露获得的，但是在重要问题上，评级公司存在着特别大的分歧。作为主动投资管理人，我们可以利用我们的投资理念和流程，通过与公司会面、接触以建立前瞻性的视角，充分利用市场低效带来的一些投资机会。

另一个例子和我们的气候研究相关。我们与 **WoodsHole** 研究中心合作建立了热浪指数模型，制作了反映美国各个地区未来十年热浪情况的动态地图，我们观测到休斯顿地区在 **2020** 年到 **2029** 年期间每年将会有两个月的极端高温日。看到这一点我们就会问这是否反映到了资本市场定价中去。首先需要确定的是，什么样的资产与之相关。我们想到了市政债券，因为它是地域性的，持续时间也是超过十年，交易量非常大。在这张初始的热浪地图上，我们覆盖了美国市政债券的地图来寻找错误定价的证据，最后发现它没有反映在市政债券的投资中，由此推断它也不可能在其他资产类别中有反映，因而我们就把它用在了市政债券投资中。现在我们已经把这个应用扩展到了 **REITs** 投资、主题公园的股权和债券项目投资上，我们也会将气候研究继续扩展到干旱、飓风、

森林野火和水资源方面，并研究它们对资本市场的影响。

郭沛源：谢谢。接下来想请教一下普华永道的倪总，您认为最近这一年全球资管领域在融合 ESG 要求方面有哪些新的变化，比如说是不是某类资产更明确地提出了对 ESG 的要求？

倪清：ESG 责任投资是我们一直在深入研究和极力倡导的主题，我们从 2013 年起至今，对全球私募股权基金进行跟踪调查，了解其机构层面和投资流程层面对 ESG 整合的重视程度，并且每三年一期发布相关的调查报告。根据 2019 年最新一期发布的调查报告，私募股权基金的 ESG 实践方法日趋成熟，越来越多的私募股权基金具备处理 ESG 问题的职能，ESG 责任投资已经从小众行为向主流演进。

今年新冠疫情席卷全球，整体经济发展面临挑战，投资机构都已经意识到追求短期高收益的目标越来越有难度，取而代之的是寻求一种更注重长期稳健回报的投资模式。今年 3 月，来自英美日的三家大型养老金机构联合发布了一份题为《携手共建可持续的资本市场（Our Partnership for Sustainable Capital Markets）》的公开声明，倡导资产所有者、资产管理者和被投资公司关注长期价值，重视环境、社会和公司治理因素（ESG），齐心协力遏制资本市场的短期主义，为客户、受益人和社会创造可持续的经济增长。正是这种带动效应，激励了一批资产管理人在投资流程中纳入 ESG。

尽管在亚太地区的责任投资概念仍然相对较新，但随着越来越多的国际投资者（LP）参与到区域性投资市场，大中华区的私募股权公司正在迅速追赶 ESG 责任投资这一全球

趋势。在当前情况下，股权投资行业如何抓住有利时机，依托自身特点，使 ESG 责任投资理念在行业内得到更为广泛的认知和高质量实践，我们建议：在行业宏观层面，进一步发挥长周期资金的引领带动效应，强化信息披露的体系建设；在机构执行层面，建立 ESG 责任投资体系，将 ESG 责任投资理念贯穿在整个投资流程中。

郭沛源：非常感谢。现在把目光转向国内，我们分别请出郭总和彭总来介绍一下国内的情况。ESG 在国内目前应该说是快速增长的一个过程，你们看到国内资管领域在融合 ESG 的要求方面或者发展的趋势上面有什么最新的变化？是不是有某些类别的资本明显增加了对 ESG 的要求？养老金、私人资本或者其他类别的资本对 ESG 关注的重点又有什么不同？

郭杰：从国内、国外投资者两方面角度出发，结合这几年尤其是最近一年的研究和投资经历，可以感受到一些资本市场投资者对 ESG、对责任投资关注发生了以下变化。

一是国内投资者关注度明显提升。国内投资者方面，两年前甚至更早的时候，很少有真正关注 ESG 相关领域的投资者。最近这一两年大批国内投资者的关注度开始提升，特别是从上市公司的治理层面开始关注 ESG 相关的内容。我们最近也开展了一系列相关工作，比如代表我们的基金持有人与上市公司沟通、改善公司治理。同时，我们还对股东大会投票制度进行了改善，这个制度也是我们积极参与公司治理的核心手段。目前随着工作的开展，我们的投票机制逐渐完整，重点持仓的公司所提出的相关议案都会得到深入的分析并

在投委会上进行讨论，最后会汇总成一份明确的投票意见。并且通过明确的意见以及投票行为，把信息传递给上市公司。国内机构投资者对这一方面的关注度很高，投票的流程和实际投票的行为作为资金管理的重点之一也被要求进行书面记录。

