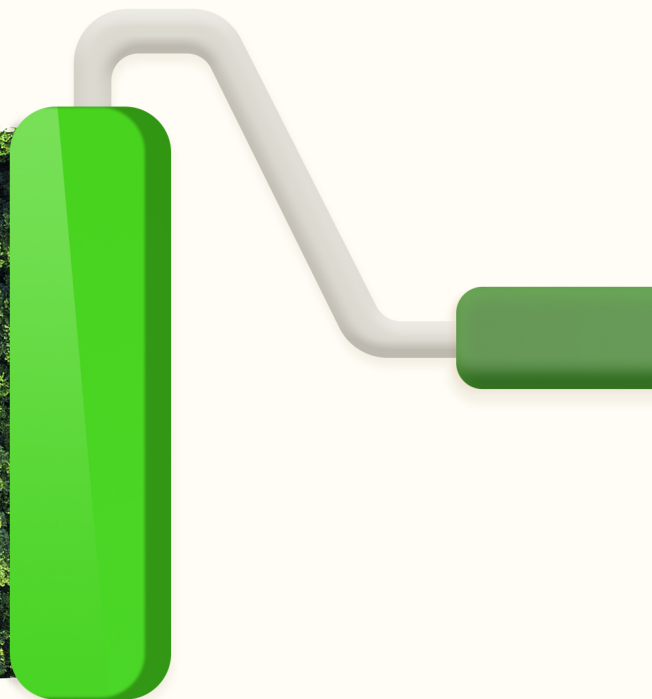




绿色幻象

金融“漂绿”的根源、 类型及其应对



作者：陈琰炜

责任编辑：康华 孙孝文

支持机构：南方周末中国企业社会责任研究中心

目录

前言	1
01 “漂绿”的表现	2
1.1. 金融之“绿”，绿在何处？	2
1.2. “绿”的金融载体：中外之别	4
1.3. 活动层面的“漂绿”：七张面孔	5
1.4. 企业层面的“漂绿”：六种表现	14
02 “漂绿”的根源	18
2.1. 绿色偏好和绿色溢价：“名”与“利”	18
2.2. 营销美化式的宣传：化动力为行动	26
03 “漂绿”的危害与应对	30
3.1. 危害：损人亦不利己	30
3.2. 应对：源头渠道两手抓	34
结语	41
参考资料	42
南方周末中国企业社会责任研究中心介绍	48



前言

“

“漂绿”最早来源于消费品。1986年，美国环保主义者杰·韦斯特韦德针对酒店业的“为环保免洗毛巾”倡议指出，由于酒店在其运营的其他部分并未采取措施减少废弃物生成，其“免洗毛巾”的呼吁并非真正考虑环保，而只是一种以降低成本为目标的营销手段。韦斯特韦德将这种行为称作Greenwashing，“漂绿”，又称“洗绿”。这一概念由此进入大众视线^[1]。

随着环境和社会议题的越来越受到关注，以及可持续金融的兴起，“漂绿”的外延也渐渐从大众消费品扩展到其他产品、公司，乃至金融领域。如今，当人们谈到“漂绿”，有时提及的是绿色债券、ESG投资、碳中和……与最初的情景相去已经很远。

那么，金融版本的“漂绿”是否已经超越原有的内涵而进化为新的形式？人们与消费品“漂绿”旷日持久的斗争是否能为金融“漂绿”提供一些参考？

本报告试图以文献综述的方式，从表现形式（是什么）、根源（为什么）以及应对（怎么办）等三个方面，结合消费品“漂绿”史，对金融“漂绿”做一个综合分析，为中国金融业可持续发展提供相关的“镜鉴”。

”

01 “漂绿”的表现

1.1 金融之“绿”，绿在何处？

在探讨金融“漂绿”之前，可能需要解答的一个基本问题是：什么是绿色金融？其“绿”在何处？

在中国，绿色金融是指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用而进行的经济活动，即对环保、节能、清洁能源、绿色交通、绿色建筑等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等所提供的金融服务。^[2]从这个意义上来说，其“绿”主要是指资金被投入到“绿色”或支持“绿色”的经济活动领域。

然而，对金融“漂绿”的指控往往并不局限于如上所说的绿色金融。我们常常看到关于某某ESG基金“漂绿”的新闻报道。那么，“ESG基金”也是“绿”的么？它的“绿色”与“绿色金融”的“绿色”是不是一回事？

ESG基金属于广义的ESG投资下的金融产品。ESG投资指的是将ESG（环境、社会、治理）因素纳入投资决策和管理的投资活动。“金融”与“投资”所指向的是完全一样的活动，只不过“金融”很多时候包含融资方视角，关注点在于资金的使用；而“投资”则完全出于投资方角度，关注点在于资金的选择性投放和管理。

