

A股上市公司 ESG评级分析报告

Keep Moving: An Overview of
China A-Share ESG Performance

2021

2021年8月

目录

1 报告概述	01
1.1 研究思路	02
1.2 商道融绿ESG评级方法概述	03
2 A股ESG信息披露概况	04
2.1 A股ESG报告发布情况	04
2.2 中证800成分股指标披露情况	05
2.2.1 中证800成分股指标披露率分析	05
2.2.2 中证800成分股指标披露质量分析	06
2.3 中证800成分股应对气候变化及碳中和相关信息披露	06
2.3.1 碳排放管理披露情况	07
2.3.2 碳排放数据披露情况	07
3 中证800成分股ESG评级分析	10
3.1 中证800成分股ESG综合评级及绩效	10
3.2 中证800成分股E/S/G分项变化分析	12
3.3 中证800成分股分行业ESG绩效分析	12
4 A股上市公司ESG风险分析	14
4.1 A股ESG风险历史数据分析	14
4.2 中证800成分股ESG风险及变化分析	15
5 A股上市公司ESG绩效和股价关系研究	17
5.1 A股上市公司ESG风险事件与股价相关分析	17
5.2 A股上市公司ESG评级和股价相关分析	18
6 总结与展望	20

1 报告概述

近年来,随着ESG投资理念的逐步兴起,全球投资机构开始倡导并在投资中实践基于ESG理念的责任投资。当前,ESG投资已逐渐成为国际范围内主流的投资方式,越来越多地被国内外投资机构采纳和运用。上市公司的ESG表现也成为市场在衡量企业投资价值的重要维度。

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,2020年全A股4138家上市公司,共有588家上市公司ESG评级在B级(含)以上,占14.2%。有3550家上市公司在B-级(含)以下,占85.8%,详细评级结果见图1。以上全A股上市公司ESG评级结果表明A股已有部分上市公司有较好的ESG绩效,但整体ESG绩效管理还处在快速发展的初期阶段。

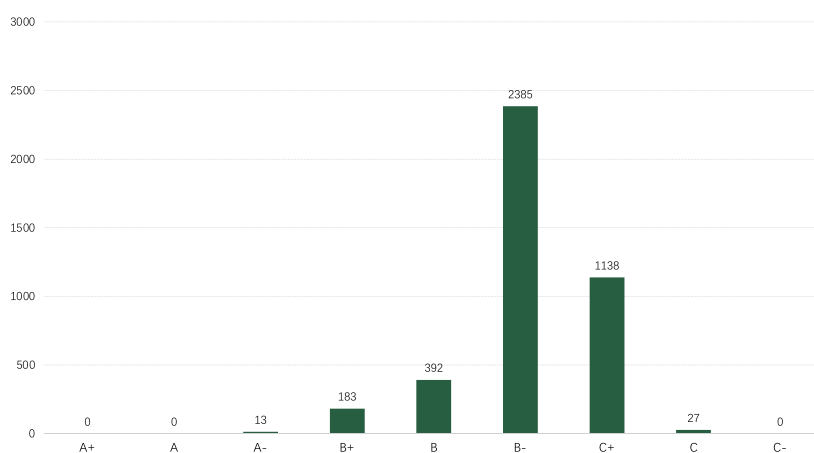


图1 2020年全A股ESG评级分布

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¹成分股为代表的A股上市公司2018至2021年的ESG评级结果,主要发现有:

- **ESG信息披露:**发布ESG报告的A股上市公司数量稳步提升,但发布报告的公司比例未见明显提升。ESG指标披露率和披露质量均逐年上升,但定性披露仍优于定量披露,上市公司自主披露意识仍需加强。
- **应对气候变化相关信息披露:**在全球气候变化与中国“双碳目标”的背景下,A股上市公司碳排放信息披露2020年较往年有所提升,但总体披露意识和披露质量有待进一步提升。
- **ESG整体绩效:**A股上市公司ESG整体绩效保持稳步提升,环境绩效提升最快。但ESG整体绩效还处在快速发展的初期阶段。
- **ESG风险:**A股上市公司面临的ESG风险压力保持高位,ESG中高风险事件的比例呈现逐年上升的趋势。
- **ESG绩效和股价关系:**A股上市公司ESG绩效与股价有一定正相关性,A股市场对上市公司的ESG风险事件有较显著的负面反应。

¹ 中证800指数是由中证指数有限公司编制,其成份股是由中证500和沪深300成份股一起构成,中证800指数综合反映沪深证券市场内大中小市值公司的整体状况。

1.1 研究思路

本报告以中证800成分股企业为代表,详细分析了2018年至2021年A股上市公司的ESG绩效情况。主要分析维度包括:1) ESG信息披露;2) 应对气候变化及碳中和相关信息披露;3) ESG评级结果分析;4) ESG风险分析;5) ESG绩效和股价关系分析。

报告首先聚焦上市公司ESG信息披露情况,对企业信息披露的数量、质量进行了综合比较和分析。根据全球气候变化和中国“双碳目标”的提出,报告重点研究了中证800成分股企业4年来的应对气候变化及碳相关数据的披露情况及不足。

同时,报告基于几年来中证800成分股的ESG评级,从ESG综合绩效、ESG管理及披露和ESG风险管理3个维度分析了中证800成分股企业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。

报告还对上市公司近年来约3万件ESG风险事件进行了统计分析,并针对中证800成分股企业的ESG风险事件做了专门的研究,希望揭示出A股上市公司面临的主要ESG风险情况。

最后,报告采用事件研究法分析了A股市场对上市公司ESG风险事件的反应情况,并用ESG组合的历史业绩回溯,实证分析了上市公司ESG绩效与股价之间的相关性。

1.2 商道融绿ESG评级方法概述

本报告采用的上市公司ESG数据评级数据均来源于商道融绿的ESG相关数据库²，其评级方法体系简单介绍如下：商道融绿ESG评估体系从ESG管理和ESG风险两个维度，综合评价公司主体的ESG绩效表现，并通过ESG通用指标和行业指标的设置，体现行业重要的ESG议题和风险。商道融绿ESG评估指标体系共包含三级：一级指标为环境（E）、社会（S）和公司治理（G）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；三级指标包括约200项具体指标。指标也可分为ESG管理指标和ESG风险指标两类。ESG管理指标主要衡量上市公司的ESG信息披露、管理措施等内容，ESG风险指标主要衡量上市公司面临的ESG风险暴露情况，包含政府监管处罚情况、新闻媒体的报道、NGO及协会的相关信息等³。

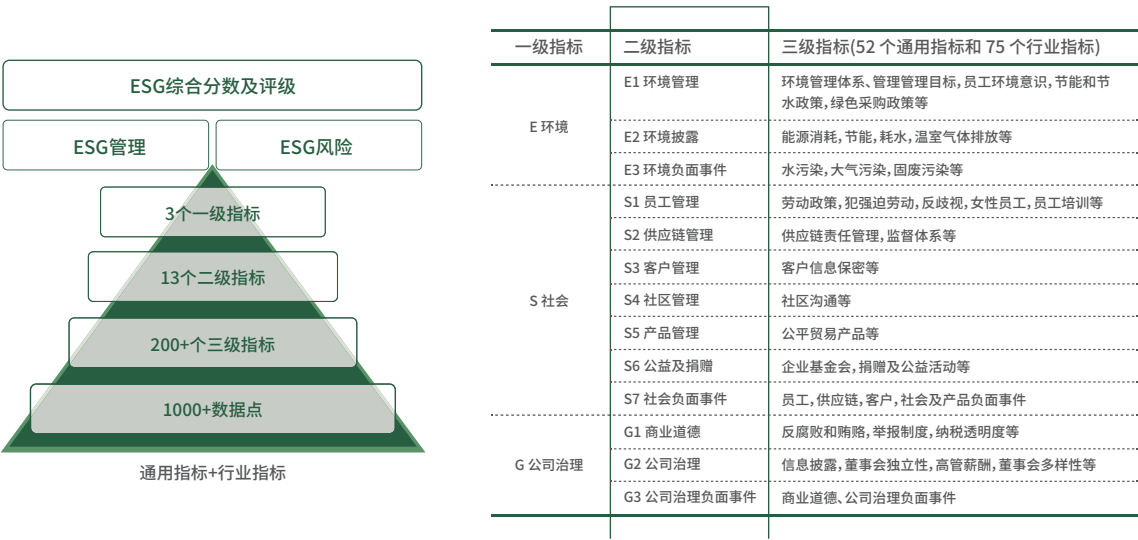


图2 商道融绿ESG评估指标体系示例

我们通过系统评估上市公司的ESG管理数据及ESG风险数据，综合量化评价上市公司ESG综合绩效，最终得到商道融绿ESG评级结果。

² 本报告采用的ESG评级数据来源于商道融绿 STaR ESG数据平台，ESG风险事件数据来源于商道融绿ESG风险雷达系统，气候变化及碳排放相关数据来源于商道融绿PANDA碳中和数据平台。