二是国外投资者关注度高，要求明确。国外投资者方面，我们目前跟海外的机构投资者比如欧洲一些大型养老金有一定合作，在合作过程中这些投资者所提的要求对我们未来相关工作具有一定的启发意义。比如说，海外机构投资者非常关注国内的企业，并对相应企业提出了明确的碳排放总目标，或者说提出了明确的降低碳排放的要求。可能有很多国内投资者尚未关注到或者尚未在这一层面实施，所以在跟他们合作投资项目的过程中，我们会更多关注那些对环境友好的产业，比如新能源产业。事实上，目前我们看好并持有的公司中确实存在一些能耗和排放方面的问题。针对减排，我们也正在和这些公司进行深入的沟通。这预示着在未来跟其他投资者交流的过程中，类似的需求也很可能会再次出现。

彭乔：随着中国资本市场的进一步发展，ESG 责任投资成为了一种不可阻挡的发展趋势，如果说过去几年是我们认识了解 ESG 投资理念的 1.0 版本，那么未来几年应该是我们实践 ESG 理念的 2.0 版本。我们观察到的一个现象是新冠疫情加快了全球范围内资金向 ESG 主题流入的趋势，在这样的趋势下，从国内公募基金的视角来看，我们发现正在发生一些变化。一个变化是，正如刚才郭总讲的，国内机构投资者开始更多地通过我们这样的管理者来参与上市公司的投票

和公司治理。另外一个变化是，在新冠疫情的冲击下，越来越多的资管机构以及公募基金持有人对未来的投资目标增加了更多的选择和考量，比如说像刚才各位嘉宾提到的碳排放，像整个企业的社会治理、社会责任这样的一些目标。事实上，疫情冲击正在加速 ESG 责任投资在国内机构投资者中进一步普及的趋势。

除了机构投资者之外，我们发现在产品这一端也有比较明显的变化。今年以来，聚焦于一些 ESG 因素相对更强的行业或者主题的公募基金发行情况更好、存量规模增长更多，例如聚焦于消费、医药、新能源和 TMT 等领域的产品。从更长视角来理解，新冠疫情对经济结构的冲击显著加强了投资者们关于可持续发展理念的共识，所以市场对于以上这些行业给予了一个更高的估值和更好的回报表现。在这次的新冠疫情下，传统经济模式、供应链的生产模式，甚至整个全球的产业结构都暴露出了体系的脆弱性，相反像刚才提到的这些 ESG 因素比较好的一些行业，像消费、医药、新能源还有 TMT 等，表现出了比较强劲的基本面韧性以及未来可持续增长的潜能。

总而言之，我们认为过去一年的市场变化特别是疫情冲击下 A 股市场的变化，充分说明了机构投资者和 A 股广大的投资者都正在潜移默化地接受并践行 ESG 理念。

郭沛源：谢谢。刚才几位其实都是从资管的角度来看的，在我们对话嘉宾当中还有来自银行的。接下来想请问殷院长，从工商银行的角度或从全球最大的银行视角来看，银行业在 ESG 的发展当中可以扮演什么样的角色，发挥什么样的

作用呢？

殷红：作为一家全国乃至全球最大的商业银行，我们始终把社会责任扛在肩上。作为商业银行来讲，主要可以发挥下面四个方面的作用。一是体现社会责任，就是商业银行可以通过把 ESG 的理念融入公司治理架构，制定符合 ESG 要求的可持续发展的战略，在持续提升自身 ESG 表现的同时，推动客户、供应链上下游、股东以及员工等各利益相关方持续提升 ESG 表现，从而促进经济绿色发展。其实商业银行通过促进各利益相关方 ESG 表现这样一个思路，也是和联合国环境署的负责任银行原则（PRB）思路相一致的。二是可以将 ESG 因素纳入信用评级和风险管理的流程。一方面有助于金融机构识别防范环境和社会风险，更好地维护金融安全；另外一方面有助于发掘具有可持续发展潜力的优质客户，有效识别可持续发展能力好的企业和项目，提升自身的经营效益。比如，工商银行把环境和气候因素纳入“行业绿色信贷政策”；对公司贷款进行了绿色信贷分类；通过压力测试防范对环境风险进行量化分析等。三是可以研发 ESG 的绿色评级和指数产品，引导社会资金投向绿色行业、企业和项目。比如说工商银行与中证指数研究院联合研发了“中证 180 ESG 指数”，目前已运行 1 年多，运行效果非常好，我们正在推进该指数的投资产品落地。四是开展和 ESG 相关的信息披露工作。比如，一方面工商银行作为 A+H 股的上市企业，每年发布符合 ESG 要求的社会责任报告；另一方面作为中英环境信息披露试点工作的中方牵头机构，工商银行在绿金委和伦敦金融城的指导下，与联合国责任投资原则（UNPRI）