投资者可以采取很多种方式将ESG因素纳入投资决策和管理。根据全球可持续投资联盟（GSIA）的分类，ESG投资策略可归纳为五大类：筛选（又包括负面筛选、正面筛选，和基于规范的筛选）、ESG整合、可持续发展主题投资、影响力投资，和利用股东权利参与企业治理（股东参与或尽责管理）。

【延伸阅读】

负面筛选：将特定争议行业排除出投资范围；

正面筛选：只选择相对于同行符合较高ESG标准的企业；

基于规范的筛选：按照一些国际组织（如经合组织、联合国劳工组织、联合国全球契约等）制定的规范进行筛选；

ESG整合：将ESG风险和机遇因素纳入传统财务分析和投资决策中；

可持续发展主题投资：投资于特定主题领域；

影响力投资：为了实现积极的环境社会影响而进行的投资；

股东参与：作为股东发起ESG相关提案或对相关提案行使投票权。^[3]

可见，由于“绿”或“不绿”说的只是环境类因素¹，而ESG投资依据投资者关注点的不同，在E、S、G三因素的选择上可以有所侧重，因此，与绿色金融的以“绿”为根本属性相比，ESG投资并不一定都具有“绿”的特征。所谓ESG投资的“漂绿”，所指的只能是ESG投资中以“E”为投资依据的那一类，即“环境类的ESG投资”。

由于ESG投资中的“可持续发展主题投资”包含了绿色金融，本报告将“环境类的ESG投资”作为金融“漂绿”分析的对象。本报告出现的“ESG投资”，如无特殊说明，均指“环境类的ESG投资”。

另外，我们还经常接触到可持续投资、负责任投资等概念。他们指的是考虑可持续发展因素的投资活动。在ESG概念提出后，这在大多数语境下可等同于ESG投资。本报告也以ESG投资指代可持续/负责任投资。

¹少数情况下，也有人将概念拓展，用“绿”指代整个“ESG”范畴。本报告主要对前者进行分析。

1.2 “绿”的金融载体：中外之别

为了分析金融“漂绿”的具体表现，第二个要解答的问题是：“绿”的金融载体，在不同市场是否一致？

由于ESG投资包含绿色金融，在此我们以ESG投资进行分析。

从金融工具看，在我国，ESG投资通常包括绿色信贷、ESG证券投资、ESG股权投资等。据商道融绿统计，截至2023年三季度末，我国责任投资规模达33.06万亿元，其中绿色信贷余额28.58万亿元，占比达86.5%；而中国的ESG公募基金规模为4383亿人民币，占公募基金总额1.6%左右²；可持续债券为3060亿人民币，略低于公募基金规模。^[4]

而在全球范围内，根据全球可持续投资联盟（GSIA）2022报告^[5]，欧洲、美国、加拿大、澳大利亚新西兰以及日本市场³合计的可持续资产（即，以ESG投资方式进行管理的资产）已达到30.3万亿美元，可持续资产占被管理资产的24.4%。GSIA按照主要的ESG投资策略分别统计了相应的投资规模。在五大ESG投资策略中，ESG整合曾经是最主要的ESG投资方式，一度占比43%；而据最新统计，主要采用股东参与策略的投资规模占比已达39.3%⁴，较2020年提升约20.7个百分点，逐渐成为ESG投资的主流策略。^[6]显然，国际市场的ESG投资形式以ESG基金为主。

由此可见：

首先，国内ESG投资以商业银行发放的绿色信贷为绝对主导，企业向资本市场直接融资较少，绿色信贷绝大部分也并未以绿色金融债的形式进入市场。

究其原因，大约是：1) 相比于其他国家，中国的资本市场不发达，银行业占金融业总资产的80%以上，超过80%的企业融资也来自商业银行^[7]。2) 我国商业银行的融资结构中以存款占主导，2021年末“对非金融机构及住户负债”占其他存款性公司总负债61.7%^[8]，相比之下，欧洲2022年存款占金融企业总负债33.7%^[9]，美国2019年金融部门的资金来源中存款占比17.5%^[10]。3)

² 根据中国证券投资基金业协会，截至2023年9月底，中国境内公募基金资产净值合计27.48万亿元。^[3]

³ 由于GSIA只从其会员国/区域报告汇总数据，因此统计范围只含欧洲、美国、加拿大、澳大利亚新西兰，以及日本。

⁴ 由于欧洲的统计方式发生变化（不再收集投资策略的信息，而是直接统计SFDR8和9下基金的投资），按投资策略的数据不包含欧洲。

我国存款融资成本远低于债券，2022年，境内银行存款付息率平均值为1.86%，^[11]而2023年，债务总规模大于500亿的银行中，存续债券融资成本最低的也高于2.4%^[12]。