³ 商道融绿通过自主开发ESG风险雷达系统，采用AI及专家意见结合方式定期收集并分析来自多个政府机构的监管及处罚信息及近千家正规媒体的ESG风险事件报道。

2 A股ESG信息披露概况

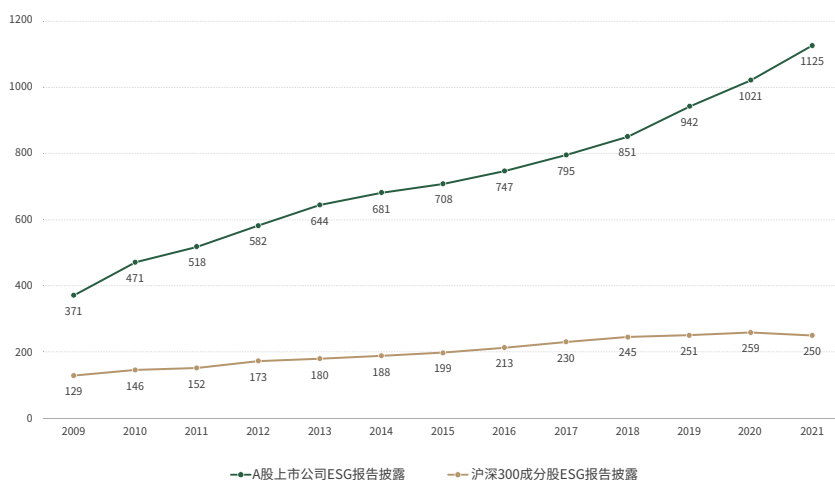
近几年,随着监管机构和国际组织提出日益严格的ESG信息披露要求,越来越多的资管机构开始通过ESG报告等渠道获取企业ESG表现,并将其作为投资决策的重要参考之一,A股上市公司的ESG报告发布数量、指标披露率以及披露质量均稳步提升。

在ESG报告发布方面,截至2021年6月29日,已有26%的A股上市公司发布了2020年度ESG报告,而这一比例在沪深300上市公司中则高达83%。在沪深两交易所还未发布强制性披露要求的情况下,越来越多的A股上市公司选择发布独立的ESG报告,究其原因,与ESG信息在提高品牌声誉、展现社会责任、增强投资者信心以及协助公司辨认自身机遇与挑战方面的作用有着密不可分的关系。同时,数据表明,发布ESG报告的沪深300成分股企业的ESG绩效明显高于未发布报告的公司,这和发布ESG报告的公司信息披露方面更加领先有关。

在ESG指标披露率及质量方面,中证800成分股公司表现虽整体呈上升趋势,但定量指标的披露率低于定性指标,且自愿披露的指标披露率未达到50%,此外,得分高于60分(满分为100分)的指标仅占总体的34.6%。这一情况表明,绝大多数A股上市公司目前还按照国内监管合规的最低要求与标准进行ESG信息披露,自主披露意识仍有待加强;同时,定量数据的低披露率与总体得分偏低的现象表明,A股上市公司的ESG管理实践仍与国际平均水平存在一定的差距。

2.1 A股ESG报告发布情况

在政策和市场的推动下,我国上市公司的ESG信息披露呈增长态势。我们统计了从2009年到2021年(截至2021年6月29日)A股的ESG报告⁴发布情况,2021年约有26%的上市公司发布了ESG报告,全A股上市公司发布ESG报告的数量已经从2009年的371份增加到目前的1125份,且增幅持续稳定。截至2021年6月29日,沪深300上市公司2021年有250家发布报告,占比超过83%(详见图3)。根据商道融绿ESG评估指标体系的评分,已发布ESG报告的250家公司ESG评级得分比未发布ESG报告的50家公司ESG评级得分平均高出14.3%。



数据来源:商道融绿根据公开信息整理

图3 2009-2021年A股上市公司ESG报告发布统计

数据来源:商道融绿根据公开信息整理

⁴ 本报告所称的“ESG报告”包含以“社会责任报告”、“可持续发展报告”等为名称的报告。

同时,通过对2009年至2021年A股上市公司ESG报告发布比例的分析发现,近12年间,虽然发布报告的公司数量持续提升,但A股上市公司发布ESG报告的比例提升并不明显,在22.5%至27%之间波动,最近五年有较缓慢的波动提升(详见图4)。

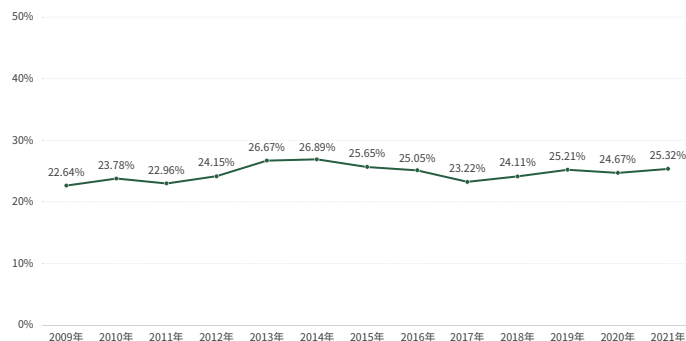


图4 2009-2021年A股上市公司ESG报告发布比例统计

数据来源:商道融绿根据公开信息整理

2.2 中证800成分股指标披露情况

2.2.1 中证800成分股指标披露率分析

在本研究中,ESG指标披露率是指披露了某项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2021年中证800成分股的ESG指标披露率情况。结果显示,最近4年中证800成分股的ESG指标披露率持续提升,环境指标的披露率从29.98%提升至48.08%,社会指标的披露率从18.31%提升至28.60%,公司治理指标的披露率从52.39%提升至60.15%。社会指标相较于公司治理和环境指标,依然是披露最为薄弱的(详见图5)。



图5 中证800成分股ESG指标披露率提升(2018-2021)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

从具体指标层面看,中证800成分股大部分ESG指标的披露率在过去4年中呈现明显的上升趋势。但综合统计,定性指标的披露情况整体优于定量指标。另外,多数自愿披露指标⁵的披露率还未达到50%。

⁵ 自愿披露指标指目前监管强制要求披露的例如重点排污单位信息、环境违规信息和公司治理信息之外的ESG信息披露。

2.2.2 中证800成分股指标披露质量分析

ESG指标的披露质量指的是上市公司ESG指标披露的全面、完备、详细程度等。以“环境管理目标”指标为例,如果企业仅仅简要定性描述环境相关的规划及目标方向,例如“公司遵守环境相关法律法规,持续加大环保投入,将环境保护和节能减排作为可持续发展战略的重要内容”,我们认为其信息披露质量较低,无法起到量化管理和衡量的作用。若公司不仅披露了环境方面的定性目标方向,还披露了定量的环境目标及时间表等信息,则披露质量较高。

我们通过对2018年至2021年中证800成分股自主披露的各项ESG指标评估得分的分析,将中证800成分股公司披露的ESG指标的披露质量分为高、较高、中、低等四档,发现过去4年中证800成分股的ESG披露质量的在稳步提升(详见图6)。从图中可以看出,虽然过去四年的披露质量有所提升,但中证800成分股的ESG披露质量整体仍有较大提升空间。2021年,ESG指标披露质量为中及以下的比例仍超过60%。

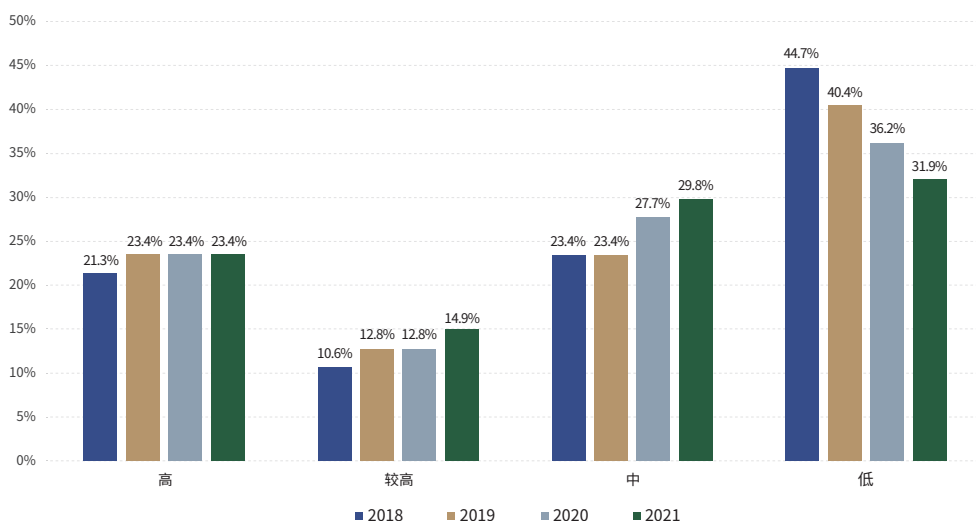


图6 中证800成分股ESG指标披露质量分布变化(2018-2021)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

同时,我们也发现原本披露质量较差的指标披露提升更为明显。从2018年至2021年,相比披露质量为较高及以上的指标,中证800成分股企业披露质量为中等的指标呈现出更加明显的上升趋势,4年间提升了27.3%。这说明多数A股上市公司的ESG披露正处于意识提升和行动提升的初级阶段,该阶段更多呈现出ESG信息披露从“0”到“1”的发展。

2.3 中证800成分股应对气候变化及碳中和相关信息披露⁶

气候变化是人类面临的全球性问题,随着全球气候变暖,极端天气频发,控制二氧化碳排放成为减缓气候变化的关键措施。2020年9月,习近平总书记在第七十五届联合国大会上提出“中国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”的目标承诺,2021年两会期间,“碳达峰”与“碳中和”被首次写入政府工作报告,“十四五”规划也将加快推动绿色低碳发展列入其中。

⁶ 该章节碳中和相关数据来自于商道融绿PANDA碳中和数据库。

作为碳减排的主要责任承担者,企业尤其是上市公司,对其采取的碳排放管理措施与生产经营过程中产生的碳排放数据进行披露,将对信披合规以及国家双碳目标的实现起到重要推进作用。同时,规范且统一标准的碳信息披露也有助于投资机构在国家碳中和目标背景下做出更加准确有效的决策判断。