共同推进中英环境信息披露试点工作。目前，工商银行不仅发布 ESG 的社会责任报告，还连续两年率先发布了绿色金融专题报告。

郭沛源：谢谢殷院长。如果 ESG 可以在资管当中具有稳健的特性，在银行业务当中也同样有稳健特征，那么在一级市场上是不是也有这样的特性？有请盛世投资的秦总来介绍一下国内的一级市场 ESG 的整个变化和趋势是怎样的，驱动因素是什么。

秦晓娟：ESG 的理念和投资实践在国际市场上，无论是一级市场还是二级市场，已经得到普遍的认同和应用。在国内可能目前二级市场会有一些关于 ESG 应用的实践，但应该说现在国内的一级市场还处于 ESG 投资的早期阶段。今年在疫情的强烈冲击下以及现在所面临的复杂的国际形势，很多投资机构都在反思以及希望能在这样的大环境下，找到未来的长线的一些投资机会。很多 GP 今年都开始广泛地在谈论 ESG，逐步接受 ESG 的一些观念，有些 GP 甚至尝试搭建 ESG 投资策略、标准体系，设立专门的 ESG 团队来研究 ESG 的投资落地，还有些机构加入了 UNPRI，积极探索有关 ESG 的实践。这些都表明，在中国的一级市场 ESG 也呈现出增长的趋势。我觉得 ESG 的理念和我们一直所倡导的可持续发展和绿色金融的理念其实是不谋而合的。

刚才主持人问到这些理念在中国发展的驱动因素有什么，我想主要有四个方面：第一，ESG 本身具有抗周期、抵御风险的功能。近几年，无论是一级市场还是二级市场，都出现了因为忽视 ESG 因素而导致的爆雷事件。在一级市场信

息不公开不透明的情况下，投资机构需要制定相应的 ESG 战略，在募投管退各个环节融入 ESG 因素，对这些因素进行积极管理，识别 ESG 风险与投资机遇，从而降低项目在 IPO 时执行的风险，获得更高的退出估值和更强的流动性，提高企业长期的盈利能力。

第二，政策驱动。2016 年，央行等七部委联合印发了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，为通过金融市场和资本市场支持中国可持续发展的战略提供了首个基本政策框架。2018 年 9 月，证监会修订《上市公司治理准则》，增加了环境保护与社会责任的内容。2018 年 11 月，中基协发布了《绿色投资指引（试行）》，开启了我国 ESG 投资实践新进程。2020 年 9 月，深交所将 ESG 纳入上市公司信披考核加分项，上交所也对科创板上市公司的 ESG 提出了自愿披露的原则。监管层要求的逐步提升，会传导给一级市场的投资机构，在投资项目时就要关注、重视项目在 ESG 方面的表现。

第三，LP 驱动。从资金端来讲，LP 对 GP 的影响更为直接。今年，很多 GP 成功募集了美元基金。以主权基金、大学捐赠基金、养老金为代表的美元 LP 在今年对 GP 提出了更明确、更严格的 ESG 要求，将 ESG 融入到投资实践中也成为 GP 获得美元 LP 投资的因素之一。海外 LP 的 ESG 理念与国内政策的共同驱动，也会影响到国内更多的 LP 在投资过程中融入对 ESG 因素的考量。

第四，一二级市场联动。股权投资的价值需要通过很长时间才能体现，在一级市场投出的好项目，很多是要在二级市场退出。如果一、二级市场的投资人都能将 ESG 理念融入

到自身投资策略中,那么在股权投资领域运用 ESG 理念投出的项目,进入二级市场后仍然可以得到二级市场的认可。

二、ESG 面临的问题与挑战

郭沛源: 刚才大家都说到我们整个趋势是非常好的,我想我们也来看一看存在什么样的问题和挑战。先请教郭总,您看到在 ESG 方面现在还存在哪些突出的问题?您可以就总体上来说,也可以挑 E 或者 S、G 提出一两个突出的问题。

郭杰: 从个人感受出发,在中国这样的一个新兴市场环境下, ESG 投资或者说它所涉及领域中,最需要关注的还是公司治理问题。作为主动投资者,公司情况是我们投资过程中关注的重点,如果把主动投资过程中关注的问题跟 ESG 投资过程中关注的问题取交集,可以看到公司治理是其中重合度最高的一块。A 股上市公司的治理当前还处于一个逐步觉醒和认知的过程当中,因此在公司治理层面不可避免会遇到一些相对棘手的问题。