相比起来，在发达市场，绿色信贷和绿色债券所属的可持续发展主题投资只占很小的比例，可持续资产主要以股东参与和ESG整合为最普遍的管理方式，属于广义的ESG基金范畴。

其次，ESG投资在资管中的规模也存在差异。中国ESG公募基金占公募基金1.6%左右，而在欧洲、加拿大、澳大利亚新西兰，以及日本市场，可持续资产合计占被管理资产的24.4%。

金融市场的成熟度是其中的重要因素。中国的证券投资基金中，相当大的部分仍然是存款的替代品，如货币型基金、银行理财、某些承诺保本或刚性兑付的信托、券商资管、基金子公司产品等，其特点是风险偏好很低且缺乏管理弹性；而美国的证券投资基金中，超过75%是股票指数型共同基金，属于风险自担的股权投资。对照ESG投资五大策略，很明显后者能够给予基金管理者更多的操作空间。

金融载体的差异，造成了不同市场下的“漂绿”指控可能具有不同的关注点和隐含意义。

1.3 活动层面的“漂绿”：七张面孔

综合国内国际ESG投资的金融载体，与市面上的“漂绿”指控进行比对，可以按金融活动“漂绿”所指的视角将其分为“金融活动行为”和“金融活动结果”两大类，共七种表现。

1.3.1. 行为之“漂绿”

大多数情况下，“漂绿”指的是金融活动的行为被冠以可持续之名却不符合可持续标准/原则。它主要表现为5种形式：

1. 分类漂绿

将不符合可持续资产分类标准的资产归为可持续资产。对于债券，“漂绿”的主体通常是融

资方(发行方)。对于贷款,“漂绿”主体通常是投资方(金融机构)。对于其余证券,“漂绿”的主体可以是融投资链条上的任何投资者,如设立“ESG基金”的基金公司,或投资于“ESG资产”的投资机构。

ESG基金属于这一类“漂绿”重灾区。2021年,《经济学人》对世界上最大的20家ESG基金进行了分析,发现每只基金平均持有17家化石燃料企业的股份,包括美国最大的石油公司埃克森美孚、世界最大的石油公司沙特阿美、中国煤矿公司等。还有ESG基金投资于赌博、酒类和烟草企业^[14]。虽然ESG投资可包含多种策略,但这些公司的纳入显然不符合可持续原则。

即便冠以气候或碳之名的基金也可能名不副实。Pucker的研究表明,贝莱德(BlackRock)设立的碳转型基金与ESG、碳排放和气候变化的关联度不大,信息技术和医疗保健板块的股票持仓量占该基金的41%,持仓量最大的个股是苹果(占基金的5%),其他重仓股还有伯克希尔哈撒韦、可口可乐和迪士尼等与低碳转型毫不相干的股票。^[14]

在中国,绿色信贷是绿色金融的主要部分,2013年银监会印发《绿色信贷统计制度》,每半年组织国内21家主要银行业金融机构开展绿色信贷统计工作。然而,绿色信贷统计早期缺乏详细的分类标准,且金融机构自报的信息不需第三方认证核查,在统计上也存在一定程度的多报、错报风险。

而绿色绿债也曾存在模糊地带。据统计,从2016年至2019年4月,中国境内共发行折合近1000亿美元贴标绿色债券,而总募集资金中近三分之一(310亿美元)在发行前未指明用途或有待分配,也包括一部分企业债、公司债。^[15]

出现上述现象的一个历史因素是,在绿色债券发展的早期,监管层曾推出一些阶段性的便利化措施以推动市场。如以公司债为例,便利化措施曾包括:获得“绿色企业认证”的公司发行绿色债券无需认证^[16];可以先注册绿债,到发行时或发行后披露资金用途,确保资金用于绿色项目;允许30%的资金用于发行人补流等^[16]。这些阶段性政策对于早期市场建设做出了贡献,也基本随着市场与监管的成熟度提高而被修正了。

另一个值得注意的因素是,在绿色金融发展初期、绿色标准尚在发展整合阶段,存在一种非主观故意的绿色分类争议或国内国际绿色标准未接轨而带来的理解差异。

如有专家指出,《绿色产业指导目录(2019年版)》与国家标准分类目录存在两边无法一一对应的情况,对绿色的判定不一,手动填报也极易出现错漏,一些技术细节尚有讨论余地^[17]。

不同标准机构和不同监管体系下的绿色债券目录的差异也是造成“漂绿”争议的一个原因,严格来说并非真正“漂绿”。如根据气候债券组织的报告,2017年中国绿色债券发行总额(价值142亿美元,约合人民币943亿元)中有38%不符合气候债券组织的绿色债券定义。这一比例在2019年增加到44%^[18],在2020年增加到48%^[19]。