利用商道融绿PANDA碳中和数据库,我们对中证800成分股公司2018年至2021年碳排放管理披露情况的分析结果显示,截至2021年6月29日,已有近50%的公司披露了碳排放管理信息,但绝大多数为定性目标及简单声明,只有25家公司制定了短期或中长期的定量目标;在碳排放数据方面,2021年披露碳排放数据的公司数量相较2020年已有明显提升,但总数仍不及200家。与此同时,电力、热力、燃气及水的生产和供应业及原材料加工制造业两个碳排放较高的行业的碳排放管理和碳排放数据披露表现,在全部行业中均处中下游地带。总体来看,中证800成份股公司在过去三年自主披露企业自身碳排放信息的意识有所增强,但整体披露情况还有待提高。

纵观国内外政策导向,可以预见的是,未来几年内A股上市公司碳排放信息的披露数量与质量有望迎来较大提升:2018年,碳信息披露项目(CDP)将气候相关财务信息披露(Task Force on Climate-Related Financial Disclosures,简称“TCFD”)纳入了披露框架;2021年6月28日,中国证监会发布修订后的上市公司年度报告和半年度报告格式准则,鼓励上市公司自愿披露为减少碳排放所采取的措施及效果;而双碳目标的提出,也表明了碳披露在中国已有顶层设计作为支持。若希望A股上市公司在“碳达峰”“碳中和”背景下能够快速提升碳信息披露表现,政府监管体系应尽快构建上市公司碳排放信息内容披露框架,统一碳披露指标与标准,同时加强监督管理,推动A股上市公司积极开展碳排放管理与碳排放数据披露工作。

2.3.1 碳排放管理披露情况

我们对上市公司的碳排放管理评估主要包含企业是否有未来的碳管理规划、目标和路线图,根据企业不同的披露程度可分为两大类,一类为简单的定性管理披露,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,如“公司计划于五年内减少30%的碳排放”。从2018年到2021年,中证800成分股公司中自主披露碳排放管理情况的公司数量在逐步上升。至2021年6月末,已有将近50%的公司对碳排放管理进行了披露。在“碳达峰、碳中和”目标提出后,上市公司对自身碳排放管理的意识也有所提升。但绝大多数公司仅提出了定性目标及简单声明,只有少数公司(25家)根据“双碳目标”设立并披露了自身的短期或中长期减碳目标。

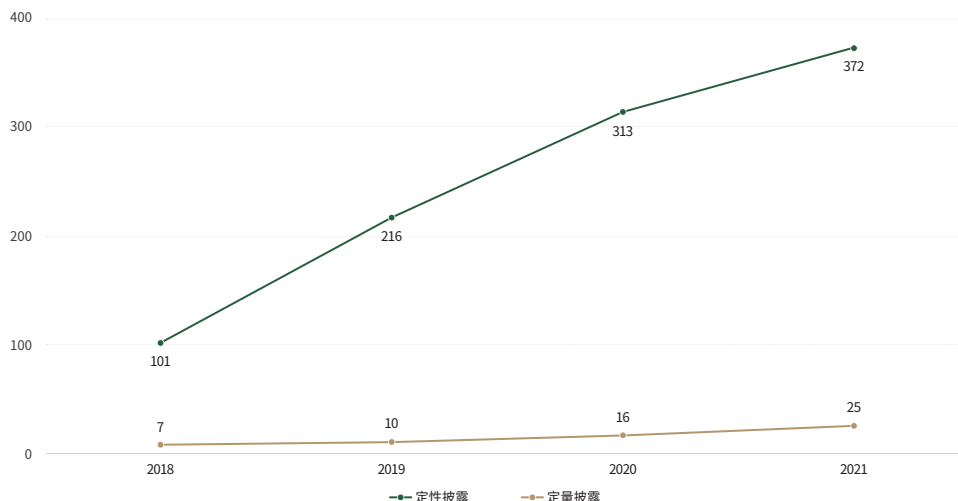


图7 中证800成分股碳排放管理目标披露情况(披露公司数量)(2018-2021)

数据来源:商道融绿PANDA碳中和数据平台

另外,在披露了碳排放管理情况的公司中,我们发现A+H股以外的中证800成分股的比例在不断上升,这说明除了港交所《环境、社会及管治报告指引》对上市公司气候变化信息披露的监管要求外,更多非A+H的上市公司开始主动披露自身碳排放管理情况。

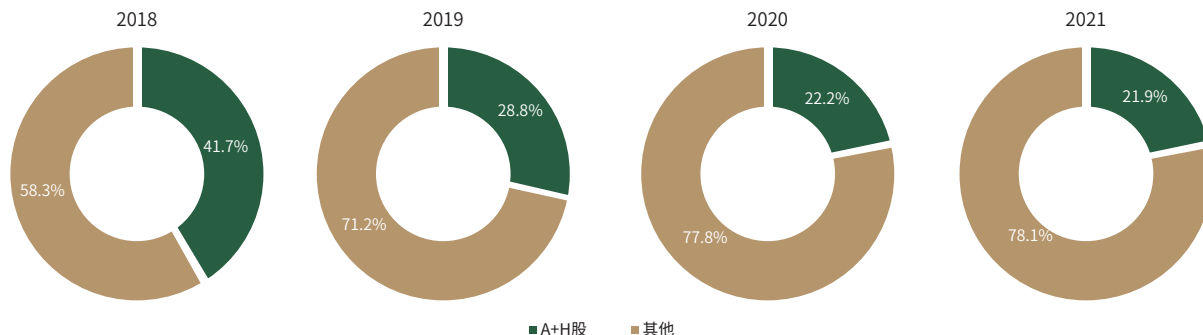


图8 中证800成分股碳排放管理披露的公司类型 (2018-2021)

数据来源: 商道融绿PANDA碳中和数据平台

通过对比中证800中不同行业的上市公司对碳排放管理的披露情况,我们发现,在卫生、交通运输、仓储和邮政业、金融业、建筑业中,均有超过70%的公司披露了碳排放管理情况;而在医药制造业、食品饮料制造业、运输设备和通用专用设备制造业、信息传输、软件和信息技术服务业中,仅有不到40%的公司披露了碳排放管理情况。在定量目标层面,在卫生、水利、环境和公共设施管理业、采矿业、农、林、牧、渔业中,超过10%的公司设立并披露了定量的碳排放管理目标;而在碳排放量较大的电力、热力、燃气及水的生产和供应业中,还未有公司披露量化的管理目标。

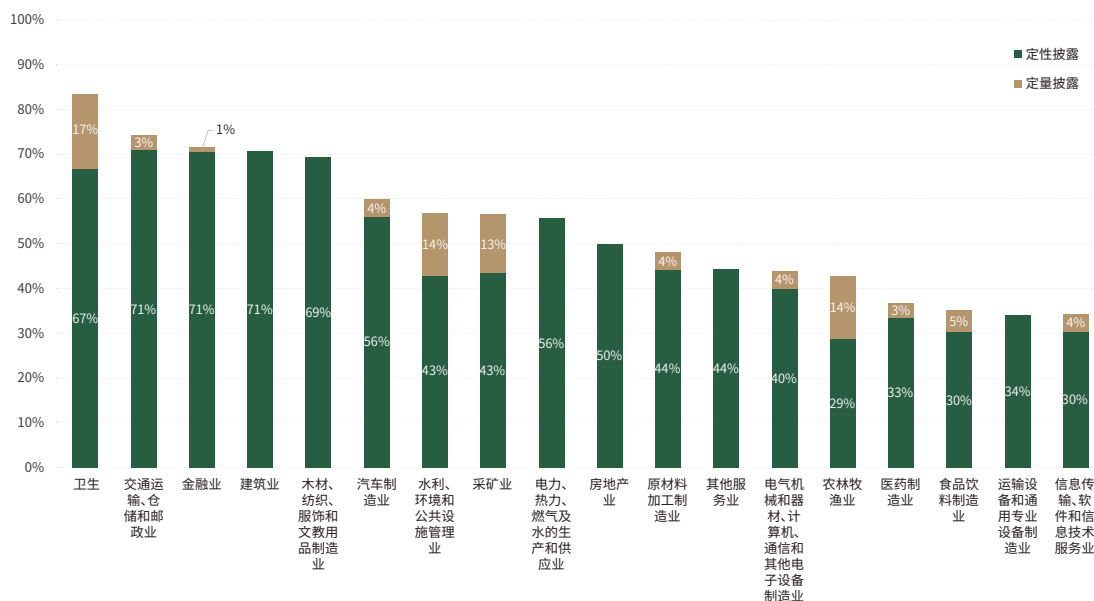


图9 中证800成分股碳排放管理披露率分行业统计 (2021)

数据来源: 商道融绿PANDA碳中和数据平台

2.3.2 碳排放数据披露情况

上市公司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2021年,中证800成分股公司对碳排放数据的披露也在逐年上升,并且可以看出2021年提升较为显著,增加了约31%。从披露口径来看,已有75%的公司按照全部生产单位(即公司的全部范围)披露了碳排放数据,且比例也在持续增长。

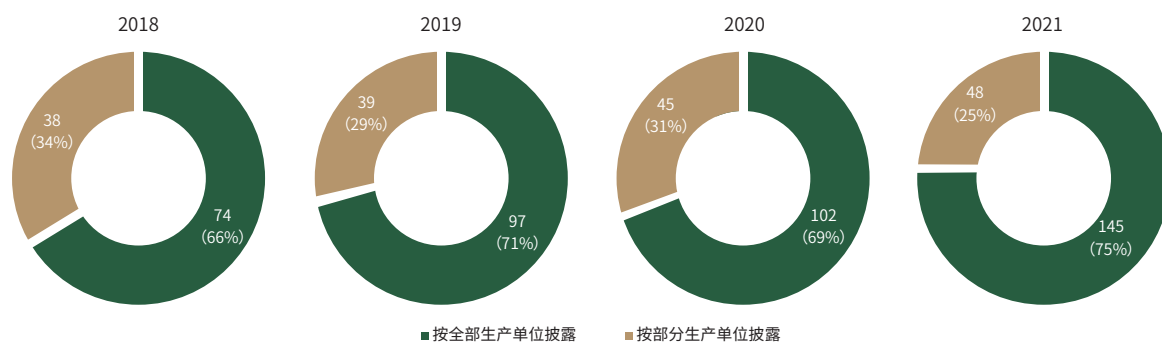


图10 中证800成分股碳排放数据披露口径统计 (2018-2021)

