



中国证券投资基  
Asset Management Association of China

# 构筑 ESG 实践的伦理基础

中国证券投资基  
中国发展研究基金会课题组

2023 年 12 月



## 课题组成员

负责人：俞建拖

成员：都静、胡自强、夏天、张若琪、褚冬晓

本报告为中国证券投资基金业协会专项课题研究成果，由中国发展研究基金会课题组受托完成。文中观点、信息仅供研究、交流使用，不代表协会立场或对任何机构及其业务的背书。由于课题发布周期原因，报告内容可能未反映机构、市场与监管的最新变化，请读者注意鉴别。

本报告首发于中国证券投资基金业协会协会官微和官网 ([www.amac.org.cn](http://www.amac.org.cn))，对本报告全文或部分内容的任何转载、引用须注明来源于中国证券投资基金业协会 (AMAC)。AMAC 不对任何片面、不当引用或延伸性结论负责。



# 构筑 ESG 实践的伦理基础

## 目 录

摘 要 .....	2
第一章 引言 .....	8
第二章 认识伦理 .....	12
一、伦理的价值 .....	12
二、不同的伦理视角 .....	14
三、基于共识的元伦理原则框架 .....	20
第三章 市场经济中的伦理问题与 ESG 议程 .....	26
一、理解市场经济 .....	26
二、市场经济中的身份、关系与伦理要求 .....	27
三、企业生产经营中的典型伦理问题 .....	31
四、企业伦理问题与 ESG 议程 .....	40
第四章 企业 ESG 信息披露中的伦理问题 .....	46
一、ESG 信息披露的重要性 .....	46
二、国际 ESG 信息披露标准的伦理考察 .....	49
三、中国的企业 ESG 信息披露框架 .....	64

四、中国企业的 ESG 信息披露实践情况 .....	69
第五章 ESG 评级的伦理考察 .....	73
一、国际 ESG 评级框架 .....	77
二、国内 ESG 评级 .....	91
三、ESG 评级的局限性及其伦理思考 .....	98
第六章 ESG 投资及相关伦理问题 .....	101
一、ESG 表现与企业价值 .....	102
二、ESG 投资策略及其应用中的伦理问题 .....	110
三、ESG 投资中的 $\alpha$ 悖论及其伦理问题探析 .....	122
第七章 ESG 监管政策及其伦理考量 .....	126
一、欧盟的 ESG 监管政策与伦理考量 .....	126
二、美国的 ESG 监管政策及其伦理取向 .....	129
三、日本 ESG 政策法规 .....	133
四、中国香港 ESG 监管政策 .....	136
五、对中国 ESG 监管政策体系设计的启示 .....	138
第八章 结语 .....	142
一、对 ESG 实践的伦理考察：基本结论 .....	142
二、ESG 实践与经济治理：对中国的启示 .....	145



# 图目录

图 1：元伦理原则框架 .....	24
图 2：GRI 的模块化结构 .....	51
图 3：ISO26000 的七大主题 .....	55
图 4：A 股上市公司 ESG 报告披露概况 .....	70
图 5：A 股央企上市公司 ESG/社会责任报告披露率（2020-2023） .....	71
图 6：商道融绿 ESG 评级框架 .....	92
图 7：万得 ESG 评级框架 .....	95
图 8：不同 ESG 策略的投资规模 .....	113
图 9：泛 ESG 投资产品 .....	113
图 10：世界不同区域 ESG 相关政策法规出台情况 .....	127
图 11：美国与欧洲企业披露的 TCFD 符合度 .....	131

---

## 表目录

表 1: 部分国际机构的 ESG 评级产品 .....	73
表 2: 部分中国机构的评级产品 .....	74
表 3: MSCI ESG 评级框架 .....	77
表 4: 汤森路透 ESG 评价指标 .....	82
表 5: 汤森路透的 ESG 打分标准和权重 .....	83
表 6: 商道融绿 ESG 评级指标框架 .....	93
表 7: 万得 ESG 评级指标框架 .....	95
表 8: PAB 与 CTB 指数目标介绍 .....	119
表 9: 欧盟若干重大 ESG 政策法规及其要点 .....	127

---

## 摘要

在过去二十年里，ESG 理念和实践逐步成为全球性的潮流。伦理关切是 ESG 思考和实践的底层推动因素，但是随着 ESG 实践逐步走向复杂化、专业化和标准化，如何筑牢这些实践的伦理根基，也成为一个问题需要严肃考虑的问题。从伦理角度重新审视当下的 ESG 实践，强化其伦理基础，减少伦理风险，对 ESG 实践的发展以及实现可持续发展目标，都具有重要的意义。

本研究基于对市场经济中涉及的关键伦理问题的分析讨论，提出了一组元伦理原则，包括生命原则、发展原则、公正原则、善良原则、自由原则以及责任原则。以此为基本框架，对国内外企业 ESG 信息披露、ESG 评级、ESG 投资以及 ESG 政策监管进行伦理考察，分析相关实践和应用中的伦理含义以及（可能）存在的伦理缺陷或伦理风险。主要的发现如下：

### 1. 企业 ESG 信息披露

国际主流的企业 ESG 信息披露标准体系较为完善，对关键的伦理原则均有覆盖，体现出对 ESG 议题较为全面系统的理解。其伦理风险更多体现在实践中，存在体系复杂、标准高、弹性少等问题，这可能导致发展中国家以及中小型企业 ESG 信息披露实践中的弱势和难以适用，在一定程度上可能会造成歧视和排斥。由于对企业宣称遵循特定披露标准缺乏有效的认证或约束，也在一定程度上会出现“漂绿”等行为。

目前，越来越多的人认识到，ESG 信息披露标准需要一定程度的融合，从而为企业以及广泛的利益相关方参与 ESG 实践提供依据。

---

国际可持续发展准则理事会（ISSB）关于可持续发展信息披露标准的工作取得了积极进展，代表了标准整合上的最新成就。一方面，这种标准的融合和整合，为完整、一致的 ESG 评价以及决策提供依据；但从另一方面看，实践中如果过于关注 ESG 风险对财务价值的影响，也容易使非财务风险处于某种从属和次等地位。因此，在应用 ISSB 新标准时需要与其他 ESG 信息披露准则结合使用。

我国企业 ESG 信息披露标准尚在起步阶段，近年来内地已有诸多行业标准出台，令人鼓舞。但是，在信息披露标准制定中，对 ESG 相关理论研究还有待系统化和深化，信息披露指标体系构建的方法论支撑不足，指标和标准设置容易显得单薄和机械，对中国本土的 ESG 要素消化融合不足，将 ESG 诉求割裂于企业整体发展，对发展原则、生命原则以及责任原则强调有所不足。

在国际和国内企业 ESG 信息披露的实践中，存在言行不一、信息注水、避重就轻、浑水摸鱼、零敲碎打、验证缺失等问题。因此，需要加大对企业 ESG 意识的教育培养，使 ESG 理念深入企业行为规范，并基于“能力-影响-责任”链条强化企业责任，充分发挥数字技术在信息披露验证中的作用，并提高 ESG 信息披露服务体系的能力。

## **2. ESG 评级**

通过对国际有代表性的企业 ESG 评级框架的分析，可以发现一些主流 ESG 评级标准中过于注重短期的风险因素，对企业生产经营过程中实质性的、正向的影响重视不足，忽略发展与风险之间深刻的内在关联。此外，评级机构之间的结果差异较大。这些可能会导致 ESG 套利行为，有违发展原则和公正原则。

与 ESG 信息披露存在的问题类似，国内 ESG 评级体系虽然数量

---

不少，但是对 ESG 理解的完整性和系统性有待提升，对 ESG 前沿研究成果的跟踪和吸收不足，评级方法论基础薄弱。这导致评级中对发展原则的忽视，以及对其他伦理原则的遵循缺乏厚度支撑。从实际评级结果看，一些评级结果表现出了很大的波动性，这从另一个侧面反映了评级体系缺乏内在稳健性。

### 3. ESG 投资

ESG 投资在全球增长迅猛，但是对于 ESG 投资与企业价值、超额回报之间的关系，目前还存在很多争议。总体上看，多数研究都支持企业 ESG 表现有助于减少企业风险、提高企业价值的假设。但是，相反的实证证据也一直存在。研究表明，企业 ESG 表现还受公司内部和外部多种因素的影响，包括企业管理层的个人和家庭因素、股权结构、业务特点、行业特性、所处市场特征等。

包括负面筛除法、正面筛选法、组合倾向法、ESG 整合法、股东行动主义法、可持续主题投资法、影响力投资法等 ESG 策略得到了广泛的使用，不同的投资策略对于信息数量和质量有不同的要求。随着人们对 ESG 认识的深入以及相关服务和产品变得可及，ESG 投资的规模和结构都发生了重要的变化。ESG 投资总规模保持了较快的增长，ESG 整合法得到了越来越多的应用，美国超越欧盟成为最重要的 ESG 投资市场。从 ESG 投资实践看，还需要加强 ESG 投资信息披露、漂绿等行为监管。

要解决 ESG 投资中的相关伦理挑战，需要在产品层面强化信息披露和评级。目前欧盟和香港等发达金融市场对于 ESG 产品的信息披露（包括基金、债券）都有较好的披露框架。但是针对投资产品的 ESG 评级目前发展仍然滞后，有待未来予以关注和研究。

---

报告也对 ESG 投资是否存在超额回报以及这种回报的性质进行了分析讨论。从各国学者实证分析的结果看，超额回报存在性的结论并不一致。从逻辑上看，即使超额回报是存在的，超额回报的性质也是不确定性，既可能是风险管理的溢价（三维投资降成二维），也可能是对企业非财务价值认同的溢价。本研究认为，关于超额回报假说的验证还有太多不确定性，客观上存在多重技术因素导致现有研究对计量分析结果的过度阐释。

#### 4. ESG 监管政策体系

通过对欧盟、美国、日本和我国香港 ESG 监管政策新近重大进展的讨论分析，可以发现四者各有特色：欧盟注重通过 ESG 监管政策强化公正原则和责任原则，但是欧盟的政策偏好在相当程度上是基于欧盟在全球竞争中塑造比较优势的考量。美国在 ESG 监管中表现出犹疑态度，表现出更尊重自由原则、责任原则和发展原则，但是随着全球地缘政治竞争的加剧，美国在不少时候实际上将人权等议题当作地缘政治工具来使用，这对于公正原则构成了威胁。日本的 ESG 监管政策框架与其他西方大国相比是相对偏弱的，这固然有助于自由原则、发展原则，但从另一方面看，日本过于“松、宽、软”的 ESG 监管框架，也不利于日本企业提高竞争力，并在长远损害日本的可持续发展。日本高端制造业近期集中暴露出来的质量检测检验的问题，也许不是偶然的。我国香港的 ESG 监管政策更多强调了自由原则和公正原则，同时将发展原则融入金融体系的绿色发展转型中。究其根本，不同经济体的 ESG 实践都需要充分考虑自身的经济社会和文化背景。以普适性原则来考察国别差异时，六项原则在伦理层面都是需要坚守的，因此国际标准与我国经济体相兼容，不存在本质上的冲突。

---

然而，针对不同经济体的发展阶段有原则上的优先序之分。对于发达经济体，生命原则、发展原则已得到良好贯彻，应突出考察其在善良原则、公正原则、责任原则上的表现，衡量其对于更广大社会利益的影响。对于发展中经济体而言，生命原则、发展原则、自由原则等更为基础并易于落实的原则应得到着重强调。

### 5. 从经济治理看 ESG 在我国的实践

党的二十大对高质量发展有了更高的定位，将之作为全面建设社会主义现代化国家的首要任务。完善经济治理，是推动经济高质量发展的必由之路。ESG 本质上是经济治理的手段。从治理的角度看，ESG 实践过程中需要扩大利益相关方参与、遵循法治原则、提高透明度、加强规则制定和应用过程中的互动和反馈、强化问责等。基于对国内外 ESG 实践中相关伦理问题的分析，对于完善我国 ESG 实践、助力高质量发展有以下建议。

首先，发挥我国制度优越性，加强顶层设计，推动形成更为整合的 ESG 政策框架。原则上，要坚持发展优先，更加强调公正原则，关注和维护利益相关方的合法权益。此外，还要坚持自由原则，在法治框架下，立足本国国情循序渐进完善 ESG 政策框架，充分发挥企业在资源配置中的主体性和能动性。

其次，完善企业 ESG 信息披露体系。要密切关注国际 ESG 信息披露标准和规范的发展趋势，完整全面地认识和理解 ESG，从国家层面对 ESG 信息披露框架制定提供基础指引，提升信息披露的完整性、规范性和一致性。ESG 信息披露制定应体现生命原则，融入我国的人权观，从而在国际人权对话以及企业的人权实践中掌握主动。作为发展中大国，信息披露标准制定要充分考虑经济建设、政治建设、文化

---

建设、社会建设和生态文明建设五位一体的总体要求。推进企业 ESG 信息披露要考虑行业差异和企业发展阶段的特点，平衡好自由原则和公正原则，循序渐进，先自愿后强制或半强制，先从大企业和关键企业、行业入手。与此同时，也要推出适宜中小企业的信息披露规范。

第三，发展 ESG 评级评价体系。ESG 评级评价是引导可持续发展投资的关键，评级评价的权力分配也涉及到金融市场中的资产定价权。对我国来说，一方面要积极完善 ESG 信息披露和评级评价的基础设施建设，为高质量的信息披露和评级评价提供统计、数据和服务支持；另一方面，也要积极推动评级评价标准的透明化，并在此基础上提高方法和指标体系的规范融合，提高市场的公平性和有效性。

第四，以 ESG 投资产品分类和信息披露标准化为抓手，促进 ESG 投资市场健康发展。ESG 投资产品设计要强化责任原则，切实披露 ESG 投资策略、ESG 影响、方法和机制、潜在风险、验证机制等，从而遏制投资中可能出现的漂绿、失职等有违市场伦理的行为。

---

# 构筑 ESG 实践的伦理基础

## 第一章 引言

ESG 是环境 (Environmental)、社会 (Social) 和治理 (Governance) 三个词的英文缩写,指的是企业在生产经营和投资决策过程中同将环境、社会、公司治理因素纳入考量的行为。自 2004 年联合国全球契约组织 (UN Global Compact) 首次正式提出 ESG 概念以来,不到 20 年的时间里,ESG 的理念和实践在全球已经蔚然成风。据全球可持续投资联盟 (GSIA) 的估计,2020 年全球考虑 ESG 因素的资产规模逾 35 万亿美元,占全球总资产管理规模的三分之一。

ESG 的风行并不是因为其概念新潮。尽管 ESG 这一表述对很多人来说是新的,其关键要素却反映了战后甚至工业革命以来人类社会对发展问题的多维度反思。ESG 是这些思潮汇合并在全球追求可持续发展的当下形成的具有可操作性的认识框架和解决方案。从早期资本与劳动关系到现代劳工议题,从对人与自然关系的反思到可持续发展议程,从社会企业到影响力投资,从个别地惩治企业丑闻到建立普遍性的现代公司治理规则,经过长期的思考、辩论和实践,推动在本世纪初形成了具有共识性的 ESG 实践框架,并从引导投资行为的简单原则发展成为复杂的 ESG 信息披露规范、ESG 评级体系、ESG 监管政策、ESG 投资策略和产品。就此而言,今天 ESG 概念的火爆正是过去几十年“厚积”带来的“薄发”。

伦理关切是 ESG 理念与实践发展的重要动力源泉。蕾切尔·卡逊的《寂静的春天》,记录了工业文明所带来的诸多负面影响,促使人们重新审视人与自然的关系,打动了全球数以亿计的人,推动了现

---

代环保主义的发展。伦敦雾事件、洛杉矶光化学污染事件、日本水俣病、印度博帕尔毒气泄漏事件等环境公害、巴西库巴唐“死亡谷”事件等环境公害，引发了社会对传统工业化以及人对自然无度索取的反思以及对受害者深切的同情。自工业革命以来，劳工问题就如影随形，<sup>1</sup> “二战”以后由于各国工人抗争、生产力的进步和福利国家的普遍化，劳工问题有所缓解，但局部性的危机以及重大的事件也时有发生，譬如，最近现代汽车美国供应商又将童工问题带到公众视线。长期以来，新自由主义的信徒们信奉“企业的责任就是将股东利益最大化”，漠视了企业作为法人和社会关系的节点，对员工、消费者、供应链合作伙伴等利益相关方以及社区应该承担的责任。安然公司和安达信造假破产事件，世纪性金融危机中华尔街高管却照拿高薪所引发的“占领华尔街”运动，引发社会的普遍关注并最终导致公共政策的调整。

在这些事件中，一些企业和高管的行为并不一定在一开始就违反了法律，但无一例外都挑战了社会公众对于生命、自由、公平、责任、尊严的道德认知，促使利益相关方采取行动予以抵制和制裁，要求政府在法律和政策上作出应对并对涉事的企业和个人进行惩罚。很多因为这些事件而建立的组织机构以及出台的法律、政策、规章，都构成了 ESG 实践的重要制度环境。伦理存于人心，看上去像水一样变化多端和无形，又有真实的、强大的力量。

但是，随着 ESG 理念和实践的发展，ESG 的应用场景也日益丰富，逐步走向了专业化、复杂化和标准化，其影响是两面的。一方面，这是 ESG 实践升级的必然过程，有内在合理性。不论是 ESG 的信息披露标准、评级体系、投资产品或者监管框架，只有经过专业化、复

---

<sup>1</sup> 恩格斯的《英国工人阶级状况》生动又准确地记录了工业化前期英国工人的悲惨境况。

---

杂化和标准化，才能更广泛地被使用。标准化有助于降低市场中各类主体的沟通成本，大众化地使用可以降低制度供给的边际成本，这符合规模经济的要求。另一方面，专业化、复杂化和标准化过程中也伴随着风险。特别是当 ESG 投资被认为可以带来额外经济增益的时候，伦理的关切容易在看起来严谨规范的措辞、格式化的指标架构、自动化的数据采集和模型计算中被边缘化甚至被挤出。ESG 因为现代市场经济的伦理而生，但是在实际应用中却与伦理关切日渐疏离，这种背离是我们需要警惕的和着力予以解决的。

有鉴于此，受中国证券投资基金业协会的委托，中国发展研究基金会课题组承担了“ESG 实践的伦理基础”这一研究工作。课题旨在提出并利用一套具有共识性的元伦理原则，以此为工具对目前主流的 ESG 信息披露、评级、ESG 投资、监管政策进行审视，总结潜在的伦理风险以及可能的改进方向，并提出强化相关制度和标准体系伦理基础的意见和建议。

本报告余下部分的结构安排如下：第二章介绍了伦理的价值以及现代社会中代表性的伦理观，提出由一组元伦理原则构成的核心框架，这一框架将被用于对具体伦理议题以及 ESG 标准的伦理考察和评价；第三章讨论了现代市场经济中主要的伦理议题以及对应的分析场域，如劳工权利、营销伦理、环境伦理、供应链伦理、公司治理伦理等；第四章对 ESG 信息披露制度进行伦理审视和评价，提出改进的建议；第五章对 ESG 评级进行伦理审视和评价，并就我国特色的 ESG 评级体系构建提出建议；第六章对 ESG 投资中的伦理问题进行考察和分析；第七章对 ESG 监管政策发展趋势以及背后的伦理取向进行分析讨论；第八章总结报告的研究发现，并就强化 ESG 实践的伦理基础

---

提出建议。

中国证券投资基金业协会

---

## 第二章 认识伦理

从关系的视角看，伦理是处理人与其他主体关系时应该遵循的规范<sup>2</sup>。在中国传统文化中，伦理被认为是人伦道德之理，主要关心人与人之间交往的规范。在现代的伦理体系中，伦理所规范的不仅是人与他人之间的关系，还有人与自身、人与社会、人与自然甚至超自然主体<sup>3</sup>的各种关系。但是伦理也可以从个体自身、行为、价值目标的角度来审视，即伦理是关于做什么样的人、如何正确地行为、应该过什么样的生活的一整套规范。正如康德所言，“道德首先被要求的是支配自己”，伦理首先是对人的要求，围绕人来展开。本章将从伦理的价值出发，对几种主流的伦理观进行介绍和讨论，在此基础上，提出本报告所依循的一套元伦理原则，以此为透镜，检视具体 ESG 实践的伦理内涵以及可能存在的伦理风险。

### 一、伦理的价值

人类社会对伦理的思考和探索由来已久。在古巴比伦的《汉谟拉比法典》、古印度的《奥义书》、古代中国的《道德经》和《论语》以及古希腊的《尼各马可伦理学》等著作以及政府法令中，已经蕴藏许多今天还被反复讨论的伦理观念。在过去几千年里，古今中外思想家的伦理学著作可以说浩如烟海，但伦理绝不仅是理论玄思，而是切实地影响人们的决策和行为。事实上，我们每天都在自觉不自觉地进行着伦理实践。每当人们思考诸如“这件事我应不应该参与其中”、“是

---

<sup>2</sup> 这里的其他主体包括自然人，也包括自然人组成的法人和各类组织，以及非人的自然环境以及存在于其中的生物等。

<sup>3</sup> 这里的超自然主体是指一些人根据自身信仰所认定存在的其他主体（如神明或者非人格化的道），人与这些主体的关系中也包含伦理规范。

---

否要告诉主管同事的不当行为”、“要不要在地铁上给老人让座”、“是否要收养被遗弃的小动物”之类貌似日常和琐碎的问题时，背后总有伦理权衡的因素在起作用，这样的伦理选择每天都可能遇到。伦理就像我们所呼吸的空气一样重要又隐而不显。

人类社会之所以需要伦理，或者伦理在社会中的功用，概括起来大致有以下方面：

**一是促进协调合作。**马克思指出，人天生是社会动物。人类社会的发展表现为合作网络的扩展，将更多社会主体连结起来，通过共享价值观念和行为规范，形成一致性行动，完成单一个体难以完成的任务，增进个体以及社会整体的福祉。但是，社会中个体能够维系稳定社交关系的人员数量是有限的，上限最多只有数百人。<sup>4</sup>这一规模和我们常见的在社会动员规模有天壤之别。譬如，在一场自卫战争中动员超过 10 万以上的军队冒着生命危险作战是很常见的事。原因就在于，伦理的存在为人类一致性的行动提供指引，大大减少了协同的困难。就此而言，伦理是社会合作的粘合剂。

**二是管控分歧和冲突。**社会主体的增加和社会网络的扩展，既带来了合作收益，也增加摩擦冲突的可能性，表现为日益激烈的资源竞争和利益冲突，“马尔萨斯陷阱”、“霍布斯丛林”是对此类困境的形象描述。这些竞争和冲突有些是有意的（譬如体育锦标赛、大国竞争），有些是无意的（譬如没有分车道和行车信号的公路上出现的拥

---

<sup>4</sup>伦敦大学学院（UCL）的人类学家罗宾·邓巴在 1992 年提出一个假说，人类社交能力受大脑皮质大小影响，一个人能维持稳定社交关系的人数上限为 100-230 人，通常被认为是 150 人（这个数字也称为“邓巴数”）。从这个意义上说，伦理是社会的粘合剂。瑞典斯德哥尔摩大学的研究团队对邓巴数进行了验证，得出人类能维持稳定社交的人数范围上限为 520 人左右。Lindenfors, P.; Wartel, A; and Lind, J. (2021).

“‘Dunbar’s Number’ deconstructed”, *Biology Letters* 17: 20210158.

---

挤和碰撞), 但是当竞争和冲突超越一定阈值, 就可能对个体以及社会整体的福祉带来负面影响。伦理的存在为社会主体提供了方向指引以及行动的边界, 有助于控制竞争和冲突的烈度, 增进社会整体的福祉。从这个意义上说, 伦理是社会的**润滑剂**。

**三是维持某种利益格局和秩序。**伦理是人类社会的制度发明, 尽管这种制度经常表现为隐性的存在。同其他社会制度一样, 伦理的发明有主导者和主要受益者, 通常是社会的统治阶层。所以不能忽略这样的事实, 不同社会主体从既有伦理体系中受益是不均等的, 社会的伦理规范总是有利于统治者或者主导阶层维持其既有的利益格局。通过文化以及教育体系的强化, 通过社会关系的再生产, 伦理有助于维系既有的社会关系和利益分配格局。<sup>5</sup>因此伦理也是**维持剂**。

**四是个体发展的需要。**伦理不仅可以通过社会整体的进步和发展给处于其中的成员带来福祉上的增益, 伦理也有助于直接对社会个体发生作用, 使之不断完善自身发展自我。人们践行道德, 并不总是因为外部存在约束性规范, 而是出于某种内心的需要(不论这种需要是先天的或是后天习得的), 从而实现德性上的增进。在现实生活中, 很多人从各种道德榜样中学习并实践, 来提升和发展自己。当越来越多的人得到提升和发展, 整个社会也因此而进步。就此而言, 伦理也是个体和社会发展的**催化剂**。

## 二、不同的伦理视角

伦理无所不在, 但人们秉持的伦理观往往大相径庭。从本质上来看, 伦理终究是一种个体观念认知, 并严重依赖于个体的经历和社会

---

<sup>5</sup>这并不是说, 仅凭伦理就足以维持既有的利益格局, 伦理是上层建筑, 其稳定性依赖于经济社会的基本结构和状况。

---

背景。因此，对于同样的行为，不同的人可能会给予不同的伦理判断。伦理学家们把社会所持有的主流伦理观概括为以下几种：

**一是功利主义伦理观。**功利主义伦理观与边沁开创的功利主义哲学密切相关。在方法论上，功利主义以结果来证明手段正当性，强调要按照选择结果来进行伦理评价，一件事或者一个行为，只要是能带来有益的结果，就是伦理上值得倡导的。<sup>6</sup>功利主义伦理观又存在两个重要的派别：一种是行为功利主义。主张该观点的人认为，在特定环境下，如果一种行为能够为社会带来的好处大于坏处，就是符合伦理的；另一种是规则功利主义。持有该观点的人更重视塑造和维护能够给社会利益相关者带来最大好处的规则。<sup>7</sup>

功利主义伦理观有强形式和弱形式。强形式要求考虑社会的全局性利益，弱形式可以退化为考虑行为人所在的整体群体利益，强弱形式背后是关于人类理性的假设以及对技术、经济可行性的内在要求。对人类理性能力、信息和知识获取和处理能力、技术和经济可行性的过高估计，对非理性因素在人类社会中的重要性认识不足，是功利主义伦理观经常被诟病的地方。

在市场经济中，功利主义伦理观是很常见的。譬如，一个有较多不良反应的疫苗应该被推向市场，虽然部分人可能会因为严重的不良反应而死亡，但是疫苗的普及可以拯救更多人的生命，在没有其他替代疫苗的情况下，普及这种疫苗伦理上是可行的。在是否使用童工问题上，功利主义者可能会认为，如果使用童工对于本地社区的繁荣以及童工家庭经济条件的改善是有帮助的，有助于改善童工本人、家庭

---

<sup>6</sup> Taylor, P.W. ed. *Problems of Moral Philosophy*. 2<sup>nd</sup> ed. Belmont, CA: Dickenson, 1972. , 第 137 页。

<sup>7</sup> 雅克·蒂洛、基思·克拉斯曼著，程立显、刘建等译，《伦理学与生活》，世界图书出版公司 2015 年。

---

以及社区的生活，因此童工在伦理上也是允许的。<sup>8</sup>事实上，几乎所有的公共政策决策者都或多或少是功利主义的信徒，一项政策可能会损害一部分人的利益或存在其他负面代价，只要政策对社会大多数人（或社会整体）是有利的，这项政策仍有可能被实施，这样的利益计算在公共决策中是屡见不鲜的。

**二是利己主义伦理观。**人们常把伦理利己主义和心理利己主义相混淆，实际上两者有显著区别，前者是一种伦理规范，后者则是对人为自身利益而行动的描述。伦理利己主义有三种典型表现：唯我论利己主义主张每个人（包括他人）都应该为我自己的利益最大化行动；个人型利己主义主张我应该为自己的自身利益而行动，但不对他人的行动作出规定；普遍型伦理利己主义主张每个人都应该永远为他自己的最大的自身利益行动，不关心其他人的利益，除非其他人的利益符合自身的利益。<sup>9</sup>

伦理利己主义，尤其是普遍型伦理利己主义，对现代社会观念和经济体系有重要的影响。在某种程度上，伦理利己主义是经济学关于“理性自利的人”这一假设的重要基石之一。<sup>10</sup>在公共政策层面，伦理利己主义要尊重个人的自由，反对政府对市场以及个人自由的过度干预，相信理性自利的人最终会找到实现自身利益最大化的路径。

因为中文概念的字面原因，人们有时把功利主义和自私、自利联系起来，实际上两者有显著的区别。从方法论角度看，两者都从结果

---

<sup>8</sup> 同上。

<sup>9</sup> 同上，相关讨论还可以参见 Medlin, B. (1957). "Ultimate Principles and Ethical Egoism." *Australasian Journal of Philosophy* 35: 111-118 以及 Alston, W.P. and Brandt, R.B. *The Problems of Philosophy*, 2<sup>nd</sup> ed. Boston: Allyn and Bacon, 1974.

<sup>10</sup> Rand, A. *The Virtue of Selfishness*. New York: New American Library, 1964.

---

（利益实现和分配）的角度评价什么是符合伦理的。功利主义关注社会和群体的整体利益最大化，并追求多数人福利的改善；而利己主义关心自身利益的最大化。

理性的自利者关心自身利益，但并不是总是自私地、排斥利他主义或合作性的行为。只要这些行为同时符合自身利益，自利者仍会有利他与合作的行为。在一些情形下，功利主义伦理和理性的自利会实现调和。譬如，在斯密主义看来，由于有“看不见的手”的指引，理性的自利者在追求自身利益最大化的过程中，也实现了社会整体福祉的改善，因此市场经济是符合功利主义的伦理的。<sup>11</sup>

**三是道义论的伦理观。**道义论（或义务论）伦理观认为，结果不能证明伦理正当性，存在一些核心的道德准则，需要社会主体普遍遵从，不论是否会因此产生某些好的社会后果。一个行为的正确与否不在于结果是否利大于弊，而在于该行为是否符合道德准则。哲学家康德就是道义论的拥护者，他认为存在一些需要被所有人遵守的绝对道德真理或者律令，其具有逻辑一致性和普遍性，譬如尊重人类的尊严，不能把人当工具，不要过寄生生活。<sup>12</sup>道义论者对很多问题的看法有别于功利主义以及伦理利己主义这类结果论者。譬如，对于童工问题，在道义论者看来，仅仅因为雇佣童工给家庭和社区带来经济利益，这种行为应该被禁止，因为人在这里被当成了工具。<sup>13</sup>企业不论处于何种情境也不能去贿赂，哪怕贿赂的目的是规避不合理的管制。

---

<sup>11</sup> 亚当·斯密著.《国民财富的性质和原因的研究》，郭大力、王亚南译，北京：商务印书馆，2004年。

<sup>12</sup> 伊曼纽尔·康德.《道德形而上学基础》，孙少伟译，北京：中国社会科学出版社，2009年。康德的道德律令依赖于理性。但是绝对的道德律令并不一定都从理性中来，譬如，宗教信仰也可以是绝对道德律令的来源。

<sup>13</sup> 如果雇佣童工也符合童工本人的利益（姑且不论这个利益怎么界定和衡量），那么在某种程度上也是道德上可接受的。

---

道义论伦理观存在强形式和弱形式。所谓强形式，是指存在一些高度普遍性的道德法则，需要所有人在不同场合下都遵守，如康德所谓的“绝对命令”。但也存在一些相对次级、使用范围和情景小一些其他道德法则，包括在社会网络中对其他行为主体承担的责任，以及信守对他人的承诺。因此，从道义论的观点来看，企业不应该为了逃避本国污染排放标准提高带来的成本增加而将工厂搬至低环境标准的发展中国家去（污染避难所）。同样，企业不履行本国企业公民的纳税责任，为了减少税收成本而将企业注册到离岸避税天堂去也是不应该的。

正义也是一种重要的道德准则。自罗尔斯发表《正义论》之后，正义的概念体系大大发展了，以至于一些伦理学著作认为正义的伦理观应该和功利主义、道义论、以及下文要讨论的德性论伦理观并列。现实中存在着多种形式的正义，如补偿正义（对不公正的待遇进行补偿）、惩罚正义（对违法或作坏事的人进行惩罚）、程序正义（过程和程序的公正性）、交换正义（交易过程中的正义）、分配正义（对利益和责任分配中的正义）。与亚当·斯密“全知的、不偏不倚的观察者”相类似，罗尔斯借助“无知之幕”（veil of ignorance）的思想实验，用逻辑推理的方式求演正义。譬如，当一个理性人在不知道自己性别和肤色的情况下，人们还会不会支持根据性别或者肤色招录或者提拔员工的制度？并据此提出了两条具体的分配正义法则：（1）每个人都同样享有广泛和基本的自由权利，且这些权利不会与他人类似的权利产生冲突；（2）社会和经济的不平等必须能产生以下结果：1）可以合理地期望这种不平等对大家都有好处；2）这种不平等存在于所有人都可以争取的职位或办公场所（机会均等）。罗尔斯的正义理论是

---

精巧的，但是其主要使用于分配正义问题，尽管对思考其他正义问题也有启迪。<sup>14</sup>

**四是德性伦理观。**德性伦理观有久远的传统，东方儒家的道德理论以及西方发端于亚里士多德的伦理理论，都是德性伦理观的代表。德性伦理观关注和重视发展人本身（内在）的品德，而不是人的行为、结果、情感或规则。德性伦理观假定人具有实现美德的意向和能力，但并不假定人是完美自足的，人的行为应该有助于实践和培养这种德性导向的意向和能力。因此，有道德的行动不是对意向的背离，也不是强调遵守规则或者是基于好的行动结果预期，而是按照美德所塑造的意向去行动。<sup>15</sup>总体上看，德性伦理观更注重造就良善有德之人，主张理性和情感的统一，强调中庸、中道和适度。

和任何其他伦理观一样，德性伦理观也会面临质疑和挑战。这些挑战包括但不限于不同背景下人们对美德认知的差异，对人本身德性倾向的怀疑，对人仅靠内在动机驱动实践德性的可行性、可靠性的质疑，以及美德多样性带来的内在冲突等。

德性伦理观在人类社会文明发展中发挥了重要的作用，在现实社会中也广为实践。古今中外的思想家们提出了各种关于美德见解和主张，形成各有特色的美德体系。譬如儒家所倡导的仁、义、礼、智、信，亚里士多德所强调的勇敢、节制、谦虚、诙谐、诚实、友谊等德性，<sup>16</sup>富兰克林的十三项美德，我国当前倡导的社会主义核心价值观也包含了若干德性伦理范畴。在实践中，人的德性养成实际上无法完全靠自省和自驱，而是依赖于外部环境以及各种相关规则的塑造，德

---

<sup>14</sup> Rawls, J. A Theory of Justice. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1971.