在《绿色债券支持项目目录(2021年版)》发布后,中国在与国际标准的接轨上已经取得了长足的进步。2022年7月发布的《中国绿色债券原则》对绿色项目的认定也主要以该目录为依据。因此,目前中国绿债与国际资本市场协会、气候债券倡议组织的合格绿色项目的差异主要集中在核电、天然气冷热电三联供、客运铁路、环保装备制造、大气污染防治和低碳相关服务项目上^[20]。

2. 用途漂绿

声称所募集资金将用于绿色活动,实质却未用于绿色活动。这主要发生于绿色债券。“漂绿”主体为融资方(发行方)。

首先,从信息披露来看,并非所有绿色债券都在存续期披露了募集资金的用途,存续期审查的比例也较低。

虽然在存续期对募集资金使用情况进行信息披露是《绿色债券原则》(GBP)的核心组成部分,但在全球市场,只有77%的绿色债券发行人/占发行金额的88%披露了募集资金用途。^[21]而在中国,根据气候债券倡议组织(CBI)对截至2020(非金融债券)/2021(金融债券)来自382家境内市场发行人的、发行总额达1.1万亿元人民币(折合1,632亿美元)的627只贴标绿色债券的分析,存续期披露了募集资金用途的债券,从发行金额看只占74%,从发行人数量看只占65%,从交易数量看只占61%。^[21]

另外,由于存续期第三方外部审查的比例也较低,无法充分监督、验证资金是否流向绿色领域。中国发行金额的38%没有进行任何存续期第三方外部审查。这一比例与全球市场的统计基本一致。^[21]

尽管如此, 中国债券市场已采用强监管模式, 资金用途在发行前后是否一致是监管的重要内容, 目前绿色金融债已经要求发行人按季度披露, 并强制第三方跟踪报告、强制专项审计等。^[22]2023年11月24日, 绿色债券标准委员会发布了《绿色债券存续期信息披露指南》, 围绕绿色债券基本情况、募集资金使用情况、绿色募投项目情况、募集资金管理情况等四项核心要素, 细化信息披露要点, 形成统一的国内绿债存续期信息披露标准。^[23]从这个角度来看, 中国境内市场对债券存续期信息披露的要求比其他地区更严格具体。

最后, 海外绿色债券往往还会通过其条款巧妙规避用途“漂绿”的法律责任。2023年的一项针对2012年至2022年发行的一千多种公司、市政、主权和超国家债券的条款研究发现, 绿色债券标签仅仅是一种以声誉制裁为后盾的软承诺, 即使发行人做出并违背了为绿色活动提供资金的承诺, 绿色债券的投资者也无法获得有意义的补救措施。而且, “随着时间的推移, 绿色债券发行人做出的承诺越来越少, 增加了更多的免责声明”。^[24]

3. 绿色效益无法证实

融资活动理论上是绿的, 但其绿色效益难以证实。“漂绿”主体为融资方。

效益的证实需要通过存续期信息披露, 而环境效益的信息披露一直是绿色金融工具的薄弱环节, 带来漂绿风险。

在中国境内市场, 根据中债-绿色债券环境效益信息数据库已摘录的数据, 2022年已发行的“投向绿”债券环境效益信息的平均披露完整度⁵只有43%, 其中必填指标的平均披露完整度为45%, 选填指标的平均披露完整度为30%。而贴标绿色债券环境效益信息的平均披露完整度为60%, 其中必填指标的平均披露完整度为64%, 选填指标的平均披露完整度为35%。^[25]

而在债券存续期, 从发行金额看, 披露了募集资金用途+环境影响(效益)的债券仅占31%。从发行人数量看仅占21%, 低于全球数字——披露环境影响(效益)的发行人和发行金额占比分别为59%和74%。^[21]

在绿色贷款方面, 存续期环境效益以银行为单位自报, 2021年人民银行的碳减排支持工具是目前唯一强制要求披露环境效益的产品, 也强调了第三方专业机构的作用。^[26]然而, 碳减排支持

⁵ 环境效益信息披露完整度 = 本期债券实际披露环境效益指标数量 / Σ 本期债券募投项目按照中债绿色指标体系应披露指标数量 $\times 100\%$

工具应用范围有限。2021年7月至2022年年底, 使用碳减排支持工具的21家银行发放的碳减排贷款共计6816.48亿元。^[27]而2022年末, 我国本外币绿色贷款余额已达22.03万亿元。^[28]披露环境效益的绿色贷款只占极小一部分。