数据来源: 商道融绿PANDA碳中和数据平台

另外,在披露碳排放数据的公司中,非A+H股的比例在逐年上升。2018年至2020年,披露碳排放数据的公司中,超过一半都是A+H股。至2021年,披露碳排放数据的公司中,仅有不到50%的公司是A+H股,这表明除港交所的监管要求外,非A+H上市公司自主披露碳排放量的意愿和实践在迅速增强。

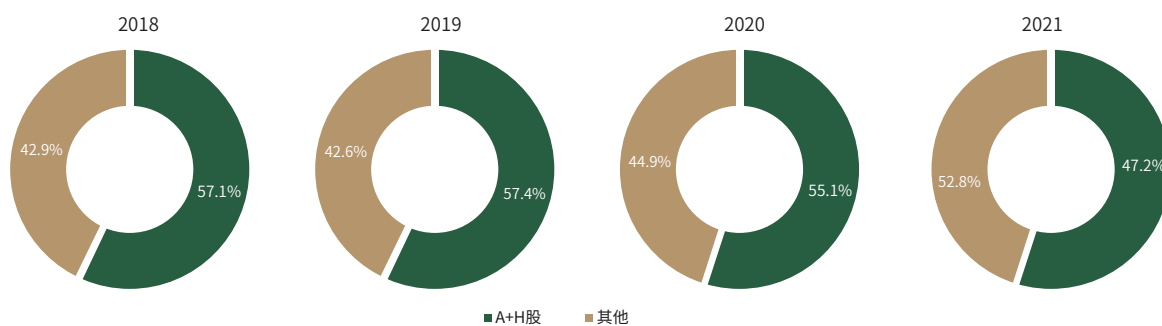


图11 中证800成分股碳排放数据披露的公司类型 (2018-2021)

数据来源: 商道融绿PANDA碳中和数据平台

通过观察不同行业的上市公司对碳排放量的披露,我们发现在卫生、采矿、金融、交通运输、仓储和邮政业中,有超过40%的公司披露了碳排放数据;而在房地产、信息传输、软件和信息技术服务业、其他服务业中,仅有约10%的公司披露其碳排放量。在电力、热力、燃气及水的生产和供应业及原材料加工制造业两个碳排放较高的行业中,均仅有约25%的公司披露了碳排放数据。从披露口径来看,金融业中按照部分生产单位披露碳排放量的公司超过了按照全部生产单位来披露的公司,采矿业、运输设备和通用专用设备制造业等行业的公司均按照全部生产单位进行披露。

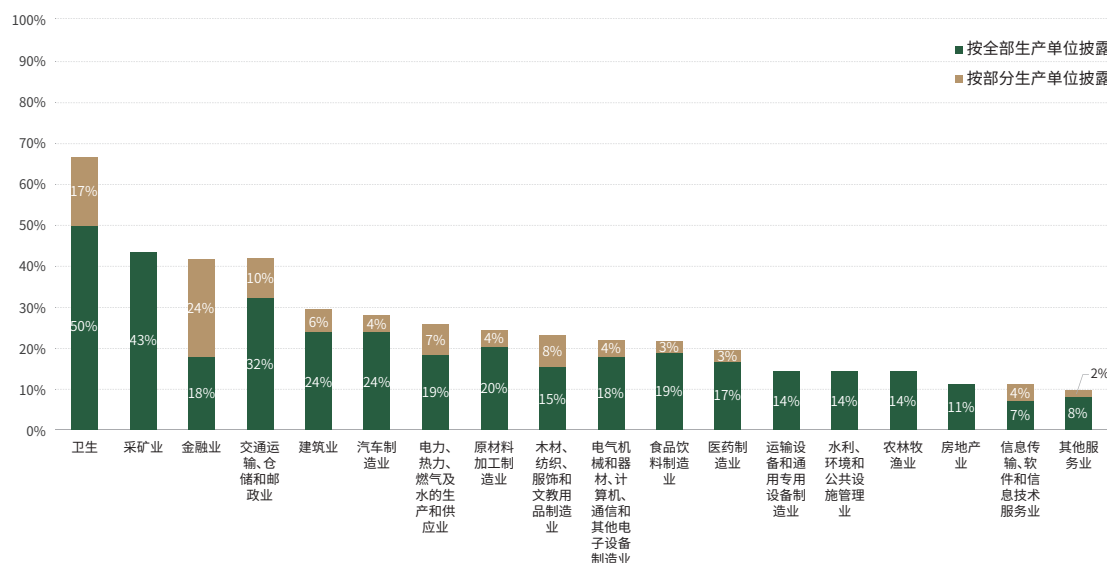


图12 中证800成分股碳排放数据披露口径分行业统计 (2021)

数据来源: 商道融绿PANDA碳中和数据平台

3 中证800成分股ESG评级分析

随着ESG市场的快速发展,A股上市公司的ESG绩效也进入了稳定提升状态。从2018年到2021年,中证800成分股公司的ESG评级整体处于上升通道。评级在B+(含)以上ESG评级的公司增幅为101%;评级在C+(含)以下ESG评级的公司降幅超过40%。过去4年,中证800成分股公司ESG综合得分均值总增幅为8%;绩效处于头部(前100家)的上市公司提升速度明显高于处于尾部(后100家)的上市公司,这一点反映出ESG绩效改善的“马太效应”:评级越高的公司越重视持续的ESG绩效提升,更深层的原因可能为ESG绩效越好的公司越能体会到ESG披露与管理在企业形象、吸引投资等方面带来的实际效益。

2018年至2021年4年间,中证800成分股公司环境、社会与公司治理三个维度得分增幅最高的为环境指标,达到了12%,这一现象得益于近年来A股上市公司日益严格的环境披露制度。从行业表现来看,2021年中证800ESG综合平均得分最高的五个行业依次为:交通运输、仓储和邮政业,金融业,采矿业,电力、热力、燃气及水的生产和供应业,医药制造业,组成与2020年相同。

3.1 中证800成分股ESG综合评级及绩效

基于商道融绿A股ESG数据库数据统计,2018年至2021年中证800成分股公司的ESG评级⁷有较大提升。评级在B+(含)以上ESG评级的公司由2018年的63家增至2021年的197家,增幅达到213%;评级在C+(含)以下ESG评级的公司由2018年的199家降至2021年的76家,降幅为61.8%。

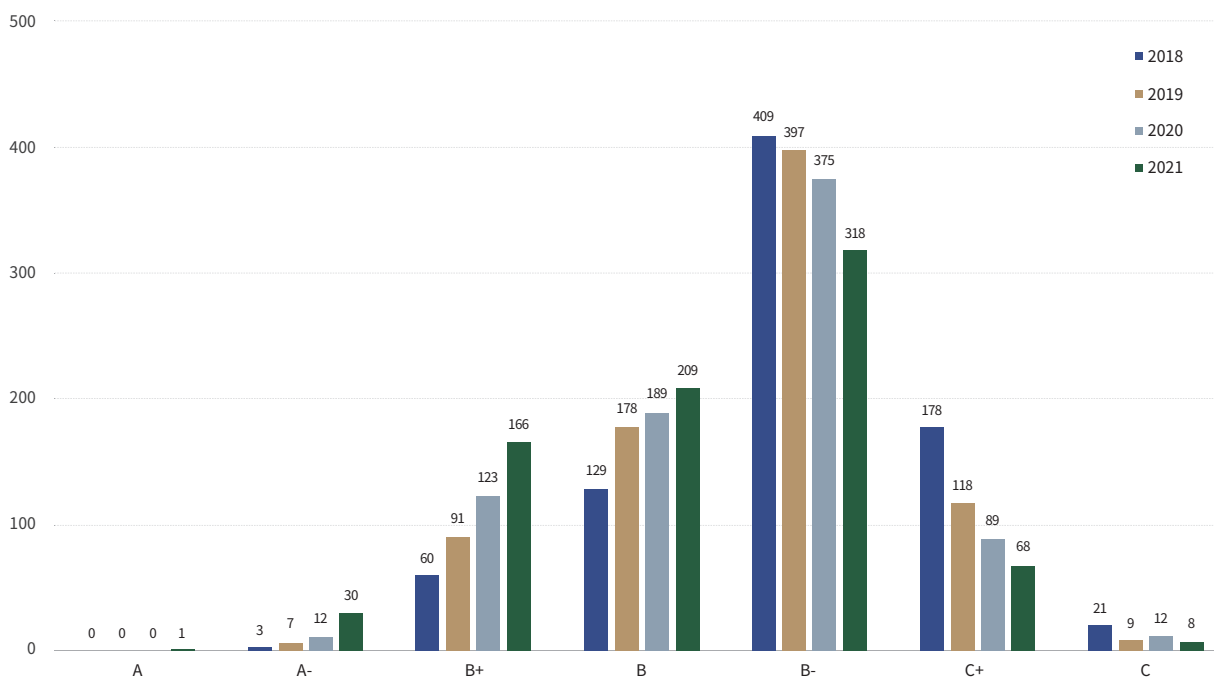


图13 中证800成分股ESG评级分布(2018-2021)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

⁷ 商道融绿ESG评级共分为A+、A、A-、B+、B、B-、C+、C、C-、D等级别,近4年的中证800成分股中没有公司获得A+、C-和D评级,所以这3个级别未列在图表里。