这几年有些公司凭借先进的理念和完善的制度在治理方面展现了相对出色的表现,在向现代企业治理结构调整过程中稳步前进,但也仍有小部分公司在治理行为上存在较大问题,尤其是在机制和制度方面存在漏洞。比如:一是定增融资不公平的问题。举例而言,在上市公司定增融资过程中,可能会出现对中小股东不公平的现象。特别是关于融资的用途,或者是定增的价格,抑或是定增对股东摊薄的比例等方面,会出现很多中小股东不愿看到,但对大股东、控制人相对有利的情况,即各方利益平衡可能存在一定偏差。二是分红率较低的问题。中国的上市公司分红率明显较成熟市场要

低。尽管这其中有些公司是因为所处的历史时段较为特殊，如恰好处于一个高速成长的阶段，但实际上也另有一些现金流充沛、同时处于稳定发展行业的公司分红率亦处于低位，这会导致资金使用效率的明显下降，进而导致投资人的回报率下降。三是激励失效的问题。当前很多公司都开始采用股权激励的方式对管理层进行有效激励，这是一个无论对公司发展，还是对股东利益保障都非常有利的行为。但实际操作上，部分公司在此行为背后存在一丝“变味”，可能导致激励的失效，比如说激励目标设置过于简单或过于容易实现。作为中小股东的投资者希望公司可以设定一个管理层需要通过一定努力方可实现的目标以达成激励效果，但实际上部分公司的目标设置过低，可能难以达到激励效果同时又花费了激励成本。

上述这些问题在公司治理层面比较突出，同时跟投资者预期有所差距。我认为投资者对这些问题的关注提升，将有助于推动上市公司逐步改进。当然我们希望除了股东的关注之外，在监管层面及协会层面也能够有一些制度的出台和互动的开展，以进一步督促上市公司改善治理不足之处。

郭沛源：对于互动和投票等行为，其实都反映了要跟上市公司的管理层做更多的沟通。在这方面，您认为是否会出现变化、困难和挑战？

郭杰：互动和投票等与上市公司管理层的沟通方式或是现阶段参与公司治理最好的、抑或最有效的途径之一，其作用和意义都十分重要。因此，我们也对自身内部的制度进行了改善并取得了显著成效。事实上，激励机制不同会使得人

的行为发生相应变化，这一点对于上市公司同理。

若存在一个行之有效的机制、且该机制对于上市公司的利益可以起到一定的制约或促进作用，则它在某种程度上可以逐步改变上市公司的行为。对此我持比较乐观的态度，期望能够通过这一机制去帮助上市公司逐步改善治理。

互动和投票等与上市公司管理层的沟通行为是十分有效的方式，我们也正在积极推进相关制度的进展，同时也希望同行们都能参与到这一过程中来。尽管这个过程还存在不少障碍，包括政策方面的阻力以及中国的人情社会文化关系，都会影响投资者从持有人的角度去思考问题，但我认为这些阻力需要被克服，这一愿景可以被更好地实现，投资者可以真正地站在持有人的角度去思考问题。

郭沛源：谢谢郭总。接下来有请彭总分享一下您所观察到的 ESG 在国内目前面临的一些问题和挑战。

彭乔：今年 5 月 21 日，银华基金成为了 PRI 签署方，承诺遵守责任投资六大原则。我们也陆续修订了公司内部的相关制度，推动 ESG 理念和传统主动权益投研的整合工作。在学习和实际工作的过程中，我们的确遇到了一些问题和挑战。这其中，我们较为困惑也讨论了很久的一个问题是，如何把源于西方的 ESG，这种具有国际视野的具体标准，与中国 A 股市场的投资实践做一个很好的持续整合。正好借今天这个机会，向各位专家请教和学习。

具体而言，经过前期的研究，我们形成的基本理念是，ESG 因素应该是一个切合国情的实质性分析。如果我们用 MSCI 统一标准来给 A 股公司的 ESG 因素打分时，会发现由

于信息披露不足的客观问题使得同一个行业里 A 股平均分数要比国际上其它公司分数低,那么 ESG 因素对组合风险回报的影响是需要审慎评估的。同时,ESG 整合中的另一选择是,是否应该根据 A 股自身特色做一些适当的本地化?举例来说,我们在治理因素中一般会考察股权激励、公司分红政策等,但是这些因素在国企和民企,这一非常具有中国特色的分类背景下,存在者系统性的差异,那么是否要用同样的标准来给打分?