4. 其他负面影响

融资活动具有某种绿色属性, 但未考核其他相关环境社会负面影响。“漂绿”主体为融投资双方。

绿色金融产品具有其环境社会考量上的局限性。例如, 绿色债券作为一类以“募集资金用途”来定义的产品, 其标准和要求也主要围绕着“募集资金用途”。然而, 金融活动及其支持的实体经济活动对环境和社会的影响是多方面的, 只有通过全面的影响评价和风险评估才有可能识别出问题并进行管理。对于建设项目, 环境影响评价或赤道原则评估能起到这样的作用。但环评只作用于当下项目, 项目的上下游相关事务, 如供应商相关议题, 大多也属于企业层面管理的内容, 如果融资方并未建立起综合评价的有效机制, 单靠一项金融产品来定义整个活动各方面“绿”或“不绿”, 容易挂一漏万。而对于建设项目之外的其他类型融资就更是如此。

2023年, 绿色和平组织调查报告指出, 瑞银和桑坦德银行帮助发行的绿色债券资金最终支持了有环境社会争议的公司^[29]:

- 瑞银在2021年10月帮助巴西谷物贸易商Caramaru在绿色债券市场筹集了价值6650万欧元的农业企业应收账款证书(CRA)资金, 而部分资金最终落入了一些有非法砍伐森林、土地掠夺和强迫劳动历史的大豆供应商手中。
- 2023年8月, 桑坦德银行参与为全球最大的肉类加工企业JBS筹集了2.8亿欧元的CRA资金, 而JBS在2022年承认从一名被检察官称为“巴西最大的森林砍伐者之一”的农民那里购买牛。桑坦德银行还帮助世界上最大的乙醇和糖生产商之一Uisa发行了1.5亿雷亚尔的绿色农业企业应收账款证书(CRA), 而Uisa因非法砍伐森林而受到十几次环境罚款, 还负责将有毒物质泄漏到对巴西马托格罗索州Umatina原住民至关重要的河流中。

5. 产品设计争议

绿色金融产品其设计本身存在争议。“漂绿”主体涉及融投资双方。

一个案例是关于资金绿色投向百分比的争议。不同规范有不同的要求，这就给漂绿留下潜在的空间。

在2022年7月绿色债券标准委员会发布《中国绿色债券原则》之前，中国绿色债券的募集资金无需100%用于符合规定条件的绿色产业、绿色经济活动等相关的绿色项目。^[30]如：国家发改委发布的《绿色债券发行指引》（2015年版）允许企业使用不超过50%的债券募集资金来偿还银行贷款和补充营运资金；《交易所上市公司绿色债券发行指引》规定用于绿色项目的金额应不低于募集资金的70%。^[31]

而2023年出台的欧盟绿色债券标准仍然规定15%的资金可投资于符合分类要求但不能确定为绿色目标做出贡献的经济活动，被认为是由于工业集团的激烈游说而带来的潜在“弱点”。^[18]

另一个案例是关于产品本身。相比于绿色债券，可持续发展挂钩金融产品面临更多的设计争议和与漂绿相关的批评。

可持续发展挂钩贷款/债券原本是为了摆脱“固定用途”金融产品的限制，从企业层面为可持续发展提供融资——其融资资金并不局限在用于“绿色项目类型”名录内、符合标准的项目或活动，而是要求企业制定符合标准的可持续发展绩效目标，并将融资的一些条款跟这些绩效目标严格绑定，以此通过资金成本的调整来提供一些激励或惩罚，让企业有动力使用所融到的资金从事有助于可持续发展的活动，实现可持续发展目标。

批评首先集中于目标的科学性。据CBI统计，在纳入其SLB数据库的截至2023年11月发行的768只气候主题可持续发展挂钩债券（SLB）中，只有14%的SLB符合《巴黎协定》的目标，即将全球变暖限制在工业化前时期的2摄氏度以下。虽然2023年发行的气候主题SLB，该比例是35%，显示了一定的进步。^{[32][33][34]}

其次，即便发行方设定了雄心勃勃的目标，处罚也可能很轻。CBI指出，SLB法律文件存在两个漏洞：一是条款规定，如果发行人因规则或政策的变化而未能达到目标，则无需支付罚款；另一

种允许发行人将发行后的收购以及某些投资排除在其业绩评估之外。^[32]

可持续发展挂钩贷款(SLL)遇到了相似的质疑。2019年，巴克莱银行为石油巨头壳牌提供了100亿美元的循环信贷额度，并将之计入其社会和环境金融。壳牌挂钩的可持续发展目标是到2025年将其销售的能源产品的碳强度与2016年的水平相比降低9%至13%。然而，批评者认为，石油公司在符合可持续投资机制的资格时应该使用总排放目标，呼吁扩展到计算目标中的范围3排放量，因此在计算中包括化石燃料产品的最终消费。此外，也有人指责壳牌公司淡化了先前开始逐步淘汰石油和天然气生产并对可再生能源进行更多投资的承诺。^[35]虽然未有信息表明壳牌修改了该贷款挂钩的能源产品碳强度目标，巴克莱银行的这笔“绿色”信贷还是引起了“漂绿”质疑。