<sup>15</sup> MacIntyre, A. After Virtue. 2<sup>nd</sup> ed. Notre Dame, IN: University of Notre Dame Press, 1984.

<sup>16</sup> 亚里士多德著.《尼各马可伦理学》，廖申白译注,北京:商务印书馆，2003年。

---

性伦理观的主张者们也不否认这一点。

德性不仅是对个人的要求，也适用于由人组成的各种组织和团体，包括企业和政府。企业是现代社会中的重要行为体，在处理与其他主体关系的时候也需要遵循各类美德的指引，譬如诚实、守信、负责等。不仅如此，德性在企业内部不同主体的行为以及互动也被强调，譬如关爱、互助、合作等。当然，组织和个人的目标、行为存在差别，因此所追求的美德在内涵外延上都会存在一些微妙的区别。

以上讨论了四种主要的伦理观，实际上还有许多其他的伦理观。这些形形色色的伦理观有不同的来源和实践场景，譬如宗教伦理、家庭伦理、商业伦理等。对这四种伦理观的划分，很大程度上是出于研究上的便利。在真实生活中，不论是个人还是企业，总是在此时持有这种伦理观，在彼时使用另一种伦理观，普通人不会也没有必要去深究这些伦理观之间的差别和冲突，也就是说，个体在实践伦理的时候有模糊、不尽一致但又具有总体性的判断。譬如，人们反对对自然竭泽而渔的开发，可能是出于本能的关心和同情，也可能是理性告诉他这会对自己造成直接或间接的影响，也可能是基于社会在当代以及未来世代福祉的考量，或者就是因为这些行为违反了社会公认的约定和规则。即使在理论上，貌似分明的各种伦理观之间，其内在的冲突也不像人们初看起来的那么大。譬如，在美德伦理观中经常隐含了道义论的要求，道义是美德的来源之一。前面也提到，利己主义伦理观与功利主义伦理观的可能调和。

### 三、基于共识的元伦理原则框架

伦理实践中的丰富性、模糊性和复杂性，使得人们难以在伦理问题上形成一致公认的体系。在学术界、政府部门内部、以及媒体上，

---

人们经常就很多事情做得对不对、好不好争论不休，社交媒体兴起之后，更多人得以参与这些讨论，但是伦理认知并没有因此变得更加一致，反而更加分裂了。最近一个引起公众关注的事件是，一些环保行动者为了唤起公众以及政府对环境问题的重视，向珍贵艺术品泼洒油漆和食物。持不同伦理观的人对于此类事件的评价迥异，有人会赞同这些人的动机，有人会认为保护名画和保护环境一样重要不能顾此失彼，有人可能会认为这些行为影响了无辜第三方有失公正，还有人可能会认为这样行为取得了引发社会关注的效果。

由于没有一套伦理体系获得所有人认同，这使得建立一套适用于一切时代、一切社会的绝对的道德真理体系事实上变得不可能。<sup>17</sup>不过，绝对伦理观行不通，并不意味着必须选择伦理相对主义。相对主义论者认为道德观念具有极端的相对性和条件性，否认存在绝对的适用于一切时代和社会的绝对道德标准。相对主义论者更强调伦理行为主体的认知差异以及外部环境在塑造伦理认知的影响。但是，相对论者对道德多元性和差异性的过度强调，否认不同社会在伦理上存在一些共识，在某种程度上也对伦理体系带来了挑战，甚至走向了一种“伦理虚无主义”，否认人类社会可以共享一些基本的价值观念并构建基于其上的规则体系。因此，绝对主义和相对主义伦理观，特别是它们的强形式，都不可取。

不论从人类社会发展的需求看，还是从人类社会对伦理的实际认知看，提出一组能够被多数人认可并遵循的关键伦理原则是可能的。

---

<sup>17</sup> 当然，在伦理领域，绝对主义也存在强形式和弱形式之别。极端的伦理绝对论者认为所有的道德标准不论何时何地都是保持不变的；有些绝对论者认为大多数道德的一般原则是绝对的，但是在不同的情境下可以对次级标准进行调整。历史上看，康德的“绝对命令”、杜林的“意志的绝对平等”、董仲舒的“天不变，道也不变”都可以视为绝对论的表现。

---

蒂洛和克拉斯曼所概括的五个伦理原则就是其中的一种，包括生命价值原则、善良（正当）原则、公正（公平）原则、诚实原则、个人自由原则，并仔细地分析和解释了支持这些原则的理由。除了诚实原则外，其他原则都是基础性的，而且具有稳健性。尽管蒂洛和克拉斯曼认为诚实原则是公正或公平原则的推论，并从人际交往的需求出发认为该原则足够重要成为一条独立原则。但实际上，该原则也可以被视为善良原则的推论，在人际交往中撒谎，可能出于自利动机也可能出于损人动机，对他人的利益造成损害。<sup>18</sup>因此，本研究保留了蒂洛和克拉斯曼所提的生命原则、善良原则、公正原则和自由原则。除此之外，两个值得单独提出的原则是发展原则和责任原则。六个原则构成的框架具有稳健性，并有可能作为更具体的伦理规范的元规则：

**（1）生命原则。**人的生命是伦理原则存在的目标和前提。伦理原则服务于人的生存和发展，没有生命也就谈不上善恶和正义。所有的生命都是不可替代独一无二的，并且一旦死亡就不可逆转。因此世界上主要的宗教和文化都有戒杀要求，并对夺取人的性命作出严格的限制以及制定惩戒措施。

**（2）发展原则。**马克思主义思想家十分重视人的发展问题，并强调人的全面发展的重要性和正当性。在很长一段时间，经济学家们将发展等同于经济增长，为经济增长的伦理价值辩护。<sup>19</sup>今天的人们对发展的本质有了更深刻全面的认识，将经济增长等同于发展的观点也得到了深刻批判和全面反思。正如诺贝尔经济学奖得主、哈佛大学教授阿玛蒂亚·森所强调的，发展是多维度的概念，发展本质是不断

---

<sup>18</sup> 当然，生活中也经常有“善意的谎言”的情形。

<sup>19</sup> 参见本杰明·弗里德曼，《经济增长的道德意义》，李天有译，中国人民大学出版社，2008年。

---

扩展人在经济、社会、政治等各领域自由选择空间。<sup>20</sup>发展原则既反映了历史唯物主义对事物变化一般规律的认识,也反映了伦理学派中德性论者所持有的对人以及组织不断趋于完满的追求和要求。

**(3) 善良原则。**尽管伦理学家们对善/恶、正当/不正当的理解存在差异,但是在特定的概念界定下,行善是被积极鼓励的。具体而言,善良原则包括积极形式和消极形式,前者强调扬善抑恶做好事(do good),后者意味着至少不做坏事和造成损害(do no harm)。善良原则也在理性之外,为情感在伦理实践中提供了空间。

**(4) 公正原则。**在很多伦理观中实际上都隐含着公正原则。即使伦理利己主义者,如果他信奉每个人都应该为自己的利益为重,那么他也会认为其他人应该同样如此行事,因此内在地产生一种公正观念和诉求。中国儒家的“己所不欲勿施于人”,基督教的“你想要他人如何待你,你就要如何待人”,都隐含着公正的要求。公正原则要求每个人在好处和坏处分配的时候都被公平对待。

**(5) 自由原则。**人的内在价值实现以及可以为社会创造的价值,都依赖于其所拥有的自由。在伦理问题上,人应该拥有选择道德修养的方式方法的自由。<sup>21</sup>正如密尔所强调的,任何人的行为只有涉及他人的那部分才需对社会负责,对于仅涉及本人的那部分,他的独立性在权利上则是绝对的。个人是对自己以及自己的身心的最高主权者。<sup>22</sup>在经济相关事务中,很多参与的主体不是个人而是组织,组织的行为应该也适用这一自由原则,但是组织的自由原则实践不应该以违反个人自由原则为前提。

---

<sup>20</sup> 阿玛蒂亚·森,《以自由看待发展》,中国人民大学出版社,2002年。

<sup>21</sup> Scriven, M. Primary Philosophy. New York: McGraw-Hill, 1966.

<sup>22</sup> 约翰·S·密尔,《论自由》,许宝驊译,北京:商务印书馆,2005年出版。

**(6) 责任原则。**正如马克思所指出的，人是一切社会关系的总和。每一个人都是社会关系网络的节点并被赋予身份，由人组成的组织也是。人在社会网络中的位置和身份内在地包含了特定的功能和职责要求，反映了他人对其角色的期待，每个人都需要对这些期待作出回应，在一些情况下还需要形成明确的契约。因此，每个人都承担并履行这种责任是社会得以运转的前提。因此责任原则具有普遍性和基础重要性。当然，一些具体的责任原则可能只是涉及少数行为人，与其他人无关。即便如此，双方不违反法律和公序良俗的承诺和责任仍然是需要履行的。责任原则背后，隐含了义务论的内在要求。

在以上六条原则中，生命原则是最根本性和统领性的，是其他原则存在的前提。发展原则具有全面性，并与生命价值紧密相连，因此与生命原则一起，对其他原则具有上位性。其他四条原则重要且具有普遍性。这六个基础性的伦理原则，可以视为一组元伦理规则，由此形成一个框架，作为工具对伦理相关的事务进行考察和作出伦理评价。

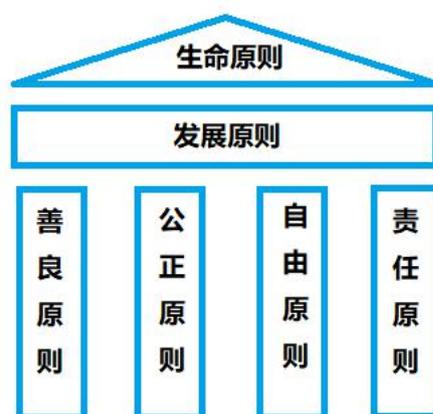


图 1：元伦理原则框架

毫无疑问，这六大原则并不能覆盖所有的伦理要求以及伦理议题。在现实中，不同的场景涉及的伦理原则要具体和繁复得多，不同的人

---

对伦理原则重要性、优先性的认知也存在巨大的差异。譬如，在一些宗教人士眼里虔信是压倒性的原则，在战场上浴血奋战的战士眼里至高的原则可能是爱国主义而非生命原则。因此，这六大原则主要适用于人类社会日常、普遍的伦理实践。

这些原则还是比较笼统，在具体场景的伦理讨论中，这些原则之间并不总是融洽兼容，彼此也有可能存在冲突。这就需要有一些工具和方法，来帮助我们在涉及伦理的决策中作出选择。这些方法包括但不限于：反身或位置重置、逻辑推演、经验方法、综合判断、成本-收益分析等等。在应用这些方法前，还需要对人和社会作出一些基本的假定：比如，承认人具有理性能力，但人的理性又是有限的；人的需求是多样的并且有自身特定的偏好顺序；个人的利益和需求是可以某种方式加总并作为决策依据的；集体行动总是在信息不完美和不完善的情况下展开的；个人和集体的错误在满足一定条件下是可以原谅（豁免）、补救和补偿的。有了这些工具以及不失一般性的假定，可以帮助人们对现实的伦理问题作出判断并为决策提供支持。

---

### 第三章 市场经济中的伦理问题与 ESG 议程

市场经济是供求双方通过价格信号引导稀缺资源配置的经济运行方式。市场是交易的空间载体，可以是有形也可以是无形。但是这样一种高度概括的表述，也很容易带来误导。如果仅仅涉及商品的供给方和需求方，仅仅有价格机制，人类社会很早就有市场经济，但这显然又和我们日常对市场经济的感受不符。关于市场经济的认知仍然需要深化。在本章，我们对现代市场经济的特点进行分析，在此基础上考察现代市场经济中的主要参与者及其关系，并就关系中存在的伦理问题进行讨论，再逐一讨论劳工权利、销售伦理、环境伦理、供应链伦理、公司治理伦理、信息和隐私保护等具体场景的伦理问题。由于人们通常默认企业在追求经济利益的同时会带来经济增长以及其他社会进步，发展原则经常隐而不显，但是在后续章节讨论中，发展原则仍是需要被考虑的重要方面。

#### 一、理解市场经济

在工业革命之前，自给自足的经济活动占据了支配性的比重，只有少部分的剩余产品才会拿到市场上交易。经济动机在众多社会活动中并不特别突出、更不必说具有支配性的一种，荣誉、互惠、利他、讲求公正的行为动机是普遍存在的。在第一次工业革命之后，市场经济才以更加自主的面目存在，并且在很大程度上主导了社会发展的逻辑，这就是波兰尼所说的“脱嵌”的过程。<sup>23</sup>

今天市场经济已经席卷全球，世界上绝大部分国家都通过一个全

---

<sup>23</sup> Polanyi, K. *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. 2nd ed. Boston: Beacon Press, 2001.

---

球性的市场网络联系在一起。一部苹果手机的产业链，涉及超过 800 家供应商，核心供应商来自中国、日本、美国、韩国、德国等 15 个国家。如此规模庞大的研发、生产、运输、销售网络，但是却运转有序，这绝不仅仅是靠自利的人在看不见的手的指引下，自发自然就可以实现的。一切有效或者相对有效的市场，背后既有显性的制度支撑（如法律法规），还有隐性的制度支撑（如习俗和伦理规范），有时后者的影响更为持久和重要。

经过两个多世纪的发展，今天的市场经济呈现出一些重要的特征。

**一是市场机制已经全面渗入社会。**在传统社会，生产者和消费者往往是同一的。今天，每个人日常消费中靠自己生产直接提供的比例已经微乎其微，这是市场扩展的结果。

**二是生产的高度专业化分工。**前面提到的苹果手机的价值链就是其中一例。由于市场经济已经渗透到社会各个角落，不仅从事物质消费品制造的分工变得繁复精细，社会中也产生了大量的管理和服务领域的分工，在许多中高收入经济体，服务业已经成为经济中规模最大的部门。

**三是大量组织性主体的兴起。**不仅是数量众多的中小企业和个体性的经营户，还包括形形色色的非营利性社会组织以及公共服务机构，这些机构事实上成为市场经济体系中不可或缺的组成部分。

**四是公共基础设施和公共服务构成市场经济的重要支撑。**在市场经济中，政府成为越来越重要的参与方。通过投资公共基础设施以及提供各类公共服务和准公共服务，大幅度地降低了市场经济中的交易成本，克服各个领域可能存在的负外部性问题，以及对各类市场经济主体的行为进行必要的监督管理。

## 二、市场经济中的身份、关系与伦理要求

与人类社会其他领域的活动一样，市场经济活动中，不同主体通

---

过某种属性上的关联以及互动形成关系，每个主体都是关系网中的节点，在同一个节点上可能同时连接着不同类型的关系，每个主体同时具有多重身份，形成复杂的关系交叠嵌套结构。出于分析简明的需要，大致可以总结出以下几种常见的市场经济关系类型，并结合在第二章中提到的伦理原则讨论一些较为具体的伦理原则。

**交易关系。**交易关系是市场经济中最常见的关系类型。不同的商品所有者行使自己财产权利，通过买卖交易最大化自身的利益。交易关系要遵循自由原则，双方交易应出于自愿而不是强制胁迫，这是契约合法有效的前提。其次，市场经济中交易双方地位平等，公平交易等价交换，体现公正原则。此外，交易也应坚持善良原则，不能欺诈或者故意隐瞒可能会导致另一方遭受重大损失的风险，交易不应该给第三方带来恶意的损害。此外，交易产品的内容不应该违反生命原则，对于烟草、酒精、鸦片因药物之类过度使用可能会带来严重生命健康结果的交易内容，要主动减少危害并有责任提示风险以及克制使用。对于具有大规模杀伤生命风险的军火以及有被误用、恶意使用风险的内容（如核燃料）的交易，也需要遵循生命原则和责任原则。

**竞争关系。**市场经济中处处充满竞争。市场经济鼓励通过更优质、更低价格、更符合消费者需求的竞争，并通过利润等形式给予竞争的胜者以回报。但是，处于竞争关系中的个体也需要遵守一定的伦理规范。竞争中需要坚持公正原则，不能滥用市场地位、行政地位设置阻碍公平准入和竞争的条款。竞争中也要遵循善良原则，不恶意中伤和捏造对手的虚假信息、以及通过破坏对手财物等手段来破坏对手的竞争力。

**雇佣关系。**此处雇佣关系是指劳动雇佣关系，普遍存在于法人与

---

自然人、自然人与自然人之间，是一种特殊的交易关系。雇主雇佣员工为其提供服务并支付价格。在雇佣关系中，需要遵循自由原则、公正原则以及生命原则，包括不能强制劳动和奴役，雇主要向员工支付与其劳动付出相称的报酬和福利待遇，重视员工生命健康保障，对于员工因为合理工作需要承担的额外风险以及损失予以补偿。对于员工来说，也需要遵循公平原则以及责任原则，保质保量地完成本职工作。

**委托代理关系。**委托人和受托人约定，由受托人处理委托人事务，形成了委托-代理关系。委托关系在市场经济中十分常见，政府与公民、企业与员工、委托人与律师以及会计师的关系也可以视为一种委托代理关系。委托代理关系中，代理人需要遵循责任原则，忠实履行受委托的事务。当然，委托人也要遵循公正的原则，向代理人支付合理的报酬以及提供其他约定的支持。

公共部门在市场经济中发挥重要作用，其与一般社会主体之间也存在委托代理关系。市场中的主体（个人和企业）需要向公共部门缴纳必要、合理的税收和费用，这些税费被用于提供公共服务和基础设施。从公平原则出发，纳税人需要及时足额的缴纳税收和相关费用。征税的机构要充分考虑纳税人可持续经营发展的需要和公共支出的合理规模，控制税收和费用征收的规模 and 水平。从责任原则出发，公共部门获取的税收以及各类收入要用于改善全社会的福祉，而不能损公肥私，与民争利，政府官员要清正廉洁。

**协作关系。**协作关系中，不同主体为了完成某个共同任务进行明确的分工以及行动上的协同。同时也要遵守责任原则，完成各自约定的任务。但仅此还不够，因为环境的变化以及预期的失误，完成任务过程中可能会面临诸多额外的成本，此时要遵循善良原则，在任务分

---

工以及责任承担上提供善意的支持。在分享协作的成果以及分担成本时，要遵循公正的原则，使参与方的付出与所得相匹配。

**监管关系。**市场经济中，很多行为会带来负外部性，会给第三方以及社会带来损失，而行为人却不必因此承担成本，譬如污染排放就是典型的负外部性问题。罗纳德·科思的排污权界定方法尽管从效率上看是有效的，<sup>24</sup>但实际上却可能违反公正原则。因此政府的介入就很有必要。不仅如此，市场经济中还存在其他很多需要政府介入进行监管的领域，譬如产品质量问题、欺诈问题、垄断等。政府与被监管对象因此就形成了监管关系。在监管关系中，首先要考虑的就是责任原则，即政府要很好地履行公共利益代言人的角色，不能在监管过程中贪赃枉法与被监管对象沆瀣一气。但监管过程中不能违反发展原则，监管本身不是目的，目的还在于促进发展以及提升全社会的福祉。此外还要坚持公正原则，监管对于适用对象要一视同仁，不能选择性监管和执法，同时在监管中也要恪守授权的边界，不能越权以及以权谋私，侵害被监管对象的合法利益。

从以上身份、关系以及适用伦理原则的讨论看，原则本身的重要性以及其在实践中被考虑和应用的普遍性之间存在差异。比如，生命原则是所有伦理原则中最重要和核心的原则，是各类原则的底线和基石，但是在实际的市场经济运行中，大多数市场主体的行为都不涉及到直接危害利益相关方生命安全，或者说生命安全极端重要但是威胁生命安全的事件在当下社会中不会时常发生，因此该原则的使用频率会降低。这也提醒我们，在实际伦理应用中，一个原则的应用少并不代表该原则不重要，但是伦理要回应当下优先和重大的风险和关切。

---

<sup>24</sup> Coase, R.H. (1962). The problem of social cost. The Journal of Law and Economics, Vol. III: 1-44.

---

### 三、企业生产经营中的典型伦理问题

以上基于市场经济中代表性的身份-关系讨论了伦理原则的应用,更多强调什么是伦理上应当的行为。与真实世界相比,这些原则还是显得过于抽象。因此在这一部分,我们将企业作为主要的伦理主体,结合具体的场景讨论若干典型伦理问题。

#### 1. 劳工问题

在雇佣关系中,雇主和员工各有需要遵循的伦理准则。这里我们重点关注企业雇主可能会存在的具有伦理风险的行为,这些行为可能会严重影响内外部人员对企业的评价和声誉、员工满意度和稳定性以及生产经营的有序运转。代表性的有以下几种:

(1) 在录用、薪酬待遇以及晋升中违反公正原则。典型的行为包括员工同工不同酬,因为种族、性别、肤色、文化信仰等非个人决定因素对员工采取歧视性的安排,不能及时足额地按约定发放员工薪酬。<sup>25</sup>在雇用、待遇、提拔以及解聘中基于与工作无关的标准进行歧视对待有违道德,在现代社会这几乎是共识,可以获得不同伦理流派的支持。但是,现实中也存在反向歧视的行为,即为了防止和纠正历史和当下的歧视行为,在雇用、待遇安排、晋升时候对特定人群给予一定的配额,这也容易引起伦理上的争议,支持和反对的声音都很强,在美国相关的争论已经超过了半个多世纪。<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> 见 Bernard R. Boxill. *Blacks and Social Justice*. Boston: Rowman & Littlefield, 1992; Marilyn French, *The War Against Women*. New York: Summit Books, 1992; Susan Gluck Mezey. *In Pursuit of Equality: Women, Public Policy, and the Federal Courts*. New York: St. Martin's Press, 1992.

<sup>26</sup> 相关讨论可以参见 Carl Cohen and James P. Sterba. *Affirmative Action and Racial Preference: A Debate*. New York: Oxford University Press, 2003; Patricia H. Werhane and Tara J. Radin with Norman Bowie in *Employment and Employee Rights*. Oxford: Blackwell Publishing, 2004; Fred L. Pincus. *Reverse Discrimination: Dismantling the Myth*. Boulder, C.O.: Lynne Rienner, 2003.

---

(2) 在生产安全以及员工健康保护方面违反生命原则、善良原则和责任原则。为员工提供基本的安全舒适有尊严的工作环境，是企业的应有责任，也是员工应该获得的权利。在现实中，典型的违反伦理的行为包括生产管理程序混乱随意导致发生重大生产安全事故，对员工生命安全构成重大隐患；工作场所环境恶劣对员工健康可能构成严重的短期和长期影响，并且也缺乏补救补偿的措施和机制；向员工隐瞒工作中可能会发生的涉及生命健康的风险，等等。有关“血汗工厂”的研究对此类问题进行了深入的探讨。<sup>27</sup>

(3) 随意雇用和不负责地解雇员工。在劳动力市场上，随意雇用 (Employment at Will) 是常见的，一些雇用不需要正式的合同，这符合雇主、雇员的需要。这样的安排看上去是公平的，但如果扩大和滥用随意雇用也会引发伦理风险，因为个体员工和企业（特别是大企业）之间的关系在实际上不平等，滥用随意雇用有违公正原则。<sup>28</sup>在市场经济中，企业有权利因为经济形势不利以及员工行为不端、能力和绩效不及表现等原因解聘员工。但是，企业的解聘需要遵循一定的程序和规范，只能在“事出有因”的情况下才能解雇，不能随意解雇，这违反了善良原则以及公正原则。当的确需要解雇员工时，从伦理的角度出发，一个员工在公司工作的时间越长，公司就越有责任不解雇他；此外，从尊重人的尊严的角度看，雇主应该将终止雇佣的原因告诉雇员。<sup>29</sup>当解雇以一种不合法律和社会共识规范的方式发生时，员

---

<sup>27</sup> 相关讨论可见 Laura P. Hartman, Denis G. Arnold, and Richard E. Wokutch (eds). *Rising Above Sweatshops: Innovative Approaches to Global Labor Challenge*: Westport: Praeger, 2003. 以及 John Miller 和李禅林 (2003). “反血汗工厂运动”，《国外社会科学文摘》。

<sup>28</sup> 可以参见 Blades, L.E. (1967). “Employment at Will vs. Individual Freedom: On Limiting the Abusive Exercise of Employer Power,” *Columbia Law Review*, 67: 1405-1435.

<sup>29</sup> 见理查德·德-乔治著，《企业伦理学》，王漫天、唐爱军译，机械工业出版社 2012 年。

---

工作为弱势的利益受损方，有理由要求补偿或者寻求外部救济。

**(4) 职场中的奴役和精神操控，违反了生命原则、发展原则、自由原则。**在这方面，可能伦理问题包括对工人实施奴役等违反人权的行为，在企业文化中对特定性别和族群进行贬低和羞辱，压力巨大的毒化工作氛围以及对员工的精神操控等。现代奴役和违反人权的行为在被贩卖人口和非法移民群体中表现得尤为突出。在联合国人权理事会第 47 届会议上，中国代表团就英美严重现代奴役和贩卖人口现象表示严重关切。过去 5 年，每年被贩卖至美国从事强迫劳动的人口多达 10 万人，2018 年约有 13.6 万人被贩卖到英国。<sup>30</sup>

职场性骚扰也是常见的贬低他人尊严、违反生命原则的行为，包括性要求以及令人不适的性笑话、污言秽语、不当肢体接触和口头行为等，一些企业以加速员工融合为名的“破冰文化”异化为性骚扰的变种，也引发社会的广泛关注。

**(5) 跨国经营的劳工问题。**随着劳动力成本的上升，企业从控制成本的角度将生产转移到劳动力成本更低、劳工保护更弱的地区生产。尽管这样的行为创造了就业，并且有可能没有违反东道国的法律，但是过低的劳工保护实际上构成了对劳动者利益的剥夺，并使其在长期付出不可逆的代价，违反了生命原则、公正原则和善良原则。事实上，现代“血汗工厂”的问题在跨国经营中表现得尤为突出。<sup>31</sup>跨国经营中的血汗工厂问题也引发了对供应链伦理的高度关注。历史上，耐克和沃尔玛曾因为在孟加拉国、危地马拉等使用童工以及在印尼、

---

<sup>30</sup>周弋博. “英美‘现代奴隶制’依然存在，事实比数据更触目惊心”，观察者网 2021-07-02 07:52.

[https://m.thepaper.cn/baijiahao\\_13406322](https://m.thepaper.cn/baijiahao_13406322).

<sup>31</sup> Pamela Varley (eds). *The Sweatshop Quandary: Corporate Responsibility on the Global Frontier*. Washington D.C.: Investor Responsibility Research Center, 1998.

---

巴基斯坦等国家的血汗工厂问题受到指控，这两个公司都声明将不再使用有童工和其他不符合要求的劳工行为的供应商。在全球地缘政治博弈以及供应链不确定性加剧的情况下，伦理已经成为供应链安全稳定不可忽视的因素。

## 2. 营销伦理

营销是企业业务活动的核心环节。美国市场营销协会将市场营销定义为“一种组织结构，能通过一系列过程创造、沟通并提供价值，通过对组织及其利益相关者有利的方式来维护和传递给消费者价值”。在营销中，比较典型存在的伦理问题包括：

**(1) 买卖过程中违反自由原则和公正原则。** 在一些情形下，买卖双方的交易不能满足自愿同意、没有胁迫、没有违反协定的环境等条件，存在强买强卖的情形。捆绑销售也是对自由原则和公正原则的违反。

**(2) 产品安全中违反责任原则。** 任何产品在使用过程中都可能给消费者带来风险，不论是汽车还是药物。对于消费者来说，需要遵循产品使用说明来正确地使用。对于企业来说，需要提供清晰的产品使用方法，并将产品使用的风险控制在社会（以及政府）许可的范围之内，产品售价需要与其品质相一致，当发现存在产品质量风险后能及时召回产品，质量事故发生后能对消费者予以公平的补偿。但是在现实中，产品质量事故不断。随着产业链专业化分工，产品质量问题的责任界定越来越难，但是最终产品的厂商仍然需要为出售的产品负责，并强化供应链管理责任。

**(3) 通过广告等手段操纵和欺骗消费者。** 厂商在销售和广告宣传上对消费者进行欺骗或操纵是常见的行为，违反了公正原则和善良

---

原则。<sup>32</sup>包括保健品产品广告宣传广告夸大产品功效，这些欺骗利用了人们的正常期望，<sup>33</sup>譬如医疗保险和养老产品销售对消费脆弱群体进行操控，还有校园贷之类的产品和服务引导了消费者的非理性消费行为，恶意隐瞒产品和服务的副作用、以次充好，实际上是一种欺诈。不仅是产品和服务，还有一些企业将商业模式都建立在操纵和欺骗上，传销就是典型例子。

**(4) 不当采集消费者信息以及侵犯隐私的行为。**在信息时代，特别是随着移动互联技术应用的普及化，对消费者隐私信息的非法采集以及利用，包括人工智能算法推荐诱导消费、向第三方出售个人隐私信息等，侵害了消费者的隐私权，违反了公正原则、责任原则和自由原则。<sup>34</sup>

**(5) 滥用市场地位以及价格操纵。**在市场经济中，滥用市场地位的行为屡见不鲜。一些企业为了维持自身的优势地位，采用了有违公平的手段将同行挤出市场。在取得优势地位后，拥有寡占地位的企业或者少数企业巨头联合进行价格操纵，尽可能地榨取消费剩余。在信息时代，一些互联网平台企业通过大数据等手段，利用客户的消费惯性造成信息鸿沟，也可以形成局部性的价格操纵，搞价格歧视，如

---

<sup>32</sup> 见 Beauchamp, T.L. (1984). "Manipulative Advertising", *Business and Professional Ethics Journal*, 3:1-22.

<sup>33</sup> 见 Frederick Stuart (eds). *Consumer Protection from Deceptive Advertising*. Hempstead: Hofstra University, 1974.

<sup>34</sup> 参见 Iglesias, O., Markovic, S., Bagherzadeh, M., & Singh, J. J. (2020). Co-creation: A Key Link Between Corporate Social Responsibility, Customer Trust, and Customer Loyalty. *Journal of Business Ethics*, 163(1), 151-166. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-4015-y>; Stohl, C., Etter, M., Banghart, S., and Woo, D. (2017) "Social Media Policies: Implications for Contemporary Notions of Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*. 142:413-436. 俞建拖 (2018). 未来基石：人工智能的社会角色和伦理。中国发展研究基金会和微软公司联合报告。

---

被人们广为诟病的“大数据杀熟”，<sup>35</sup>这些都有违公正原则。

### 3. 环境伦理

企业在生产经营过程需要消耗自然资源和能源，并不可避免地产生各种废弃物。资源开采和废弃物的排放超过自然环境的承载能力时，不可避免地带来严重的环境污染和生态退化。自然环境给人类生存发展提供的价值远远超过直接资源开采利用的价值，但是这些其他价值在没有被严重破坏时容易被忽视。生态环境相关的问题已经成为当前企业伦理中具有迫切性和普遍性的挑战。

**(1) 生态环境破坏的代内公平问题。**对资源的掠夺性开采以及由此带来的周边生态的破坏，直接影响依靠此类资源以及相关生态维持生计的人，譬如采矿选矿带来的重金属污染了附近的农地，影响附近居民来自旅游业以及农业的生计。在其他生产场所的环境污染，包括工作场所内的污染以及场所周边的污染，给工人以及附近的居民都带来严峻的健康风险。此外，环境污染物排放随着空气和水体的流动还影响到范围更大的人群，包括大范围的雾霾、酸雨以及影响全球的气候变化问题，社会中的妇女、儿童、老人以及贫困尤其容易受到生态环境退化的影响，这也显见地违反了公正原则。<sup>36</sup>

**(2) 生态环境污染的代际公平问题。**可持续发展是指既满足现代人的需求又不损害后代人满足需求的能力，也就是说，当代人对资源环境价值的利用不应该影响未来世代至少在同等水平上获取资源

---

<sup>35</sup> Shiller, B.R. (2013). "First Degree Price Discrimination Using Big Data." Working Paper 58. Working Paper Series. Brandeis University, Department of Economics and International Business School.