我们认为与国际标准接轨是非常重要的一个方面,但是 ESG 应该又是一个非常具有个性化和区域化的体系。E、S、G 这三个方面对于公司的不同发展阶段和它的不同业务其实是有不同重要性的,即使是同一个 ESG 因素,对于不同的企业来说,它的重要性程度也非常不一样。举例而言,对于一家金融企业或者一家互联网企业而言,客户数据隐私对其业务、品牌和声誉均具有实质性意义,而其自身的污染物排放水平则影响甚微;再同样去看污染物排放水平这个环境因素,对金融企业或者是互联网企业来说,它是一个只有微小影响的因素,但是对于纺织、化工和一些制造业行业的企业来说,则是一个会显著影响其生产成本甚至可持续发展的重要因素。我举这个例子想表达的是,如何把 ESG 的国际化和标准化与中国当前现状做一个匹配,是 ESG 整合工作中非常重要的一个问题。

另一方面,对于具有良好条件和基础进行转型的公司来说,随着企业转型的推进,对其具有实质性意义的 ESG 因素可能也会发生转变。例如,早期公司处于快速扩张的时候,

可能污染物排放水平等环境因素是影响其发展的重要因素；一旦随着公司发展增速开始稳定下来，可能管理因素在投资上起到更重要的作用。那么 ESG 评分体系如何随着公司成长而不断的进化，也是我们遇到的一个重要问题。

总体而言，我们认为，在进行 ESG 因素与传统主动权益投研过程整合的时候，如何结合中国企业当前的发展战略、经营模式以及数据披露现状提出一个更好的、有生命力的整合体系，是非常重要的一个挑战。如何让 ESG 和负责任投资的理念适应 A 股这样一个快速发展变化的市场，使其落地生根并且展现出强劲的生命力可能是一个长期的系统性问题。

郭沛源：谢谢彭总。在 ESG 这个领域我们会经常用到 engagement，我想现在请张总从国际的角度讲讲您看到 engagement 的趋势是怎样的，以及国际上在这个方面又面临怎么样的一些挑战呢？

张嘉宾：就像我刚才表达的，我们认为评级的结果差异性很大，现在行业内还缺少共同的标准，这也就使得这种公司拜访，英文就是 engagement，和对话显得格外重要，包括与公司管理团队、决策制定者会面，了解他们的战略，或交流我们在其他地方看到的最佳实践，建议其采纳、进而影响其战略的制定以取得更好的结果。我们作为一个主动管理人，在这方面花了很多时间、做了非常多工作，在今年进入疫情之后我们一共跟上市公司开了大概 3100 多场会议。在这些会上我们获得很多有意义的信息。

在疫情发生之后这个时点上，我们能够在 ESG 中 S 这块，发现各个公司的差异性非常大，在这个时点上的公司拜

访 engagement 就非常重要。跟各位分享一个例子，我们在疫情期间发现有一家财产险 P&C 的保险公司，它主动把自己的保费降下来了，就是因为他们认为疫情之后由于封城政策，大家比以前更少地开车，所以遇到风险的概率也会降低，相应地他们就主动把保费降了下来，这一举措体现了这家公司在 ESG 中 S 方面做得非常好。我们认为现在这个时间段是考察公司 S 方面一个非常好的观察窗口。

我们在跟上市公司拜访这方面做了非常多的工作，这里就介绍一下详细情况。我们公司在跟上市公司沟通的时候，通常是有三个团队同时和他们进行沟通，一个团队就是行业研究团队，团队英文名叫 GIA (global industry analyst)，他们主要是做行业分析，这个团队资深的行业研究员在我们公司有 53 位，他们在自己所在行业的研究时长平均都在 17 年左右，是行业专家，这是我们公司的统一的研究平台。我想国内基金行业那些在经营模式上做事业部尝试的公司对这种统一研究平台的重要性，会有特别深刻的理解。另外我们还有固定收益方面的信用分析团队，以及专门的 ESG 分析团队。我们经常是把这三个团队聚在一起来跟上公司进行沟通，对公司进行三个角度的分析，我们认为这种三个角度衡量、多学科分析方法是特别有效的。

由于威灵顿是一家大型资产管理公司，管理着 1 万亿美元的资产，这就有利于我们接触公司的管理层，也能确保我们利用这个优势，来帮助客户增加价值。在我们跟公司的交往中，我们会分享我们在别处看到的一些最佳实践 Best Practice，希望公司认真考虑甚至采纳，也同时表达我们会通

过代理人投票 Proxy 和其他方式来影响公司决策的意愿，我们发现这样做是一个相当富有成效的对话，这也是影响力投资的一个重要体现。

郭沛源：谢谢张总。刚才三位都是从资管的角度，我想我们再回到一级市场和银行这两个角度来看。先想请秦总分享一下在一级市场里推动 ESG 会面临哪一些问题和挑战。

秦晓娟：我们看一级市场在中国资本市场大概是有 30 年的发展历程，其实在推动 ESG 的发展落地还是有很多困难的。我想首先还是大家的理念问题，在一级市场普遍存在对 ESG 的认识不足，同时我们还面临推动 ESG 的长期投资和基金追求短期收益回报之间的矛盾。针对这些挑战，我们几点建议：首先，加强 ESG 理念的认知。现阶段，投资机构对于 ESG 往往存在一定的误解，认为 ESG 所追求的长期价值与财务回报之间存在着较大的矛盾和冲突，良好的环境和社会效益是以牺牲经济利益换来的。因此，投资机构需要从认知层面加强对 ESG 理解并接纳。