因为对实现环境目标的有效性和透明度存在疑问，可持续性挂钩贷款（SLL）吸引了监管机构的注意。2023年，英国金融行为监管局（FCA）对SLL市场进行了审查，强调了“在具有可持续性标签的工具、产品和支持生态系统中建立信任和诚信的重要性”，并致函金融机构，警告“在可持续发展挂钩贷款背景下，市场可能存在诚信的风险和漂绿的嫌疑”。^[35]

更有争议的大概是转型金融产品。由于通常将转型金融与绿色金融分开论述，本报告暂不将转型金融纳入讨论范围。

【延伸阅读】消费品行业的“漂绿”

有趣的是，“漂绿”指控最初来自于消费品行业，而以上所总结的金融活动行为的“漂绿”，与消费品的“漂绿”，综合看来，也具有相当的可比性。

消费品“漂绿”可大致归为两类：“言行脱钩”（Decoupling）和“转移注意”（Attention Deflection）。^{[36][37][38]}

Decoupling “言行脱钩”：

宣称致力于可持续发展，却没有实施真正的变革。它包括加入国际公认或非政府组织主导的可持续发展倡议以提高可信度、推广不可行的绿色主张和政策，甚至做出虚假陈述等行动。例如：声称百分之多少的产品获得回收，却无法验证；并未获得某认证却声称已获得；使用并不存在的认证或不具备实质意义的绿色形象或标签等。

简而言之：说一套做一套，用承诺或象征性动作代替实际行动。

Attention Deflection “转移注意”：

隐瞒不可持续的做法，提供选择性和不准确的披露，进行不完整的产品/服务比较，使用模糊和不相关的陈述，以及诉诸误导性内容，甚至在极端情况下为获得认证而伪造。例如：只强调某一单一属性。如强调纸张来自可持续森林，却不提及造纸过程的环境管理；用缺乏明确定义的语言自我标榜。如“纯天然”“生态”等；用并不具备实质意义的内容刻意误导。又如在CFC（氯氟烃）已被法律禁止的前提下仍使用“不含CFC”进行宣传；用细微的绿色属性来包装本质上的非绿色产品。如“有机香烟”等。

简而言之：选择性地、含糊地说、暗示地说。

可以看到，金融活动行为“漂绿”的前两种“分类漂绿”和“用途漂绿”属于“言行脱钩”——说一套做一套；而后三种“绿色效益无法证实”“其他负面影响”和“产品设计争议”大致属于“转移注意”——选择性地说和做。

1.3.2. 结果之“漂绿”

近年来，随着可持续发展金融的发展，越来越多利益相关方开始从金融活动的宏观结果即广义上的预期效益来评判其可持续性是否名副其实。相应地，“漂绿”指控也被拓展到对金融活动结果的审视，这表现为两种形式：

1. 投融资活动符合绿色标准，但未能真正促进企业提升可持续发展绩效

香港金融管理局2022年的一份报告显示，基于对371家公司的1371只绿色债券的分析发现，大约三分之一的企业绿色债券发行人在首次发行绿色债券后，其范围1和2的温室气体排放强度反而增加了。^[39]

一项国内研究以2013-2020年中国A股上市公司的22,716个有效样本为对象，发现绿色债券的发行虽然增加了企业的绿色创新数量，但并没有提高企业的绿色创新质量。^[40]

2022年的一篇针对欧洲和北美市场的研究论文指出，“尽管发行与发行后新的环境投资计划和支出呈正相关，但企业绿色债券发行人并没有显著提高发行后的环境绩效。”“通过发行绿色债券，公司不会可信地表明他们的环境承诺，但可能会误导人们相信他们为环境所做的比实际做得更多。”^[41]

其原因究竟为何？可能类似一种“挤出效应”——企业将最“绿色”的活动打包融资并面对市场监督的同时，此消彼长地减少了对未贴标“绿色”的资产和活动的管理？

另外，ESG投资的判断标准是从投资方行动出发，而投资方采取的行动与被投资企业绩效的提升之间存在着复杂的链条，不一定能落到实处。

比如，一个值得注意的现象是：利用股东权利参与企业治理（股东参与或尽责管理）越来越成为一种关键的ESG投资策略。然而，利用股东权利去发起ESG相关提案，并不一定意味着投票会被通过，不通过就不可能产生期望的结果。

股东决议很多时候会遭到公司管理层的反对，而ESG提案确实支持率不高且呈下降趋势。统计指出，美国和加拿大公司在2024年上半年一共对641项涉及环境和社会主题的可持续发展决