<sup>36</sup> Wheeler, B.M. and Ben-Shlomo, Y. (2005). "Environmental equity, air quality, socioeconomic status, and respiratory health: a linkage analysis of routine data from the Health Survey for England", *Journal of Epidemiology & Community Health*, 59: 948-954. doi: 10.1136/jech.2005.036418

---

环境价值。<sup>37</sup>由于未来世代尚未出现在社会中，或者存在于社会中但还缺乏足够的能力为自己的利益变化发声，导致他们的利益容易被忽略。<sup>38</sup>

**(3) 生物多样性的伦理问题。**生物多样性的重要性不仅是功利意义上的，譬如保存基因资源以及不同动植物的功能价值。从伦理的角度看，很多动物都有感知疼痛的能力以及对自己生活认知的能力，因此需要从善良原则出发，不增加不必要的痛苦。即便不采取汤姆·雷根激进的动物权利论立场，人们也应该考虑康德所主张的，人类虐待动物本身也会影响到其如何对待自己的同类。有学者认为，应用康德的“实践理性”的标准，也可合理说明人与动物在道德上的不同地位，指导人类更好地利用和保护动物。<sup>39</sup>因此，企业需要在大规模种植和养殖时候，减少对生态环境的影响，并避免增加不必要的伤害和痛苦。譬如，对于曾引发广泛社会关注的“活熊取胆”的问题，在存在广泛的中草药以及人工合成物的情况下，继续此类业务显然是对善良原则的挑战。

#### **4. 公司治理伦理**

公司治理对企业的行为以及发展有决定性影响，大型企业违规或经营不善甚至可能会影响整个金融经济系统的稳定性，雷曼兄弟因为次贷危机倒闭引发的全球性金融风险就是其中突出的例子。典型的公司治理伦理问题包括但不限于以下方面。

##### **(1) 隐瞒公司真实经营信息或提供虚假信息误导欺骗投资者。**

---

<sup>37</sup> Herman Daly, *Beyond Growth*. Boston: Beacon Press, 1996.

<sup>38</sup> 刘民权、俞建拖(2010).“环境与人类发展：一个文献述评”，《北京大学学报（哲学社会科学版）》，第47卷第2期。

<sup>39</sup> 崔拴林（2010）.“康德法哲学视野下的‘动物权利论’批判”，《时代法学》第8卷第4期。

---

公司的此类行为牵涉到诸多利益相关方的责任。正如沃伦·巴菲特所言，当骗子领导公司并负责向股东汇报时，营业收入就自然可以随意捏造了。此外，本应该作为金融交易正义守护者的会计和投资机构不尽职责，伙同企业财务造假。安然公司和安达信公司因为财务会计造假倒闭的事就是典型的案例。<sup>40</sup>

**(2) 不负责任地开发高风险并有巨大外部性的产品和商业模式。**譬如，雷曼兄弟等金融机构的房地产次级债打包再销售的“金融创新”，<sup>41</sup>以及一度在我国金融市场上野蛮生长的 P2P 融资，<sup>42</sup>就是其中代表性的例子。击鼓传花的金融游戏破产后，引发的代价却由社会承担，这显然违反了公正原则和责任原则。在当前的高科技领域，人工智能等技术被广泛应用，如果这些应用缺乏公司治理结构层面的约束，包括肆无忌惮地非法采集消费者信息并利用这些信息不当谋利，同样也容易引发普遍的负面社会后果，侵犯消费者的权利。

**(3) 高管薪酬问题。**高管薪酬水平理应由市场决定，但是并非市场决定在伦理上就是合意的。有研究发现，美国公司首席执行官平均税后薪酬与工厂工人平均工资之比，从 1960 年代的 10 倍增长到 2000 年左右的 500 多倍。但实际上，公司的利润以及普通员工的工资并没有和管理层薪酬同比例增长。这种严重的价值分配失衡被《财富》杂志描述为“CEO 薪酬大抢劫”。<sup>43</sup>

---

<sup>40</sup> Sims, R. R. and Brinkmann, J.(2003)Enron ethics (or: Culture matters more than codes). Journal of Business Ethics. 45: 243-256.

<sup>41</sup> Law M K H .(2010) “Behavioural Risk Disclosure and Retail Investor Protection: Reflections on the Lehman Brothers Minibonds Crisis”. Hong Kong Law Journal, 40(3):15-42.

<sup>42</sup> 中国人民银行金融稳定局. “防范化解金融风险 健全金融稳定长效机制”，  
<https://mp.weixin.qq.com/s/aufkWoR83JeBl9Nh-jn6fA>

<sup>43</sup> 劳拉·P·哈特曼、约瑟夫·德斯贾丁斯、克里斯·麦克唐纳、苏勇、郑琴琴、顾倩妮（著）《企业伦理

---

**(4) 其他明显违反责任原则和公平原则的行为。**这些行为包括但不限于企业以及管理层人员利用内部交易和关联交易得利，董事会董事（包括独立董事）未履行监督职责，企业内部的伦理委员会失责，以及企业逃避依法依规缴纳税款的义务等。

## 5. 供应链管理的伦理问题

随着商业伦理认识的深化和普及，社会对企业的伦理责任要求不再限于企业本身，而是延伸到整个供应链。这意味着，企业不仅要为自身的行为负责，还有责任要求供应链伙伴同样也遵循相关的伦理规范。供应链管理中的伦理问题主要包括两大类：

**(1) 供应链关系中的行为问题。**在供应链关系中，上游参与方有责任按照承诺及时、保质、保量地完成产品供应，下游参与方则需要及时足额支付货款。但是在实际商业运行中，除了一些不可抗力因素之外，也经常会发生利用供应链的地位有意的压货、压款等问题，或者对供应链伙伴施加其他不合理的苛刻条件，这种情形尤其容易发生在供应链中大企业对中小企业的不公平对待上。

**(2) 伦理责任延伸。**主张供应链伦理责任延伸的观点认为，有道德的企业更容易塑造良好的品牌、获得客户忠诚度、吸引创新的人才，企业的盈利能力也更好。<sup>44</sup>供应链上的一些行为都是有后果的，因此供应链中的企业，尤其是大企业，需要积极主动运用影响力，塑造供应链合作伙伴的行为，并对在劳工保护、严重污染环境、违反人权等不道德、不负责任的行为予以制约和制裁。如果企业在明知供应链上游企业有违反伦理的行为并且没有纠正的情况下，仍然采购相关

---

学》，北京：机械工业出版社

<sup>44</sup> Institute of Supply Management (ISM). Principles and Standards of Ethical Supply Management Conduct with Guidelines. [https://www.ismworld.org/globalassets/pub/docs/210\\_ethics\\_book.pdf](https://www.ismworld.org/globalassets/pub/docs/210_ethics_book.pdf)

---

的产品和服务，那么将被视为在供应链管理中没有尽到责任，甚至被视为帮凶。在现实中，这种伦理责任延伸在实施过程中并不是没有争议，在国内政治和国际关系中，相关的讨论也很容易被意识形态化，最终也可能会加剧供应链的不稳定。

应当指出，在不同的背景下，以上讨论的伦理问题中并不都具有同等紧迫性，取决于不同经济社会发展阶段以及制度和政策背景。就相关伦理违反可能会导致的社会后果而言，今天更紧迫和需要被优先考虑的可能是企业治理伦理以及环境伦理（特别是气候变化问题），对于许多发展中国家来说，劳工权利保护以及环境伦理事件中受害人群的利益保护也是需要重点考虑的问题。

不过，以上讨论企业在生产经营过程中的典型伦理问题，相对来说还是社会容易达成共识，并且在伦理上作出是非判断的。在现实中，还有大量的问题眼下暂时难以有明确一致的标准，处于伦理上的模糊地带。比如，消费者信息归属问题、人工智能产品事故中厂家和消费者责任划分问题、劳动力市场中用工模式问题等。不仅如此，社会对一些具体问题的伦理标准会发生改变，在跨国经营成为普遍现象之后，跨文化的伦理冲突问题也常常难以用单一标准来裁决。这些都提示，伦理原则的适用范围是有限的，并且需要立足于真实的生活而不是抽象的原则。

#### 四、企业伦理问题与 ESG 议程

当前，ESG 已经成为一个全球性的议程。ESG 概念框架的形成，有几个关键的思想源流作为支撑：

一是生态环境保护与可持续发展理念。20 世纪 60、70 年代，西方国家的工业化仍在快速发展，由此导致的环境污染、资源耗竭以及

---

生态退化等问题变得日益突出，引发了社会的广泛关注。1962年，美国科普作家蕾切尔·卡逊（Rachel Carson）出版了《寂静的春天》（1962），讲述了人类过度使用化学农药而导致的生态破坏，引发了社会对生态环境问题的热烈讨论。1972年，德内拉·梅多斯（Donella Meadows）等人合著的《增长的极限》出版，该书从人口膨胀、农业发展、自然资源、工业生产和环境污染等方面，讲述了高增长、高消费模式为人类和自然带来的毁灭性灾难。这些著作的论点和事实存在广泛的争议，但是提出的问题回应了当时西方社会的普遍关切。1987年，布伦特兰夫人领导的世界环境与发展委员会（World Commission on Environment and Development，简称“WCED”）向联合国递交了调查报告《我们共同的未来》，首次使用了可持续发展概念，即“能满足当代人的需要，又不对后代人满足其需要的能力构成危害的发展”。这份报告也标志着可持续理念超越了单纯的生态环境，纳入经济和社会维度，成为综合的可持续发展。从《里约热内卢宣言》到《约翰内斯堡宣言》，从《京都议定书》到《巴黎气候协定》，从千年发展目标（MDGs）到可持续发展目标（SDGs），可持续发展的理念在实践中不断更新，与时俱进。

二是企业社会责任。企业社会责任的一些思想萌芽可以追溯到18世纪工业化初期甚至更早期的工商业实践中，宗教、文化、社会主义运动虽然各有视角和关切，但都对企业善待员工、回馈社区和社会提出了要求。这些思想和实践20世纪上半叶得到一定的发展，企业或企业家善待劳工、慷慨行善虽然并不普遍，但在很多社会是道德上被鼓励的。但是60、70年代的环保思潮以及70年代中期消费者权益运动之后，企业在为投资人和股东盈利之外作为社会公民的责任得

---

到更多的关注，而且社会责任内涵不断扩大，不同责任的优先序也在发生变化，并逐渐形成了范围基本稳定的企业社会责任（CSR）框架。<sup>45</sup>企业在追求经济利益的同时，要承担社会责任，发展要合道德规范，要维护企业利益相关者、特别是劳动者的权益和保护环境，以最终实现可持续发展。目前，企业社会责任已经成为全球企业界广泛认可的概念，并将此纳入企业发展的策略中，许多企业（特别是上市公司和非上市的大企业）都会发布年度性的企业社会责任报告，也产生了专注于企业社会责任评估评价的研究和中介机构。但是，对于绝大多数企业来说，履行企业社会责任通常是在一种消极意义上，即控制和消除与自身经营管理行为相关的负面社会和环境的影响，如善待员工、减少污染排放、产品质量安全等，参与公益慈善活动也是企业履行社会责任的重要方式。

三是公司治理理论。现代意义上的公司治理问题从 20 世纪 30 年代开始被提出，在 20 世纪 80、90 年代后得到快速发展，逐步形成包括超产权理论、两权分离理论、委托代理理论和利益相关者理论等相关的理论命题和分析框架，成为经济学和管理学研究的重要领域。所有权和经营权的两权分离、以及由此衍生出更广泛的委托代理问题，都牵涉到企业内控制权的分配以及利益的分配。但是利益相关者理论则将与企业存在直接或间接利益关系的更多主体纳入到企业治理范畴。虽然人们通常认为现代西方国家已经较好解决了企业治理问题，但是 2001 年震惊世界的美国安然公司和世界通讯公司财务欺

---

<sup>45</sup> 关于详细的企业社会责任思潮演变的讨论，可以参考 Crane, A.; McWilliams, A.; Matten, D.; Moon, J.; and Siegel, D. (2008). "The Corporate Social Responsibility Agenda"; 以及 Carroll, A. "A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices", in Crane, A. et al. (eds) *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford University Press.

---

诈事件,迫使人们正视治理问题的重要性。这些案件促使美国出台《萨班斯·奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act, 简称 SOX 法案),在公司治理、会计审核和证券市场监管等方面出台了许多新的规定,掀起了全球公司治理变革的浪潮,各国纷纷跟进制定适合本国国情的公司治理法律和法规指引,企业反腐败、反欺诈、反舞弊行动开始受到重视并不断完善。2008年由次贷危机引发的全球性金融危机,以及2015年大众公司“尾气门”事件,再次凸显治理因素对企业财务状况以及投资人利益保护的重要性,治理不善与披露信息不透明导致的巨大财富损失为传统公司治理体系拉响了警报。

四是商业可持续社会投资理念。二战以后,对社会服务和公共服务进行成本效益分析逐渐流行,逐步形成了社会成本效益分析,为日后社会领域的量化评估分析奠定了基础。在20世纪80年代,伴随着“里根经济学”和“撒切尔主义”的盛行,在一些发达资本主义国家兴起了“再市场化”的浪潮,许多原来政府承担公共服务转而由社会部门按照市场化的方式提供,以提高公共服务的效率,这样一种“时髦”的理念也影响了全球很多社会组织的社会服务行为。在经历了政府财政赤字不断攀升、财政可持续受到严峻考验后,鼓励公共机构和社会组织用商业可持续的方式提供服务,成为应对财务压力所不得不为的选择。到了20世纪90年代,社会企业的理念得到越来越多的关注。人们认为,企业家的目标不仅仅只考虑其行为决策对社会的影响(企业社会责任),而是更积极主动解决特定的社会问题。在过去20年里,社会企业作为企业运动影响在不断扩大。2007年,影响力投资的概念被提出。影响力投资是一种追求社会价值并兼顾经济回报的投资形式,具有明确的解决社会问题的意向,有事前的预期和可测量

---

的社会价值，用商业可持续的手段解决社会和环境挑战。<sup>46</sup>2010年，摩根大通、洛克菲勒基金会和全球影响力投资网络共同发布报告，将影响力投资定义为一种新兴的资产类别，迅速引起了主流投资界、公益界的关注和响应。这些消极或积极面向社会问题的投资理念，可以统称为商业可持续的社会投资。

2004年6月，联合国全球契约组织（UNGC）发布《关心者赢》，较早提出了整合的ESG概念。该报告由世界银行集团、高盛、摩根士丹利、中国民生银行等来自9个国家的20多家机构共同发起并签署。报告开创性地提出了ESG的概念，以更好地强调环境、社会和治理领域的紧密联系。

2005年10月，联合国环境规划署金融倡议（UNEP FI）联合有关机构共同撰写并发布《将环境、社会和治理问题纳入机构投资的法律框架》报告，认为“将ESG因素整合到投资分析中以更可靠地预测财务绩效显然是允许的，甚至是受法律要求的”，并且成为促进ESG因素被纳入机构投资的最重要的文件。

2006年4月，联合国责任投资原则组织在纽交所正式发布负责任投资原则（Principles for Responsible Investing，简称“PRI”），以期推动商界在投资决策中系统地纳入对ESG因素的考量。该原则由时任联合国秘书长的科菲·安南（Kofi Annan）邀请了来自12个国家及地区的机构投资者参与制定，包含六个方面的原则要求以及可能的行动<sup>47</sup>。自此，ESG投资成为依据包含非财务业绩信息做出的一

---

<sup>46</sup> 中国发展研究基金会、友成企业家扶贫基金会：《新蓝海：中国社会价值投资》，中国发展出版社，2020年9月第1版。

<sup>47</sup> UNPRI要求签署机构自愿遵守六项原则：一是把ESG融入投资分析和决策过程；二是把ESG融入资产所有权政策和实践；三是适当披露所投资对象的ESG相关信息；四是促进投资界共同行动；五是推动共同

---

种投资选择，UNPRI 也在全球范围内迅速推进。截至 2023 年 2 月底，UNPRI 已经有超过 5400 家签署机构，相关签署机构所管理的资产总规模超过 120 万亿美元。<sup>48</sup>

不难看出，ESG 所关注的领域，与前面讨论的企业生产经营决策中诸多重要而普遍的伦理问题高度重叠。这种高度重叠并非偶然，事实上，伦理关切是推动和塑造 ESG 议程的最基础性的因素之一。社会对于基本人权、人的尊严、弱势群体发展、生态环境可持续性、企业治理规范的关注，背后体现了对六大元伦理原则的遵循和追随，而 ESG 则提供了归纳这些原则下相关问题的简易又灵活的框架。在某种程度上，ESG 可以视为相关元伦理原则在企业经营管理上的实践框架，这一框架具有实用主义导向，容纳了当前社会若干重大伦理以及其他关切，具有灵活性和适应性，因此其内容可以不断发展和丰富，并可以随着经济社会背景的变化而调整，这也在一定程度上解释了为什么 ESG 在被提出不到二十年的时间，在全球取得如此巨大的影响力。当然，这种实用主义导向、松散而灵活的特点，也导致了 ESG 实践中的诸多问题，包括任意性、标准繁多、漂绿洗白等，如果这些问题得不到解决，也会产生新的伦理问题并违背上述的元伦理原则。这对 ESG 信息披露、评级标准、投资实践、监管等方面实践又提出了规范要求。

---

提高实施成效；六是报告实施活动和进展。

<sup>48</sup> 数据来源：PRI 官网 <https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>

---

## 第四章 企业 ESG 信息披露中的伦理问题

前面讨论了企业在生产经营决策中的一些代表性伦理问题，这并不是说企业总是伦理的麻烦制造者。相反，企业依法合规生产经营本身就具有巨大的伦理价值，通过创造就业、提供社会所需要的产品和服务、推动创新和技术进步、承担企业作为社区成员的责任、缴纳税收支持公共服务体系建设，都有助于为社会创造更好的生活，体现了发展原则。因此，对于企业行为的伦理影响，需要对正面和反面因素同时考虑和评价。

伦理考虑是推动关注企业在环境、社会和公司治理（ESG）领域行为重要因素，但不是唯一因素。企业在 ESG 领域的行为，其影响既有伦理的，也有非伦理的。在本研究中，我们重点关注 ESG 与伦理相关联的方面。正如在引言中所指出的，当前围绕 ESG 形成信息披露、评级评价、ESG 投资产品、ESG 监管四个主要的应用场景，其中信息披露是很多其他应用场景的重要基础，也是诸多发展共识凝结而成的可操作工具。本章重点对企业 ESG 信息披露中的相关伦理问题进行考察。

### 一、ESG 信息披露的重要性

企业的生产经营毫无疑问需要商业秘密，这是企业市场竞争力的重要组成部分。在一般情况下，企业可以不透露一些信息，例如公司拥有知识产权、客户信息、市场情报等可以正当保密的信息。但是当企业的生产经营活动可能会对他人造成重要的、切实的影响，其他人有权要求企业披露相关信息，而企业也负有这样的责任。随着“利益相关者”理念的普及，过去“股东至上主义”盛行时企业只需考虑股

---

东利益最大化和政府法律法规的观点受到了挑战，企业要对外部性负责、要关注相关方的利益成为新的伦理准则。<sup>49</sup>正是基于这样的考量，企业需要进行必要的信息披露。

在市场经济中，资源要得到有效配置，也需要充分的信息供给。信息不充分和不完美，导致了市场经济主体无法作出更优的决策，这是导致市场失灵的重要原因，显然无益于发展。在金融市场上，由于信息不对称导致的逆向选择和道德风险问题及其对市场有效性的影响，已经成为经济学教科书中的经典命题。

信息披露的责任随着生产经营活动影响范围的增加而增加，上市企业通常是行业中规模较大、客户数量多、供应链长且环节多的龙头企业，也有更多的能力去支持信息披露。因此，在信息披露上，能力越强和影响越大的企业要承担更多的责任。

ESG 信息披露要求实际上是现代市场经济中更广泛的信息披露框架的一部分（而不是全部），重点关注企业经营活动所带来的环境、社会影响以及公司治理能力和水平。ESG 信息披露是企业伦理上遵循责任原则、公正原则和善良原则的需要，事实上也有助于发展原则，特别是企业自身以及社会的可持续发展。

首先，**ESG 信息披露有助于企业加强自身风险管理能力**。ESG 信息披露有助于企业全面检视自身发展中可能存在的风险，包括员工和消费者忠诚度、品牌认同和社会声誉、供应链稳定性、融资可获得性等，更好地兼顾企业短期和长期的利益，从而有助于从源头有效识别与管理金融风险，并将其融入战略决策、财务管理等流程，提高企

---

<sup>49</sup> 见 Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman; 以及 OECD (2001). *Corporate Responsibility: Private Initiatives and Public Goals*. Paris: OECD.

---

业可持续和高质量发展的能力，并在符合 ESG 要求的基础之上开辟新的业务领域、寻找新的利润增长点。

其次，**ESG 信息披露有助于促进社会整体的公平和可持续发展。**企业规范充分的 ESG 信息披露，有助于推动企业评级和引导金融市场资金配置，使社会在经济发展、社会发展以及生态环境保护上取得更好的平衡，使弱势群体和部门的利益得到更好的保护，助力公平而可持续的发展。

第三，**ESG 信息披露有助于完善经济治理体系。**ESG 信息披露为公共部门和社会对企业生产经营行为进行监督和约束提供了重要依据，引导市场经济中众多利益相关方参与经济治理，并在实践中完善经济治理体系和治理能力。<sup>50</sup>

企业 ESG 信息披露具有多重的伦理正当性，在信息披露的框架和指标设计中应该体现前述的六个基本原则。但在实践中，需要考虑两个容易被忽视的方面。一是企业的 **ESG 信息披露要求应该充分考虑发展原则**。信息披露是工具而不是目的，也不是为了制约企业的发展，而是引导企业实现高质量的可持续发展。因此，信息披露实践中，应该充分考虑企业在特定发展阶段的承受能力，考虑特定社会基本和普遍的发展需要。二是 **信息披露标准的制定应该充分考虑公正原则**。公正原则的锚应该是人人享有作为基本人权的发展权。因此，在制定信息披露标准时应兼顾一般性和特殊性。特别是，要避免信息披露标准成为先发展的企业和国家限制后来者竞争的工具。信息披露标准制定和实施计划中，应该留出充分的调整适应时间。

---

<sup>50</sup> 可以参见 Mele, D.(2008). "Corporate Social Responsibility Theories", in Crane, A. et al. (eds) The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford University Press.

---

当然，市场经济中信息并非是越多越好。背后的道理不言而喻却容易被忽略，无论是信息的供给还是信息的处理，都需要花费成本。对于企业来说，提供哪些信息和优先处理哪些信息，存在基于成本-收益考量的潜在价值排序。但是在信息社会，这样的排序和处理不存在理想的、标准化的模型。更重要的，市场中不仅存在真实的信息，还存在虚假的信息，在虚假信息（以及虚假的信息处理方式——各类伪知识）的供给成本足够低、收益足够大的时候，虚假信息泛滥成灾就好不令人意外。大数据技术的发展提供了对海量信息（特别是低价值信息）处理的方式，但是技术的进步总是滞后于数字时代信息量的爆炸式增长。

信息供给和处理的成本-收益、信息的真伪问题对于 ESG 信息披露规范具有重要的启示：信息披露的成本-收益会切实地影响市场中不同经济主体的利益，关系到不同的主体在市场中能否得到充分的发展，并且公平地分担成本和分享收益。这意味着，企业的信息披露必须真实、具有实质关键性（高价值）、充分并且具有一致性。

## 二、国际 ESG 信息披露标准的伦理考察

自联合国责任投资组织提出 ESG 信息披露倡议以及披露指引以来，目前国际组织、各国政府、行业领先企业以及学术机构都推出了 ESG 信息披露标准框架。除了综合性的 ESG 信息披露框架外，一些专业性的信息披露制度过去早已实施，还有一些新的专项性披露制度和规范也在不断推出，这些都构成了泛 ESG 信息披露框架。目前全球报告倡议组织（GRI）的《可持续发展报告指南》、国际标准化组织的《社会责任指南》（ISO26000）、国际综合报告委员会（IIRC）的《国际综合报告框架》、可持续会计准则委员会（SASB）的《可持续

---

会计准则》、气候披露标准委员会（CDSB）的《环境与气候变化披露框架》、碳排放信息披露项目（CDP）的碳信息披露框架、气候相关财务信息报告工作组（TCFD）的《四要素气候信息披露框架》、国际可持续发展准则委员会（ISSB）的《IFRS 可持续发展披露准则》等都在国际上广有影响。不仅如此，相关机构也在讨论加强标准体系之间的衔接和整合。在信息披露实践中，很多企业采用以上其中一种或多种披露准则。<sup>51</sup>在这一部分，我们主要介绍和讨论 GRI、ISO26000 和 ISSB 的披露框架，<sup>52</sup>并展示伦理思考可以如何应用于 ESG 信息披露框架制定与实践。<sup>53</sup>

### 1. GRI 的可持续发展披露框架

GRI 成立于 1997 年，由美国非政府组织“对环境负责的经济体联盟”（CERES）与联合国环境规划署（UNEP）共同发起，秘书处设在荷兰的阿姆斯特丹。2002 年，GRI 正式成为一个独立的国际组织，并以 UNEP 官方合作中心的身份成为了联合国成员。自 2000 年起至 2014 年，GRI 陆续发布了四版《可持续发展报告指南》（G1-G4）。2016 年 10 月，GRI 推出《GRI 标准》，取代旧有版本 G4。《GRI 标准》具有清晰的模块化结构，因此不同主题、不同行业既可独立使用，也可整合形成完整的 ESG 报告（见图 2），可量化程度高，因而在国

---

<sup>51</sup> 曹国俊（2022）“国际可持续发展信息披露标准新发展 及对我国金融业的影响与启示”，《西南金融》，2022 年第 6 期。

<sup>52</sup> TCFD 的信息披露框架在国际上被广泛使用。在 ISSB 于 2023 年 6 月发布的可持续发展信息披露准则中，TCFD 的披露框架已经被非常完整地考虑和吸收，未来使用 ISSB 框架的报告编制者不再需要应用 TCFD 的建议。

<sup>53</sup> ESG 信息披露可以适用于多个主体（如政府、企业以及其他组织），对于特定的产品而言（特别是金融产品），也有进行 ESG 信息披露的需要，尽管产品的 ESG 信息披露相对来说要简化。限于篇幅，在本章，我们仅考虑企业主体的 ESG 信息披露以及相关的框架，有关金融产品的 ESG 信息披露则在第六章中予以介绍和讨论。

际上被广为使用。<sup>54</sup>



图 2: GRI 的模块化结构

最新的 2021 年版 GRI 标准包括通用标准、行业标准和议题标准。其中，通用标准由三部分构成，涉及 GRI 标准的使用要求和原则、一般披露标准以及管理方法。行业标准为组织提供信息，以确定可能的实质性议题。组织采用适于所在行业的行业标准确定实质性议题，并确定披露实质性议题的哪些信息。议题标准包含一系列披露项，用于组织报告与特定议题有关影响的信息。一些议题标准包含“允许从略”选项，保留了信息披露的弹性空间。GRI 标准的所有披露项都包含特定的要求，要列出组织必须报告的信息，或提供组织必须遵守的指引，以符合 GRI 标准编制报告。如果无法遵守允许从略原因的披露项或披露项中的要求（例如，由于必要信息保密或被法律禁止），

<sup>54</sup> 据联合国可持续证券交易所（SSE）倡议官网显示，截止 2021 年 12 月 1 日，全球各证券交易所 ESG 信息披露指引中引用的主流标准及占比情况如下：GRI（95%）、SASB（78%）、IIRC（75%）、CDP（67%）、TCFD（57%）、CDSB（30%）。

---

需要说明其无法遵守的披露项或要求，并根据内容索引中提供从略的原因及解释。

具体看，GRI 议题标准涵盖经济、环境和社会三大议题。其中，经济议题覆盖经济绩效、市场表现、间接经济影响、采购实践、反腐败、不当竞争行为、税务等指标；环境层面涉及物料、能源、水资源与污水、生物多样性、排放、废弃物、环境合规、供应商环境合规等指标；社会层面则涉及雇佣、劳资关系、职业健康与安全、培训与教育、多元化与平等机会、反歧视、结社自由与集体谈判、童工、强迫与强制劳动、安保实践、原住民权利、人权评估、当地社区、供应商社会评估、公共政策、客户健康与安全、营销与标识、客户隐私、经济社会合规等指标。<sup>55</sup>

GRI 的披露框架和指标体系非常完整，模块化强，有广泛的适用性，具有以下突出特色：

(1) 强调影响 (impact) 和实质性议题。对影响和实质性议题的强调，比一般企业社会责任披露中关注产出 (output) 和结果 (outcome) 更进一步，体现了更高水平的责任原则。

(2) 关注利益相关方的参与及其福祉。在 GRI 的披露框架中，确保利益相关参与和利益表达的内容较多，尊重利益相关方的主体性 (agency)，而不是仅仅把利益相关方作为因企业发展需要不得不对待的客体，这种对主体性的强调与指标体系中对人权等议题的关注是融洽和一致的，很好地体现了生命原则和公正原则。

(3) 重视方法论以及指标体系和议题之间的有机联系。在有关实质性议题识别和确定中，有明确地对方法、过程和机制的强调，这

---

<sup>55</sup> 见 GRI 网站(<https://www.globalreporting.org/>)。

---

为披露标准在实际应用中的迭代升级提供了良好支撑，在方法论上体现了发展原则。不仅如此，在相关模块的设计中，譬如水资源利用与污水问题是放在一起的，这更有助于信息披露者以及受众理解并识别实质重要问题，在方法论上体现了责任原则。

(4) 重视经济绩效以及利益的分配。GRI 披露框架对企业为利益相关方创造价值并关注这些价值的分配，体现了发展原则和公正原则。

(5) 弹性和例外的安排。GRI 对需要披露的信息分了隐含的等级，重要的实质性披露带有强制性的特征，另外也有建议性和选择性的部分。对于实质性议题，也有部分内容允许企业从略并补充说明。总体上看，这有助于在自由原则、责任原则和公正原则之间取得平衡。

(6) 将 ESG 融入企业治理结构中。在一般披露的治理板块，公司治理结构中涉及 ESG 认知、信息处理、决策、反馈得以完整的融入。企业最高管理层对 ESG 实践富有更高的责任，并且只有管理层承担和履行相关责任，企业才有高水平的 ESG 实践。这样的设计体现了对管理层的责任要求。

就 GRI 信息披露框架、内容覆盖以及方法论而言，GRI 体系对于六个原则有较为全面的覆盖。GRI 信息披露的伦理挑战，更多表现在应用实践层面。

首先，GRI 体系较为庞杂和复杂，尽管已经做了很多模块化、标准化的应用设计，但是对于中小型企业来说，即使要做到基本的信息采集就成本不菲，只有大型企业才能负担得起相关的信息获取和分析成本。这潜在地构成了对中小型企业的歧视，对公正原则是一个挑战。一个可能的解决方案是，为不同规模和行业的企业编制不同等级的披

---

露体系，特别是适用于中小型企业轻量化披露框架，有利于更多不同类型的企业提供高质量的 ESG 信息披露。

其次，任何企业使用 GRI 标准，都需要强大基础设施支撑，但是在发展中国家，这样的支撑体系往往是不具备或不健全的。要支撑 GRI 报告要求，需要企业开展业务的地区有相应的统计体系、有充分的 ESG 信息提供和服务体系以及人才支撑，有相关的制度、立法和政策支持，这些在发展中国家往往还不具备。在具体的披露实践中，对于发展中国家的企业或者有较多业务在发展中国家的企业将是很大的挑战，很容易使企业面临基于国别或地域的歧视，不利于体现公正原则。

第三，GRI 鼓励所有组织使用 GRI 可持续发展报告标准（简称 GRI 标准）和相关的解释，但完全或部分基于 GRI 标准及相关解释来编制和发布的报告，仍由报告编制组织自身全权负责。这样的做法体现了自由原则，尊重了报告编制组织的自主权，同时也在某种程度上卸下了 GRI 自身的责任。但是这也会有负面影响，这可能会导致被普遍诟病的“漂绿”风险。选择性披露还可能导致其他重要的伦理原则被违反，譬如隐瞒人权问题，不仅会误导投资者，还会使忠于 ESG 理念的企业失去行业竞争优势，形成“劣币驱逐良币”的态势。如果企业申明采用 GRI 原则编制的报告，其报告应该在内容的完整、全面、实质性以及一致性等方面满足一定的要求。GRI 与申明依据 GRI 披露框架编制报告的组织之间，需要有更明确、更强烈的责任约束，或者要有第三方认证机构提供认证支持。

## **2. ISO26000 社会责任指南（2010）**

国际标准化组织（ISO）制定的 ISO26000 是社会责任领域最重

要的指导性文件之一。从 2001 年动议到 2010 年最终发布，ISO26000 社会责任标准历经十年才完成。

ISO26000 提出了组织在社会责任领域需要考虑的 7 个方面基本准则，包括可问责性、透明度、道德行为、尊重相关者利益、尊重法治、尊重国际行为准则、尊重人权。基于这些基本准则，该标准提出了包括了组织治理、人权、劳工实践、环境、公平运营、消费者权益、社区参与和发展等 7 个主题（见图 3），下设 37 个核心议题和 217 个细化指标。



图 3: ISO26000 的七大主题

七个方面的主题所包含的主要内容如下：

(1) 在组织治理方面，组织的定义适用于包括企业在内的各类组织。从公司治理的角度看，该标准要求定期检查决策机制和机构，创造提高透明度、道德操守、问责、守法、照顾利益相关方的环境，善用财务、自然以及人力资源，确保在管理高层有合适比例的各式代表（体现多元化和包容性），平衡组织及利益相关方的需要，成立长期与利益相关方的双向沟通机制，鼓励员工参与社会责任相关的决策，

---

平衡员工权限、职责和能力水平并决定每一个员工的能力，跟踪决策执行以及定期评审、评估组织的治理等。

(2) 在人权方面，包括了尽职调查、人权风险情况、同谋规避、处理申诉、歧视和弱势群体、公民权利和政治权利、经济社会和文化权利、工作中的基本原则和权利等 8 个议题。