第二，建立完善的一级市场 ESG 评价体系。目前，国内一级市场缺乏完善权威的 ESG 评价体系和指导投资机构开展 ESG 实践的方法及工具，这就造成投资机构无法对项目的 ESG 表现进行全面、精准地评估。可以结合海外经验与我国 ESG 投资的现状与特点，探索出一套适合中国的 ESG 评价体系，从而更加全面地评估和呈现 ESG 投资所创造的综合效益。

第三，健全 ESG 投资配套法规政策。我国在 ESG 投资相关领域的政策并不完善，很多机构都是自行摸索如何开展

ESG 实践。健全 ESG 相关法律法规，明确各个 ESG 投资参与方的责任和义务，有助于打造良好的 ESG 投资发展环境。同时建立相应的奖惩机制，如税收上的优惠、开设注册备案绿色通道等鼓励社会资本践行 ESG 投资。

第四，长期资本的关注与投入。股权投资领域投资周期长、风险程度高，往往需要大体量的耐心资本的支持。ESG 投资的风险防控能力和长期属性符合长期资本的避险需求，同时还能带来稳健的投资回报。有了长期资本的投入，才能更加有效地引导和吸引社会资本参与到 ESG 实践中来。

此外，对于广泛存在的 ESG 信息披露质量与数据回收问题，我们认为，信息披露是了解企业发展、保护投资者利益的重要手段。非上市公司的 ESG 数据往往缺乏科学性、系统性的量化统计，无法对数据进行有效收集，这就需要投资机构立足产业特点，挖掘出切实影响项目发展的核心 ESG 议题来判断、跟踪项目是否合法合规，是否存在争议事项，如何进行改善等。比如，在环境方面，我们会重点关注企业是否环评达标、排污达标、有相关许可证等。在社会和公司治理方面，很多中小企业社保五险一金、纳税合规、财务规范、三会一层治理、道德风险、激励机制等是非常突出的问题。如果能够进一步改善信息披露机制，增加披露渠道与验证渠道，就可以帮助投资机构以更加便捷的方式获取有效的 ESG 信息并作出投资决策。

郭沛源：谢谢秦总。说到数据，我觉得银行掌握的数据是很多的，特别是关于企业这个层面。接下来想请殷院长从银行的角度谈谈 ESG 的问题和挑战。

殷红：我结合我们研发 ESG 指数和牵头环境信息披露工作的体会谈一下：

关于 ESG 方面。第一，ESG 方面的数据获取相对比较困难。一是信息披露不足；二是定性的信息较多，定量信息相对较少；三是所披露数据的时效性、及时性不强，使得 ESG 评级变化不明显，同一个行业不同企业之间的区分度不够。我们知道 ESG 评级是希望能够把 ESG 表现好的筛选出来，同时把表现不好的也区分出来。第二，非上市公司的 ESG 相关数据和信息比较缺乏，一方面建议相关社会公共信息能够向金融机构开放，另一方面金融机构可要求客户在提供财务信息的同时提供 ESG 相关信息。

关于环境信息披露。工商银行中英环境信息披露工作中感觉到的难点，一是不同类型金融机构的环境信息披露的基础不一样，试点机构包含了银行、资管、保险、证券等各类金融机构，披露基础最好的是银行，尤其是属于银保监会要求建立绿色信贷统计制度 21 家范围内的商业银行，这个范围内的银行已基本建立了统计制度、积累了绿色信贷及环境效益相关数据，并且根据银保监会绿色信贷指引建立了绿色金融体系，相关内容与 TCFD 的披露框架是相吻合的。二是对环境信息披露工作来说，实际上并不仅仅是把数据拿来披露，更为重要的是通过披露促进绿色金融体系的建设。比如金融机构为了按照战略、治理、流程和指标四个方面进行披露，就需要考虑将 ESG 理念融入战略和治理架构，把 ESG 融入企业的政策制度、流程、风险管理、文化等层面，并相应建立统计系统，这是一个系统工程。所以通过信息披露工