对比2021年和2020年均属于中证800成分股的上市公司,其中有27%的公司ESG评级上调, 6.5%的公司评级下调。而2019年至2020年中证800成分股的评级变化,分别为19.5%上调、65.9%持平和14.6%下调。对比可知,ESG评级上调的公司比例在过去一年加速增长。

以2018年中证800成分股ESG得分为基数,4年ESG综合得分均值总增幅为8%,这反映出A股主要上市公司整体的ESG绩效呈现稳步增长。

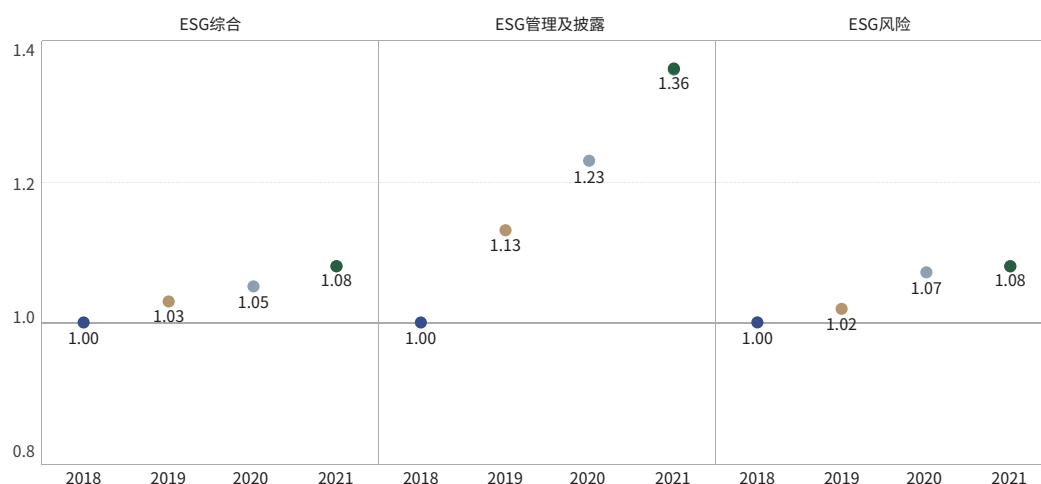


图14 中证800成分股ESG绩效变化(2018-2021)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

从上市公司的ESG管理及披露和ESG风险两个维度来分析上市公司的ESG表现,可以发现近年上市公司ESG管理及披露绩效呈现较大幅度的提升,2021年相较于2018年总体提升36%,表明公司ESG管理主动性加强,信息披露明显改善。与ESG管理及披露形成对照的是,以上市公司出现ESG负面事件为代表的ESG风险情况也在逐年上升,4年总体增长8%。表明在过去的4年中,随着监管的日趋严格,上市公司更多的环境、社会及公司治理负面事件曝光于公众视野,很多上市公司的“黑天鹅”事件均来源于ESG领域。

我们按照中证800成分股ESG整体绩效排名,将每年绩效前100家公司称为“高ESG100组合”,后100家公司为“低ESG100组合”。通过分别分析两个组合4年间ESG绩效变化情况,我们发现ESG绩效头部上市公司ESG绩效提升更快,年均增速也较为平均,4年总体增幅12%;而ESG绩效尾部公司提升幅度较小,4年总体增幅6%。这表明A股上市公司在ESG整体提升的背景下,ESG绩效的头部公司对ESG提升的成效更加显著。

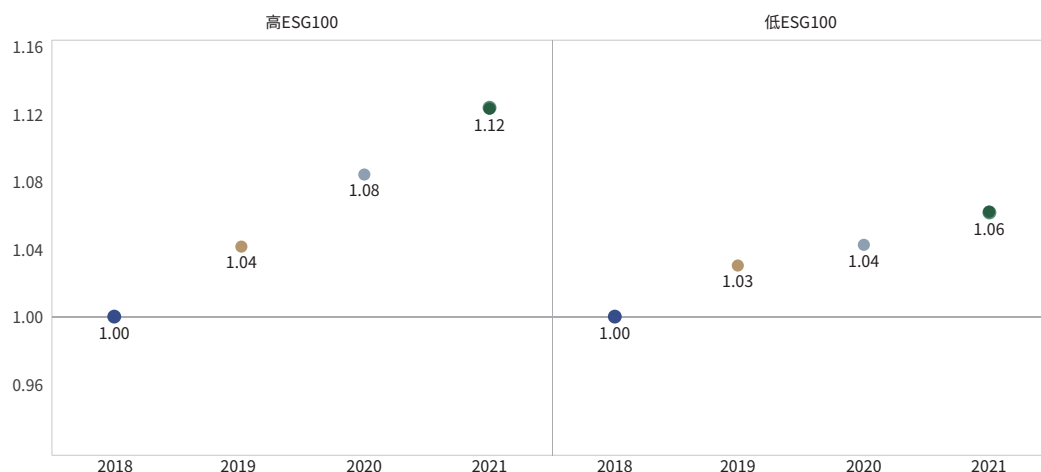


图15 中证800成分股高ESG100和低ESG100的ESG绩效变化情况(2018-2021)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

3.2 中证800成分股E/S/G分项变化分析

我们再从环境E、社会S和治理G三个维度分析4年间A股上市公司的ESG分项绩效变化情况。图16展示了中证800成分股公司E、S、G分项绩效变化,可以看到上市公司E、S、G三个维度的绩效均有一定提升,其中环境方面的提升较社会 and 治理方面更为迅速:4年间,环境绩效提升了12%,社会绩效提升了6%,公司治理绩效提升了5%。

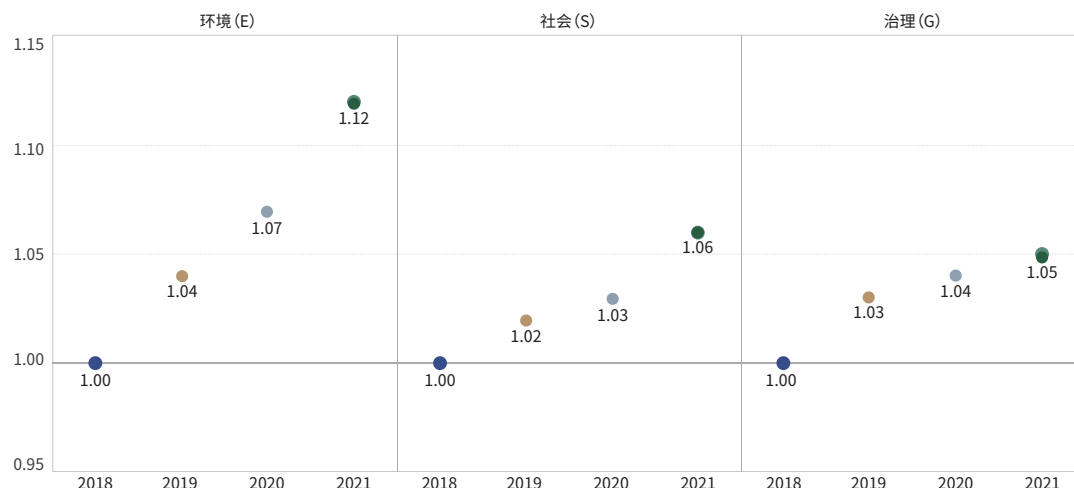


图16 中证800成分股E/S/G 绩效分项变化(2018-2021)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

3.3 中证800成分股分行业ESG绩效分析

按行业来分析,2021年中证800ESG综合平均得分最高的五个行业⁸依次为:交通运输、仓储和邮政业,金融业,采矿业,电力、热力、燃气及水的生产和供应业,医药制造业。ESG综合平均得分最低的五个行业依次为:房地产业,信息传输、软件和信息技术服务业,其他服务业,食品饮料制造业,建筑业。如果以中证800成分股整体ESG综合得分均值为基数,各行业的ESG绩效相对表现如图17所示。

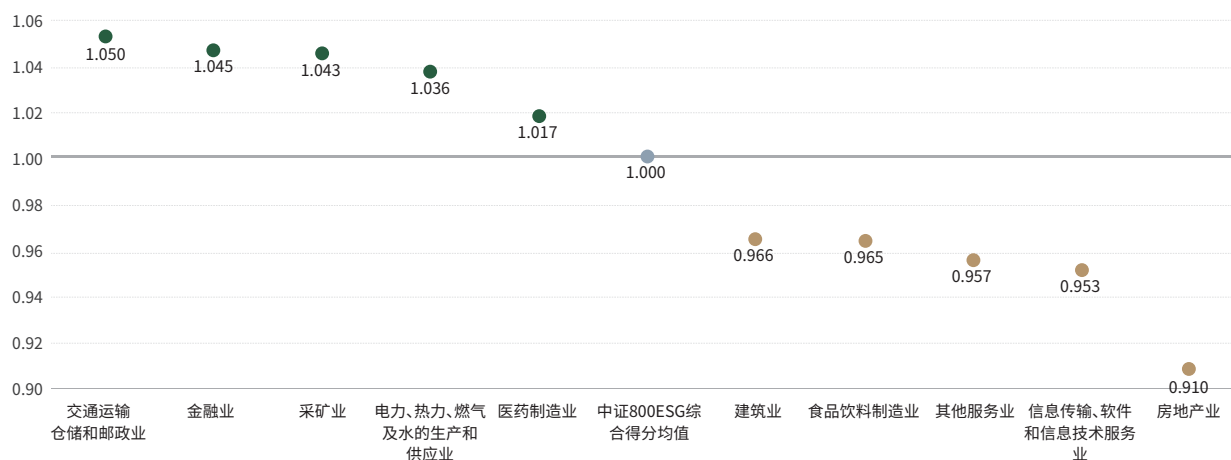


图17 中证800成分股分行业ESG绩效情况(2021)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