(3) 在劳工实践方面，包括了就业和雇佣关系、工作环境和环境保护、社会交流、工作中的健康和安全、工作中的人的发展与培训。

(4) 环境领域包括污染防治、资源可持续利用、缓解和适应气候变化、保护环境和生态多样性以及恢复自然栖息地等。

(5) 公平运营实践，包括反腐败、负责任的政治参与、公平竞争促进社会责任、促进价值链中的社会责任以及尊重产权。

(6) 消费者权益，包括公平交易、真实无偏的信息、公平契约；保护消费者健康与安全；可持续消费；消费者服务、支持、投诉及调解纠纷；保护消费者信息和隐私；基本服务获取；教育与认知等 7 个议题。

(7) 社会参与和发展，包括社区参与，教育和文化，就业机会和技能培养，开发和使用权，创造财富和收入，健康以及社会投资等。

ISO26000 尽管是社会责任指南，但是实际上 ESG 的要素都有涉及，并且其将企业治理、环境与社会融合的方式也值得借鉴。从伦理的角度看，该指南还有几个突出的优点：一是对生命原则的贯彻，在人权议题上，既关注了公民权利和政治权利，也考虑了经济、社会和文化领域的权利，充分考虑不同领域权利之间的平衡。二是对发展原则的强调，鼓励企业创造财富与收入，重视教育、健康以及社会领

---

域的投资，强调人的发展与培训。三是该框架关注社会责任而非企业社会责任，实际上是为所有的组织主体制定的，这使得该框架在制定过程就必须考虑不同组织主体之间的诉求，包括潜在的伦理冲突，从而可能的解决机制，公正原则在平衡不同组织需求时得到了应用。四是该框架在制定过程中，扩大了不同界别以及国别的参与，重视相关方的利益。据统计，共有超过 90 个国家 400 名代表参与了标准的制定，这使得标准的制定具有更广泛的代表性，体现了公正原则和生命原则。五是提出了鲜明的伦理要求。标准中突出地强调了道德行为、尊重国际行为准则、尊重人权等原则，都具有突出的伦理性。不仅如此，7 个主题 37 个议题中，六大伦理原则都在不同程度上得到了考虑。

由于 ISO26000 更大程度上是关于社会责任的知识普及以及在内容和范围上的提醒，在某种程度上也起到了统一认知凝聚共识的作用，提出行动期望，但其目的不是用于认证。在 ISO26000 的附录中提供了可以供使用者就社会责任议题进行评估的简易框架，但是由于该标准的非认证定位，难以根据该标准来评判一个组织遵循社会责任的情况，因此从责任原则上看，该标准是弱的。与 GRI 标准类似，ISO26000 在伦理上的挑战，更大程度上在实践而非标准本身，主要在以下方面：

(1) ISO26000 对于社会责任以及相关行动与期望的界定是建议性和描述性的，但是其标准实际上很高。尽管标准的制定过程中有发展中国家的广泛参与，但是相关的关切更多反映了发达国家在社会责任议题上的主流思考和议题，未必与发展中国家的实际发展需求和议程相符。这可能会带来发达国家与发展中国家之间的新的不平等，在一定程度上不利于公正原则。

---

(2) ISO26000 的推广普及问题。ISO26000 是一个指南性质的全球公共产品，也许是因为其非认证的定位，ISO 对该标准推广的投入不足，其完整内容需要付费购买，这有别于许多国际组织的做法，不利于标准的普及，在一定程度上削弱该标准制定的价值。

(3) ISO26000 在实际使用中的成本问题。ISO26000 被明确申明不被用于认证。但是，从实践看认证本身具有需求，申明中回避该需求并不能解决实际应用的相关需求。现实中，ISO26000 与 GRI 有良好的合作与标准上的衔接，支撑了社会责任报告的生成。未来 ISO26000 可以考虑往认证方向走，或与其他机构的认证体系相衔接。

(4) 披露实践中的责任划分与能力的平衡问题。在反腐败以及负责任的政治参与等问题上，尽管组织的行为是重要的，但是外部制度环境以及政府/官员的因素起到了更重要的作用。尽管组织可能在项目披露上表现不佳，但是这并不意味着组织要为此承担更多责任。

### 3. ISSB 的国际财务报告可持续披露准则

国际可持续发展准则理事会 (International Sustainability Standards Board, ISSB) 是由国际财务报告准则基金会 (IFRS Foundation) 发起组建的国际独立的标准制定机构，旨在为投资者和监管机构提供一个完整、标准化、与 IFRS 准则相协调的可持续发展报告体系，确保企业可持续发展信息披露的全面性和可比性。ISSB 于 2020 年 10 月启动筹备，2021 年 11 月 3 日在第 26 届联合国气候变化大会上正式成立。2022 年 3 月 31 日，国际可持续准则理事会 (ISSB) 发布了《国际财务报告可持续披露准则第 1 号——可持续相关财务信息披露一般要求 (征求意见稿)》(IFRS S1) 和《国际财务报告可持续披露准则第 2 号——气候相关披露 (征求意见稿)》(IFRS S2)，向全球公

---

开征求意见。<sup>56</sup>两份 ESG 准则的意见征集期已于 7 月 29 日结束。2023 年 6 月，ISSB 正式发布了 IFRS S1 及 IFRS S2，由各司法管辖地决定如何采用这些准则，一旦监管当局决定采用，该准则将具有强制性。ISSB 的两项准则将 2024 年 1 月 1 日起生效，首个报告期预计于 2025 年出现。两项准则需要同时应用，并在准则首次应用的第一年给予若干缓释措施<sup>57</sup>。

IFRS S1 和 S2 的主要使用者包括投资者、贷款人和其他债权人，为之提供更一致、完整、可比较和可验证的可持续相关财务信息，帮助使用者更好地评估相关主体的价值。该准则体系要求主体披露有关其面临的所有可以合理预期会影响现金流、融资可及性以及资本成本的可持续相关风险和机遇的信息。其背后的假定是：如果主体的商业模式依赖于某一种自然资源，则很可能会受到该资源的质量、可用性和定价变化的影响；如果主体的活动会导致不利的外部影响，因此可能会受到更严格的政府监管和承担声誉损失的后果；如果主体的业务合作伙伴面临重大的可持续相关风险和机遇时，主体本身也会面临相关后果。这些都会对企业的价值、金融资本提供者的财务回报以及主要使用者对企业价值的评估产生正面或负面的影响。

IFRS S1 和 S2 要求主体披露以下四个方面的信息，但是 S2 中着重突出了气候变化相关的风险和机遇。具体内容如下：

(1) 治理：主体用于监督和管理可持续相关风险和机遇的治理

---

<sup>56</sup> “ISSB 可持续披露准则能统领 ESG 披露标准吗？ | 大成·策析”，链接：  
<https://new.qq.com/rain/a/20220701A0D3Q800>

<sup>57</sup> “国际财务报告准则动态 | 国际可持续准则理事会 (ISSB) - 可持续报告资源中心”，链接：  
<https://kpmg.com/cn/zh/home/insights/2023/02/key-points-of-the-february-meeting-of-the-international-sustainability-standards-board.html>

---

流程、控制措施和程序。具体包括：负责监督可持续相关风险和机遇的机构或个人；该机构如何在其职权范围、董事会授权和其他相关政策中体现可持续相关风险和机遇的责任；该机构如何确保有适当的技能和胜任能力来监督应对可持续相关风险和机遇的战略；该机构及其下设委员会（审计、风险等委员会）获悉可持续相关风险和机遇的方式和频率；该机构及其下设委员会在监督主体的战略、重大交易决策和风险管理政策的过程中，如何考虑可持续相关风险和机遇；该机构及其下设委员会如何监督有关可持续相关重大风险和机遇的目标的制定并监督实现目标的过程；描述管理层在评估和管理可持续相关风险和机遇中的角色，描述应包括是否将专门的控制措施和程序应用于可持续相关风险和机遇的管理。

（2）战略：应对可能影响主体短期、中期和长期商业模式和战略的可持续相关风险和机遇的方法。具体包括：主体合理预期可能在短期、中期或长期影响其商业模式、战略和现金流量以及融资渠道和资本成本的可持续相关重大风险和机遇；可持续相关重大风险和机遇对主体商业模式和价值链的影响；可持续相关重大风险和机遇对主体战略和决策的影响；可持续相关重大风险和机遇对主体在报告期间内的财务状况、财务业绩和现金流量的影响，以及短期、中期和长期的预期影响；主体的战略（包括其商业模式）对可持续相关重大风险的适应性。

（3）风险管理：主体用于识别、评估和管理可持续风险的流程。具体包括：主体用于识别可持续相关风险和机遇的一个或多个流程；主体用于识别可持续相关风险以进行风险管理的一个或多个流程；主体用于识别、评估可持续相关机遇和确定其优先顺序的一个或多个流

---

程；主体用于监督和管理可持续相关风险和机遇的一个或多个流程；可持续相关风险的识别、评估和管理流程融入主体的整体风险管理流程中的方式以及程度；可持续相关机遇的识别、评估和管理流程融入主体的整体管理流程的方式以及程度。

(4) 指标和目标：用于评估、管理和监督主体一定时间内在可持续相关风险和机遇方面的业绩的信息。主体要披露的指标包括任何其他适用的国际财务报告可持续披露准则中定义的指标、以及第 57-58 段所指出的其他来源的适用指标和由主体自身制定的指标。主体应确定符合其商业模式且与特定可持续相关风险或机遇相关的指标，应披露其用于管理和监督可持续相关风险和机遇的指标，以及其用于计量业绩的指标，包括在实现其设定的目标方面取得的进展。制定指标时，主体应明确指标定义、说明指标计量的可验证性，并对说明计算目标和计算输入的方法。主体应披露其为评估实现其战略目标而设定的目标，以及目标的实施进展，并确保指标的计算随时间的推移保持一致。主体应使用有意义、清晰和准确的用语来描述指标和目标。

ISSB 的准则融合了国际会计准则理事会 (IASB)、气候披露准则理事会 (CDSB)、金融稳定理事会气候相关财务信息披露工作组 (TCFD)、价值报告基金会 (前身为可持续核算准则委员会和国际综合报告委员会)、世界经济论坛及其衡量利益相关方资本倡议的框架，反映出国际 ESG 信息披露体系在框架融合与标准化上的最新努力。该披露框架也包含了 ESG 中与可持续发展相关的关键要素，但是其落脚点在企业的 (财务) 价值上。

从伦理角度看，该准则突出了可持续发展，这有利于彰显公正原

---

则和发展原则。同时，该披露准则对可验证性、透明性的要求，也强化了对企业的责任要求，特别是强调了企业专门机构以及管理层的责任，体现出责任原则。对其他伦理原则也有较为全面的覆盖。ISSB 的信息披露框架中，不仅包含 IFRS 有明确规定的指标和目标，也兼容国际其他权威来源的标准，以及企业从自身适用性角度引入的其他标准，允许在一定程度对不确定事项的裁量权，也有利于体现自由原则。

从治理结构看，ISSB 是一个独立的专家委员会，接受来自不同地区、不同发展水平的 IFRS 受托人的管理和监督，受托人又对监督委员会负责。这样的治理结构安排，使 ISSB 的准则制定有较好的包容性、兼容性以及技术中立，从而在制度上有利于保障准则制定的公平性。

ISSB 准则体系的潜在伦理挑战可能在于，该体系在某种程度上更多考虑了 ESG 的工具性价值 (instrumental value)，而没有充分考虑其内在价值 (intrinsic value)。IFRS S1 明确指出，披露主体需要披露所有可以合理预期会对企业现金流、融资可及性以及资本成本的可持续相关风险与机遇，但是无法合理预期对主体前景影响的可持续相关机遇和风险则不在披露范围之列<sup>58</sup>。换言之，之所以考虑 ESG 因素，只是因为企业 ESG 表现不佳对其财务回报产生负面影响，但是对企业融资和财务回报前景影响不明的因素可以不用报告。这在一定程度上削弱了 ESG 信息披露的力量，对 ESG 所强调的生命价值、发展价值等各项原则都有削弱。这里不妨作一个假设，在一个“冷血”的投资市场，企业糟糕的 ESG 表现有可能不会影响投资人对其的青睐，

---

<sup>58</sup>见 IFRS S1 第 6 页，第 6 段。

---

从而抵消掉 ESG 表现不佳的财务风险，从而使企业的财务表现呈现出 ESG 中性。在现实世界中，ESG 影响在很大程度上属于外部性领域，本身缺乏必要的定价机制和基础，并且也不必要都进行货币化定价。<sup>59</sup> 仅从财务的角度考虑 ESG 行为及其影响容易导致对其他各类非财务价值的物化贬低，这不利于体现公正原则以及其他基础性的伦理原则。

根据以上分析，在应用 ISSB 的两个准则时，需要充分认识到准则在披露范围以及目标设定上的有限性。因此，未来政府有关部门以及业界在制定 ESG 信息披露标准时，既要充分吸收借鉴以及对标两项准则优点，也要认识到不能仅仅局限于准则设定的披露范畴，在必要的时候引入其他标准来予以补充。<sup>60</sup>

以上国际 ESG 信息披露框架各有所长，并在全球市场被广为使用。但是，由于标准众多，并且在很多市场上对于 ESG 信息披露缺乏统一的框架，披露要求缺乏强制性，这也导致了信息披露不充分和不规范的问题，包括广为人们诟病的企业借助 ESG 信息披露“漂绿”的问题。从全球来看，企业 ESG 报告的漂绿行为是一个具有相当普遍性的现象，“漂绿”行为多样，代表性诸如：（1）言行不一，即报告的情况和承诺与实际的行为相违背；（2）信息注水，充斥非关键性和实质性的信息；（3）避重就轻，信息披露不充分、不完整、不一致，选择性披露对自身有利事项，回避关键但可能对自身不利议题；（4）

---

<sup>59</sup> 在缺乏坚实的方法论基础时，过于强调货币化定价和货币计量，反而可能会带来更多的扭曲。

<sup>60</sup> 当然，人们可能也会争辩说，对于目前披露实体遇到的大部分可持续相关机遇和风险的信息，都或多或少与现金流以及融资渠道、方式、成本相关，因此对于信息披露“漏网”的担心可能是多余的。但是，由于潜在对现金流及融资的影响在很大程度上与主体经营所在市场的态度有关，还是需要实践中关注潜在的“漏网”风险。而且，除了披露范围问题外，前述讨论中提到的准则应用中的其他问题也要重视。

---

浑水摸鱼，蓄意使用涵义模糊和混乱的指标，混淆公众和投资人视听和认知；（5）零敲碎打，在同一份报告中故意打乱应披露信息的有机结构，或者在不同渠道碎片化发布信息，增加投资人和公众对企业 ESG 表现的认知障碍；（6）验证缺失，报告发布信息缺乏内部和外部的验证机制。<sup>61</sup>

“漂绿”更大程度上源于企业主观上的故意，出于不同的动机，如塑造企业形象、吸引投资人关注、掩盖企业在特定 ESG 领域的实质性问题、提升股价表现，等等。<sup>62</sup> ESG 报告“漂绿”的直接结果是在市场经济竞争中获得了某种不正当优势，但增加了企业在长期的风险，损害了利益相关方的利益，实际上违背了企业的诚信责任，也违反了公正原则。由于“漂绿”可能出于掩盖其他不符合 ESG 标准的行为的需要，因此还可能违反其他的伦理原则。<sup>63</sup>

### 三、我国企业 ESG 信息披露框架

随着 ESG 理念的广泛传播以及相关实践的扩大，制定符合我国国情、助力高质量发展和可持续发展的 ESG 信息披露标准也成为一项紧迫的工作。

目前，在 ESG 信息披露方面，我国已经在企业社会责任、环境信息披露以及公司治理等方面出台了较为严格系统的规范性框架，但

---

<sup>61</sup> Soh, Y.I. and Kim, S. (2021). "Carbonwashing: A New Type of Carbon Data-Related ESG Greenwashing", Stanford Sustainable Finance Initiative Working Paper, July.

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3901278](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3901278)

<sup>62</sup> 见 Delmas, M., & Burbano, V. (2011). The drivers of greenwashing. *California Management Review*, 54(1), 64-87; 以及 de Vries, G., Terwel, B. W., Ellemers, N., Daamen, D. D. L., 2015. Sustainability or profitability? How communicated motives for environmental policy affect public perceptions of corporate greenwashing. *Corporate Social Responsible Environment Management*, 22:142-154. 等关于企业漂绿行为和动机的分析。

<sup>63</sup> 黄世忠 (2022): "ESG 报告的'漂绿'与'反漂绿'". 《财会月刊》, 第 1 期。

---

是对市场主体整合的 ESG 信息披露框架尚未形成。譬如，2016 年，中国标准化研究院颁布《社会责任报告编写指南》，在基本原则、编写步骤和方法论层面形成了指导规范，在组织概况、组织核心价值观、发展理念等方面，对企业社会责任进行了分类拆解。2017 年，中国工业经济联合会等单位发布《中国工业企业及工业协会社会责任指南（第二版）》，将工业企业和工业协会的社会责任分类为组织管理、制度建设、能力建设等方面，分别做出了详细界定。2022 年，由中国社科院团队研究编制的《中国企业社会责任报告指南（CASS-ESG 5.0）》正式发布，旨在为企业 ESG 披露报告提供系统指导，通过多个行业的广泛标准覆盖，建立国际接轨、适应本土的指标体系。

在此背景下，一些市场机构和社会组织积极推动更加系统的 ESG 信息披露框架，取得了积极的进展。如中国企业改革与发展研究会等机构发起的《企业 ESG 披露指南》，新华网联合国家市场监督管理总局发展研究中心、中国质量万里行促进会等机构推出的《企业 ESG 信息披露通则》等。<sup>64</sup>此外，2022 年，天津自由贸易试验区管理委员会联合天津排放权交易所和华测检测认证集团股份有限公司，协同编制了全国首个省级 ESG 评级标准《企业 ESG 评价指南（试行版）》。该标准依托覆盖 1500 余家上市公司数据库，建立了 ESG 指标库以综合反映企业的管理水平、社会责任、环境责任履行情况。同年，中国国际科技促进会发布了《上市公司 ESG 报告编制技术导则》，从基本原则、报告方式、背景信息等方面对 ESG 报告的技术细节做出规定。

---

<sup>64</sup> 在 ESG 热潮兴起之前，企业社会责任领域也有多部披露标准和规范，包括《社会责任报告编制指南》（GB/T 36001-2015）、《中国企业社会责任报告编写指南（CASS-CSR4.0）》《中国工业企业及工业协会社会责任指南》（GSRI-CHINA 2.0）等。

2022年4月，中国企业改革与发展研究会发布了《企业ESG披露指南》(T/CERDS 2-2022)(以下简称《指南》)，并于当年6月1日正式实施。该《指南》由中国企业改革与发展研究基金会提出并归口，首都经济贸易大学等80余家单位、120余位专家参与制定。《指南》包括7个部分以及附录。正文7个部分包括ESG披露范围、规范性引用文件、术语和定义、披露原则、披露指标体系、披露要求与应用、责任与监督等。附录部分提供了企业ESG披露指标及说明。该《指南》首次呈现了完整、标准化、专业化的我国企业ESG披露标准，反映了我国大陆地区ESG研究机构与实践者在当前的主要关切。考虑到ESG信息披露在整个ESG实践生态的基础性作用，《指南》的推出对于我国ESG实践是一个重要的推动，在披露结构和形式上与国际接轨并结合我国企业特质，反映出国内在该领域思考探索的前沿水平。<sup>66</sup>

《指南》提供的指标框架具有清晰的层次性。一级指标包含环境、社会和企业治理三个方面。二级指标中，有3个环境类指标(资源消耗、污染防治、气候变化)，4个社会类指标(员工权益、产品责任、供应链管理、社会响应)，3个公司治理指标(治理结构、治理机制、治理效能)。三级指标中，有10个环境类指标，11个社会类指标，以及14个公司治理指标。四级指标中，有43个环境类指标，33个社会类指标，以及45个治理类指标，总计121个四级指标。在四级

---

<sup>65</sup> 除披露标准外，一些企业和社会团体还发出了披露倡议。2022年9月，保险资管协会发布《中国保险资产管理业ESG尽责管理倡议书》，该倡议呼吁保险资产管理行业积极推动绿色转型，引导被投资企业在内的利益各方承担起社会和环境责任，共同构建可持续发展格局。

<sup>66</sup> 中国企业改革与发展研究会(2022):《企业ESG披露指南》(T/CERDS 2-2022)。

---

指标体系背后，还有较为详细的关于指标计算方法、单位标准以及定性/定量说明。

《指南》及其编制有几个突出的特点：（1）相关方的广泛参与。81家参与机构中，包括了中央和地方政府相关机构、高校和科研院所、不同所有制和行业的企业、行业协会等。这种广泛参与有助于使《指南》的视角更加全面和公正。（2）反映出国别特色。在ESG信息披露框架中，特别关注了对国家战略的响应，具有鲜明的中国特色，也符合我国经济社会发展的实际需要。此外，《指南》结合了我国发展和我国企业的特质。针对近年来新冠疫情等突发事件对企业的影响，设置了企业应急事件管理相关指标，综合考察企业对突发事件的处理和响应能力。（3）框架相对简易清晰，与既有诸多标准规范之间有良好的衔接。《指南》在一般性地陈述范围、规范引用文件、关键术语和定义后，强调了实质性、真实性、准确性、完整性、一致性等5个关键原则。作为主体部分的指标体系在环境、社会、公司治理三个方面都有清晰的板块和结构。相关简易的框架便于使用者理解和掌握。

但是，从前述的伦理原则审视，《指南》编制在内容框架、方法论以及应用实践上都有进一步提升完善的空间。首先，人权相关的议题有待更加明确。随着我国经济深入融入全球化，作为全球供应链的重要节点，在地缘政治竞争复杂化的今天，我国企业在人权领域的影响将更受到关注，如果我国企业ESG信息披露中弱化或者回避人权议题，对未来更高水平的对外开放不利。此外，我国经济社会的长足发展和人权保障事业取得了巨大的进步，也需要通过本国企业的人权实践披露来得到展现，这也是提升我国在人权领域话语权和影响力的重要渠道。从伦理角度看，关键和实质性的人权信息披露，也是生命

---

原则的基本要求。

其次，发展原则有待进一步强化。《指南》关注了环境、社会和公司治理三方面的披露指引，但缺乏对企业自身经营绩效以及利益分配的关注，而这是企业存在的核心价值。改革开放以来，我国经济社会发展取得了举世瞩目的成就，通过 ESG 信息披露讲好发展故事，是我国企业的突出优势。如果只关注狭义上的 ESG，好处是有利于聚焦，不足之处是割裂了经济发展与 ESG 的有机关联，容易在实践中产生偏差。

第三，需要加强生物多样性问题的关注。生物多样性是可持续发展中非常关键又容易被忽略的问题。近年来，在国际和国内企业环境与社会责任信息披露中，生物多样性问题受到越来越多的关注。资源与能源的使用以及污染物的排放，是紧密地与复杂的生态联系在一起，而不是简单的汲取与排放。生物多样性的损失带来的后果具有长期性并且往往不可逆的，而且关乎基因资源的长期保护，相关内容的缺失不利于促进代际公平，也容易导致企业在实践中忽视甚至违反善良原则。

第四，从责任原则看，需要更加关注 ESG 实践过程和机制，提高 ESG 信息披露的有效遵从。《指南》中较多地展示了可选择的披露指标以及对应的计算方法，突出地强调了量化的要求，相较于过去一些社会责任标准披露中偏向定性描述是一个明显的进步。但是，由于披露中对于信息处理规范以及制度流程的要求相对较弱，不利于在机制上保证信息披露的真实性、可验证性和一致性，这可能会导致企业难以切实贯彻对自身的责任要求。

除了上述伦理性的不足之外，《指南》在披露指标模块设计的有

---

机性以及相互整合上也有提升空间。以环境议题为例，资源能源的使用与排放的问题实际上具有逻辑联系和现实的整体性，因此不宜把同一种关键资源的汲取以及使用后排放割裂开来看待。这类技术性问题可以在实践中不断修正完善。

#### 四、我国企业的 ESG 信息披露实践情况

ESG 信息披露框架只反映了部分伦理需求和要求，更重要的还在于信息披露实践。企业依据何种标准披露信息，监管部门对信息披露要求的强度，对违反披露要求的惩处机制和力度，都会影响信息披露的结果。

近年来，随着可持续发展理念的深入人心，高质量发展的需求日益迫切，相关部门对 ESG 的重视度提升，我国 A 股市场上市企业整体的 ESG 信息披露水平和质量都稳步提升。2017 年，A 股上市公司 ESG 报告披露率仅不到 1/4(见下图)，到 2022 年底已经上升到 30.20%。据《中国上市公司 ESG 发展报告(2023 年)》的统计，2023 年有接近 1800 家 A 股上市公司单独发布 ESG 相关报告，披露率超过 35%，相较 2022 年有大幅增长。



图 4: A 股上市公司 ESG 报告披露概况

数据来源: wind 数据库

令人鼓舞的是，央企上市企业在 ESG 信息披露上一致走在了前列。从 2020 到 2023 年，央企上市企业的 ESG 披露率从 57.59% 提升至 80.7%。这些央企上市企业在 ESG 信息披露上走在了前沿，具有多重重要的意义。首先，这些大型的国有上市企业都是本行业和本领域的龙头企业，其 ESG 信息披露实践可以为其他供应链企业以及合作伙伴起到示范引领作用。其次，国有企业在我国经济中发挥重要的战略支柱作用，但是又容易为国际社会所误解。ESG 是当前全球在可持续发展领域的通用语言，国有企业 ESG 披露有助于促进国际经济对话交流与合作。第三，国有上市企业管理运营庞大的资产，通过 ESG 信息披露，可以进一步为完善对企业的评级评价以及资产定价发挥重要作用，从长远看有利于推动建设金融强国。

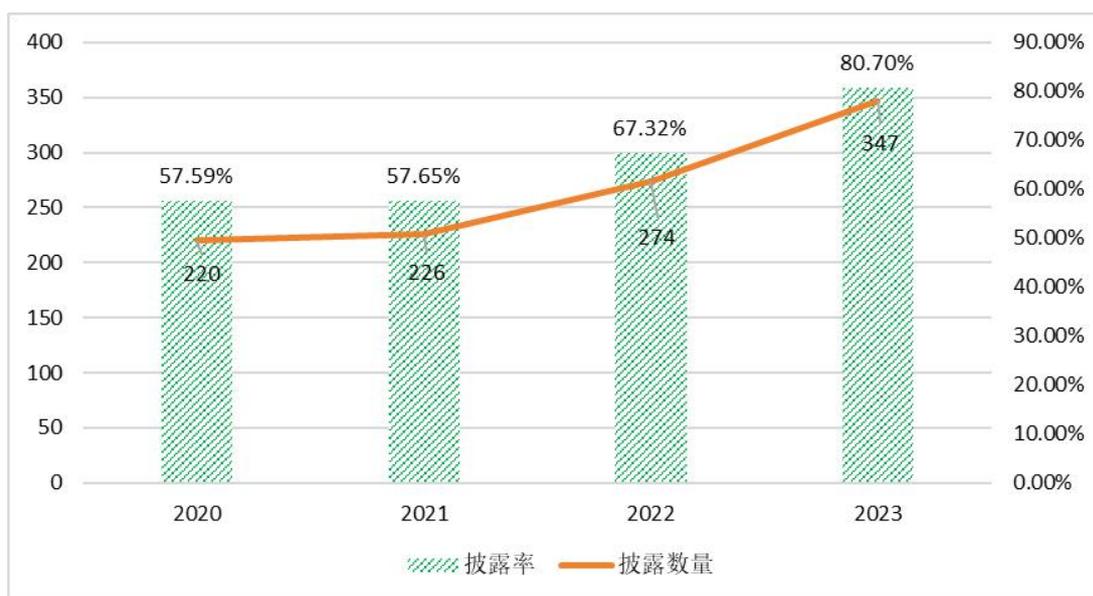


图 5: A 股央企上市公司 ESG/社会责任报告披露率 (2020-2023)

数据来源: 中财大绿金院整理

尽管进步显著, 目前 A 股上市企业 ESG 信息披露整体仍存在以下问题。一是披露率还是偏低。目前, 仍有近 2/3 的 A 股上市企业未发布 ESG 报告。

二是披露质量有待提高。有研究表明, 在中国上市公司发布的 ESG 报告中, 能够严格按照国际完整的 ESG 规范框架报告的比例不到 2%。其中, 80% 的报告是企业社会责任报告, 以定性描述为主, 缺乏准确的数据型关键 ESG 绩效指标。这种状况部分是由于缺乏统一披露框架和数据标准, 另外也反映了自愿性披露的情况下, 企业对非财务绩效认知以及现代企业承担的责任认知上存在严重的不足。<sup>67</sup>导致的原因多样, 包括外在的标准以及要求严格程度问题、企业自身能力问题以及相关服务、工具和基础设施不足等。

三是“漂绿”问题仍在相当程度上存在。黄世忠 (2021) 分析了

<sup>67</sup> 海南省绿色金融研究院 (2022)。https://m. thepaper. cn/baijiahao\_19848851。

---

中国上市公司协会编写的《上市公司 ESG 实践案例》（上下册）中的 133 家上市公司 ESG 案例，发现选择性披露、报喜不报忧、只谈环境绩效不谈或淡化环境问题等现象也不同程度的存在。<sup>68</sup>

要遏制企业借助 ESG 报告进行“漂绿”行为，需要从以下方面着手：一是加强对企业特别是企业管理层的 ESG 知识培训，强化 ESG 相关伦理的教育，形成良好现代的企业价值观和践行 ESG 的内驱动力。二是推动形成基础性、约束性强的完整 ESG 信息披露框架，构成 ESG 信息披露的内核，同时允许企业和行业选择披露在所在市场和行业重要的相关事项。三是强化对 ESG 信息披露的法律和制度支持，围绕“能力-影响-责任”关系链条，加强企业行为的法律风险管理意识，强化对企业经营以及 ESG 信息披露的约束力，对于违反相关法律规定的要予以惩戒。四是充分利用现代数字基础设施以及人工智能、大数据技术，形成对企业 ESG 信息披露的交叉验证机制，引入独立绿色验证核查机构，有效遏制企业的漂绿行为。五是推动建立完善 ESG 信息服务体系，形成多元化的服务生态，提高 ESG 信息服务能力。

---

<sup>68</sup> 黄世忠（2022）：“ESG 报告的‘漂绿’与‘反漂绿’”，《财会月刊》，第 1 期。

## 第五章 ESG 评级的伦理考察

与 ESG 信息披露相比，ESG 评价和评级中包含着更清晰的伦理判断。评级体系的指标选取、评分原则、权重设置都隐含着价值判断。在 ESG 实践中，评级通常是连接信息披露和 ESG 投资的桥梁。评级的信息可以来自企业主动披露的信息，但也不受限于信息披露，评级机构如何选择信息源以及如何处理信息，也将直接影响 ESG 投资决策。因此，在 ESG 信息披露-ESG 评级-ESG 投资的链条中，评级的伦理取向可能会对投资的伦理取向有重要的影响。

随着 ESG 投资的趋热，市场上 ESG 评级的供给也在迅速增加。目前，全球 ESG 评级机构已经超过 600 家，并且数量还在增长。从影响力看，比较有代表性和影响力的评级机构包括 KLD、MSCI、Sustainalytis、汤森路透、富时罗素、标普道琼斯指数等。国内也涌现了不少 ESG 评价和评级机构，如商道融绿、中财绿金院、社会价值投资联盟、嘉实基金和上海华证等都推出了相关的 ESG 评级。

表 1：部分国际机构的 ESG 评级产品

评级机构	发布成立年份/数据覆盖年份	评级范围	指标体系	方法论透明度
路孚特 ESG 评分	2018 年成立，数据可追溯至 2002 年。	全球约 12500 家上市和非上市公司。	基于超过 630 个公司级 ESG 指标，其中 186 个为行业实质性指标，用于整体评级。	公开方法论，包括权重确定方法。

MSCI ESG 评级	起源于 1999 年。时间序列数据可追溯至 2007 年。	全球约 8500 家公司（包括子公司在内的 14000 家发行人）和超过 680000 种股票和固定收益证券。	由 3 个支柱（环境和社会和治理）、10 个大类和 35 个关键议题组成。	公开方法论，包括权重确定方法和平均值。
Sustainalytics ESG 风险评级	2018 年发布，部分数据可追溯至 2009 年。	覆盖约 16000 家公司，包括上市公司、非上市公司、固定收益发行人和中国的上市公司。	由 20 个实质性 ESG 因素及 250 余个细分的 ESG 指标构成。	公布方法论，不公开如何确定权重，但在数据服务中提供数值。
汤森路透 ESG 评级	2009 年发布，部分数据追溯至 2002 年。	涵盖全球约 7000 家上市公司。	覆盖环境、社会、公司治理三大类 10 个主题，包含 178 个具体指标，包括 61 项环境指标、63 项社会指标和 54 项治理指标。	公布方法论和权重。

数据来源：课题组整理

表 2：部分中国机构的评级产品

评级机构	发布成立年份/数据覆盖年份	评级范围	指标体系	方法论透明度
中证 ESG 评价	2020 年发布方法论。	A 股。	包括 13 个主题：包括环境（E）、社会（S）和公司治理（G）三个维度，13 个主题，22 个单元，近 200 个指标。	简略公布方法论和权重确定方法。