作，可提升企业环境风险管理能力和 ESG 表现。

三、ESG 评价体系构建

郭沛源：我们进入到下一个话题。首先请教张总，您有没有看到市场对 ESG 的关注？上市公司是不是更愿意就 ESG 去跟投资人做沟通，有没有这样的一个变化？

张嘉宾：我们公司的很多投研人员是通过对气候变化的兴趣开始践行责任投资和 ESG 投资的，所以我非常愿意从气候变化与投资关系的角度来跟各位交流这个问题。

我们跟 Woods Hole 这样的顶级智库合作，使气候科学和资本市场投资形成互补，将研究结果应用于投资实践中。我们知道，气候变化的风险包括转变中风险 **transition risk** 和实质性风险 **physical risk**。转变中风险主要是指碳排放方面的内容以及相关的政策，而实质性风险是长时间碳排放的结果，会直接影响到社会、影响到上市公司的价值。当你开始研究实质性风险时，你会察觉到我们自身、公司、整体经济和社会都需要更多地了解并适应这一状况。因此，我们做了新的尝试。

我们与 Woods Hole 以及另一个合作伙伴加州养老金公司 CalPERS 合作，创建一个文档，我们称之为 **P-ROCC**，它是气候变化的实质性风险的简称。当我们看到上市公司会面临实质性风险，我们与公司会面时就会使用这份文档，和他们分享地图，看未来会是什么样子。之后询问：你们是否意识到这一情况了？你们做了什么？你们正在考虑如何适应？你们需要什么帮助吗？文档提供了一个相当不错的指南。它进一步引申出，你的产品需求可能如何变化，你的支

出如何根据固定资产减值而变化，你的物流如何中断，你的员工或你的人才是否会受到影响。之后给出一些建议，我们已经看到一些公司接受这一点，开始使用文档，思考他们业务面临的实质性风险，并提供更多的信息披露。我们认为公司构成了经济，经济构成了社会。因此，我们提高适应能力的的第一步，是找出在业务层面适应的方法，提高意识。

另外，我们其他的贡献方式是在各种场合发声。就在进入隔离之前的3月4日，公司副主席、UNPRI的理事 Wendy Cromwell 在哈佛商学院的气候变化会议上发言。我们的气候研究主任 Chris Goolgasian 在联合国的会议上发言，尝试更广泛地表达意见。Chris 也是 CFTC 气候相关市场风险委员会委员。综合起来，我们努力做的不仅仅是为客户的投资组合带来好处，而是真正尝试重塑经济以及促进监管者对气候风险的重视。

概括我们的 ESG 实践，就是：内生式、嵌入至投资流程、参与 engagement、以及与顶级智库合作。

郭沛源：谢谢张总。我们再回到国内市场，请易方达基金的郭总和银华基金的彭总来谈一谈，市场是否有形成统一的 ESG 指标体系的可能性和必要性？

郭杰：结合过去的工作体会，我们认为 ESG 评价需要因人而异、因地制宜，按照自身的需求去制定不同的体系标准并进行评估。对此主要有两点原因。

第一个维度，不同立场的人有不同诉求。作为买方，所有的投资行为最终目标是为了优化和改善投资绩效，也是最核心的出发点。所以从买方自身的角度去建立评估体系时，

我们必须结合企业的内在价值进行判断。而从其他不同立场出发的人，可能会相应得出不一样的诉求。举例来看，如果从 E、S、G 三个层面出发，我们相对会更关注 G 这个层面。因此会从股东价值的角度出发寻找一些在 G 层面上相对重要的指标，并将这些指标放大。事实上，目前可以看到一些通用的第三方做出的 ESG 评估体系往往包含着 ESG 每一个方面，其中每一个细项都非常周到和全面。但从自身的应用角度出发，我们会特别关注 G 这个层面，并增加其权重，相应则会减弱 E、S 两个层面的关注度。

另外，践行责任投资必须与股东价值或者持有人价值相向而行，以取得双赢的结果，而不是以牺牲一方的代价去满足另一方。从这个角度出发，去选择跟别人不同的 ESG 评估体系，会更加具有意义。这种选择也有利于买方机构真正把 ESG 运用到实际投资的过程中去。如何将 ESG 投资与自己的利益相协调一致，也是需要买方机构重点关注的问题。

第二个维度是从国内环境出发，不同的公司需要不同的 ESG 评估体系。一是上市公司的披露情况不同，二是上市公司对 ESG 的认知程度不同，因此从上市公司的状况来看，需要结合中国市场的特色去设计整个 ESG 评价指标体系，尤其要重点考虑数据层面的问题。对于某个指标，如果只有理论框架而缺乏数据支撑，则难以起到评估企业社会责任表现的真正作用。而对于动态指标而言，如果没有动态数据更新作支撑，也就无法纵向评估一个企业是否具备良性发展态势，或者是其在 ESG 方面的成绩。对此，我们的经验做法是，除了第三方平台提供的数据和监管部门提供的数据之外，我们

内部也开发了一套基于互联网用的搜索技术，以帮助搜索一些有意义的、有价值的数据，作为评估的底层信息支持。因此，在数据层面，从中国实际情况出发，应该采取不同标准来衡量中国公司的 ESG 表现。