议进行投票,包括308项环境和社会主题决议、233项公司治理主题决议、100项“反ESG”决议。这三类决议的平均股东支持率分别为23.3%、34.5%和2.8%。总的来说,环境和社会相关决议的平均支持率不高且呈下降趋势,从2023年的近26%下降到2024年的略高于23%,继续低于2021年和2022年超过30%的平均支持率。^[42]

2. 投融资活动符合绿色标准,但未能真正促进绿色经济发展

2023年的一项研究显示,只有先锋绿色债券与生态高效经济表现出强大的双向因果关系。同时,其他绿色债券类型,如传统、市政和货币主导的绿色债券,因为缺乏与生态可持续经济的彻底永久因果关系,可能容易受到漂绿的影响。^[43]

在ESG投资领域,问题可能更明显。“可持续资产”实质上指的是“以可持续方式管理的资产”。按照目前ESG投资的五大策略,投资者在二级市场上对资本存量进行分配调整,乃至只是对所投公司提出一些ESG提案,不管提案被批准与否,都完全可以符合ESG投资定义。然而,这些带来的绿色效益可能有限。从宏观上看,真正的改变往往更需要通过大量新的行动——引入资本增量——来实现。绿色经济的发展,也更多倚赖投入这个领域的资本增量。

1.4 企业层面的“漂绿”:六种表现

以上分析都是针对具体的金融活动而言。虽然活动层面的“漂绿”是主要的关注点,但也有很多“漂绿”的指控对象是金融机构,属于企业层面。活动层面的“漂绿”很难不带来企业层面的“漂绿”,而企业层面的“漂绿”也往往进一步促进了活动层面的“漂绿”发生。

2023年,Planettracker以企业为研究对象,归纳出六种“漂绿”行为^[44]。企业层面的“漂绿”除了声誉、形象的考虑外,近年来很大程度上是受到应对气候变化议题的主流化以及金融业ESG投资浪潮的驱动:随着越来越多利益相关方对企业提出零碳转型要求,以及市场很大程度上依赖企业自主的信息披露进行ESG评级和投资,企业如果不能或不愿付出努力从实质上达到要求,以“绿色营销”瞒天过海似乎就成了一个容易的选择。

在企业层面,Planet tracker总结的绝大多数企业的“漂绿”表现都一样存在于金融机构中:

• 1. Greencrowding “大隐于市”:加入一个看似高大上的团体来获得“绿色”背书。

塑料生产商纷纷加入终结塑料废物联盟(AEPW),然而,AEPW在成立后的头三年只清除并回收了4000吨塑料废物,而联盟中排名前10的一次性塑料生产商光在2019年就产生了近3200万吨的废物。联盟空有名头并无实绩。许多金融机构都加入了UN PRI、S-BTi、零碳联盟等各种气候环境相关的国际倡议,但也只能代表一种承诺,不一定意味着其采取了有效行动。

• 2. Greenlighting “一叶障目”:突出或强调某一特定属性而不提全局。

道达尔能源以“应对气候挑战”宣传,却不提自己增加化石燃料产量的计划。这一行为使其因违反欧洲不公平消费者行为指令中禁止误导性行为的规定而被起诉。巴克莱银行声称“致力于帮助公司采取行动应对地球面临的环境和可持续发展挑战”“提供转型其所服务的经济所需的绿色和可持续融资”,却是欧洲最大的化石燃料资助者。^[45]

• 3. Greenshifting “暗度陈仓”:暗示消费者负有责任,以转嫁自身责任。

自1988年以来,包括英国石油公司在内的100家公司对全球温室气体排放量的71%负责。在2018年的营销材料中,英国石油公司反而敦促消费者进行“低碳饮食”,并夸大其极少的可再生能源投入——不到其年度预算的2.3%。

• 4. Greenlabeling: “绿色标签”:采用含义不明的标签以引导误解。

2024年阿姆斯特丹地方法院裁决认为,荷兰航空公司(KLM)的15个广告暗示飞行可以变得可持续,以及购买或贡献“补偿”产品实际上可以减少、吸收或补偿飞行的部分气候影响,是误导和非法的。

2023年ShareAction公布了对欧洲20家最大的上市银行的绿色金融目标及其报告进展情况进行研究的结果。他们发现只有3家银行实际公布了“绿色金融”目标的计算，只有7家银行报告了其实现的影响；且银行在计算“绿色金融”及其影响时使用了不同的量化方法，导致他们低估了碳排放的负面影响，同时高估了绿色融资的积极影响。^[45]