中央财经大学绿色金融国际研究院 ESG 评价	2020 年发布。	全部 A 股 ESG 数据和部分港股数据。	基于 3 个一级关键指标，28 个二级关键指标。	未详细公布方法论。
万得 ESG 评价	2021 年发布，历史数据可追溯至 2017 年。	A 股和港股上市公司与发债主体。	基于 3 大维度、25 个议题、2,000 多个数据点。	公布方法论，在数据服务中提供权重数值。
华测 ESG 评级	2021 年至今，自 2019 年开始建立中国企业的 ESG 数据库。	约 1500 家 A 股和港股上市公司。	基于一级指标 3 个、二级指标 10 个、三级指标 22 个、四级指标 220 余个。	未详细公布方法论。
妙盈 ESG 评级	2019 年至今。	覆盖全球 600 多万家上市与非上市公司数据，通过自身数据平台生成 ESG 评级（其中包括港股中国 A 股、台股和美国中概股上市公司）。	基于 3 个领域，19 个议题，1000 余个数据点，700 余个标准指标。	未详细公布方法论。
秩鼎 ESG 评价	2018 年发布，部分数据可追溯至 2013 年。	约 8000 家上市公司数据，覆盖 A 股、港股、中概股。	分为通用指标和行业特色指标共计 200 余个。	未详细公布方法论。

商道融绿 ESG 评级	2020 年起覆盖全部 A 股上市公司，数据可追溯至 2015 年。	覆盖全部中国境内上市公司，港股通中的香港上市公司，以及主要的债券发行主体。	包括 14 个核心议题，200 余个 ESG 指标。	公布方法论，简略公布权重和风险暴露评估的确定方法。
盟浪 FIN-ESG	2022 年，数据覆盖 A 股，部分数据可追溯至 2016 年。	A 股。	基于 6 个维度，30 个主题，90 个关键议题和 300 余个指标。	简略公开方法论，作为基础的可持续发展价值评估模型已详细公开。
嘉实 ESG 评级	2020 年发布，部分数据可追溯至 2017 年。	覆盖全部 A 股、H 股市场超 7000 家上市公司、境内 7000 多家发债主体。	嘉实 ESG 评分体系自上而下由 3 个一级指标（主题）、8 个二级指标（议题）、23 个三级指标（事项），以及超过 110 个底层指标构成。	未详细公布方法论。
华证 ESG 评级	季度数据可追溯至 2009 年。	中国 A 股及发债主体。	包括一级支柱指标 3 个、二级主题指标 16 个、三级议题指标 44 个、四级底层指标近 80 个，以及底层数据指标 300 余个。	简略公布方法论和权重确定方法。
润灵 ESG 评级	2019 年至今。	主要覆盖中证 800 成分股。	针对 GICS68 个行业分类中的 56 个行业 26 个关键议题。	简略公布方法论。

数据来源：课题组整理

我国 ESG 评级的发展仍处在追赶的阶段。具体体现在：大部分 ESG 评级在近五年来发布，且由于基础披露数据的相对匮乏，可追溯的历史数据相对短。评级主要覆盖我国上市公司，服务全球投资者的

能力和国际 ESG 评级仍有差距。方法论中包含了具有我国特色的议题和指标，但方法论透明度相对较低。总体上看，虽然国内评级机构相关产品的市场影响力和国际影响力还相对有限，但不乏新态势和进展，如妙盈、盟浪等机构大量运用数字科技赋能评级，商道融绿 ESG 评级数据于 2021 年被纳入彭博终端，成为国内首家。

在本章，我们以 MSCI、汤森路透和 Sustainalytics 评级框架作为国际代表性框架进行介绍，把商道融绿和万得的评级框架作为我国代表性评级进行介绍，并对以上评级框架进行伦理考察。

## 一、国际 ESG 评级框架

### 1. MSCI 的 ESG 评级框架

摩根斯坦利资本国际公司（MSCI）是目前全球金融市场上主流 ESG 评级服务供给机构之一。MSCI 明确表示，该评级是为了帮助服务对象了解对公司财务业绩产生实质影响的 ESG 风险，“不是衡量企业‘好坏’的标准，也不是任何单一 ESG 因素的晴雨表或可持续投资的同义词”。MSCI 的 ESG 评级框架关注企业生产经营过程产生的负外部性及其长期的变化和影响，具有风险导向的特征，但也关注对负外部性的管理以及长期的机会转化。

MSCI 的评级指标体系是一个包含三级指标体系的框架，如表 3 所示。其中，环境和社会关键议题是针对特定行业的，而治理的关键议题是不区分行业的统一标准。

表 3: MSCI ESG 评级框架

一级指标	二级指标	三级指标
环境	气候变化	碳排放、金融环境因素、产品碳足迹、气候变化脆弱性
	自然资源	水资源压力、生物多样性及土地利用、原材料采购

	污染和浪费	有毒物质排放及废弃物、电子废弃物、包装材料及废弃物
	环境机遇	清洁技术机遇、绿色建筑机遇、可再生能源机遇
社会	人力资源	人力资源管理、人力资本开发、劳工管理、供应链员工标准
	产品责任	产品安全与质量、化学品安全、金融消费者保护、隐私与数据安全、负责任投资、健康与人口风险
	利益相关方否决权	社区关系、采购来源的争议处理
	社会机遇	沟通渠道与信息可及性、医疗服务可及性、金融服务可及性、营养与健康的机遇
治理	公司治理	董事会、薪酬福利、控制权、会计与审计
	商业行为	商业道德、反竞争举措、税务透明度、腐败与不稳定、金融体系不稳定性

就每个具体议题而言，MSCI 会根据具体的管理能力和风险暴露等进行打分。以气候变化议题为例，MSCI 将评估公司运营的碳强度以及其管理气候相关风险和机会的努力。与此关键议题相关的风险和机遇是与碳定价或交易有关的成本增加、监管上限导致的设施改造或运营中断（见专栏 1）。最终 MSCI 通过分层加权将相关评分汇总，并结合行业权重进行调整，形成的最终得分体现公司相对于同行业相对成绩，并按照得分高低评定出 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC 七个等级。

**专栏 1：MSCI 的气候变化评分框架**

**A. 管理分数**

**a) 碳目标**

- i. 碳或能源效率改进目标
- ii. 目标设定的年份、减少（百分比）、基线、基线年份
- iii. 最高的整体碳排放改进目标

- iv. 最高的整体目标百分比
- b) 碳目标的雄心
- c) 实现碳减排目标方面的历史记录
- B. 缓解分数
  - a) 降低核心业务排放强度的方案或行动
    - i. 使用更清洁的能源
    - ii. 温室气体捕获
    - iii. 能源管理和运营效率的提高
    - iv. 减少未来的能源消耗（例如，需求方管理）。
    - v. 其他举措（如碳抵消）
    - vi. CDP 披露
- C. 表现分数
  - a) 温室气体排放强度的趋势
  - b) 温室气体排放强度与同业的比较
  - c) 温室气体排放 - 公吨 CO<sub>2</sub>e
    - i. 范围 1 的温室气体排放
    - ii. 范围 2 的温室气体排放
    - iii. 范围 1 和范围 2 的温室气体排放
  - d) 温室气体排放强度-公吨 CO<sub>2</sub>e/百万美元销售额
    - i. 温室气体强度
    - ii. 自报告的温室气体强度
- D. 业务的风险暴露分数
  - a) 业务类型。在高/中/低碳强度的业务部门中的业务比例
- E. 地理上的风险暴露分数
  - a) 在温室气体排放法规得到加强或即将出台的国家开展业务的百分比 加强或待定的温室气体排放法规的国家的业务百分比

我们可以从 MSCI 指标框架以及框架设计的底层逻辑对其进行伦理上的考察。总体上看，MSCI 的评级内容完整，实质性议题覆盖全面，三级指标的设计中结构相对平衡，较好地体现了伦理上的发展原则、公正原则、自由原则，明确地纳入了商业道德因素。MSCI 评级框架中还有两个值得关注的要点：一是纳入了对历史记录의 考量。譬如，气候变化评分中纳入了“实现碳减排目标方面的历史记录”，从技术角度看，这相当于引入了调适因子，使得评分不会随短期波动

---

而大幅波动。如果一个企业历史记录相当糟糕，但是即期表现良好，引入历史调适因子，可以起到“以观后效”的效果，抑制企业短期投机行为。其次，兼顾了企业行业和规模上的灵活性。评分在相当程度上考虑了企业自定目标及其实施进展。譬如，MSCI 评级中对于不同规模的公司的碳减排要求也不同，小型公司制定合理的碳减排目标可以得到中等偏高的评分，这是考虑了小型公司规模、成本和能力不足的现实情况，具有较好的包容性。<sup>69</sup>

MSCI 披露了部分权重数据，其网站可查询全球行业分类标准（GICS）下 11 个板块、163 个子行业的环境、社会、公司治理关键议题平均权重<sup>70</sup>。MSCI 每年更新调整行业权重，各行业间差异较大。2019 年，环境议题总权重从通信服务公司的 5.8%到公共事业类公司的 62.1%不等，社会议题总权重从能源公司的 16.3%到金融公司的 59.8%不等<sup>71</sup>。MSCI 评级权重分配的突出特点是强调公司治理，并专门设置了治理议题权重下限。2023 年，治理权重在各个子行业中的最低值为 33%。此前，治理议题的权重均值已由 2007 年至 2012 年的平均 19%提升到 2013 年至 2019 年的平均 25%。从评级的角度，此侧重旨在突出体现被评公司应对风险、转化机会的能力。

该评级体系也存在一些潜在的伦理挑战。首先，基于财务风险的底层逻辑与 ESG 价值取向的一致性问题。正如 MSCI 所声明的，其评级并不是对公司“好”或“坏”的评价，而是为其服务对象作投资

---

<sup>69</sup> 当然，在现实中，也存在企业滥用这种自由度的可能。但从总体上看，考虑行业和企业规模差异是有必要的。

<sup>70</sup> 具体计算时用的权重还要纳入公司特定关键议题权重（company specific weight），这一层面的权重未公开，约 20%的被评公司被赋予了公司特定关键议题

<sup>71</sup> 见 MSCI 网站（<https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-ratings-how-the-weighting/01944696204>）

---

决策提供参考，并且明显地具有风险导向的特征。从目标上看，更侧重于帮助剔除投资组合中的风险，提高资产组合价值的稳健性，因此该框架首先还是作为一种风险管理工具。但这种导向也可能产生一些内在不一致性。以气候风险议题为例，如果一家企业进入一个气候相关排放法规宽松的国家，很有可能该项评分在短期会上升<sup>72</sup>，而这和可持续发展的价值取向不一致，对于公正原则是一个挑战。<sup>73</sup>从价值角度看，这种不一致还有更深层次的价值层面的冲突，和 ISSB 的可持续信息披露准则一样，如果信息披露和评级框架是以财务风险为锚，那么 ESG 所代表的非财务价值将变成一种服务于稳定和提高财务价值的工具，这具有伦理上的挑战性。虽然从单个公司角度看，向市场提供法律许可的产品是一种自由，并且市场经济也需要企业提供差异化的产品，但从 ESG 实践看，ESG 评级如果只是财务风险管理工具，不利于社会真正认识到非财务价值的重要性。<sup>74</sup>

其次，评级框架中的内在不平衡。如 MSCI 所称，其 ESG 评级评估对公司财务业绩产生实质影响的 ESG 风险，并不直接衡量该公司对社会的影响，而是衡量社会对公司财务表现的潜在影响。一些情况下，公司的正向社会影响不容易被捕捉到，而管理负面社会影响的能力被突出，因此存在一定的不对称和不平衡，可能会影响公正原则。

第三，尽管 MSCI 在指标设计中将负外部性的长期影响和应对纳入考量，但是从其评级结果看，对于某些局部、短期事件冲击的影响

---

<sup>72</sup> 当然在长期，如果一个国家迫于全球应对气候变化的压力调整法规，也会带来合规的风险。

<sup>73</sup> 据彭博社报道，2021 年 4 月 23 日，MSCI 以应对气候变化对麦当劳不构成风险和机会为由，在对麦当劳的评级中剔除了碳排放因素，并以其在部分国家应监管要求使用可回收材料的措施，提高了麦当劳的环保评分，将其评级提升。而麦当劳是世界上最大的牛肉采购商之一，在 2021 年产生了 5400 万吨的排放量，四年内增加了约 7%。

<sup>74</sup> 并且这种重要性很大程度上正是体现在其不可以用财务价值衡量上，如生命价值、人的尊严等。

可能容易给予过高的估计，导致局部的、短期的事件冲击支配了一些长期性指标的影响，这对被评估企业和投资人的利益可能会带来附带损害。不过，MSCI 也建立了对评估结果的沟通机制，这在一定程度上可以减少评级体系缺陷带来的负面影响，有利于使评级结果更加公正。

第四，MSCI 的一些评价指标缺乏一致性的价值基础或者需要条件限定才能给出一致性判断，这可能在实践中导致评级结果缺乏公正性。譬如员工流动率、董事会中年龄 70 岁以上成员比例、女性董事比例、向政府机构销售收入占比等，相关指标可能会导致对年龄、性别以及企业业务结构的歧视或反向歧视。正如美国社会中，一些保守派批评极端的“平权法案”构成了反向歧视一样，对某些评价指标的设置缺乏合理性辩护，也会招致对 ESG 理念和实践的抵制。

## 2. 汤森路透的 ESG 评级

汤森路透的 ESG 综合评分由两部分组成：ESG 评分和 ESG 争议评分。其中，ESG 评分覆盖环境、社会、公司治理三大类 10 个主题，包含 178 个具体指标，包括 61 项环境指标、63 项社会指标和 54 项治理指标，ESG 评分框架如表 3 所示。争议性评价内容包括企业社区关系、人权、管理、产品责任、资源利用、股东、劳动力等 7 个方面 23 项议题。

表 4：汤森路透 ESG 评价指标

一级指标	二级指标	三级指标
环境	资源利用	减少材料、能源或水资源使用方面的能力等
	低碳减排	在生产运营过程中降低环境污染物排放等
	创新性	降低环境成本和负担的能力等
社会	雇工	保持多样性和机会平等、为员工创造有效的发展机会等

	人权问题	在尊重基本人权公约上的有效性等
	社区关系	公司是否致力于成为好公民等
	产品责任	生产优质产品及提供服务的能力等
治理	管理能力	是否较好地实践了公司治理原则等
	股东/所有权	在平等对待股东和反对收购股权方面的有效性等
	CSR 策略	是否将 ESG 指标要求整合到日常决策过程等

资料来源：汤森路透，王凯等（2021）整理<sup>75</sup>

值得一提的是，汤森路透是公布 ESG 评分打分权重的机构。打分权重反映了评级机构对领域重要性和有限性的判断。公布打分权重本身也是评级机构与被评机构平等关系的体现，这种透明度是现代市场经济体系中的经济治理所必须的，也体现了评级机构的责任原则。打分标准和权重见表 5。

**表 5：汤森路透的 ESG 打分标准和权重**

一级指标	二级指标	指标数量	打分权重 (%)
环境	资源利用	20	11
	低碳减排	22	12
	创新性	19	11
社会	雇工	29	16
	人权问题	8	4.5
	社区关系	14	8
	产品责任	12	7
治理	管理能力	34	19
	股东/所有权	12	7
	CSR 策略	8	4.5

资料来源：汤森路透，王凯等（2021）整理<sup>76</sup>

汤森路透 ESG 综合评分采用了一种分段式的结构安排。当 ESG

<sup>75</sup>王凯、邹洋著.《国内外 ESG 评价与评级比较研究》经济管理出版社, 2021 年 10 月。

<sup>76</sup> 同上。

---

争议评分大于 50 分时，综合评分将直接等于 ESG 评分；当争议评分小于 50 分且大于 ESG 评分时，综合评分仍等于 ESG 评分；当争议评分小于 50 分且小于 ESG 评分时，综合评分为两项得分的简单平均值。最后，评级机构将根据最终 ESG 分位数得分生成评级结果，共 4 级 12 档（每级分三档），每间隔 0.25 分划一级，但是级内的分档不是平均的。

从汤森路透评级的指标构成结构和打分权重看，权重设置和指标数量基本是一致的。这意味着在该评级框架中，选取的每一个指标都有大体相当的重要性，这对指标选取技术有很高的要求。如果事实上一项重要性不够的指标和其他重要的指标被赋予等同的权重，可能会导致结果偏差。比如，在该指标体系中，“员工对工作的满意度”和“公司在尊重基本人权公约方面的有效性”被放在一起，在某些情况下可能会产生伦理上的挑战。员工工作满意度可能会被很小的投入成本所改变，多数情况下，企业很少需要处理特别严重的人权问题挑战（或者说此类风险发生的概率很小），因此工作场所内的不满意以及实际发生人权风险事件的负面影响可以说是相当的。但是，在一些法治水平低、社会冲突风险高的地区，要保持“尊重基本人权公约的有效性”的成本可能会变得很高，在此背景下员工满意度的重要性显然不能与之等量齐观。

在该评级体系中，另一种伦理风险可能是高估了雇佣员工问题的重要性，低估了社区关系的重要性。重视劳工权利以及员工福祉和成为社区负责任的成员显然都是正当的，但是员工作为内部人的利益诉求可能会被过度表达，而社区的需求在此过程中容易被忽视，这不利于公正原则。

---

在公司治理领域，该评价体系非常恰当地考虑了管理能力的重要性，该议题下的权重是所有 10 个议题中最高的。许多研究表明，管理层的行为对企业是否具有良好的 ESG 实践具有决定性的行为，因此这种权重设置是恰当的。但是一些具体指标的设置，如“反对收购股权方面的有效性”，不论是从财务角度还是伦理角度，其意义都是模糊而不确定的。

汤森路透 ESG 指数的构成方式中，也存在与 MSCI 相似的 ESG 评级短期化的风险。结构性的指数构造，不可避免地会导致综合 ESG 评分出现明显的分段函数特征，企业样本评分在争议事件评分低于 50 分和高于 50 分中会出现评分的突然跳跃。这种跳跃可能夸大了两组企业 ESG 评分的差距，可能会影响公正原则。如果要消除这种跳跃，要么是降低争议评分的加权计算的门槛值、要么降低争议评分的实际权重、要么调整争议评分内部不同议题的权重结构，但是以上选择都会遇到伦理上的争议。

此外，汤森路透 ESG 评级中，企业生产经营能力相关的指标体现不足，不利于充分体现发展原则。由于企业的 ESG 风险与其生产经营能力是紧密相关的，如果生产经营能力不足，不能为股东和社会创造经济价值，本身也会招致企业经营中的高风险行为。

### **3. Sustainalytics ESG 风险评级**

Sustainalytics 是晨星公司（Morningstar Inc）旗下的 ESG 评级机构，总部位于荷兰。Sustainalytics ESG 风险评级衡量“一个公司的经济价值因 ESG 因素而面临风险的程度”。评级覆盖了约 15000 家公司，包括上市和非上市公司、债券发行人，也有我国上市公司，风险评级可以直接查询，所公开数据包括公司评级分数，行业排名和总排

名。

Sustainalytics 风险评级指标体系由 20 个实质性 ESG 因素（Material ESG Issues, MEI）及 250 余个细分的 ESG 指标构成，Sustainalytics 公开了 20 个实质性 ESG 因素及其解释，具体细分指标没有对外公开。

Sustainalytics 风险评级对实质性的判断标准是：如果一个因素在财务报告中的存在或缺失有可能影响一个合理投资者的决定，那么这个问题就被认为是实质的。这一实质性定义的方法具有创新性和可行性，并且也是许多信息披露和评级体系所采用的方法。Sustainalytics 风险评级的一个基本假设是，全球经济正在向更加可持续的方向发展，而有效的 ESG 风险管理应该与长期价值相关。在实质性 ESG 因素的判定上，即使一些因素对财务的影响在短期无法衡量，仍可以被判断有实质性。

### Sustainalytics 风险评级的实质性 ESG 因素

#### MEI.0 公司治理

公司治理包括六个支柱。董事会/管理层的质量和诚信；董事会结构；所有权和股东权利；薪酬；审计和财务报告；以及利益相关者治理。这六个支柱代表了管理 ESG 风险的基础结构。

#### MEI.1 基本服务可及性

侧重于基本产品或服务可及性的管理，如医疗卫生服务和向弱势社区或群体提供的产品。

#### MEI.3 贿赂与腐败

重点关注与被指控或实际的非法贿赂有关的风险管理。

#### MEI.4 商业道德

侧重于一般职业道德的管理，如税收和会计、反竞争行为和知识产权问题。

#### MEI.5 社区关系

企业如何通过社区参与、社区发展和/或减少对当地社区负面影响的措施，与当

地社区（包括原住民）互动。

#### MEI.6 数据隐私与安全

关注数据治理实践，包括企业如何收集、使用、管理和保护数据。重点是为确保安全可靠地使用和/或维护客户的个人身份数据而采取的措施。

#### MEI.7 排放、废水和废物

关注公司自身运营中对大气、水体和土地的排放的管理，不包括温室气体排放。

#### MEI.8 碳 - 自身运营

指公司对其自身运营的能源使用和温室气体排放（范围 1 和 2）相关的风险管理。它还包括范围 3 的部分排放，如运输和物流。不包括供应链或产品使用阶段/寿命周期内的排放。

#### MEI.8.PS 碳 - 产品和服务

指企业对其服务和产品在使用阶段的能源效率和/或温室气体排放的管理。不包括与金融服务相关的碳风险。

#### MEI.9 产品和服务的环境和社会影响

指对产品或服务的环境或社会影响的管理，包括：原材料本身的正面和负面影响，以及使用、处置和回收过程中的影响。

#### MEI.12 人权

关注企业如何在其运营中管理和尊重基本人权。重点是保护公民权利和政治权利，以及经济、社会和文化权利（包括童工和强迫劳动）而采取的措施。

#### MEI.12.SC 人权-供应链

关注公司对其供应链中发生的基本人权问题的管理。

#### MEI.13 人力资本

侧重于人力资源的管理。包括通过保留和招聘计划管理与熟练劳动力稀缺有关的风险，并包括职业发展措施，如培训计划。还包括劳动关系问题，如对结社自由和非歧视的管理，以及工作时间和最低工资。

#### MEI.14 土地利用和生物多样性

侧重于企业如何管理其业务对土地、生态系统和野生动物的影响。涉及的主题包括土地转换、土地恢复和森林管理，以及保护生物多样性和生态系统。

#### MEI.14.SC 土地利用和生物多样性--供应链

关注企业如何管理其供应商的运营对土地、生态系统和野生动物的影响。

#### MEI.16 职业健康与安全

关注影响公司员工和现场承包商的工作场所危险的管理。一些情况下可能包括艾滋病毒/艾滋病相关的计划等。

#### MEI.17 ESG 整合--金融业

包括金融机构出于金融风险考虑或商业机会考虑而进行的所有 ESG 整合活动。包括机构自身的流动资产，包括直接投资、企业信贷或项目融资中的股权，以及为客户管理的资产。产品供应可以包含多种产品类型，如 ESG 投资基金、小额信贷产品等。还包括在房地产投资中考虑 ESG 标准，如绿色建筑倡议。

#### MEI.18 产品治理

侧重于公司如何管理其对客户的责任（其产品和服务的质量和/或安全）。重点是质量管理体系、营销实践、公平计费和售后责任。对于媒体公司来说，这个问题还包括与内容有关的标准管理，如新闻标准和保护来源（媒体道德）。

#### MEI.19 韧性

关注金融服务业的财务稳定性和相关风险的管理，重点是对资本要求的遵守。这个问题适用于可能构成系统性风险的金融机构。

#### MEI.20 资源利用

重点是企业在生产中如何有效地使用其原材料投入（不包括能源和石油产品），以及如何管理相关风险。

#### MEI.20.SC 资源利用-供应链

关注企业如何高效地管理其供应链中与水资源稀缺和原材料投入（不包括能源和石油产品）有关的风险。

资料来源：Sustainalytics 网站

Sustainalytics ESG 风险评级分数从微小（negligible）到严峻（severe）分为五档，表示影响公司企业价值的 ESG 风险的严重程度，分数越高，评级越低。风险评级是一个可跨行业比较的绝对分数，比如一个银行可以直接与石油公司或任何其他类型的公司进行比较。

Sustainalytics 风险评级的基本假设是不良的公司治理会给公司带来重大风险，所以公司治理因素适用于评级范围内的所有公司。实质性 ESG 因素的分类原则是共同的管理举措或类似的监督类型。如，员工招聘、发展、多样性、参与和劳资关系等主题都包含在 MEI13 人力资本实质性 ESG 因素，因为在公司层面，这些主题都属于人力资源部门的责任范畴。特异性 ESG 因素是“不可预测的”，与行业无

---

关。

Sustainalytics ESG 风险评级框架包含两个维度，被评公司的风险暴露程度和被评公司对其风险暴露的管理程度。具体包含四个步骤：一是计算企业的风险暴露，由行业风险和企业特定风险调整指标（subindustry exposure and issue beta）整合计算。二是根据行业调整。由于部分 ESG 风险是无法完全管理的。Sustainalytics 风险评级在子行业层面根据可管理与不可管理的风险份额做出调整，定义了可管理风险系数（manageable risk factor, MRF），并用此系数调整风险暴露，得到可管理的风险（manageable risk）。这一步确保了评级的跨行业可比性。三是根据公司的管理表现，计算出被管理的风险（managed risk）。一家公司的管理得分是由一组管理指标（政策、管理系统、认证等）和结果性指标（如二氧化碳排放量或二氧化碳强度）组成的。四是用整体风险暴露减去被管理的风险，得到没有被管理风险评分（unmanaged risk）。

由于 Sustainalytics ESG 风险评级不公开细分指标和行业权重，我们仅评级的实质性 ESG 因素、权重计算方法和评分方法及其影响进行伦理考察。

Sustainalytics ESG 风险评级覆盖的实质性 ESG 因素对生命原则（MEI. 1 基本服务可及性、MEI. 12 人权、MEI. 16 职业健康与安全等）、发展原则（MEI. 14 土地利用和生物多样性、MEI. 20 资源利用）、善良原则（MEI. 5 社区关系）、公正原则（MEI. 0 公司治理、MEI. 13 人力资本、MEI. 20 资源利用等）、责任原则（MEI. 4 商业道德、MEI. 6 数据隐私与安全、MEI. 9 产品和服务的环境和社会影响、MEI. 18 产品治理、MEI. 19 韧性、MEI. 20 资源利用）、自由原则（MEI. 13 人

---

力资本) 都有不同程度的覆盖。

Sustainalytics ESG 风险评级的突出特点是从被评公司视角出发, 体现在评级的所有步骤中。该风险评级的实质性 ESG 因素的归类逻辑是根据企业管理风险的部门和路径。单个实质性因素的覆盖面较广且有一定交叉, 例如 MEI. 0 公司治理、MEI. 13 人力资本均有公正原则、发展原则、自由原则、责任原则作为支撑。资源利用、土地利用和生物多样性、人权、碳四项实质性 ESG 因素按主体和供应链、排放范围分为不同指标, 能够对一些有跨国供应链的企业做出更细致的评级。此外, 也有 MEI. 17 ESG 整合—金融业和 MEI. 19 韧性两个专门面对金融业公司的实质性 ESG 因素。

评级在子行业层面区分可管理的风险和不可管理的风险, 具体权重考虑公司确保其员工遵守规定的的能力, 外部行为对公司管理风险能力的影响, 因素的复杂性, 以及技术的物理限制。这一考虑确保不同公司评级的跨行业可比性, 也体现了评级机构本身对责任原则和公正原则的理解。评级允许在单个公司的层面对实质性 ESG 因素作出调整, 根据被评公司的产品和生产、融资情况、争议事件、地理位置(包括区域性风险) 四方面因素调整风险暴露评分, 在一定程度上体现了自由原则。

该评级标准在发展原则仍有提升空间。从企业生存发展的长周期来看, 发展本身是应对风险和不确定性、提升企业价值的根本性因素。对当期 ESG 风险的关注, 从方法论上看是一种静态视角, 是在边际意义上风险管理, 但一定程度上忽略了发展的基础重要性。

Sustainalytics ESG 评级体系与 MSCI ESG 类似, 都关注 ESG 因素对企业财务价值的影响。这意味着 ESG 因素之所以值得关注, 是

---

因为其影响了企业的财务价值，而不是非财务价值内在地值得追求，这可能会导致非财务价值对独立性和重要性的贬低。从对 ESG 投资的影响看，如果 ESG 评级仅仅反映对经济价值的影响，那么高 ESG 评级与更高企业经济价值之间的关系在某种程度上容易陷入循环论证。

过度关注短期风险因素可能会导致对公正原则的偏离。从评级名称可以直观看到，Sustainalytics ESG 风险评级侧重于风险，衡量“一个公司的经济价值因 ESG 因素而面临风险的程度”。Sustainalytics ESG 风险评级的行业和公司调整方法站在被评公司的角度，加总计算出未被管理的风险提供给投资者。这也导致与 MSCI ESG 评级类似的情况的发生，一个公司突出的社会影响以及通过技术创新提供 ESG 价值增益的潜力，可能无法抵消 ESG 风险治理能力上的缺陷。如特斯拉的 Sustainalytics 评分为 28.7，低于个别化石燃料公司，如西班牙雷普索尔 Repsol S 的 2021 年日产量为 57.2 万桶油当量，但是其评分达到 26.9。

## 二、国内 ESG 评级

### 1. 商道融绿 ESG 评级

商道融绿 ESG 评级旨在衡量企业纳入内外部 ESG 因素之后的可持续发展价值。覆盖全部我国境内上市公司，港股通中的香港上市公司，以及主要的债券发行主体。2021 年，商道融绿 ESG 评级数据纳入彭博终端。

商道融绿的 ESG 评级框架包括 14 个核心议题，200 余个 ESG 指标（见图 4）。商道融绿制定 ESG 评估的主要考虑因素包括：代表性、可搜集性、重要性，国际惯例和我国实际，投资者关注，行业特点。

评级将被评公司分为 51 个行业，根据内部的行业性 ESG 指标和权重模型，对被评公司的 ESG 三个维度的管理水平和风险暴露程度进行打分。最终得到每家公司的 ESG 得分（0-100）及 ESG 评级（A+至 D，共 10 等级）。数据来源包括公司发布的年报、责任报告等披露数据、监管部门数据、媒体报道、宏观数据、地理数据、卫星数据等。



图 6：商道融绿 ESG 评级框架

在该评级框架中，同时考虑了 ESG 风险暴露和企业主动的风险管理。风险暴露评估的目标为已发生或潜在发生的 ESG 风险因素对企业价值的影响程度，包括企业所在行业基准风险敞口与企业个体风

险敞口。ESG 的总得分为风险暴露评估得分与主动风险管理得分之和，这样的安排有利于调动被评估企业的主动管理积极性，也体现了自由原则。

商道融绿 ESG 评级在议题和指标框架设计中考虑了我国发展现状，纳入如质量管理体系认证、捐赠、合规管理等符合当前企业、监管、社会发展阶段的通用指标。与此同时，在评级时对行业因素进行了调整。这些都较好地体现了公正的原则。从该评级的议题和指标覆盖看，基本上涵盖了当前国际和国内 ESG 领域具有实质性的议题，对于生命原则、善良原则、责任原则等都有不同程度的体现。

表 6：商道融绿 ESG 评级指标框架

	ESG议题	ESG通用指标示例	ESG行业指标示例	
			采矿业	农林牧渔
环境	E1环境政策	环境管理体系、环境管理目标、节能和节水政策、绿色采购政策等	采区回采等	可持续农（渔）业等
	E2能源及资源消耗管理	能源消耗、节能、节水、能源使用监控等	-	-
	E3污染物排放管理	污水排放、废气排放、固体废弃物排放等	废弃物综合利用率等	污染物排放监控等
	E4 应对气候变化	温室气体排放、碳强度、气候变化管理体系等	-	-
	E5 生物多样性	生物多样性保护目标与措施等	生态恢复措施等	珍稀动物使用等
社会	S1员工发展	员工发展、劳动安全、员工权益等	职业健康安全管理体系等	职业健康安全管理体系等
	S2供应链管理	供应链责任管理、供应链监督体系等	-	-
	S3客户管理	客户管理关系、客户信息保密等	-	可持续消费等
	S4产品管理	质量管理体系认证、产品/服务质量管理等	-	-
	S5信息安全	数据安全政策等	-	-
	S6社区	社区沟通、社区健康和安、捐赠等	社区沟通等	社区沟通等
治理	G1商业道德	信息披露、董事会独立性、高管薪酬、审计独立性等	-	-
	G2公司治理	反腐败与贿赂、举报制度、纳税透明度	-	-
	G3合规管理	合规管理、风险管理等	-	-

---

资料来源：商道融绿网站

从基于该评级体系的《A股上市公司 ESG 评级分析报告 2022》看，我国上市公司环境政策议题表现相对较好。报告认为，“污染物排放议题得分明显高于能源与资源消耗，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”，“金融业的应对气候变化议题绩效超出中证 800 成分股公司平均水平。统计结果表明，平均来看，金融业公司已经普遍意识到自身面对的气候变化风险并开始做出反应，一定程度上可归因于政策的引导和推动”。可以看出，商道融绿 ESG 评级对监管政策的敏感性也较强。

和不少 ESG 评级体系相似，在商道融绿的 ESG 评级中，对发展原则考虑还可以进一步提升。企业的经营绩效没有融入对 ESG 风险的评级考量，但事实上经营绩效与企业 ESG 风险水平以及涉 ESG 议题的行为存在紧密关联。譬如业绩不佳的企业可能需要激进的财务手段来粉饰报表，因为生存压力大过度依赖举债以至于给自身以及社会造成巨大的风险，不计 ESG 影响以降低生产经营的成本等；反之，更稳健和高水平的经营绩效，使企业在 ESG 相关的行为上有更多表现空间和能力。