⁸ 为提升统计有效性,此处列示的为包含超过20家上市公司及以上的行业。

我们同时对2020年至2021年中证800成分股企业的ESG绩效变化做了分析。根据统计,中证800各个行业的ESG绩效平均提升比例为3.39%,提升比例最高的3个行业依次为交通运输、仓储和邮政业,食品饮料制造业和采矿业,提升比例最低的3个行业依次为房地产业,运输设备和通用专用设备制造业,电力、热力、燃气及水的生产和供应业。其中,交通运输、仓储和邮政业的ESG管理及披露提升比例最高,为13.72%;采矿业的ESG风险得分提升3.03%,居各行业之首。

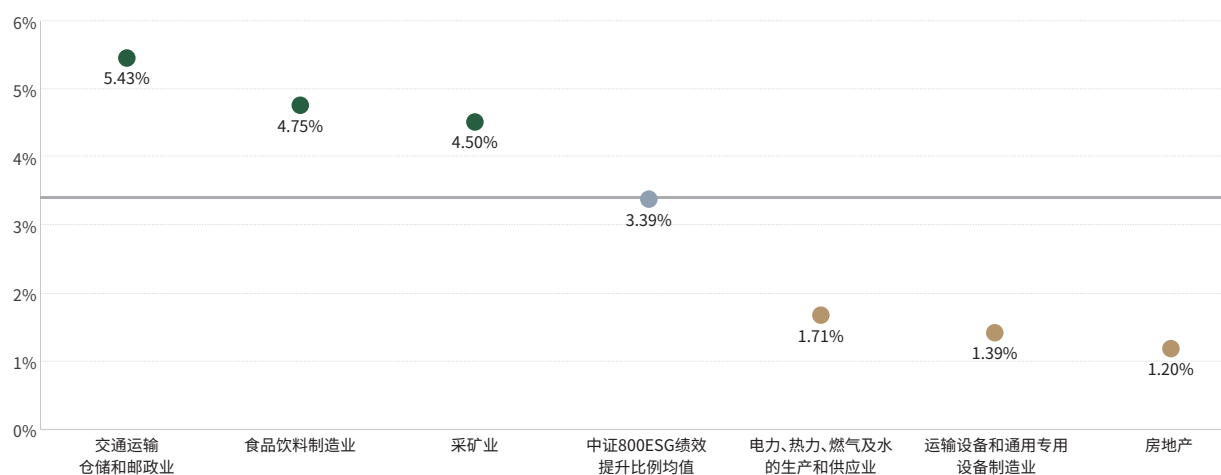


图18 中证800成分股行业ESG绩效提升情况比较(2020-2021)

数据来源:商道融绿STaR ESG数据平台

4 A股上市公司ESG风险分析

上市公司在环境、社会与公司治理方面的风险事件表示公司已经发生的ESG不良表现,研究表明此类风险事件将会对上市公司声誉、客户忠诚度以及财务绩效产生影响。我们对商道融绿ESG风险雷达数据库中收录的2012年7月至2021年6月A股上市公司ESG风险事件进行分析和研究。

4.1 A股ESG风险历史数据分析

近年来,上市公司环境、社会及公司治理负面事件屡屡曝光。根据商道融绿ESG风险雷达数据库收录的A股ESG风险事件统计,自2012年7月至2021年6月,共收录ESG风险事件29712件,涉及到3313家上市公司。其中,环境类风险事件10953件,占比36.9%;社会类风险事件9297件,占比31.3%,公司治理类风险事件9462件,占比31.8%。

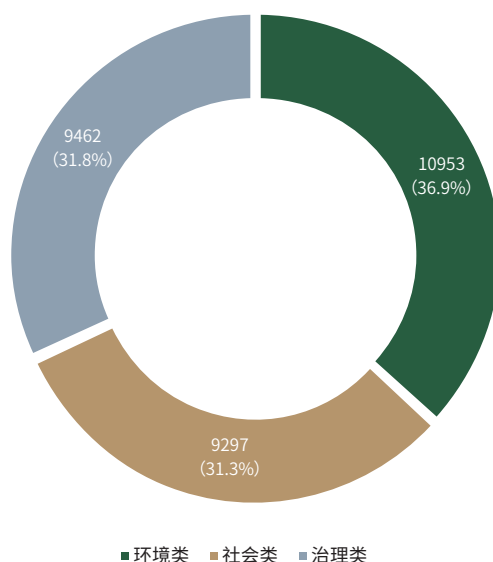


图19 A股ESG历史风险事件统计(2012.7-2021.6)

数据来源:商道融绿ESG风险雷达系统

深入分析ESG风险事件的类型,环境类风险事件中,大气污染、水污染及其他环境负面事件(如程序违规等)最为常见;社会类风险事件中产品(服务)质量、客户权益及员工权益负面事件居多;公司治理和违背商业道德负面事件均是治理类出现较多的风险事件。

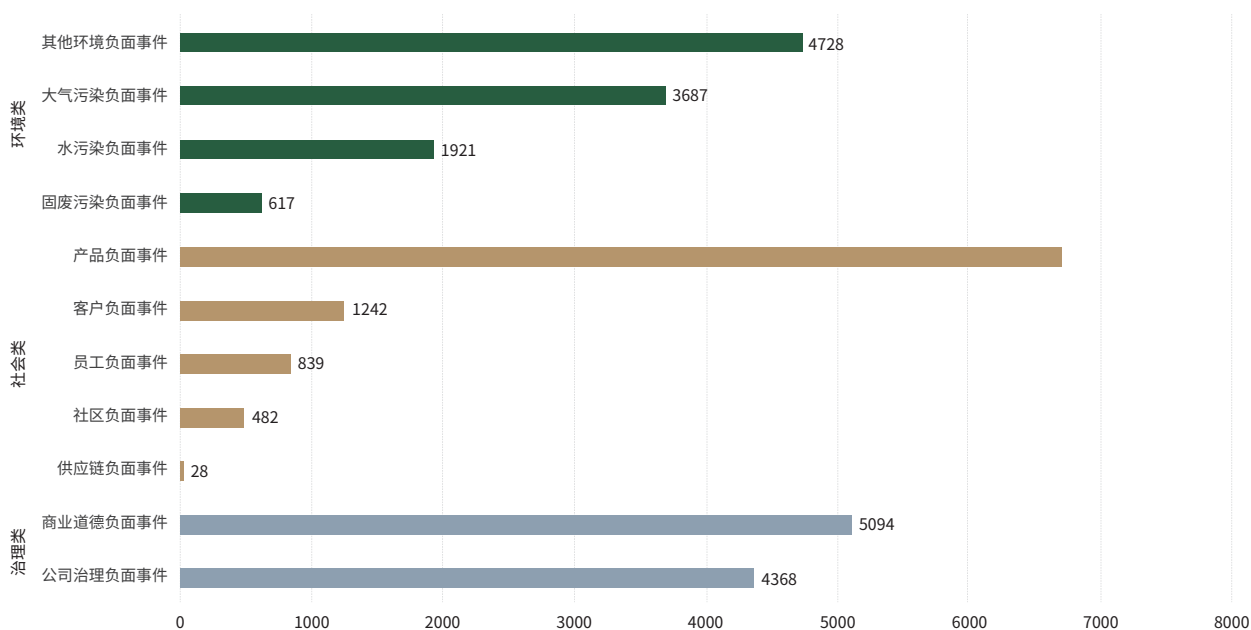


图20 A股ESG风险事件类型统计(2012.7-2021.6)

数据来源: 商道融绿ESG风险雷达系统

4.2 中证800成分股ESG风险及变化分析

以中证800成分股最近一年（2020年7月至2021年6月）作为统计区间，商道融绿ESG风险雷达数据库共收录ESG风险事件2625件，涉及455家上市公司，占比超过56.9%。其中环境类风险事件725件，占比27.6%；社会类风险事件1273件，占比48.5%；治理类风险事件627件，占比23.9%。分析ESG风险事件的风险等级⁹，可以发现社会类和治理类的中、高等级风险事件比例较高，占比分别为11.7%和26%。

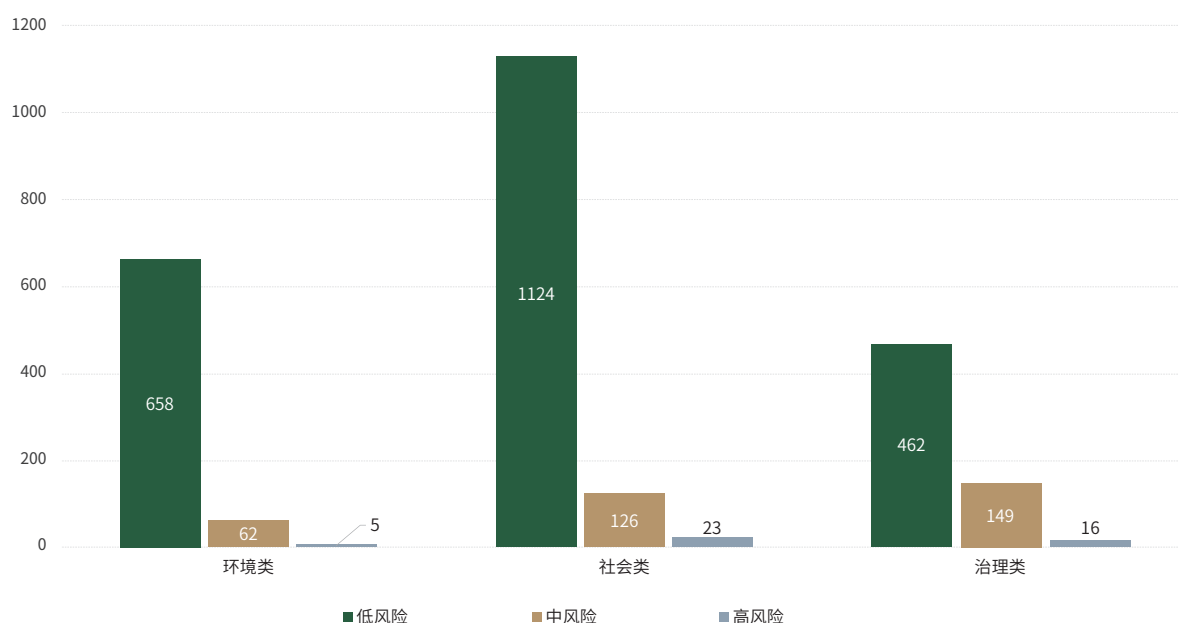


图21 中证800成分股ESG风险事件统计(2020.7-2021.6)