总体而言，我认为应该根据买方投资的需求和市场的实际情况，不断去完善 ESG 的评估体系，最后形成可以真正落实的、对投资有意义的，并且有意愿去使用的考评体系。

彭乔：我们的想法其实和郭总的想法是比较一致的。我们目前的结论是，还是要结合银华基金自身在主动权益投研方面的优势来推进 ESG 整合，形成一个具有自身特色的整合策略，而不是采用一个全市场统一的 ESG 评价。

要完成有银华特色的 ESG 整合策略，需要完成以下三方面工作。首先是建立自己的 ESG 数据基础设施，这是实施 ESG 的基础。我们认为这一方面需要依赖监管部门加强对上市公司披露 ESG 信息的强制要求并提供披露标准和指引；另一方面我们也希望有更多的第三方机构来提供更具有多样性、开放性的非传统数据做补充。其次是我们将建立自己的 ESG 评价体系 and ESG 投资决策流程，结合传统投研分析视角，根据是否产生实质性影响这一标准给不同的因素加不同的权重，和银华现有的投研方法做结合，进一步梳理和优化现有的投资决策流程。最后，在投后管理的过程中，我们将更积极地践行 PRI 要求的积极所有者原则，促进被投资公司改善 ESG 管理水平，推动被投资公司高质量发展。比如，在投后现场调研的内容提纲中会建议加入 ESG 问题，积极把握与公司面对面沟通 ESG 因素的机会；我们也会利用机构投资

者的影响力，在与上市公司沟通过程中推动被投资企业进行更高质量的 ESG 信息披露等等。以上三点，就是银华基金在推进 ESG 整合工作方面要努力的方向。

郭沛源：谢谢彭总。我们接下来请出殷院长，在刚才那一轮的交流当中您介绍了中英金融机构的环境信息披露，也多次提到了信息的重要性。请您再介绍一下，这个工作小组下一步的计划会是怎么样的？对于推动上市公司信息披露，从金融机构来推是不是也有一定的意义？

殷红：首先我觉得应该是很有意义的。中英环境信息披露试点工作组已形成工作方案，并根据 TCFD 披露框架，结合我国实际情况提出并发布了“中英环境信息披露目标框架（中方）”。目前，中方试点金融机构已从最初的 6 家增加到 16 家（含 3 家观察员）。下一步，我们重点针对目前所面临的难点做好以下三项工作。一是推动情景分析和压力测试量化工具研发，就是分析环境和气候风险对金融机构的影响，用情景分析和压力测试方法进行量化测算，并进行相应披露。二是根据不同类型的金融机构披露中面临的情况和问题，与英方共同交流，建立不同类型的环境信息披露模板。三是加强中英环境披露试点工作经验交流，促进试点工作质量的持续提升。

郭沛源：感谢殷院长。我们请出秦总，您从一级市场的角度来看，ESG 评估现在的情况是怎样的？

秦晓娟：无论是一级市场还是二级市场，都面临着如何对投资标的进行 ESG 评价和管理的问题。一级市场主要针对非上市企业，信息不公开透明，因此很难借助海外成熟的评

价体系对项目进行有效评估。投资机构需要凭借对产业和政策的洞悉，在尽调时发现影响项目发展的核心 ESG 问题，来判断、跟踪项目是否存在合法合规问题、争议事项，如何进行改善等。在投后管理阶段，对项目存在的 ESG 风险和问题进行改善与提升。一级市场的投资机构往往能够在项目早期阶段就介入，甚至通过多轮投资持续陪伴项目成长，或者对项目展开并购投资，相较而言对项目存在较大的影响力，也有利于投资机构进行 ESG 因素的主动管理，对其进行动态评估，进一步提高项目的 ESG 表现。此外，也可以借鉴已经实现退出的同类企业所关注的 ESG 要素进行反向推导，将这些因素作为项目 ESG 评价的重要参考依据。

四、结语

郭沛源：感谢各位嘉宾。我们在非常短的时间内交流了关于 ESG 行业实践的很多问题，也融合了各位既是专家也是行业实践者的各种观点。有三点很简短的总结：一是目前 ESG 的总体发展趋势非常向好，特别是全球与中国很关注气候变化，以及新冠疫情促进了人们对 ESG 投资理念的关注。二是 ESG 的发展仍然面临很多挑战，要想解决这些挑战涉及到监管机构的支持和推动、信息披露和信息的可获得性、评估标准的构建以及长期资金的融入等多方面的努力。三是不同的公司、不同的金融机构，在 ESG 融合当中应该探索自己的特色，找到适合自己的 ESG 体系、标准和道路。再次感谢各位嘉宾，也感谢中基协提供这么好的一个平台跟大家交流，谢谢大家。