根据《A股上市公司 ESG 评级分析报告 2022》，2018 年至 2022 年，中证 800 成分股公司 ESG 评级有大幅提升。评级在 B+(含)级以上的公司数量从 2018 年的 63 家增至 2022 年的 319 家，评级在 C+(含)级以下的公司数量从 2018 年的 199 家降至 2022 年的 64 家，获得 A- 的公司数量翻了 2 倍。上市公司整体在短期的较大幅度的提升评级虽然体现了上市公司对于 ESG 治理的重视以及行为改进带来的成效，

但也从另一方面反映出指标体系可能过度关注短期指标以及容易受短期事件因素推动，这不利于反映企业的长期可持续价值，企业也容易通过 ESG 领域短期化的行为（譬如 ESG 公关活动）来提升评级表现，获得某种竞争上的优势。

## 2. 万得 ESG 评级

万得 ESG 评级（Wind ESG 评级）在国际标准和指南的基础上结合我国现状构建。Wind ESG 评级提供底层数据、得分和评级。覆盖全部 A 股、港股上市公司、公募信用债发债主体、国内公募基金。评级目标是评估企业实质性 ESG 风险及其可持续经营的能力。

Wind ESG 评级数据来源包括披露数据、政府、监管、媒体报道等其他类型数据。Wind ESG 评价的细分指标上明确分为 ESG 治理和争议事件两部分，反映企业的 ESG 管理和实践水平以及重大突发风险。评级模型包含 68 个 ESG 实质性议题，其中部分议题为行业特有议题。Wind ESG 根据公司所属行业的实质性议题，基于以及行业基准，给公司打分并根据区间评为 AAA 至 CCC 的评级结果。



图 7：万得 ESG 评级框架

表 7：万得 ESG 评级指标框架

分类	维度	议题	数据点
管理实践 评估	环境	环境管理	环保总投入；清洁能源/可再生能源使用；识别与应对气候变化风险和机遇；范畴一、二、三温室气体排放；原材料与包装材料管理体系与制度；生物栖息地保护……
		能源与气候变化	
		废气	
		原材料与废弃物	
		废水	
		水资源	
		生物多样性	
		绿色建造*	
		绿色金融*	
	社会	雇佣	反歧视与多元化管理体系与制度；员工满意度调查；产品召回程序；研发员工比例；帮扶脱贫人口数量；保障信息安全与隐私保护的措施……
		发展与培训	
		职业健康与安全生产	
		可持续产品	
		研发与创新	
		供应链	
		客户	
		信息安全与隐私保护	
		社区	
	医疗可及性*		
	公司治理	公司治理	董监高离职率；女性董事占比；检举者保护机制；反垄断与公平竞争培训；重大事件应对……
		商业道德	
		ESG 治理	
		董监高	
		贪污腐败	
		股权及股东	
		审计	
		反垄断与公平竞争	
争议事件	新闻舆情	固废污染；安全事故；强迫劳动罪；高管异动；侵权责任纠纷……	
	监管处罚		
	法律诉讼		

\*为行业特有议题。资料来源：万得数据库；课题组整理。

---

Wind ESG 评级的指标框架上看，对相关伦理原则都有不同程度的反映。与其他本土 ESG 评级类似，Wind ESG 评级引入减碳目标、绿色金融、帮扶脱贫人口数量、企业创新能力认证等国家战略相关的特色指标。

万得作为综合的财经数据库提供商，在信息整合上具有优势。Wind ESG 评级具有较好的穿透能力和透明度，体现了公正原则和责任原则。Wind ESG 评级通过多种数据技术识别关联公司并评估风险。例如环境风险评估模型通过股权穿透识别被评公司下属单位，对受评公司下属单位周边空气和水质量等级进行量化评估，并结合下属单位排污超标等情况，确定公司环境风险暴露等级。此外，Wind ESG 评级提供底层原始数据、指标打分、权重设定，供客户二次加工。

发展原则考虑不充分是许多 ESG 评级体系共有的问题。这一问题的存在具有普遍性，部分原因可能在于，人们认为企业经营状况的信息已经在财务报表中得到了良好的反映，因此在 ESG 评级中仅需反映非财务信息就可以。但是在评级中将财务信息和非财务信息割裂开来，原因可能还在于缺乏对 ESG 相关行为动机及结果的系统理解，缺乏一个有机的整合的企业 ESG 行为模型，导致指标设计和方法论应用中的碎片化、短期化。

争议事件是 Wind ESG 评级指标体系的重要组成，但评级对争议事件的评估方法也有伦理上的讨论空间。评级由管理实践与争议事件组成，争议事件得分每日更新，同时更新总评级。Wind ESG 争议事件评估模型基于事件严重性、频次、时间、信息来源等维度评估对受评公司的影响。<sup>77</sup>由于目前缺乏 Wind ESG 评级中争议事件评估所占

---

<sup>77</sup> 争议事件引入 ESG 评价，在实践中也存在认定标准上的难题，一些“有争议”或者引发关注的事件，价

---

的权重，无法就此进行准确评价。但是如果争议事件权重较高的话，很可能会影响甚至主导了评级的波动，在一些情况下可能会导致对企业的不公平。不过，该评级中也保留了沟通渠道，为更加公正的评级保留了空间。

### 三、ESG 评级的局限性及其伦理思考

从这些主流 ESG 评级的方法论看，很多 ESG 评级从商业伦理出发，并不直接考察企业运营的社会影响力或正面的外部性。ESG 评级不是影响力评估，而是基于市场当前对 ESG 风险的认识，对企业实质性 ESG 风险和应对这些风险的能力的估计。相较而言，其对发展原则的考虑并不充分。

当前主流 ESG 评级虽然发挥了风险指标的功能，给上市公司建立了基准和比较框架，但是构不成比较的测度。与以财务信息为基础的信用评级不同，虽然经过降维的 ESG 评级分数可以在同行业甚至跨行业比较，但构成分数的底层数据的可比较性仍然很低。<sup>78</sup> 比如，特斯拉的 Sustainalytic 评级分数为 28.7，ESG 风险评分甚至还低于 Japan Tobacco, Inc, Swedish Match AB, Imperial Brands Plc 三家烟草公司。

主流评级高度关注争议事件，多数 ESG 评级的构成中包括了风险事件/争议事件等要素。评级将争议事件纳入指标的方法各不相同，例如 Sustainalytic ESG 风险评级中特异性 ESG 因素（主要由公司争议事件组成）与实质性 ESG 因素、公司治理因素共同构成了公司风险评级分数，Wind ESG 评级中的争议事件指标与管理实践评估（包

---

值涵义并非都是负面的。

<sup>78</sup> 比如，特斯拉的 Sustainalytic 评级分数为 28.7，ESG 风险评分劣于 Japan Tobacco, Inc, Swedish Match AB, Imperial Brands Plc 三家烟草公司。

---

含 ESG 细分指标) 并列等等。评级对争议事件的关注有一定客观原因, 争议事件对资产价格会产生实质性影响。美银美林的研究称, 在 2014 年至 2019 年期间, 争议事件使标普 500 指数公司减少了超过 5000 亿美元市值。争议事件在 ESG 评级中的体现本身也有争议。首先, 争议事件属于回顾性、追溯性的变量, 而 ESG 则一定程度反映未来可持续发展的能力, 通常作为预测性指标使用。其次, 企业 ESG 治理通常是长期制度建设的成果, 变化慢, 而争议事件具有一定突发性, 频率有一定随机性。调和这些指标变量需要评级机构有强大的理论和方法论支撑, 也需要给评级的使用者充分的说明和解释。

据毕马威估计, 全球目前有超过 150 家主要的 ESG 数据供应商, 相关 ESG 评级的结果存在显著的差异。与一般信用评级相比, ESG 评级的相关性不强, 不同评级公司对于 ESG 因素地实质性影响有不同的判断、不同权重、不同的数据来源等等。根据 Berg et al (2019) 的一项研究发现, KLD, Sustainalytics, 穆迪, S&P Global, Refinitiv 和 MSCI 评级之间的相关性在 0.38-0.71 之间不等<sup>79</sup>, 评级间的差异主要来自打分规则 (56%)、指标范围 (38%) 和权重 (6%)。对于投资者和专业人士, ESG 评级仍是不可或缺的辅助工具, 但低可靠性也产生了业界对其公平性的质疑。评级在全球范围运作也凸显了公正原则的冲突。德国 Berenberg 银行的研究称, ESG 评级在覆盖面上偏向大公司, ESG 评级上也偏向于大型和更成熟的公司, 小型和快速增长的公司平均 ESG 评级较低。其中一个原因是小公司无法承担信息披露的成本和与评级机构沟通的成本。

---

<sup>79</sup> Berg, F.; Kölbel, J. and Rigobon, R. "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings "(August 15, 2019). Forthcoming Review of Finance, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3438533> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>

---

国际证监会组织（IOSCO）对 ESG 评级机构的政策报告认为，ESG 评级机构所提供的产品覆盖面并不均衡。报告称，供应商的覆盖面通常偏重于供应商的本土金融市场，但即使考虑到这一点，权重仍有利于成熟或发达的金融市场和有成熟披露要求的司法管辖区或两者兼而有之。同时，主流的评级一般是以发达市场的发展阶段和监管制度为依据，可能没有适当考虑到评估新兴市场的发行人的差异。<sup>80</sup>这份报告也发现评级的定义、评级目标等方面没有明确和统一的规定，评级方法缺乏透明度。评级机构或关联机构对评级对象公司提供咨询服务，可能存在对利益冲突。

评级底层数据和方法论的透明度问题已经进入监管部门视野。欧洲证券和市场管理局（ESMA）认为当前 ESG 评级数据和方法论没有足够的透明度和可比性并在对此问题进行评估。美国 SEC 规则草案要求投资顾问明确说明构建 ESG 基金和投资方法所依据的指标和数据，间接提高对评级机构的透明度要求。

---

<sup>80</sup> <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD681.pdf>

---

## 第六章 ESG 投资及相关伦理问题

ESG 投资可以从广义和狭义的角度去理解。广义的 ESG 投资，应该包括一切旨在获取更高水平的财务价值与非财务价值组合的投资，这包括实体经济部门旨在改善 ESG 绩效的行为，也包括金融市场中为实体经济部门改善 ESG 绩效提供资金支持的行为，而狭义的 ESG 投资仅指后者。企业为提升 ESG 绩效所作的投入及其成效，是狭义 ESG 投资的价值源泉。<sup>81</sup>我们也可以根据资金来源结构，在概念上 ESG 投资分为两类：**基于内源融资的 ESG 投资**，即企业利用自有资金和保留利润所作的相关投资；**基于外源融资的 ESG 投资**，包括间接融资和直接融资。

在本报告中，我们主要关注狭义的 ESG 投资，即基于外源融资的 ESG 投资。从产品的角度看，ESG 投资包括但不限于 ESG 基金理财类产品、指数、衍生投资产品以及绿色信贷、绿色信托和绿色债券等各类金融产品。ESG 投资并不必然要求投资者具有高尚的道德情操或者纯粹出于利他动机，正如大量有关企业社会责任以及 ESG 研究所揭示的，投资者也可以出于利己动机提供 ESG 投资。<sup>82</sup>但是，如果投资者关注被投企业的社会影响，则可以利用 ESG 投资来实现减少负面影响或增进正面影响，为经济社会的可持续发展提供助力。

为了分析 ESG 投资中的伦理问题，本章首先分析讨论企业 ESG 表现与其价值的关系，并进一步讨论企业 ESG 表现的影响因素。在此基础上，本章还介绍了 ESG 投资的主要策略以及现实投资实践的

---

<sup>81</sup> 详见本章第二节对企业 ESG 绩效、风险管理与企业价值的讨论。

<sup>82</sup> 参考本报告第二章有关伦理利己主义的介绍和讨论。

---

伦理风险以及应对的策略。此外，本章还对 ESG 投资的所谓超额收益问题及其内涵进行分析，并讨论追逐超额收益可能带来的伦理风险。

### 一、ESG 表现与企业价值

作为金融产品，ESG 投资具有相对清晰的内涵和外延，有明确的规模边界和时间边界，并有对于产品的盈利性要求和安全性要求，但是 ESG 投资又有别于传统金融投资。在传统金融投资领域，投资人考虑的关键要素是收益率和风险，经典投资模型主要反映了投资者在收益和风险之间的权衡，这类投资也被称为**两维投资**。而 ESG 投资则在传统的风险、收益之外引入了非财务价值，使得金融投资有可能从传统的两维拓展到三维（邱慈观等，2022）。<sup>83</sup>

在三维投资的框架下，在财务收益与风险组合预期相同的情况下，ESG 表现更好的企业的股票或所发行的金融产品理应成为投资对象，这是社会价值层面的帕累托改进。这意味着，企业价值会因其良好的 ESG 表现而存在溢价。但是，这种溢价即使有可能性，也不是自动实现的，还在很大程度上取决于市场中的投资者、企业的利益相关方以及社会公众的价值偏好。此外，企业良好的 ESG 实践可能会通过其他渠道带来积极回报，譬如主动管理控制企业的风险水平、降低企业融资成本、提高员工积极性、增进客户和消费者的信任与认同、提高企业的社会声誉，这些都有助于提升企业的价值。不过，对 ESG 实践准则的遵循，不可避免也会给企业带来成本，包括直接的财务成本以及其他成本，这也可能对企业价值带来不利影响。良好的 ESG 表现是否增进企业价值，通过什么方式实现，投资于 ESG 表现良好的企业是否会给投资人带来更高的回报，最终是需要实证检验的问题。

---

<sup>83</sup> 邱慈观等（2022）：《可持续投资基金产品信息披露研究》，中国证券投资基金业协会报告。

---

## 1. ESG 表现与企业价值的实证分析

从企业 ESG 表现与经营风险看，许多研究支持更好的 ESG 表现带来更低的经营风险，并提供了理论的解释和实证的证据。Hong and Kacperczyk (2009) 分析了烟草、酒业和赌博等行业股票（所谓的原罪股）的回报率，发现社会价值观确实会抑制分割市场上的套利行为。

<sup>84</sup>Schiller (2018) 发现客户 ESG 表现较好时，供应商面临的诉讼风险较小。<sup>85</sup> Albuquerque et al. (2019) 提供了 ESG 表现能够降低企业系统性风险的证据，认为 ESG 表现越好的企业需求价格弹性越小，进而具有较低的系统性风险，特别是产品多样化企业。<sup>86</sup>Lins et al.

(2017) 考察不同 ESG 表现的企业在金融危机期间的表现，通过 ESG 表现较好的企业在危机期间表现优于 ESG 表现较差的企业来说明 ESG 表现能够降低企业系统性风险。Bouslah et al. (2018) 同样认为 ESG 表现在危机状态下发挥了雪中送炭的声誉保险效应。<sup>87</sup>

一些研究从治理的角度探讨了 ESG 表现对于降低风险的作用 (Lee and Yeh, 2004; Al Mamun et al., 2020; Gao et al, 2022)。

---

<sup>84</sup> Hong, H. and Kacperczyk (2009). "The Prices of Sin: The Effects of Social Norms on Markets", *Journal of Financial Economics*, 93(1): 15-36.

<sup>85</sup> Schiller, C. (2018). "Global Supply-chain Networks and Corporate Social Responsibility." [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3089311#:~:text=Global%20supply-chains%20act%20as%20a%20transmission%20mechanism%20for,and%20Suppliers%20JEL%20Classification%3A%20F30%2C%20F36%2C%20G38%2C%20Q50.](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3089311#:~:text=Global%20supply-chains%20act%20as%20a%20transmission%20mechanism%20for,and%20Suppliers%20JEL%20Classification%3A%20F30%2C%20F36%2C%20G38%2C%20Q50.)

<sup>86</sup> Albuquerque, R.; Koskinen, Y.; Zhang, C. (2019). "Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*. 65(10): 4451-4469.

<sup>87</sup> 见 Lins, K. V.; H. Servaes; and Tamayo, A. (2017). "Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis". *The Journal of Finance* 72 (4), 1785-1824; Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2013). "The impact of the dimensions of social performance on firm risk", *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1258-1273

---

<sup>88</sup> 股价崩盘是一种突出的风险事件，因此有不少研究特别关注企业 ESG 表现对股价崩盘风险的影响。Kim et al. (2014) 认为在 ESG 方面表现出色的企业符合可持续发展要求，未来股价出现崩盘的概率较低，特别是外部监督较强的企业。<sup>89</sup> 还有一些研究认为，ESG 表现突出、积极承担社会责任的企业能够吸引更多投资人关注，使企业获得较强的监督，降低管理层隐藏坏消息的可能，同时减少环境违法导致企业遭受监管机构的严厉惩罚，从而缓解股价崩盘风险（陈燕红和张超，2017；宋献中等，2017；Zaman et al.，2020；）。<sup>90</sup> Borghesi et al. (2014) 认为媒体曝光度高的企业与更多的社会责任投资密切相关。<sup>91</sup> 也有研究认为，企业在环境、社会责任等非主营业务方面的投入是企业掩饰自身不利行为的工具，不仅挤占了资源，而且降低了企业整体的信息透明度，使股价崩盘风险进一步加剧（高勇强等，2012；权小锋等，2015）。<sup>92</sup> 当然，这种利用 ESG 实践掩盖企业真实信息的行

---

<sup>88</sup> Lee, T. S., and Yeh, Y. H. (2004). "Corporate governance and financial distress: evidence from Taiwan", *Corporate Governance: An International Review* 12, 378-388; Al Mamun, M.; Balachandran, B.; Duong, H. and Gul, F. A, Are Corporate General Counsels in Top Management Effective Monitors? Evidence from Stock Price Crash Risk (April 27, 2020). *European Accounting Review* (Forthcoming), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3270178> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3270178>; Gao, J.; Chu, D.; Zheng, J., Ye, T. (2022). "Environmental, Social and Governance Performance: Can It Be a Stock Price Stabilizer?" *Journal of Cleaner Production*, 397(Part2). <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134705>

<sup>89</sup> Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). "Corporate social responsibility and stock price crash risk", *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13

<sup>90</sup> 陈燕红,张超(2017):“环境违法成本视角下的上市公司股价对污染事件响应特征研究”,《中国人口资源与环境》,2017(S1):61-66; Zaman, R.; Bahadar, S.; Mahmood, H. (2020). "Corporate Irresponsibility and Stock Price Crash Risk", *International Review of Finance*, 21(3): 786-820; 宋献中, 胡珺, 李四海 (2017):“社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析”,《金融研究》,第4期。

<sup>91</sup> Borghesi, R., Houston, J.F., Naranjo, A. (2014). "Corporate Socially Responsible Investments: CEO Altruism, Reputation, and Shareholder Interests", *Journal of Corporate Finance*, 26: 164-181

<sup>92</sup> 见高勇强、陈亚静、张云均 (2012):“‘红领巾’还是‘绿领巾’:民营企业慈善捐赠动机研究”,《管理世界》

---

为，实际上是对 ESG 的不当使用，在本质上是反 ESG 的，这也可以解释为投机性利用 ESG 可能会带来更大的风险。

与经营风险控制密切相关的是企业的财务表现以及市场价值。Gao and Zhang (2015) 发现，企业更好的 ESG 表现与更高的托宾 q 显著正相关，ESG 表现在投资中提供了独特的质量维度。一些对中国、韩国、欧洲等市场的企业样本研究发现，良好的 ESG 表现有助于提升财务绩效 (Zhao et al. , 2017; Yoon et al. , 2018; Taliento et al. , 2019)。<sup>93</sup>

一些研究还关注了 ESG 因素影响公司价值的潜在机制。Iliev and Roth (2021) 的分析结果表明，由公司董事驱动的 ESG 活动增加能够提升企业盈利水平。<sup>94</sup>当市场机制不完善时，企业社会责任能够降低企业交易成本；当股票市场和信贷市场发展比较落后时，倡导企业社会责任能够改善融资渠道 (El Ghoul et al. , 2017)，<sup>95</sup>从而增加企业盈利水平，提高企业价值。Flammer (2021) 发现，发行绿色债券有助于改善企业在股票市场中的表现。<sup>96</sup>Barko et al. (2021) 研究表明

---

第 8 期；权小锋、吴世农、尹洪英(2015): “企业社会责任与股价崩盘风险: ‘价值利器’或‘自利工具’? ”, 《经济研究》第 11 期。

<sup>93</sup> 见 Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., et al.(2018). “ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China’s listed power generation companies”, *Sustainability*, 10(8): 2607; Yoon, B., Lee, J. H., Byun, R. (2018). “Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea”, *Sustainability*, 10(10): 3635; Taliento, M., Favino, C., Netti, A.(2019) “Impact of environmental, social, and governance information on economic performance: Evidence of a corporate ‘sustainability advantage’ from Europe”, *Sustainability*, 2 11(6): 1738

<sup>94</sup> Iliev, P., Roth, L. (2021). “Learning from directors’ foreign board experiences”. *Journal of Corporate Finance*, 51: 1-19.

<sup>95</sup> El Ghoul, S., Karoui, A.(2017). “Does corporate social responsibility affect mutual fund performance and flows?”, *Journal of Banking & Finance*, 77: 53-63.

<sup>96</sup>Flammer, C. (2021). “Corporate green bonds”, *Journal of Financial Economics*, 142(2): 499-516

---

投资者的 ESG 偏好也很重要，企业股东对于 ESG 的偏好程度越大，该企业越能获取较高的回报。<sup>97</sup>Servaes and Tamayo (2013) 发现，不是所有企业改善 ESG 表现都能创造额外价值，只有在广告费用高昂时良好的 ESG 表现才能提高企业价值。<sup>98</sup>

也有研究认为，重视 ESG 表现有可能会增加成本，对企业价值造成损害。Bhandari and Javakhadze (2017) 指出，注重 ESG 表现的企业可能不得不放弃对股东有利可图但遭到其他利益相关者抵触的项目。<sup>99</sup>Broadstock et al. (2021) 则指出社会责任感强的企业在危机期间不会轻易解雇员工，这增加了企业的成本管理压力。<sup>100</sup>Buchanan et al. (2018) 比较了金融危机时期 ESG 表现突出与 ESG 表现一般企业的绩效状况，发现 ESG 表现并不能起到雪中送炭的作用，由 ESG 过度投资带来的成本使企业价值在金融危机期间更大幅度的下降。<sup>101</sup>Margolis and Walsh (2003) 以 109 项研究为样本的元分析发现，其中 54 项研究认为企业履行社会责任与企业财务绩效之间存在显著正相关性，20 项研究认为关系不明确，28 项研究认为关系不显著，7 项研究认为二者之间存在显著性负相关。<sup>102</sup> Friede et al. (2015) 分

---

<sup>97</sup>Barko, T., Cremers, M., Renneboog, L.(2022). "Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance", *Journal of Business Ethics*, 180(2): 777-812.

<sup>98</sup>Servaes, H., Tamayo, A. (2013). "The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness", *Management Science*, 59(5): 1045-1061

<sup>99</sup>Bhandari, A., Javakhadze, D.(2017). "Corporate social responsibility and capital allocation efficiency", *Journal of Corporate Finance*, 43: 354-377

<sup>100</sup>Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., et al. (2021). "The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China", *Finance Research Letters*, 38: 101716

<sup>101</sup> Buchanan, B., Cao, C. X., Chen, C. (2018). "Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership", *Journal of Corporate Finance*, 52: 73-95

<sup>102</sup>Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). "Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business", *Administrative Science Quarterly*, 48(2): 268-305.

---

析了 1970 年以来 2200 篇有关 ESG 各因素与企业价值关系的文献，结果发现 90% 的文献汇报了 ESG 和企业价值之间存在非负向关系。<sup>103</sup>此外，Hong and Kacperczyk (2009) 对“原罪”企业的分析发现，此类企业估值较低，这意味着投资者也可以通过投资此类企业获得更高的回报。

从以上有关企业 ESG 表现与其风险、价值的分析可以看到，多数研究支持更好的 ESG 表现有利于降低风险、提高企业价值，但是这种关联并不是自动的，在很大程度上受企业对 ESG 的认知以及 ESG 实践方式和水平的影响，也受所处市场环境的影响。

## 2. 影响企业 ESG 表现的因素

企业的 ESG 实践以及表现并非外生、独立的变量，受诸多企业内外因素影响。

从微观层面看，管理层特征是重要的影响因素之一。Iliev and Roth (2021) 研究发现具有经常接触环境及社会法规文件的董事的公司往往具有更出色的 CSR 表现，特别是环境方面的表现。<sup>104</sup>高管性别特征是近年来学术热点话题之一，很多研究表明董事会或管理层高管为女性的企业 CSR 表现更好 (McGuinness et al., 2017)。<sup>105</sup>Cronqvist and Yu (2017) 发现 CEO 子女的性别对企业 CSR 表现有明显的影响。女孩比男孩更关注“其他方面”，有女儿的 CEO 比有儿子的 CEO 会

---

<sup>103</sup> Friede, G., Busch, T., Bassen, A. (2015). "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5 (4): 210-233.

<sup>104</sup> Iliev, P., Roth, L. (2021). "Learning from directors' foreign board experiences". *Journal of Corporate Finance*, 51: 1-19.

<sup>105</sup> McGuinness, P. B.; Vieito, J. P.; Wang, M. (2017). "The role of board gender and foreign ownership in the CSR performance of Chinese listed firms", *Journal of Corporate Finance*, 42: 75-99

---

内化子女的偏好，其企业具有较高的 CSR 得分。<sup>106</sup>Hegde and Mishra (2019) 将注意力转移到 CEO 是否已婚方面，发现 CEO 已婚的企业 CSR 得分相对更高，这是因为已婚 CEO 与员工关系更加融洽，企业管理层更加多样化。<sup>107</sup>一些研究还考察了 CEO 年龄与自信程度对企业 CSR 表现的影响，发现年龄更小的 CEO 更倾向于领导企业注重其 ESG 表现，ESG 得分更高。CEO 的自信程度与企业 CSR 表现呈负相关关系，因为他们认为 CSR 表现有对冲的作用，过于自信的 CEO 不需要 CSR 表现来对冲企业负面消息 (McCarthy, 2017)。

一些研究发现，机构投资者持股水平与目标企业 CSR 表现之间的关系存在不确定性。Borghesi et al. (2014) 认为机构所有权与 ESG 得分呈负相关关系。<sup>108</sup>而 Dimson et al. (2015) 和 Dyck et al. (2019) 的结论则相反，机构投资者持股越多，CSR 得分越高。<sup>109</sup>Gollier and Pouget (2021) 通过理论模型与实证检验发现，机构投资者运用其股权投资与实际参与督促企业提高其环境和社会责任绩效。Kim et al. (2019) 认为机构投资者对企业 CSR 表现的影响受到机构投资者投资视野的影响，当机构投资者视野变为长期视野后，CSR 得分将显著增加。长期机构投资者持股比例越大，ESG 得分越高。

所有权结构对企业 CSR 表现的影响同样不容忽视。Hsu et al.

---

<sup>106</sup> Cronqvist, H.; Yu, F. (2017). "Shaped by their daughters: Executives, female socialization, and corporate social responsibility", *Journal of Financial Economics*, 126(3): 543-562

<sup>107</sup> Hegde, S. P.; Mishra, D. R. (2019). "Married CEOs and corporate social responsibility", *Journal of Corporate Finance*, 58: 226-246

<sup>108</sup> Borghesi, R., Houston, J.F., Naranjo, A. (2014). "Corporate Socially Responsible Investments: CEO Altruism, Reputation, and Shareholder Interests", *Journal of Corporate Finance*, 26: 164-181

<sup>109</sup> Dimson, E.; Karakas, O.; Li, X. (2015). "Active ownership", *The Review of Financial Studies*, 28(12): 3225-3268; Dyck, A.; Lins, K. V.; Roth, L., et al. (2019). "Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence", *Journal of Financial Economics*, 131(3): 693-714

---

(2018) 基于 45 个国家的企业样本，发现国有企业更加关注环境、社会责任方面的问题，具有更好的 CSR 表现。<sup>110</sup>同样基于跨国样本，Boubakri et al. (2019) 搜集了不同国家进行了私有化的上市公司样本，研究发现企业在私有化之前 CSR 得分更高，具有更强的竞争力。<sup>111</sup>McGuinness et al. (2017) 认为国家对企业的所有权与企业 CSR 表现呈非线性关系，在国家所有制水平较低时，国家所有权与 CSR 表现负相关；在国家所有制水平较高时，国家所有权与 CSR 表现呈正相关关系。<sup>112</sup>Abeysekera and Fernando (2020) 发现家族企业比非家族企业的 CSR 得分更高，特别是在环境投资中的表现，这种行为迎合了投资者对环境友好的需求。<sup>113</sup>

从中观层面看，Di Giuli and Kostovetsky (2014) 研究发现公司总部所在州的政治倾向会影响企业的 ESG 得分。<sup>114</sup>Jha and Cox(2015) 的研究表明，公司总部所在区域的社会资本也是企业 ESG 得分的影响因素之一。<sup>115</sup>Borghesi et al. (2014) 探究了不同行业的企业 ESG 评级，发现消费品、计算机硬件行业具有较高的 ESG 评级，而飞机、石油、天然气等行业 ESG 得分明显低于平均水平。<sup>116</sup>

---

<sup>110</sup> Hsu, J.; Liu, X.; Shen, K., et al. (2018). "Outperformance through Investing in ESG in Need". *The Journal of Index Investing*, 9(2): 18-26.

<sup>111</sup> 同上。

<sup>112</sup> 同上。

<sup>113</sup> Abeysekera, A. P.; Fernando, C. S. (2020). "Corporate social responsibility versus corporate shareholder responsibility: A family firm perspective", *Journal of Corporate Finance*, 61: 101370.

<sup>114</sup> Di Giuli, A.; Kostovetsky, L. (2014). "Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility", *Journal of Financial Economics*, 111(1): 158-180

<sup>115</sup> Jha, A.; Cox, J. (2015). "Corporate social responsibility and social capital", *Journal of Banking & Finance*, 60: 252-270

<sup>116</sup> Borghesi, R.; Houston, J. F.; Naranjo, A. (2014). "Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests", *Journal of Corporate Finance*, 26: 164-181

---

从宏观角度看，企业所在国以及上市市场的选择可能会影响其 ESG 表现。Cai et al. (2016) 认为企业所在国家的发展阶段、文化和制度环境是影响其社会责任表现的关键，但对于那些跨国公司的 CSR 表现影响略小。<sup>117</sup>Liang and Renneboog (2017) 则认为一个国家的法律起源比政治制度、社会偏好和企业自身的财务因素更能预测企业 ESG 行为。<sup>118</sup>Boubakri et al. (2016) 研究表明交叉上市行为与企业 ESG 表现呈显著正相关关系。<sup>119</sup>

这些关于企业 ESG 实践与企业价值、ESG 绩效影响因素的研究，大大推动了 ESG 信息披露以及评级评价的发展。譬如，更重视管理层责任以及 ESG 治理机制的影响，性别和年龄的多元化、行业特性、所有权结构等因素也逐渐成为信息披露和评级的重要参考指标，这些都进一步推动了企业的 ESG 实践，也为 ESG 投资的蓬勃兴起提供了重要的支持。

## 二、ESG 投资策略及其应用中的伦理问题

### 1. 主要的 ESG 投资策略

对于金融市场的投资者来说，不论是出于价值认同，还是出于对更稳健、更高投资回报的考量，应该运用什么策略进行 ESG 投资呢？全球可持续投资联盟（GSIA）、哈佛大学商学院等机构总结了以下七种较为主流投资策略：<sup>120</sup>（1）负面筛除法(negative screening)。即在

---

<sup>117</sup> Cai, Y.; Pan, C.H.; Statman, M. (2016). "Why Do Countries Matter So Much in Corporate Social Performance?" *Journal of Corporate Finance*, 41:591-609.

<sup>118</sup> Liang, H. and Ronneboog, L. (2017). "On the Foundations of Corporate Social Responsibility", *Journal of Finance*, 72(2): 853-910

<sup>119</sup> Boubakri, N.; El Ghoul, S; Wang, H. et al. (2016). "Cross-listing and Corporate Social Responsibility", *Journal of Corporate Finance*, 41: 123-138.