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。

分析中证800上市公司的ESG风险事件的类型,可以发现最近一年大气污染、其他环境负面事件、产品(服务)质量负面及违背商业道德负面事件是较为频繁出现的ESG风险事件。

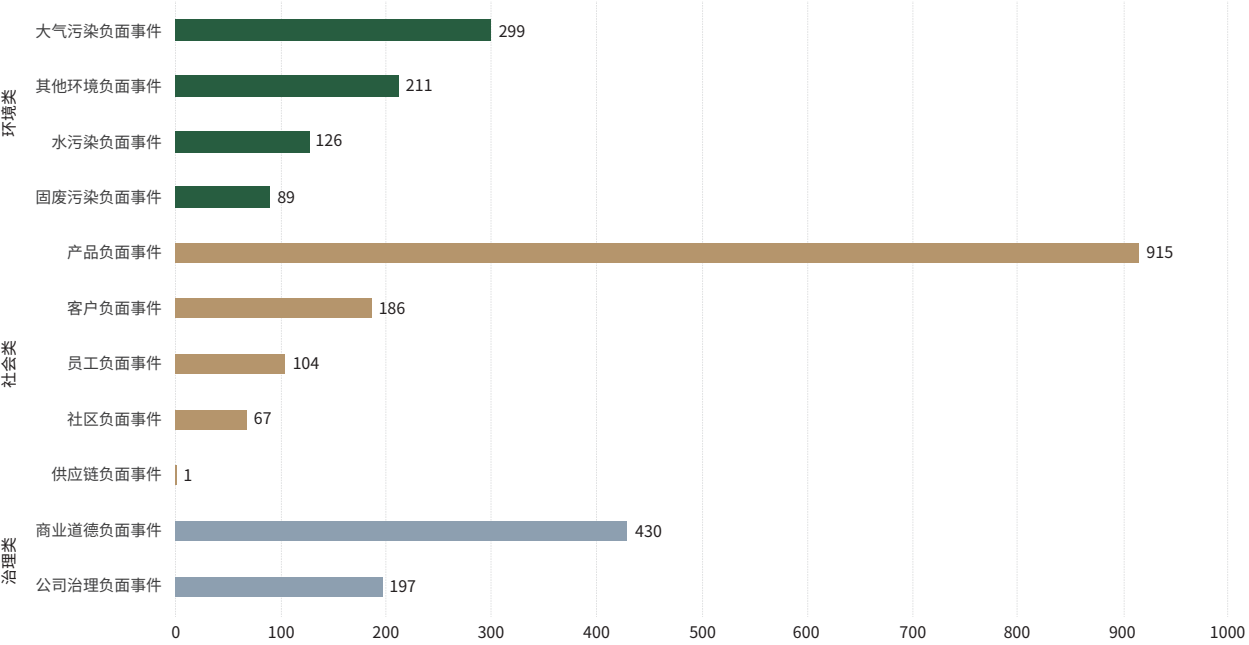


图22 中证800成分股ESG风险事件类型统计 (2020.7-2021.6)

数据来源:商道融绿ESG风险雷达系统

5 A股上市公司ESG绩效和股价关系研究

近年来，ESG投资能够更好规避尾部风险的理念得到更多投资者认可。2020年至今新冠疫情的爆发以及极端天气事件的频发，促使全社会包括资本市场更加深刻反思人与自然的关系以及更全面的风险控制体系。已有多项研究表明，上市公司ESG评级得分与企业韧性之间存在一定程度的正向关联，同时ESG评级较高的公司也会比得分低的公司获得更高的股市表现与财务回报。

为了测试A股上市公司ESG表现与其股价的相关性，我们分别测试了A股市场对于ESG风险事件的反应程度，以及高ESG绩效上市公司组合的收益情况。采用事件研究法，我们对2015年1月1日至2020年12月31日之间中证800成分股ESG中高风险事件与公司股价变化的关联性进行了研究，结果表明ESG中高风险事件的发生对公司股价产生了较显著的负面影响。另外，我们在2015年7月1日至2020年12月31日沪深300指数成分股中分别构建了“ESG行业优选100组合”与“ESG+质量因子整合优选100组合”进行回测。结果表明，A股上市公司的ESG绩效和股价之间呈现较为显著的正相关性。

5.1 A股上市公司ESG风险事件与股价相关分析

为了研究A股市场对上市公司ESG风险事件的市场反应，我们采用事件研究法研究上市公司ESG风险事件披露前后其股价的波动情况（股票累积超常收益率的变化）来判断事件的影响。

我们选用公司ESG风险事件信息披露日为事件日期（第0天）。同时基于Krueger (2015)¹⁰，事件窗口期设为[-5, 10]，即考虑某些信息在负面公告之前可能已为公众所知的可能性，也考虑一个重大负面公告市场反应持续发酵的可能性。为了查看事件窗口前后股价是否已经有任何显著下跌，从而验证结果可靠性，还考虑了事件窗口之前的时间间隔[-20, -11]和[-10, -6]以及事件窗口之后的时间间隔[11, 20]和[21, 60]。

我们选用商道融绿风险雷达数据库中2015年1月1日至2020年12月31日之间中证800成分股ESG中高风险事件为事件样本，同时剔除一家公司窗口期有多个ESG事件的情况，即一家公司两个ESG事件间隔天数小于等于10，并剔除在窗口期停牌超过5天，在估计期停牌超过23天的事件，同时也对窗口期内及前后10天内有分红、重组等情况的样本进行了剔除。

对每一个负面事件，选用Fama-French五因子模型(Fama&French, 2015)¹¹估计异常收益率(Abnormal Return)，选用[-255, -46]作为模型估计期。

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{i1} \times (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{i2} \times SMB_t + \beta_{i3} \times HML_t + \beta_{i4} \times RMW_t + \beta_{i5} \times CMA_t + \varepsilon_{it}$$

其中， R_{it} 负面事件发生公司在第t天的股票收益率， R_{ft} 是第t天的市场无风险收益率， R_{mt} 是市场日收益率， SMB_t 、 HML_t 、 RMW_t 、 CMA_t 分别是规模因子、价值因子、盈利因子和投资因子的日收益率， ε_{it} 是残差项。五因子的日收益率基于中国A股数据。¹²

然后通过最小二乘法(OLS)估计 α_i 、 β_{i1} 、 β_{i2} 、 β_{i3} 、 β_{i4} 、 β_{i5} ，则第t天负面事件公司的预估收益率计

¹⁰ Krueger, P., 2015. Corporate goodness and shareholder wealth. J. Financ. Econ. 115, 304–329.

¹¹ Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., A five-factor asset pricing model, Journal of Financial Economics, Volume 116, Issue 1, 2015, Pages 1-22.

¹² 详见BetaPlus小组, <https://www.factorwar.com/data/factor-models/>

算方式如下：

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_{i1} \times R_{mt} + \hat{\beta}_{i2} \times SMB_t + \hat{\beta}_{i3} \times HML_t + \hat{\beta}_{i4} \times RMW_t + \hat{\beta}_{i5} \times CMA_t$$

然后得到异常收益率 (AR)：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}$$

最后, 在每个事件窗口期内, 加总每一天的异常收益率, 即可得到每一个窗口期的累积异常收益率 (CARs)。结果如表1所示, 在此期间上市公司股价平均累积异常收益率 (CAR) 为-1.04%, 在1%水平上显著小于0, 说明资本市场对上市公司的负面事件是有较显著负面反应, 即剔除掉市场日收益率、规模因子、价值因子、盈利因子和投资因子所带来的收益率之后, ESG争议风险事件伴随着上市公司股价的显著下调。

表1. ESG负面事件整体市场反应

表中展示不同事件窗口期内样本公司ESG负面事件发生后平均累积异常收益率 (CAR)。样本数量 N=1304 (对应1304起风险事件)。*, **, 和***分别表示CAR在10%、5%和1%水平下显著小于零。

Event time	CAR	Std.err.
[-20, -11]	-0.0028	0.0019
[-10, -6]	-0.0003	0.0013
[-5, 10]	-0.0104***	0.0025
[11, 20]	-0.0028	0.0020
[21, 60]	-0.0190***	0.0048