<sup>120</sup> Catherine Cote, 7 ESG Investment Strategies to Consider. 见哈佛商学院网站:

---

资产组合和基金中，将具有负面 ESG 影响的特定公司予以剔除。<sup>121</sup>基于国际公约或特定价值标准的负面剔除，可以视为该方法的一种。(2) 正面筛选法 (positive screening) (或称同类最佳法)。即选择某些行业内 ESG 表现最突出的企业进入资产组合。(3) 组合倾向法 (portfolio tilt)。该方法是指投资者在保持资产组合的行业权重分布与目标水平相匹配时，同时选择选择有更高 ESG 表现的组合。其好处是使组合保持全面的行业覆盖和符合目标的风险水平，同时使资产组合的产品有更好的 ESG 表现。(4) ESG 整合法 (ESG integration)。该方法是将 ESG 考虑贯穿于企业投资决策的全流程。其潜在假设是，拥有更好 ESG 实质性表现的公司有助于提升资产组合的回报。(5) 股东行动主义法 (shareholder activism)。是指投资人发挥自身的权力鼓励企业追求实质性的 ESG 机会，其中又分两类。一类是股东行动法 (shareholder action)，指既有的股东对企业施加影响，鼓励企业追求 ESG 机遇；另一类是激进投资法 (activist investing)，是指外部投资人通过购买企业股票并施加影响，推动企业追求 ESG 议题。(6) 可持续主题投资法 (sustainability-themed investing)，即直接投资于与可持续发展有关的问题或资产。(7) 影响力投资法 (impact investing)，即投资于能够创造积极的环境与社会影响的企业和产品。

这些投资策略的选择取决于诸多因素。在信息获取较不充分、信息披露和评级体系不完善的市场，负面筛选和正面筛选是较为经济可

---

<https://online.hbs.edu/blog/post/esg-investment-strategies#:~:text=7%20ESG%20Investment%20Strategies%20to%20Consider%201%201.,Activist%20Investing%20...%207%207.%20Sustainability-Themed%20Investing%20>

<sup>121</sup>这也是伦理学中促进正义的方法之一，当现实中人们无法就最优正义模式达成一致的时候，可以先着手消除公认的最不正义的现象，以提升整体的正义水平。

---

行的策略，可持续主题等模糊、灵活的方法也有较大的应用空间。在信息披露规范，评级服务供应充分市场，组合倾向和 ESG 整合等复杂的方法有条件得到更多的应用。ESG 整合以及股东行动主义方法不仅可以用于二级市场，在一级市场也可以发挥积极的作用。影响力投资法则需要影响力测量工具以及影响力定价市场的支撑。

## 2. ESG 投资发展趋势

近年来，将 ESG 因素引入投资产品设计以及投资决策已经成为金融市场的趋势。根据 GSIA 的统计，到 2020 年初，全球可持续投资总规模达到 35.3 万亿美元，2018-2020 年间增长了 15%。从 ESG 投资市场看，值得关注的变化是，美国取代了欧洲成为全球可持续投资规模最大的经济体。此外，从 ESG 投资策略看，ESG 整合取代了负面剔除成为最重要的策略（见图 8），这反映出 ESG 投资体系的不断完善，使得 ESG 更有可能全面融入投资决策的全过程。此外，可持续主题投资在 2016-2020 年间增幅最大，达到了 605%，这与该方法简单易行有密切的关系。<sup>122</sup>遗憾的是，影响力投资不论在投资规模还是在复合增长水平上都差强人意，部分原因可能是影响力量化等关键基础问题没有得到解决。<sup>123</sup>

---

<sup>122</sup> GSIA(2021). Global Sustainable Investment Review.

<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>

<sup>123</sup> 俞建拖（2022）：“碳中和背景下的影响力投资”，《可持续金融前沿》第 11 期。

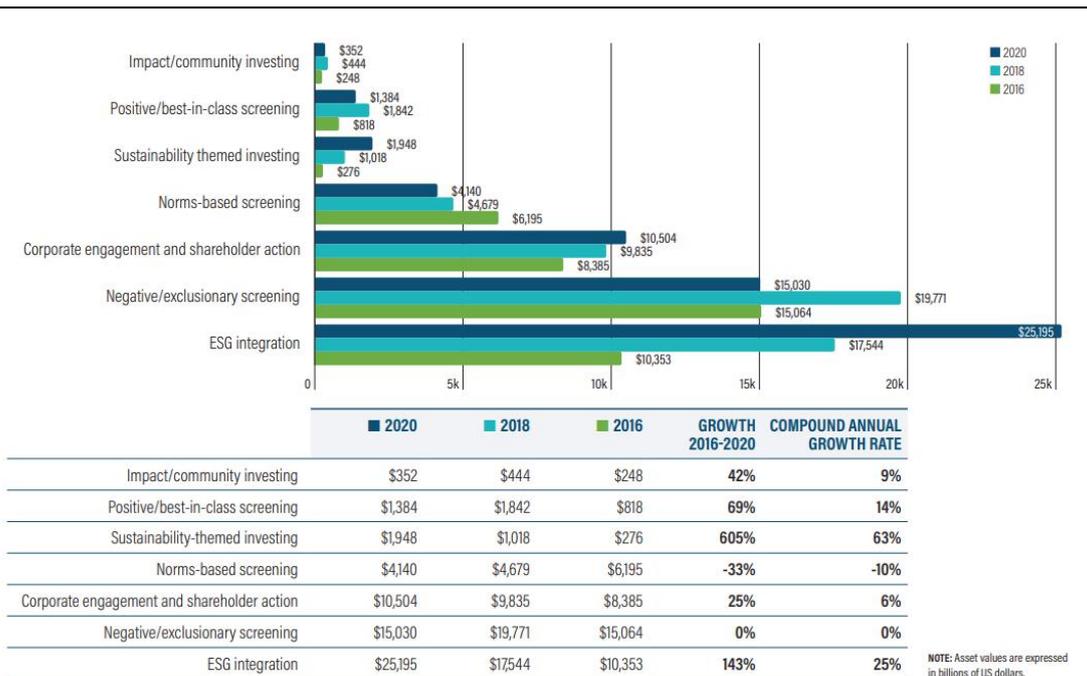


图 8：不同 ESG 策略的投资规模

随着 ESG 投资热潮的兴起，ESG 投资产品也越来越多样化。目前泛 ESG 投资产品包括 ESG 指数、衍生投资产品、基金理财类产品以及绿色信贷、绿色信托和绿色债券等（图 9）。



图 9：泛 ESG 投资产品

资料来源：许明珠、温刚（2022）<sup>124</sup>

ESG 投资在我国也愈来愈受到金融市场的重视。截止 2023 年 6 月，我国大陆已有超 140 家机构加入 UN PRI。此外，ESG 相关主题

<sup>124</sup> 许明珠 温刚. ESG 投资策略及市场的发展情况. 生物多样性保护与绿色发展, 第 1 卷第 6 期, 2022 年 5 月, ISSN2749-9065

---

的公募基金数量已超过 450 只。私募股权投资者对 ESG 关注的热度也在增加，2023 年 5 月“中国私募股权 ESG 倡议（CID）”正式发布，旨在将 ESG 理念融入私募股权投资全过程，赋能投资组合 ESG 和绿碳管理，逐步加强尽责管理能力，推动我国经济绿色和高质量发展。

我国 ESG 投资市场多元化发展格局已经初步成形。我国已成为全球第一大绿色信贷市场和全球第二大绿色债券市场。绿色信贷作为最主要的组成部分，其规模从 2018 年 8.23 万亿元增长到 2022 年 22.03 万亿元。我国境内绿色债券市场余额达到 1.98 万亿元。据 Wind 统计数据显示，截至 2023 年 10 月 31 日，存续的 ESG 债券超 6400 只，发行总额超过 16 万亿元。<sup>125</sup>自“双碳”目标提出以来，碳中和、低碳、ESG 等绿色主题基金规模持续扩大。2022 年 6 月，易方达、招商、广发、富国、汇添富、南方、工银瑞信、大成等 8 家基金公司旗下首批碳中和 ETF 基金正式获批，首次募集总规模为 164.18 亿元。根据财联社政经研究院披露的 ESG 基金信息，截至 2023 年 10 月 22 日，ESG 主题公募基金 33 只，泛 ESG 公募基金 263 只，总规模达到 4458.91 亿元。<sup>126</sup>

总体上看，我国 ESG 投资方兴未艾，并且逐步走向主流化，与国际 ESG 投资发展趋势同向而行。不过，由于 ESG 投资基础设施不足以及配套政策措施仍有待完善，加上资本市场本身发展存在较大的波动性，我国 ESG 投资在产品结构、投资策略、业绩表现上仍有待进一步优化提升。

---

<sup>125</sup> 纳入统计的 ESG 债券包括绿色债券、社会债券、可持续发展挂钩债券。

<sup>126</sup> <https://finance.eastmoney.com/a/202310252881161268.html>。

---

### 3. ESG 投资行为中的伦理问题

在 ESG 投资实践中，可能会出现几类具有伦理风险的行为：

**一是虚假宣传与炒作问题。**典型的行为包括趁 ESG 概念受关注，以超额回报为诱惑扩大对潜在投资人的投资产品销售。这一问题很容易发生在理财领域，同样的行为不限于 ESG 概念投资产品，但是对投资人和社会造成的危害是相似的，都有违公正原则和责任原则。虽然 ESG 本身鼓励金融机构开发负责任的金融产品，但是 ESG 投资产品内容繁多、标准不一，金融机构和服务机构过度炒作，至少违背了责任原则。

**二是“漂绿”行为。**漂绿行为不止发生于企业的 ESG 信息披露报告中。正如前面有研究所指出的，企业发行绿色债券等行为，对于企业价值经常有正面的影响。因此，发行或购买 ESG 投资产品，也可以被用于掩盖企业真实的负面信息，并在长期积累更大的风险，损害投资人以及其他利益相关方的利益，此类行为也违反了公正原则和善良原则，并损害企业长期的可持续发展。

**三是产品信息披露不充分。**这里单独将产品信息披露不足列为一类，将之与蓄意的隐瞒或夸大 ESG 投资产品信息以获取不当利益分开。导致此类行为的原因既有外部原因，如市场上缺乏相关的披露规范和标准；也有内部原因，即产品在设计和承销过程中，对 ESG 内涵以及方法论的掌握存在偏差，导致产品存在缺陷。从性质上看，这与制造企业产品质量不过关是类似的，都违反了责任原则。

**四是产品缺乏与影响力的挂钩。**影响力投资在金融市场上方兴未艾，仍缺乏重要的基础设施和技术支撑，制约其发展。但是从长远看，影响力投资是一个更加值得重视的趋势。目前，主流金融市场在影响

---

力相关投资产品开发上投入不够，这是对责任原则和发展原则的弱化。

#### 4. 应对 ESG 投资伦理风险

要减少前述 ESG 投资中可能会出现伦理风险，需要建立一套针对投资产品的管理规范。其中，具有基础性的就是减少 ESG 投资中的信息不对称，从而提高投融资的可持续发展价值，强化资金需求方和发行机构的责任，促进投资人和社会工作对于产品及其效果的监督问责。完善 ESG 投资产品信息披露并推动产品的 ESG 评级是重要的手段。目前，ESG 信息披露与评级更多在企业层面，也出现了不少针对行业和地区的 ESG 表现评价，ESG 产品的信息披露规范在一些市场上已经逐步完善，但是对产品 ESG 评级目前还存在很大的不足。以下以 ESG 基金、ESG 指数和绿色债券为例，说明代表性市场对相关 ESG 投资产品的披露要求，这些披露框架对于 ESG 评级以及更广泛的伦理风险控制具有重要的借鉴意义。

##### (1) 香港市场的 ESG 基金披露

为履行金融监管职责，香港证监会在其网站上披露 ESG 基金列表，该列表中显示将 ESG 因素纳入为主要投资重点，并在投资目标或策略中反映 ESG 因素的证监会认可基金的资料。<sup>127</sup>在列表中，显示以下内容：投资产品（中央编号）、子基金（中央编号）、发行人、ESG 投资主题、ESG 投资策略、文件类别。

文件类别中，一般包括销售文件以及产品资料概要，后者是销售文件的一部分。在产品资料概要中，包含如下内容：

**资料便览：**包含管理公司、投资管理人、投资管理人的受委托人、

---

<sup>127</sup> 见香港证监会网站。

<https://sc.sfc.hk/TuniS/www.sfc.hk/TC/Regulatory-functions/Products/List-of-ESG-funds>。不过，香港证监会也申明，销售文件均由发行商提供并只供参考。证监会并无核实个别销售文件内容。

---

存管人、交易频率、基准货币、派息政策、财政年度终结日、财政年度累计费用、最低投资额等信息。

**产品陈述：**需要用简要的文字阐述本基金是什么产品。

**目标及投资策略：**目标陈述较为简单，不同基金的目标陈述风格和信息含量差别较大。譬如，联博“中国净零排放股票基金”的目标是通过资本增长随时间增加投资人的投资价值，而中国平安资产管理基金的“中国绿色债券基金（子基金）”则将目标陈述为“获得投资收入的绝对回报及长期资本升值，主要投资于中国及其他新兴市场发行人所发行与国际标准（即遵从国际信贷市场协会绿色债券原则的债券）一致的绿色债券，旨在促进绿色融资推进新兴市场环境友好投资与社会认知”。

基金需要申明所采用的投资策略。每只基金都有一个主导性的策略，但是在实际应用中，通常也包含更多策略以及产品构成结构的介绍。譬如，“中国净零排放股票基金”的主导策略是“主题式投资”，其中包含了资产配置于净零排放股票的比例（至少 80%）、可能的投资市场、被投股票对应公司的数量（30-50 家公司）、ESG 信息来源以及评级依据、投资货币种类等。而路博迈投资基金的“NB 欧洲可持续发展股票基金”采用同业最佳/正面筛选策略，同时也参考全球标准政策、争议性武器政策、可持续排除政策以及排除违反联合国公约、OECD 跨国公司准则、联合国工商业与人权指导原则的公司，此外还会排除该公司 ESG 自评系统中排名在最后 10% 的公司，以及其他重要的 ESG 排名体系中表现不佳的公司。

**风险提示。**风险提示既是对投资人负责，也在一定程度上是投资人与被投资人的责任划分。在香港市场证监会认可的 ESG 投资基金

---

中，除了市场风险、集中风险、利率风险、评级下调风险、主权债务风险、汇率风险、税务风险等之外，都突出地提示 ESG 或可持续投资风险，而不是将 ESG 投资作为某种投资回报稳定性或暗示超额回报。譬如，“中国净零排放股票基金”就明确提示，“应用基于 ESG 准则可能会限制本基金以理想的价格于理想的时间内购买或出售其投资的能力，因而可能导致本基金蒙受损失”。

除了上述内容之外，相关基金还要披露是否使用投资衍生工具及比例、是否提供保证、基金表现、涉及费用与收费等信息。

就基金产品而言，香港市场对于可持续债券或者 ESG 债券的信息披露提供了一个相对标准化、一致的框架。从伦理的角度看，建立这样一种标准化、一致的框架对于抑制市场上的漂绿行为，减少来自证券发行机构的道德风险，对于维护市场公平以及有序发展是有利的。

但是从另一方面看，仅仅提供这样的框架对于消除重大伦理风险只提供了有限的帮助，原因在于市场监管机构缺乏必要的手段对披露信息真实性进行更精准、有效、快捷的验证。此外，即便所披露的信息是真实的，在为投资者的投资决策提供参考上作用也较为有限，因此从长期看，需要进一步引入针对金融产品的 ESG 评级。但是，对于微观层面的产品而言，其投资回报率、风险、非财务价值之间的平衡受诸多重要因素影响。在微观层面，不同伦理原则，如公正原则、自由原则与发展原则之间可能会发生冲突，但是没有任何主体可以给出能够让所有人都信服的具有一致性的答案，从而陷入肯尼斯·阿罗的“不可能定理”困境，最终取决于个体投资者的偏好。

## **(2) 富时罗素气候基准指数**

2021 年 7 月，全球指数、数据和分析提供商富时罗素推出了 FTSE

欧盟气候基准指数系列（FTSE EU Climate Benchmarks Index Series），该指数与《巴黎协定》气候目标相一致，同时涵盖了主要的发达和新兴股票市场。该指数的构建符合欧盟可持续金融技术专家组的严格筛选标准。此后，富时罗素又推出了符合欧盟气候转型基准（CTB）标准的股票指数。其中，PAB 指数的目标是至少减少 50%，而 CTB 指数的目标是相对于参考基准至少减少 30%的碳排放，这些指数结合了富时罗素和转型途径倡议（TPI）的数据和分析。

富时罗素的气候基准指数通过三种途径实现对欧盟气候基准法规的超越：一是增加对符合《巴黎协定》目标的绿色收入、高度气候治理和减排公司的敞口；二是排除适用于两个指数子系列中超过 50% 收入来自油砂、动力煤开采和动力煤发电业务的公司；三是对银行业企业的权重进行限制。<sup>128</sup>富时罗素公司的 Wang et al.（2020）对两个指数的减排目标要求（见表 8）以及指数构建方法做了较为详细的介绍。<sup>129</sup>

**表 8：PAB 与 CTB 指数目标介绍**

说明	PAB 指数目标	CTB 指数目标
最低碳排放强度减少	比基准水平减少 50%，每年碳排放强度减少 7%	比基准水平减少 30%，每年碳排放强度减少 7%
最低碳储量减少	比基准水平减少 50%，每年碳排放强度减少 7%	比基准水平减少 30%，每年碳排放强度减少 7%
关键剔除	争议性武器 违反联合国全球契约规则	不适用

<sup>128</sup> 见富时罗素网站：<https://www.ftserussell.com/products/indices/tpi-climate-transition>

<sup>129</sup> Wang, Y.; Gunthorp, P.; Harris, D. (2020). “FTSE Russell Study on EU Paris Aligned Benchmark”, FTSE Index Insight.

[https://content.ftserussell.com/sites/default/files/ftse\\_russell\\_study\\_on\\_eu\\_paris-aligned\\_benchmarks\\_final\\_0.pdf#:~:text=This%20paper%20presents%20the%20results%20of%20a%20FTSE,Exposure%20framework%20over%20the%2010-year%20period%20between%202009-2019.](https://content.ftserussell.com/sites/default/files/ftse_russell_study_on_eu_paris-aligned_benchmarks_final_0.pdf#:~:text=This%20paper%20presents%20the%20results%20of%20a%20FTSE,Exposure%20framework%20over%20the%2010-year%20period%20between%202009-2019.)

基于经济活动的剔除	烟草；煤炭（收入 $\geq 1\%$ ）；石油（收入 $\geq 10\%$ ）；天然气（收入 $\geq 50\%$ ）；电力的行业生命周期碳密度高于 100 克/千瓦时（收入 $\geq 50\%$ ）；电力（ $\geq 50\%$ ）	不适用
高度暴露部门	与基准相比，零总体活跃权重	与基准相比，零总体活跃权重
最低绿色收入	与基准相比，增长 100%	与基准相比，增长 100%
企业目标设定	TPI 管理质量评分改善；TPI 效益评分改善	TPI 管理质量评分改善；TPI 效益评分改善

资料来源：Wang et al. (2020)

从伦理角度看，富时罗素的气候基准指数有一些突出的特点。譬如，突出地强调了代际的公平，注重与现有法律法规的协同一致，强化结果和影响，体现了公正原则和责任原则。但是该指数的编制也存在自身的伦理风险：指数在成分股选取中带有强烈的对于传统化石能源的厌恶和偏见，这种厌恶和偏见可能会严重损害公正原则和发展原则。譬如，虽然化石能源的使用会带来温室气体排放，但是至少理论上存在通过 CCUS 等技术来切断化石能源使用和大气温室气体浓度之间的关联，这样的可能性是存在的，而且对于广大发展中国家来说，低成本地获得能源、提高生活水平是生命原则、发展原则的应有之义。但是在发展中国家因为技术和成本原因不得不大量使用的传统化石能源，而富时罗素气候变化基准资金这样的投资将可能不利于发展中国家居民维护这些方面的基本权利，这些都有违公正原则和发展原则。此外，从指数成分股选择看，也存在很大的空间供指数编制机构解释将某些企业股票纳入指数的理由，但是这些成分股并不一定十分严格地与 ESG 相关，有很大的任意解释空间，这也将为 ESG 指数编制以及应用埋下隐患，不利于体现责任原则。

---

### (3) 欧盟绿色债券标准 (EUGBS)

绿色债券是为绿色发展进行融资和再融资的重要工具，所募集资金用于支持符合规定条件的绿色产业、绿色项目或绿色经济活动，依照法定程序发行并按约定还本付息。根据气候债券倡议组织 (CBI) 的统计，2014-2021 年，全球绿色债券的发行规模从 370 亿美元增加到 5174 亿美元，<sup>130</sup> 占据全球可持续发展债务的半壁江山。但是，由于相关标准的缺乏以及不一致，无形中也提供了漂绿的空间。为遏制债券市场上的漂绿行为，2019 年欧盟授权可持续金融技术专家组 (TEG) 发布绿色债券标准中期报告，并广泛向市场征求了对标准的意见，提出了推动绿色债券标准化的建议，专家组提议欧盟发布自愿性的绿色债券标准。

TEG 于 2019 年 6 月发布的《欧盟绿色债券标准》报告中，<sup>131</sup> 在附录 1 中提供绿色债券标准草案。该标准是自愿性的，适用对象包括位于欧盟以及欧盟之外的发行者，该标准以绿色债券原则 (Green Bond Principals) 为基础，其目标是为绿色债券的核心要素构成提供一个框架，以引导资金流向可持续发展领域。欧盟绿色债券标准应该包含以下核心要素：一是绿色项目，这些项目要满足至少一项欧盟分类法规所定义的环境贡献目标，并得到可信的验证。绿色项目包括实物资产和金融资产；用于维持/增加绿色资产寿命或资产价值的资本支出以及特定运营开支；以及相关的公共投资和补贴。二是绿色债券框架 (Green Bond Framework)，包含环境目标说明、使绿色项目与

---

<sup>130</sup> 2021 年全球绿色和可持续债券市场回顾及 CBI 近期报告发布 (chinagoabroad.com)

<sup>131</sup> TEG report on EU green bond standard.

[https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf)

---

欧盟分类相一致的机制安排、对绿色项目通过欧盟绿色债券融资或再融资的说明、发行人绿色项目借贷或投资运营与绿色债券的关联机制、计算关键影响力的方法论和假设、报告制度说明。三是资金使用配置以及影响力报告，分别包括三项和五项内容。四是验证机制，既包括债券发行前和发行时的验证，也包括资金使用分配后的验证，确保符合绿色债券标准的相关要求。

2023年2月28日，欧洲议会宣布欧盟谈判代表就绿色债券发行标准达成协议。目前，协议的具体内容尚未公布，但是技术专家组的建议标准将是新的绿色债券标准的重要基础。考虑到当前全球40%的绿色债券是以欧元计价，该标准的推出对于全球绿色债券市场将产生深远的影响。

总体上看，欧盟的绿色债券标准提供了一个可供行业参考的框架，对于绿色债券（可持续债券）市场高质量发展是有利的。就伦理角度而言，这一标准突出了影响力导向，强化了发行人的披露责任，提供了具有一致性的框架，对于动辄发行规模超过上亿美元的债券来说，相关的影响力目标的确定以及验证机制，成本是可控的，透明公开要求以及验证机制安排也有利于防止绿色债券市场出现劣币淘汰良币的现象，这些都有助于发展原则、责任原则和公正原则。从推广策略上看，相关标准是自愿性的，并有可能在一定时期的实践后转向强制性要求，这也体现了对自由原则的考量。在实践中，对于广大发展中国家以及转型重点行业，需要考虑的主要是转型成本负担公平性问题，而这是可以通过利益相关方协商以及技术手段予以解决的，就此而言，欧盟绿色债券标准本身不存在显见的伦理风险。

### 三、ESG投资中的 $\alpha$ 悖论及其伦理问题探析

---

企业的 ESG 表现与经营风险、市场价值密切相关，这在一定程度上推动了对 ESG 投资超额收益 ( $\alpha$ ) 的关注，但是实证研究的结果并不一致。

一些研究分析了既有 ESG 综合评级或者专项 ESG 因素对超额回报的影响，并总体上支持超额回报假说。Statman and Glushkov (2009) 利用 KLD 美国样本的评级数据，分析高 ESG 评级企业组合与低评级企业组合的资产回报率，发现高 ESG 评级企业构成的资产组合有更高的回报水平。Edmans (2011) 利用美国企业数据，比较了员工满意度高和满意度低的企业构成的资产组合回报率，发现员工满意度高的企业构成的投资组合收益率更高，并有更高的正面意外收益和事件宣布回报。<sup>132</sup> Peillex et al. (2020) 对日本市场的分析发现，更多投资于女性赋权的企业回报率与传统企业相比无差异，这意味着投资女性赋权没有给企业带来额外的成本，其结论倾向于鼓励更多的投资者支持企业对女性赋权。

也有一些研究认为，实证上很难有足够信服的证据支持存在  $\alpha$ 。Humphrey et al. (2012) 对英国股票市场的分析表明，高 ESG 评级与低 ESG 评级企业在财务表现上不存在显著区别。Revelli and Viviani (2015) 对 85 项研究和 190 项相关实验的元分析表明，在资产管理中将企业社会责任和商业伦理因素纳入考量，所管理的资产市场表现与传统投资方式比基本相当。<sup>133</sup>

有关  $\alpha$  存在性的讨论，或多或少带来了伦理上的困境。如果企业

---

<sup>132</sup> Edmans, A. (2011). "Does the Stock Market Fully Value Intangible? Employment Satisfaction and Equity Prices", *Journal of Financial Economics*, 101(3): 621-640

<sup>133</sup> Revelli, C. and Viviani, C. (2015). "Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned? A meta-analysis", *Business Ethics: A European Review*, 24(2): 158-185.

---

因为存在 $\alpha$ 而改进 ESG 绩效,并且 $\alpha$ 存在的原因仅仅是更好的风险管理的话,那么根据 ESG 因素进行资产配置和传统的考虑收益-风险两维的投资并没有本质上的区别,这意味着理想中的三维投资重新被降维至两维投资。这意味着,ESG 因素或者背后的商业伦理价值因素被实质性挤出。但是,如果 ESG 投资的 $\alpha$ 不仅仅来自于降低投资风险和运营成本,而是反映了市场(投资人)对被投企业或 ESG 产品非财务价值的肯定和认同,在现实中的证据又存在很大的不确定性。这一现象可以称为 ESG 的 $\alpha$ 悖论。

对于 $\alpha$ 悖论,可能存在两种类型的解释:一种是投资决策存在内生性;另一种是技术性因素制约了伦理价值在投资中的表达。

### 1. 内生性解释

内生性解释涉及不同主体的伦理倾向。首先,信息披露框架制定以及评级机构的框架设计中,对 ESG 投资的非财务价值重视不足,没有赋予应有的权重,面对真实市场需求陷入以结果来解释原因,为了证明 ESG 效果而陷入一种自我循环认证的困境,除了烟草、酒精、军火、色情服务、赌博等特定行业之外,不愿意真正坚守 ESG 的非财务价值。其次,现实中更有可能发生的是,投资者对于 ESG 的伦理价值实际上处于某种“叶公好龙”状态,对于短期利益以及资产安全的考虑压倒了对伦理的考量,这种偏好塑造了 ESG 评级机构的行为,使得投资人与 ESG 评级机构之间形成了某种实际上的共生关系,甚至 ESG 评级机构有可能根据投资者的需求对评级产品做出不完全符合非财务价值的调整。

### 2. 技术性解释

技术性解释不从动机上考虑 ESG 评级机构和投资人的实际伦理

---

偏好及行为，更注重导致上述背离的技术性原因，包括 ESG 投资实践中可能会干扰企业 ESG 伦理价值实现的因素。

首先是 ESG 评级技术因素。虽然对商业伦理、企业社会责任对投资决策及回报的研究已经有较长的历史，但是系统完整的 ESG 评级是过去十年才出现并逐步完善。在研究文献中，在定义 ESG 表现时，实际上采用较为宽泛的概念，把所有与 ESG 相关的因素都考虑在内，譬如员工满意度、女性赋权、环保等，这导致了相关研究结果缺乏可比性，在结果的解释上存在不确定性。如果 ESG 评级不能反映企业 ESG 真实表现，或者不同 ESG 评级之间在偏好和方法上存在显著的差别，那么对 ESG 表现、企业价值以及超额回报的分析将失去根基。Berg 等（2022）比较了 KLD、Sustainalytics、穆迪 ESG、标普环球（RobecoSAM）、Refinitive (Asset4) 以及 MSCI 等主流评级结果之间的巨大差异，发现结果差异的 56% 是度量方法贡献的、38% 是覆盖范围贡献的，另有 6% 是权重贡献的。进一步的分析也表明，实际上评级者对公司的总体看法影响了度量方法，这意味着先入为主的想法可能会导致对企业 ESG 表现的不公评价。该研究认为，需要对 ESG 评级背后的数据产生过程予以更多关注。<sup>134</sup>

---

<sup>134</sup> Berg, F.; Kolbel, J.F.; and Rigobon, R. (2022). "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings", *Review of Finance*, 1315-1344.

---

## 第七章 ESG 监管政策及其伦理考量

随着 ESG 实践的推进，ESG 因素全面融入监管也势在必行。各国政府和公共机构有多重理由强化 ESG 监管，包括促进可持续发展、维护本国在特定领域的竞争优势、促进金融市场稳定、为利益相关方提供公平的保护、推动国际对话与合作等。但是具体而言，不同国家在考虑 ESG 与监管的整合时，在关注重点和推进节奏上并不一样。本章主要对欧盟、美国、日本、我国香港地区 ESG 相关监管的动态进行介绍，分析其背后可能的伦理考量，并探讨对我国 ESG 监管政策体系的启示。

### 一、欧盟的 ESG 监管政策与伦理考量

欧盟是全球 ESG 相关监管政策起步最早、体系最全的经济体之一。在过去 20 年里，欧盟理事会陆续出台和修订了《透明度指令》、《公司法指令》、《股东权利指令》、《资本要求指令》、《金融服务业可持续性相关披露条例》、《信用评级披露准则》、《企业可持续性尽职调查指令》、《非财务报告指令》、《欧盟可持续金融分类法》等数量繁多的 ESG 相关政策法规，覆盖了广泛的 ESG 议题，并且在新近的政策法规中，越来越强调 ESG 因素的统筹考虑。这些种类繁多的指令、法规以及新规划构成了庞大的监管政策框架。图 10 展示 20 世纪 80 年代中期以来，全球不同区域与 ESG 相关的政策法规的出台数量情况，可以看到，欧洲区域在这方面遥遥领先于世界其他地区。

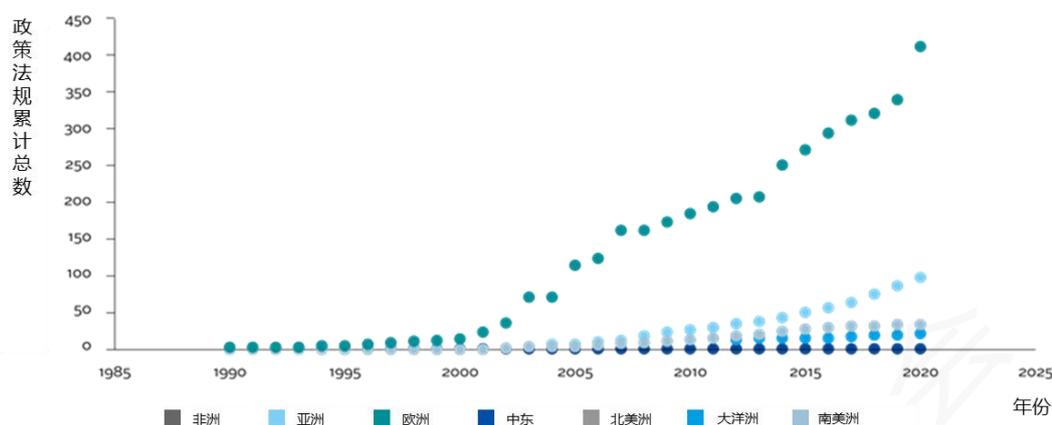


图 10：世界不同区域 ESG 相关政策法规出台情况

资料来源：PRI regulation database，俞建拖、李文等（2021）整理。

表 9 总结了部分欧盟重大 ESG 监管政策法规的要求。从中可以发现欧盟在 ESG 监管方面展现出的若干重要趋势：一是内容覆盖日趋完整，特别是 2017 年《股东权利指令》修订完成后，ESG 更强调整体性；二是气候变化、人权议题的重要性愈加凸显，强化供应链的责任延伸。《欧洲绿色新政》、碳边境调节机制等政策的出台，进一步强化了企业的相关要求；三是扩大了企业覆盖范围，2022 年通过的系列指令中，覆盖了欧盟大型公司、中型公司以及外国在欧盟的大型和中型公司；四是加强了执法以及对违法的惩处。譬如，《企业可持续尽职调查指令》设立了违反法案需要承担的公法责任制度，成员国将设立监督机构，对违反义务的公司进行救济和/或罚款，惩罚措施要有效、适当且具有劝阻性；五是强化了披露标准以及覆盖范围的统一性。

表 9：欧盟若干重大 ESG 政策法规及其要点

时间	政策	政策要点
2007 年	《股东权利指令》	强调良好公司治理和有效投票的重要性
2014 年	《非财务报告指令》	首次将 ESG 三要素列入法规条例，规定在披露范围内的公司必须从 2018 年起进行非财

		务报告披露。设置了不同等级披露要求，对环境议题明确了需要强制披露的内容，对社会和公司治理议题提供了参考性披露范围。指令要求不遵守就解释。
2016年	《职业退休服务机构的 活动及监管》	提出在对 IORP 活动的风险进行评估时应考虑到气候变化、资源和环境相关的风险。
2017年	《股东权利指令》修 订	明确将 ESG 议题纳入到具体条例中，实现了环境、社会、公司治理三要素全覆盖。规定资产管理公司需要参与被投资企业关键政策的制定并披露具体参与政策。
2019年	《可持续金融信息披 露条例》	聚焦金融服务，要求进行产品披露，解决可持续信息披露的不一致性。
2019年	《欧洲绿色新政》	到 2050 年使欧洲率先实现碳中和，塑造欧洲的可持续竞争力。协议首批行动包括制定《欧洲气候法》、《欧洲气候公约》和《2030 气候目标规划》。
2022年	《企业可持续性尽职 调查指令》	规定了特定行业的尽职调查义务，扩大了企业覆盖范围，并将对人权和环境的考量纳入公司的经营和治理。
2022年	《企业可持续发展报 告指令》	取代《非财务报告指令》，强制性规定了统一的报告披露标准。需要披露可持续发展相关问题对公司产生的影响，同时还需要对公司可持续发展相关的战略和商业模式、具有明确时间节点可持续发展目标、可持续发展相关风险进行披露。扩大了企业覆盖范围