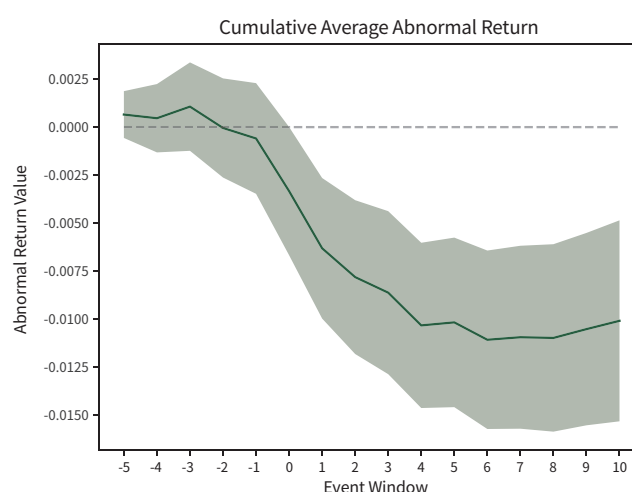


图23 [-5,10]窗口期负面事件累计异常收益率曲线图

数据来源: 商道融绿ESG研究部

注: 阴影部分为累计异常收益率95%置信区间 (若置信区间范围不覆盖0, 则说明此点CAR值显著)。

另外, 在事件窗口期[-5, 10]中, 在第0日之前并没有显著CAR情况出现, 说明没有明显的信息泄露情况。研究还发现, 在其他附近窗口期[-20, -11], [-10, -6], [11, 20], 结果均不显著, 在一定程度上说明事件窗口期显著CAR不是由事件日期前后的无关趋势带来的。并且虽然在事件发生日后[11,20]区间负面影响已逐渐消退, 但在[21, 60]区间又重新出现显著累积异常收益率, 说明上市公司的中、高风险事件对于公司股价会产生较长时期的实质性负面影响。这与Cui & Docherty (2020)¹³研究的美国市场ESG负面事件仅存在短期过度反应有所不同。

5.2 A股上市公司ESG评级和股价相关分析

接着我们做了A股上市公司ESG评级和股价的相关性分析。在2015年7月1日至2020年12月31日沪深300指数成分股中, 在每个中证一级行业内进行ESG总分因子行业优选, 从而总共选出100支股票, 采用自由流通市值加权权重并与沪深300指数行业权重调整一致, 每半年调仓一次, 构建“ESG行业优选100组合”。累计收益率超过基准约44.55%, 年化收益率超过基准约6.01%, 年化波动率减少约1.11%, 夏普比率约提高1.73倍。

¹³ Cui, B. and P. Docherty (2020). Stock price overreaction to ESG controversies. SSRN Working Paper 3559915.

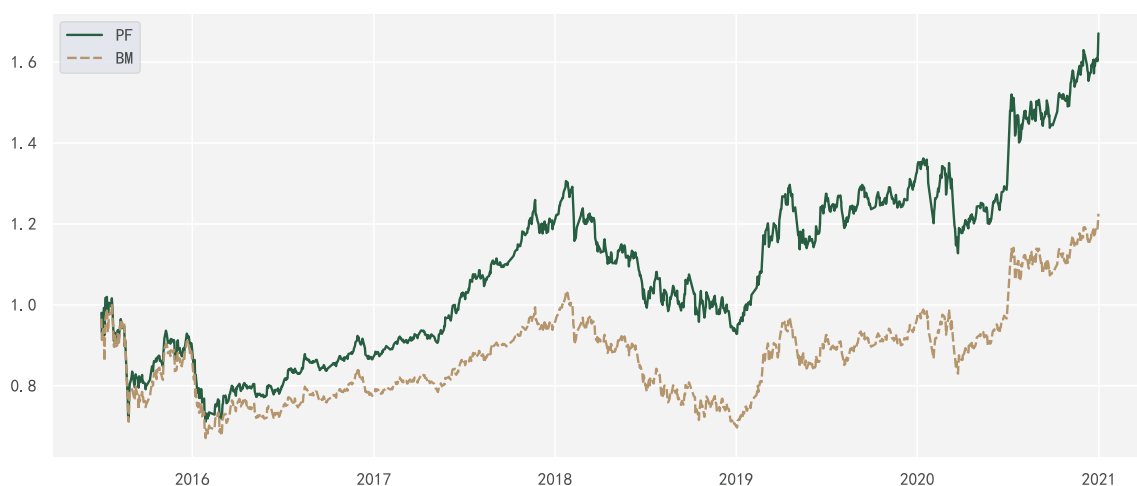


图24 ESG因子行业优选VS沪深300收益率曲线图

数据来源:商道融绿ESG研究部

我们进一步做了ESG因子和Smart Beta相结合的股价分析。在2015年7月1日至2020年12月31日沪深300指数成分股中,等权赋权ESG总分因子与质量因子(ROE)合成综合因子,在每个中证一级行业内进行综合因子得分行业优选,从而总共选出100支股票,采用自由流通市值加权权重并与沪深300指数行业权重调整为一致,每半年调仓一次,构建“ESG+质量因子整合优选100组合”。累计收益率超过基准约80.31%,年化收益率超过基准约9.95%,年化波动率减少约0.40%,夏普比率约提高2.58倍。通过以上两组实证研究可以发现,在A股市场上市公司的ESG绩效和股价之间过去几年具有一定程度的正相关性。

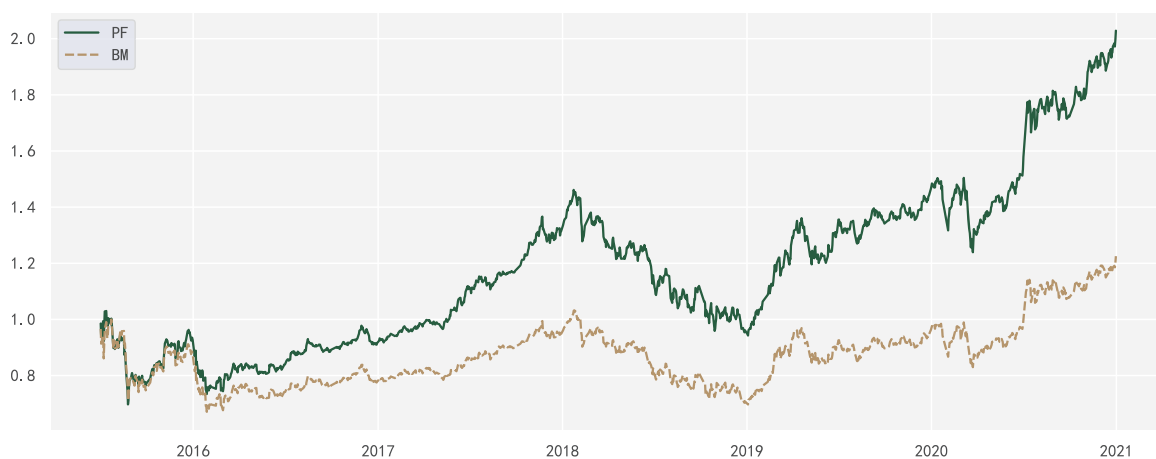


图25 ESG+质量因子整合优选VS沪深300收益率图

数据来源:商道融绿ESG研究部

6 总结与展望

通过报告的详细分析可发现,过去4年A股上市公司ESG信息披露从数量到质量均稳步上升。在全球气候变化与中国“双碳目标”的背景下,上市公司应对气候变化与碳排放信息披露也有所加强。A股上市公司ESG整体评级绩效保持上升状态,但面临的ESG风险也呈现持续增加的状态。A股市场对ESG风险因素反应明显,ESG风险管理仍不容忽视。A股上市公司ESG绩效和股价具有正相关性。

近年来,中国ESG投资市场呈现加速发展的态势¹⁴,上市公司自身意识提升,监管政策要求和投资机构的推动是A股上市公司ESG绩效提升的主要驱动力。目前,中国上市公司的ESG表现正处于快速发展初期。这一阶段首先发展的是ESG意识提升,即上市公司更加了解ESG的内涵和对其重视程度的增强。我们预计,未来的几年上市公司将从意识提升为主逐步发展到管理提升阶段,在公司ESG政策、风险管理、信息披露、投资者关系等多方面改进ESG管理绩效,在这个阶段中国上市公司的ESG绩效有望加速提升,关注和重视ESG的公司也将从头部的上市公司拓展到更大范围。

2020年以来的新冠疫情给世界带来巨大冲击,气候变化对人类的影响日益加剧,人们已经逐渐明确地意识到赖以生存的环境正在发生巨大的变化。在未来一段相当长的时间内,坚持绿色和可持续发展,将是人类社会一致的共识和方向。我们相信这些社会思潮和共识将推动全球ESG责任投资和绿色金融的快速发展,ESG投资和绿色金融也将为世界的可持续发展注入重要动力。

报告研究团队:

张睿 张如 刘敏媛 李文清 贾凡 陈秋子

¹⁴ 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《中国责任投资年度报告2021》。

研究机构



商道融绿是中国早期专注于绿色金融及ESG责任投资的专业机构，自2009年开始提供ESG（环境、社会 and 治理）数据服务，其ESG数据及研究被广泛应用于投资决策、风险管理、政策制定、可持续金融产品的创新和研发。商道融绿STαR ESG评级数据库与商道融绿ESG风险雷达系统覆盖全部A股以及香港市场总共近5000家上市公司的ESG表现和ESG风险事件。2020年开发的商道融绿PANDA碳中和数据平台，提供根据温室气体核算体系（GHG protocol）对中国实体单位进行的碳排放测算。商道融绿的ESG数据已经正式登陆彭博终端，成为数据登陆彭博终端的中国首家本土ESG服务机构。

商道融绿是首家签署联合国负责任投资原则（UN PRI）的中国机构，国际资本市场协会（ICMA）《绿色债券原则》《社会债券原则》首届顾问委员会委员，中国金融学会绿色金融专业委员会（GFC）创始理事单位，英国绿色投资银行（UK Green Investment Bank）认证的咨询机构，国内首家气候债券标准（CBS）认可的评估认证机构，以及中国银行间市场交易商协会（NAFMII）会员。

🖱 www.syntaogf.com

✉ contact@syntaogf.com



研究机构:商道融绿

2021年8月

免责声明

本报告所用数据除特殊说明外,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基于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。