资料来源：俞建拖、李文主编（2021）；<sup>135</sup>

欧盟在 ESG 监管政策上的新发展，从底层看，有几个方面的伦理考量：一是强调完整且标准一致的企业责任，强化了对违反法规的惩处，体现出责任原则以及公正原则的要求；二是在公平原则与发展原则之间的权衡。从全世界范围看，欧盟在环境相关领域的监管政策都略显激进，对于广大发展中国家而言，这些监管政策在某种程度上

<sup>135</sup> 俞建拖、李文主编（2021）：《国际 ESG 投资政策法规与实践》之“欧盟篇”，北京：社科文献出版社

---

具有不公平性。<sup>136</sup>但是对欧盟自身来说，出台这些政策又是维系自身经济竞争力以及在国际秩序话语权的需要，因此也体现了一定的发展取向；三是对人权议题的要求，在一定程度上体现出对生命原则的重要关切，但是由于人权议题在不同文化下的理解差异，也有可能被用做地缘政治竞争工具从而有损公正原则。

## 二、美国的 ESG 监管政策及其伦理取向

美国是全球最大单一经济体，也是全球金融资源配置的中心，拥有全球最大的金融市场，美元也是全球最主要的储备货币，这些独特的要素支撑了美国作为当前最大的可持续投资市场的地位。但是另一方面，活跃而发达的金融市场往往也与金融风险相伴随，进入 21 世纪后，美国先后爆发了互联网泡沫引发的金融危机以及次贷引发的全球性金融经济危机，这些重大金融市场事件也塑造了美国 ESG 监管政策体系的特征。

从历史上看，美国曾多次爆发重大金融和经济危机，以及因为种族歧视、劳工抗争、能源危机、环境污染和生态退化、公司治理等问题引发金融市场动荡，这些推动了美国社会对企业社会责任、公司治理的深刻反思，这也促使政府通过立法等手段逐步完善相关监管政策体系。自 20 世纪 60 年代开始，美国出台了一系列促进种族平等权的相关法案和规定。进入 70 年代，美国又领全球之先成立环境保护署和推动一系列环保立法。

进入 21 世纪以后，美国陆续出台了众多与 ESG 相关的立法和监管政策。譬如，2002 年安然、世界通信公司等大型上市公司财务造

---

<sup>136</sup> 考虑到发展水平不平等，以及欧洲工业国在历史上的温室气体排放，对发展中国家以及相关企业提出过高要求，如果没有予以公正的补偿，显然是不合理的。

---

假丑闻催生了《萨班斯-奥克斯利法案》，要求上市公司强化高级管理人员的责任意识，改进上市公司治理，增强审计独立性，完善上市公司治理。2008年金融危机后，美国通过了《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》，以改善金融体系问责水平，提升金融透明度，并加大了对供应链社会责任的管理。此外，2009年美国还出台了《公平薪酬法案》等旨在推动少数族裔和性别平等的薪酬法案。随着气候变化挑战日趋严峻，2010年美国证券交易委员会发布了《2010解释公告》，建议公司披露美国气候政策和国际气候协定对公司财务的潜在影响。2015年，美国劳工部发布公告，对ESG投资持鼓励立场。在2016年后，美国证监会加大了对ESG议题的关注，并建议企业披露ESG信息。

就ESG监管政策而言，具有突破性的是美国证券交易委员会发布的《上市公司气候数据披露标准草案》（以下简称“草案”）。草案要求，未来美股上市公司在提交招股书和发布年报等财务报告时，都需对外公布公司碳排放水平、潜在气候变化问题对公司商业模式和经济状况的影响，以及管理层的治理流程与碳减排目标等信息。与此同时，草案还吸收了TCFD的披露框架，要求对三个范围的气候信息进行披露。不仅如此，2022年5月，美国证券交易委员会对ESG概念基金的命名和投资标准信息披露提出新的监管改革方案，加强了对ESG投资基金的命名规范，要求相关基金披露投资决策过程中的更多细节。将ESG作为主要投资标准的基金，还需披露公司持仓股票的温室气体排放情况等。

与欧盟相比，美国的ESG监管政策体系有几个突出的特征：一是由于深厚的自由市场传统，政府在气候以及更全面的ESG监管方

面存在态度上的犹疑，甚至一度在证券交易委员会相关解释中阐述不支持 ESG，此外美国历史上也曾多次退出气候变化相关的重要协定。二是相对而言标准更低，要求更为宽松，强制性程度更低，这导致了美国企业与欧洲企业 ESG 相关披露上存在较大的差异。以 TCFD 披露为例，美欧企业符合度上呈现出显著的差异（见图 11）。三是行业协会、非政府组织、企业自律团体以及地方政府在 ESG 相关行为规范的实践和推动中起到更积极作用，譬如有重要影响的商业圆桌会议就公开呼吁企业放弃过去股东至上的做法，加州政府在推动气候相关立法上态度要更积极与坚决。四是近 20 年联邦层面综合性的具有顶层设计性质的立法较少，更多政策集中于金融部门的法规和行政性解释，并且更多聚焦于投资者利益保护。

美国与欧洲企业披露的TCFD符合度

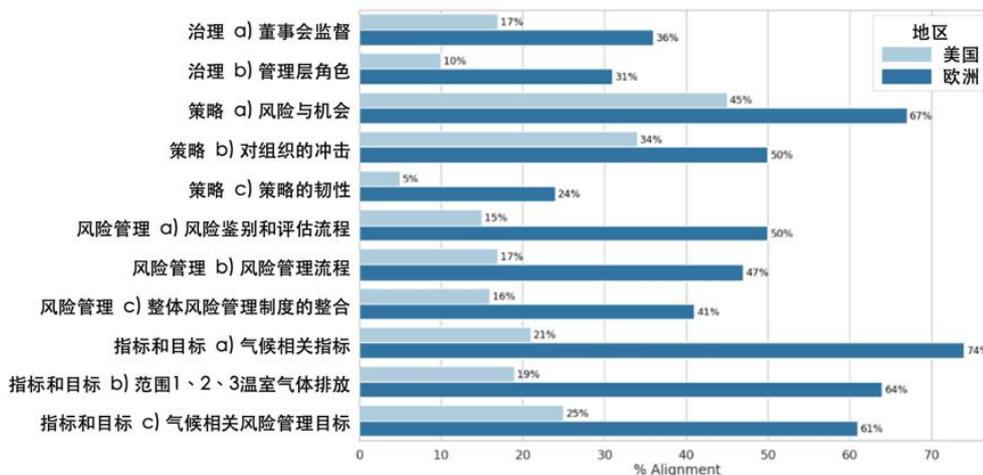


图 11：美国与欧洲企业披露的 TCFD 符合度

资料来源：穆迪数据（Moody’s Analytics）

<https://finance.sina.com.cn/esg/zcxs/2022-05-30/doc-imizmscu3729652.shtml>

尽管如此，我们仍然可以从美国证券交易委员会最新的政策动议中发现一些值得关注的趋势：一是 ESG 因素在监管政策框架中受关

---

注度在增加，正逐渐成为普遍性共识，但是推进共识以及行动仍可能受政治上的分裂影响。二是实践中更加倾向于与 TCFD、ISSB 等国际主流标准的衔接，而美国发达的金融市场基础设施以及在企业社会责任领域的实践基础有助于助推这一进程。三是 ESG 因素有向主流综合性法律框架融入的趋势。2022 年 8 月，美国参众两院通过了《降低通货膨胀法案》，其中就包含了大量涉及气候变化和清洁能源开发的内容。四是随着地缘政治博弈的加剧，人权因素在供应链 ESG 管理中的受关注度大幅提升。

总体上看，美国 ESG 监管政策及其最新的演变趋势，反映出几个方面的伦理取向：一是重视自由传统，尊重企业、地方政府的自主权，在出台全局性的监管政策上比较审慎，因此自由原则、发展原则被放在更优先的位置；二是对人权因素的关注表面上反映出对生命原则、自由原则的重视，但在实践中具有强意识形态特征并被滥用于地缘政治竞争，实际上是以公正原则为代价，并且在一定程度上损害发展原则；三是对金融产品发行人以及承销机构的监管在加强，并且对于违反相关法律规定的惩处变得具有实质性，体现了责任原则。2022 年，美国证券交易委员会曾对纽约梅隆银行投资部、高盛资产管理公司等进行了处罚，理由是这些企业对 ESG 相关产品作了误导性陈述，这被视为打击“漂绿”行为的一个重要信号。<sup>137</sup>2023 年，美国证券交易所因动视暴雪公司未能维持工作场所不当行为投诉有关的披露程序，以及违反举报人保护规则，对之给予 3500 万美元的罚款处理，这也显示出 ESG 监管正变得具有刚性。<sup>138</sup>

---

<sup>137</sup> 前有马斯克“炮轰”，后有美国 SEC“铁拳”！ESG 投资前景如何？ | 每经网 (nbd.com.cn)

<sup>138</sup> 暴雪被美国证券交易委员会罚款 3500 万美元 (chinadaily.com.cn)

---

### 三、日本 ESG 政策法规

日本是最早进入工业化的亚洲国家，也是较早认识到环境公害并出台针对性举措的国家之一。自 20 世纪 50 年代至 70 年代初，水俣病的爆发使得日本政府开始重视环境问题。1970 年 12 月，日本政府制定了水污染防治法，限制了工业排放废水的有毒物质最高含量。日本的能源和重要的自然资源高度依赖于进口，自然灾害频繁，因此更加关注节能、减排以及安全韧性是《京都议定书》的重要推动者之一，但是发展安全焦虑也促使日本政府对气候变化等问题采取实用主义和机会主义的态度。

与其他西方主要经济体相比，日本在政策层面上对 ESG 的响应相对较晚。截止目前，日本没有出台直接有关 ESG 的法律，但是有一些法律涉及 ESG 的关键要素，如《全球变暖对策推进法》要求相关商业主体披露温室气体排放的信息<sup>139</sup>；金融厅发布的《尽职管理守则》及其修改版本中要求投资机构制定投资策略以及公司决策中考虑 ESG 因素并披露相关信息；日本金融厅与东京证券交易所联合颁布的《公司治理守则》强调了公司治理的重要性，鼓励上市公司关注 ESG 风险并将其纳入商业决策。此外，日本的《公司法》以及《金融商品交易法》（或《金融商品取引法》，2019 修正版）中也强化了对商业实体公司治理信息披露要求。

总体上看，日本的 ESG 政策框架及其演变呈现出以下特点：一是缺乏综合性的高位立法；二是存在诸多围绕公司治理、金融交易、气候变化、性别平等相关的专项性立法，而且相关立法有较高频次的修改。如《全球变暖对策推进法》、《公司法》、《尽职管理守则》等法

---

<sup>139</sup> 1998 年生效，经过多次修改，2021 年法案修改纳入了到 2050 年实现碳中和目标的内容。

律和软性法规都经历了较高频次的修改；三是 ESG 的意识和要求在不断强化，譬如《尽职管理守则》的历次修改中，涉及可持续发展以及 ESG 相关的信息披露从鼓励性逐渐过渡到具有较强制的要求；四是行业性规范和代表性实体（如养老投资基金、大企业）的 ESG 实践起到了重要的示范引领作用，在某种程度上具有英美法系中惯例法的作用。譬如，2015 年日本政府养老投资基金签署责任投资原则，日立公司、日本生命保险公司、三菱日联金融集团等大型企业组成的 ESG 披露研究组，对日本相关行业和企业 ESG 实践中都起到了重要的引导作用。

日本的 ESG 监管政策框架在西方发达国家中是约束性最弱、发展最不平衡的。从伦理的角度看，其 ESG 披露与合规要求更多是自愿性，更有利于企业主体的自由自主决策，更强调经济价值的创造，总体上具有自由原则和发展原则优先的特点。但是，其不足之处也很明显。

尽管日本政府在环境与资源问题上有较为严格和高标准的规范，在社会领域对员工和客户之外的相关方利益缺乏系统的考量，这可能会损害公正原则，并对企业的可持续发展可能造成损害。尽管日本企业的精益制造曾领全球风气之先，但是近年来一些知名日本大企业频频被揭露存在长期的检测造假问题，在一定程度上反映出监管框架过松可能对消费者、客户以及社会造成的负面影响，对这些企业自身的可持续发展也构成了严峻的挑战。

#### **专栏：部分知名日本企业的检测造假问题**

近年来，多家日本知名企业被曝存在长期、系统性的质检造假问题。

2018 年，日立集团旗下的大型化工企业“日立化成公司”承认曾篡改了部分工业用“铅蓄电池”的检测数据，并将不实数据填入检测报告，共涉及 6

万个工业用铅蓄电池。

2021年，日本汽车零部件巨头“曙光制动器工业公司”被曝出“质检数据造假”。该公司国内工厂生产的刹车及零部件产品中，有114000多项的质检数据是经过篡改或者编造出来的。

2022年5月，三菱电机公司也公开承认其生产的变压器有3384台数据存在造假，至少有9家核电站的运行受此影响。

同年6月，日本制造业巨头川崎重工召开记者会，承认旗下子公司存在多项质检造假的行为，跨度长达38年。

同年7月，媒体披露称，日本第三大石油企业科斯莫能源公司承认，旗下有多家工厂存在产品质检违规问题，涉及包括普通汽油等在内的多种产品，时间跨度长达27年。

同年11月，日本制钢公布调查报告称，该公司位于北海道的子公司自1998年起在质检过程中频频进行数据造假违规行为，数量高达449起，时间跨度长达24年。

事实上，这份榜单还包括日本药企小林化工、三菱电机公司、三菱材料、钢企神户制钢、东丽等，有多家公司造假时间长达40年。

这些制造企业在很大程度上是日本制造的名片，但是长期、系统性的质检造假，很难说与其松散的监管政策无关。缺乏对ESG重要的认知以及外部的监管，导致了企业行为缺乏内在和外在约束，使一些问题长期得不到纠正。

资料来源：根据媒体公开报道整理。

在国际上，ESG社会层面关注的重点问题是劳工问题，日本企业有非常独特的雇佣体系和雇佣文化，但存在两个伦理上的风险点：一是老龄化背景下对外劳的依赖以及外劳技能实习生的待遇公平问题，尽管日本政府为了吸引外来劳动力，要求外国人劳动者工资待遇和福利不低于本土劳动力，但是在转正之前的技能实习生通常成为企业廉价劳动力的来源；二是性别平等问题，受传统的家庭性别分工阻碍女性进入劳动力市场、女性人力资本积累薄弱、统计性歧视导致的工资差异等因素的影响，日本劳动力市场存在较为严重的性别不平等。

对政府政策和监管层面 ESG 重视不足还可能会带来一些更敏感复杂的可持续发展挑战。其中具有代表性的包括日本政府和东京电力公司将核污水排入海洋，引发了社区居民、渔业从业人员以及国际社会的高度关切。

#### 四、中国香港 ESG 监管政策

香港是高度自由开放的城市经济体，是全球重要的高度成熟的金融中心之一，也是连接发达与发展中经济体的重要贸易与金融节点。香港作为岛屿，更容易受到气候变化威胁。这样的经济地理特点以及在全球经济中的地位，赋予香港的 ESG 监管政策体系一些有别于欧盟和美国的特点。

由于香港城市经济的特点，没有成规模的形成制造业体系，更多地发挥了全球贸易和金融连接点的功能，这使得香港易于捕捉全球层面对于监管需求和关切的趋势信息，同时在政策决策中又可以相对少地受本地农业以及第二产业相关利益团体的影响，处于相对超然位置。作为气候变化敏感的城市，香港对可持续发展尤其是气候变化议题尤其关注。

由于以上原因，香港成为全球最早将 ESG 完整框架引入监管政策体系的经济体之一。2012 年 8 月，香港证券交易所发布《ESG 报告指引》，并将其列入《上市规则》附录，鼓励企业主动披露 ESG 信息。2014 年 3 月，香港修订了《公司条例》，ESG 成为香港上市公司必须披露的信息。此后，又陆续修订和发布《ESG 报告指引》、《负责人的拥有权原则》、《董事会及董事指引》、《香港的“环境、社会及管

---

140 张玉来、常宇（2021）：“日本劳动力市场的性别歧视考察”，《日本研究》，35(6)：1-15.

---

治”（ESG）策略》、《绿色金融策略框架》、《绿色及可持续银行业的共同评估框架》等重要的政策性文件。<sup>141</sup>

总体上看，香港的 ESG 监管政策体系有几个值得注意的特点和发展趋势：首先是监管部门对 ESG 认知全面系统、行动早并且保持了较快节奏的迭代升级。以港交所 2012 年出台的《ESG 报告指引》为例，2015 年和 2019 年就作了两次重要的修订。其次是监管要求日趋严格，尤其在 ESG 信息披露方面，从 2012 年建议披露，到 2015 年环境范畴的关键绩效信息披露实行“不遵守就解释”，2019 年将“不遵守就解释”的要求延伸到社会范畴的关键绩效披露。第三，强调 ESG 监管与金融业发展的融合。2019 年发布的《绿色金融策略框架》，提出了促进香港绿色金融发展的五大策略。此后推出的《绿色及可持续银行业的共同评估框架》等文件，旨在进一步强化香港在绿色金融领域的发展和话语权。

从香港 ESG 监管政策体系的发展过程来看，有几个方面重要的伦理含义。首先，相关监管政策体系的出台，根本目的还在于保持和提升香港作为高度开放自由经济的地位，为世界各地投资机构和企业 在香港市场配置金融经济资源提供便利，自由原则因此居于重要的地位。其次，作为一个小型的城市经济体和重要的全球贸易金融网络节点，香港金融市场有效运转的重要基础就是公正性，以此协调各方利益和需求。第三，香港特区政府以及相关机构看到了可持续发展的趋势以及绿色金融发展的潜力，并通过完善 ESG 监管政策体系引导和助力金融机构实现可持续发展，提升香港在全球金融市场中的竞争力，

---

<sup>141</sup> 俞建拖、李文（主编）（2021）：《国际 ESG 投资政策法规与实践》（中国香港篇），北京：社科文献出版社。

---

因此也突出地体现了发展原则。

### 五、对我国 ESG 监管政策体系设计的启示

改革开放以来，我国经济社会发展取得了长足的进步。2010年，我国以现价美元衡量的经济总量跃居世界第二位并保持至今，2020年我国历史性地消除了绝对贫困，为实现联合国可持续发展目标作出了巨大的贡献。我国政府高度重视可持续发展问题，自1996年“九五”计划提出“实施可持续发展战略”开始，可持续发展一直是国家中长期发展规划的重要内容，并与国际社会在可持续发展以及气候变化等相关领域紧密合作。党的“十八大”之后，在“创新、协调、绿色、开放、共享”五大新发展理念指引下，我国加快了向高质量发展转型的步伐，出台了一系列重大的法律、法规、制度以及规划，为发展转型提供了重要的制度保障。

将 ESG 融入监管政策体系整合，有助于推动我国经济治理水平和治理能力的现代化。尽管发展成就斐然，我国当前在可持续发展上仍面临诸多重要挑战，包括收入分配不平等、城乡和地区经济社会发展差距突出、减碳降污任务艰巨、人口老龄化和少子化、投资消费结构长期失衡等。面对这些严峻的挑战，需要充分发挥市场经济在资源配置中的决定性作用，更好地发挥政府作用。在市场经济中，企业是资源配置的关键主体，资源的利用与污染物的排放、企业内以及行业内的经济利益分配、就业水平与质量、投资消费关系、投融资水平与结构、公司治理与合规经营等，都与企业密切相关。通过 ESG 将原来分领域的监管框架进行协调融合，提高经济治理的有效性，将为中国高质量发展和可持续发展提供重要的助力。

目前，我国在建立 ESG 整合的监管政策体系上有良好的基础。

---

在生态环境保护、绿色金融、资本市场健康有序发展、投资者以及消费者权益保护等方面，已经出台并实施了大量的政策法规，这些内容都与 ESG 密切相关。更重要的是，我国有经济社会综合发展规划制定的传统和丰富经验，以 ESG 为抓手加强部门监管政策的协同，可以进一步发挥我国的制度优越性。

近年来，我国加快出台和完善了 ESG 相关的政策法规。2018 年，证监会发布《上市公司治理准则》修订版，确立了环境、社会、公司治理信息披露的基本框架。2020 年，国务院办公厅印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，为推动上市公司 ESG 治理和信息披露指明了方向。2021 年，生态环境部出台《环境信息依法披露制度改革方案》，明确到 2035 年应基本形成环境信息强制披露制度。行业部门也加强了对 ESG 相关工作的推动力度。2022 年，国务院国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，明确了上市央企的 ESG 信息披露要求，并成立社会责任局，指导推动企业积极践行 ESG 理念。2023 年，国资委办公厅印发《央企控股上市公司 ESG 专项报告编制研究》课题成果，包含《央企控股上市公司 ESG 专项报告参考指标体系》和《央企控股上市公司 ESG 专项报告参考模板》，有助于推动 ESG 信息披露标准统一、构建更加完善、符合我国发展形势的 ESG 体系。2024 年，在证监会的统一部署下，沪深京三大证券交易所分别发布《上市公司可持续发展报告指引（试行）》。这些进展都表明，我国在不断推动将 ESG 融入高质量发展的政策体系中，形成了日益完善的监管政策框架。

从国际上看，不同的经济体在推出 ESG 监管政策体系时候，都需要结合自身特定的经济社会历史以及特定的发展阶段和发展需求，

---

在基础的伦理取向上也各有侧重。从我国自身发展的阶段和特点看，在设计 ESG 监管政策体系时，需要特别考虑以下几点：

**一是要坚持发展优先。**我国仍是发展中国家，人均 GDP 刚刚突破 12000 美元，只有 OECD 国家平均水平的 1/3 左右。发展仍是第一要务，也是应对各种制约可持续发展的复杂结构性挑战的有效手段。ESG 监管政策制定，要把发展原则置于优先位置，服务于企业以及经济整体的高质量发展。

**二是更加重视公正原则。**监管政策制定以及实施过程中，要提高法治化水平，加强全过程的政策沟通；政府在维护劳动者、消费者、投资人以及关键利益相关方合法权益上要更加积极主动作为，做到有法可依、有法必依、执法必严、违法必究；打击腐败，推动建立亲清政商关系，遏制对垄断地位的滥用，维护公平有序的市场环境；在统一的 ESG 信息披露规范制定过程中，要考虑与国际相关标准的衔接，并积极主动参与到国际标准的制定中；在 ESG 执法过程中，要考虑不同地区、行业、不同发展阶段企业的发展需求，避免一刀切，为不同主体的转型调整留下较为充分的时间。

**三是积极主动关注并回应对生命原则的关切。**生存权和发展权是首要的基本人权，我国在经济社会发展上的长足进步，是对人权的有力保障。我国在 ESG 信息披露规范制定以及实施过程中，需要积极主动地表达自身的人权观。此外，中国还应该密切关注国际上人权问题的发展动态，积极主动参与人权议题磋商，与国际社会协同推动人权理念以及实践的进步。在 ESG 监管政策制定和实施过程中，要更加重视保护女性、残疾人以及其他弱势群体的利益，这也有助于践行善良原则。

---

四是强化企业在 ESG 实践中的主体责任。如前所述，企业是市场经济中资源配置的关键主体。因此，从责任原则出发，应该加强对企业的 ESG 教育，帮助企业提升 ESG 意识，并提供企业和产品信息披露报告的技术支持。对于 ESG 表现存在严重问题的企业，需要加强政策约束的刚性，提高惩罚力度。

五是充分发挥市场经济在资源配置中的决定性作用。从自由原则出发，需要在法治的框架下，明晰政府与市场的边界。在应该由市场决定资源配置的领域，减少政府的不合理干预，完善政府公共服务，消除制约资源要素高效流动配置的障碍性因素。

---

## 第八章 结语

ESG 实践在全球范围正如火如荼，在热潮背后需要有冷思考。伦理考量是推动 ESG 相关思考和实践的重要动力，但是随着 ESG 实践的日益专业化和复杂化，也存在着伦理被碎片化、抽象化和边缘化的隐忧。本研究总结了生命原则、发展原则、善良原则、公正原则、自由原则和责任原则等六条基础性的伦理准则，构成一个审视 ESG 实践的分析框架，并对市场经济中的典型伦理问题进行了考察。在此基础上，基于六个伦理原则对 ESG 实践中信息披露、评级、投资以及监管政策进行伦理考察，发现一些从伦理角度存在风险并可以改进的地方。

### 一、对 ESG 实践的伦理考察：基本结论

#### 1. 企业 ESG 信息披露

国际主流的 ESG 信息披露标准体系较为完善，并对重大的伦理原则都有覆盖，体现出对 ESG 议题较为全面系统的理解。相关伦理风险更多体现在实践中，存在体系复杂、标准高、弹性少的问题，这可能导致发展中国家以及中小型企业 ESG 信息披露实践中的歧视和排斥，有违公正原则。此外，对使用范围和方式缺乏责任约束，也可能助长漂绿等行为。

目前，越来越多的人认识到，ESG 信息披露标准需要一定程度的融合，从而为企业以及广泛的利益相关方参与 ESG 实践提供依据。ISSB 可持续相关财务信息披露准则的工作是该领域取得的最引人注目的进展之一。一方面，这种标准的融合和整合，为完整、一致的 ESG 评价以及决策提供依据；但从另一方面看，过于关注 ESG 风险

---

造成的财务风险，从伦理上看，也是对非财务风险的贬低，使之处于某种从属和次等地位。因此，对 ISSB 新准则的使用应该说明其限制性，并与其他工具结合使用。

国内 ESG 信息披露标准刚起步，相关部门对 ESG 的重视推动了 ESG 披露标准的不断完善。但是由于缺乏对伦理问题的全面深刻理解，实用主义倾向过于明显，导致一些披露标准过于单薄简陋，方法论、专业性支撑不足，对发展原则、生命原则以及责任原则的遵循贯彻不足。我国尚未出台具有强制性的 ESG 披露标准，总体披露情况仍待进一步改善。

此外，在国际和国内企业 ESG 信息披露的实践中，存在言行不一、信息注水、避重就轻、浑水摸鱼、零敲碎打、验证缺失等问题。需要加大对企业 ESG 意识的教育培养，并基于“能力-影响-责任”逻辑链强化企业责任，探索面对不同类型企业的差异化披露标准，加强 ESG 信息披露标准在伦理与实践层面的融合度，提升企业界整体 ESG 信息披露服务和自律能力。

## 2. ESG 评级

通过对国际有代表性的企业 ESG 评级框架的分析，可以发现现行主流 ESG 评级标准中过于注重短期的风险因素，对企业生产经营过程中实质性的影响重视不足，忽略发展与风险之间深刻的内在关联。此外，评级机构之间的结果差异较大。这些可能会导致 ESG 套利行为，有违发展原则和公正原则。

与 ESG 信息披露存在的问题类似，国内 ESG 评级体系虽然数量不少，但是普遍缺乏对 ESG 完整、系统、深刻的理解，对 ESG 前沿研究成果的跟踪和吸收不足，评级方法论基础薄弱。这导致评级中对

---

发展原则的忽视，以及对其他伦理原则的遵循缺乏厚度支撑。从实际评级结果看，一些评级结果表现出了很大的波动性，这从另一个侧面反映了评级体系缺乏内在稳健性。

### 3. ESG 投资

ESG 投资在全球增长迅猛，但是对于 ESG 投资与企业价值、超额回报之间的关系，目前还存在很多争议。总体上看，多数研究都支持企业 ESG 表现有助于减少企业风险、提高企业价值的假设。但是，相反的实证证据也一直存在。研究表明，企业 ESG 表现还受公司内部和外部多种因素的影响，包括企业管理层的个人和家庭因素、股权结构、业务特点、行业特性、所处市场特征等。

包括负面筛除法、正面筛选法、组合倾向法、ESG 整合法、股东行动主义法、可持续主题投资法、影响力投资法等 ESG 策略得到了广泛的使用，不同的投资策略对于信息数量和质量有不同的要求。随着人们对 ESG 认识的深入以及相关服务和产品变得可及，ESG 投资的规模和结构都发生了重要的变化。ESG 投资总规模保持了较快的增长，ESG 整合法得到了越来越多的应用。但从 ESG 投资实践看，还存在潜在的信息披露不充分、漂绿等有违前述伦理原则的行为。

要解决 ESG 投资中的相关伦理挑战，需要在产品层面强化信息披露和评级。目前欧盟和香港等发达金融市场对于 ESG 产品的信息披露（包括基金、债券）都有较好的披露框架。但是针对投资产品的 ESG 评级目前发展仍然滞后，有待未来予以关注和研究。

报告也对 ESG 投资是否存在超额回报以及这种回报的性质进行了分析讨论。从各国学者实证分析的结果看，超额回报存在性的结论并不一致。从逻辑上看，即使超额回报是存在的，超额回报的性质也

---

是不确定性，既可能是风险管理的溢价（三维投资降成二维），也可能是对企业非财务价值认同的溢价。但是如果超额回报不存在，而且投资者还愿意持有 ESG 投资产品、自愿承受损失，并且这种价差是稳定的，倒是可以成为评价 ESG 非财务价值的基础。本研究认为，关于超额回报假说的验证还有太多不确定性，客观上存在多重技术因素导致现有研究对计量分析结果的过度阐释。

#### **4. ESG 监管政策体系**

通过对欧盟、美国、日本和中国香港 ESG 监管政策新近重大进展的讨论分析，可以发下四者各有特色：欧盟注重通过 ESG 监管政策强化公正原则和责任原则，但是欧盟的政策偏好在某程度上是为了挽回全球竞争比较优势设定的。美国在 ESG 监管中表现出犹疑态度，表现出更尊重自由原则、责任原则和发展原则。但在一些时候美国也把人权议题用作地缘政治竞争工具，这对于公正原则构成了挑战。日本的 ESG 监管政策框架在西方大国中是偏弱的，这固然有助于自由原则、发展原则，但从另一方面看，日本过于“松、宽、软”的 ESG 监管框架，也不利于日本企业提高竞争力，并在长远损害日本的可持续发展。日本高端制造业近期集中暴露出来的质量检测检验的问题，并不是偶然的。中国香港的 ESG 监管政策更多强调了自由原则和公正原则，同时将发展原则融入金融体系的绿色发展转型中。究其根本，不同经济体的 ESG 实践都需要充分考虑自身发展的背景。

#### **二、ESG 实践与经济治理：对中国的启示**

党的二十大对高质量发展有了更高的定位，将之作为全面建设社会主义现代化国家的首要任务。高质量发展内涵丰富，至少应该包含几个方面的要求：一是发展导向；二是高水平；三是全面性；四是公

---

平性；五是可持续性。高质量发展在不同领域有不同的特点，但以上应该是共性的要求。此外，高质量发展有较高的底线要求，但更多是动态的，并力争做到持续地提升。

高质量发展离不开良好的经济治理。践行 ESG 是现代经济治理的重要手段，包括了众多利益相关方的参与和互动，提供价值取向、行为规范和标准，推动提升经济绩效。因此，ESG 实践中也要遵循现代治理的一般原则，即民主参与、公平正义、透明、负责等。

践行 ESG 与高质量发展有内在的一致性。对环境和社会价值的强调，弥补了长期以来经济至上思潮的不足，反映了发展的全面性；对环境和社会影响的关注，本质上是对代际公平和代内公平的关注；而可持续性更多地反映出代际公平的诉求。此外，ESG 是对经济活动的规范，但并不是反经济发展，而是为了使经济发展达到更高水平，因此与发展性和高水平要求也是一致的。

ESG 作为经济治理的工具，能否真正起到赋能高质量发展的作用，关键还在于我们如何运用。从治理的角度看，ESG 实践过程中需要扩大利益相关方参与、遵循法治原则、提高透明度、加强规则制定和应用过程中的互动和反馈、强化问责等。前面章节对于 ESG 实践中相关伦理问题的分析，可以为 ESG 实践提供启迪，助力我国的高质量发展。

首先，我国当前需要发挥制度优越性，加强顶层设计，推动形成更为整合的 ESG 政策框架。原则上，要坚持发展优先，更加强调公正原则，关注和维护利益相关方的合法权益。此外，还要坚持自由原则，在法治框架下，立足本国国情循序渐进完善 ESG 政策框架，充分发挥企业在资源配置中的主体性和能动性。

---

其次，完善企业 ESG 信息披露体系。要密切关注国际 ESG 信息披露标准和规范的发展趋势，完整全面地认识和理解 ESG，从国家层面对 ESG 信息披露框架制定提供基础指引，提升信息披露的完整性、规范性和一致性。ESG 信息披露制定应体现生命原则，融入我国的人权观，从而在国际人权对话以及企业的人权实践中掌握主动。作为发展中大国，信息披露标准制定要充分考虑经济建设、政治建设、文化建设、社会建设和生态文明建设五位一体，避免出现畸轻畸重、顾此失彼的现象。推进企业 ESG 信息披露要考虑行业差异和企业发展阶段的特点，平衡好自由原则和公正原则，循序渐进，先自愿后强制或半强制，先从大企业和关键企业、行业入手。与此同时，也要推出适宜中小企业的信息披露规范。

第三，发展 ESG 评级评价体系。ESG 评级评价是引导可持续发展投资的关键，评级评价的权力分配也涉及到金融市场中的资产定价权。对中国来说，一方面要积极完善 ESG 披露和评级评价的基础设施建设，为高质量的信息披露和评级评价提供统计、数据和服务支持；另一方面，也要积极推动评级评价标准的透明化，并在此基础上提高方法和指标体系的规范融合，提高市场的公平性和有效性。

第四，以 ESG 投资产品分类和信息披露标准化为抓手，促进 ESG 投资市场健康发展。ESG 投资产品设计要强化责任原则，切实披露 ESG 投资策略、ESG 影响、方法和机制、潜在风险、验证机制等，从而遏制投资中可能出现的漂绿、信息披露不充分等有违市场伦理的行为。