• 5. Greenrinsing “大水滔天”：设定富有雄心却无法证实/实现的目标。

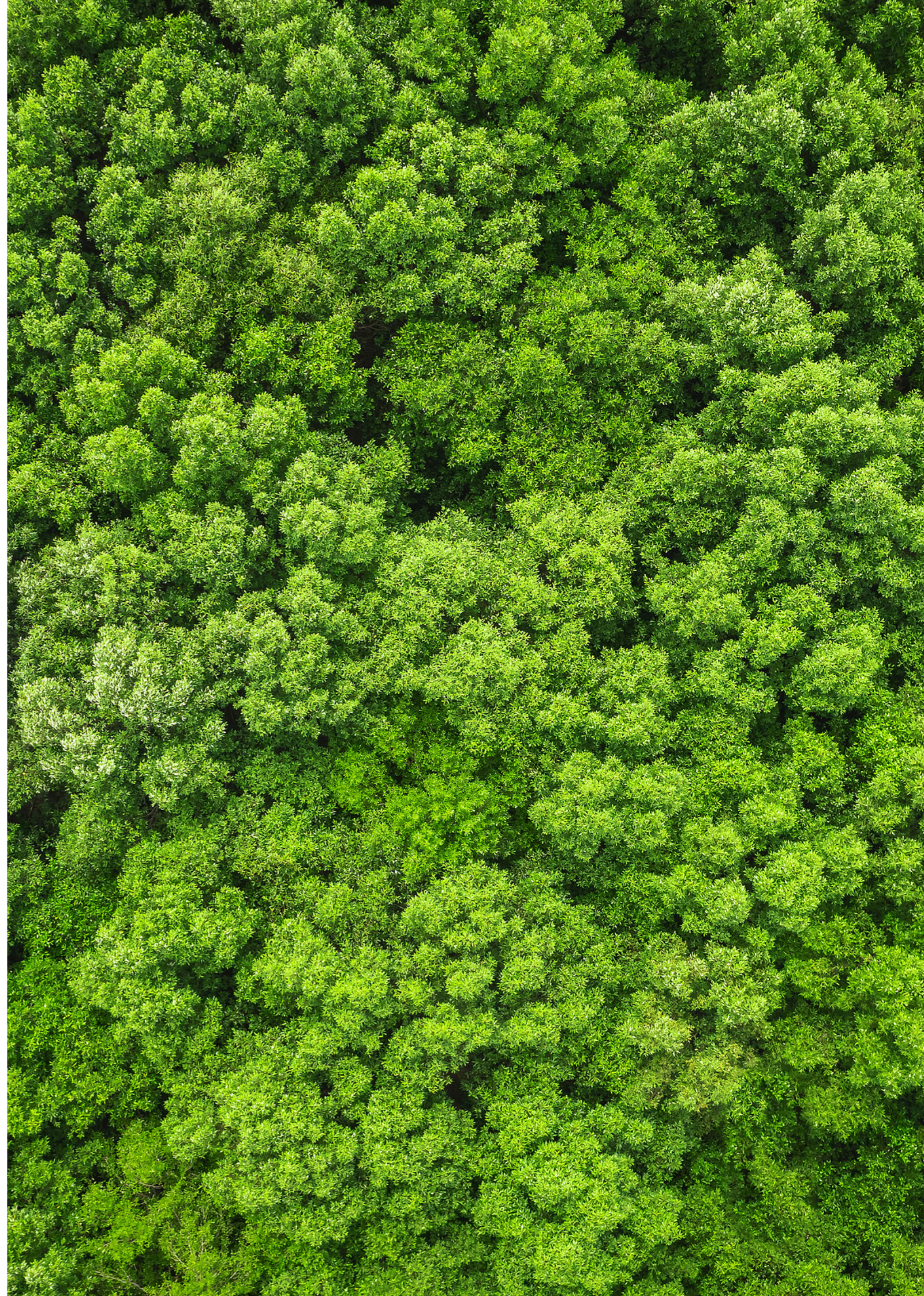
2022年，研究机构对24家自称“气候领导者”的全球公司——包括亚马逊、谷歌、H&M、Zara、梅赛德斯-奔驰和三星等——的气候战略的透明度和质量进行了分析，认为几乎所有当前的气候主张或未来的净零目标都具有误导性、夸大或虚假。^[46]

保险交易所Lloyds劳合社表示，从2022年1月1日起，它要求其管理的代理人不再为燃煤电厂、煤矿、油砂和北极能源勘探提供任何新的保险；然而总部位于伦敦的保险经纪公司Alesco最近的一份公开报告指出，虽然许多劳合社成员已经采用了该政策，但其他成员继续接受新的煤炭业务。^[47]

• 6. Greenhushing “沉默是金”：企业为了逃避审视而不披露其可持续发展的相关信息。

2022年，SouthPole调研发现，约四分之一受访企业已制定了基于科学的减排目标但不愿公开。New Climate Institute在2024年报道称，根据其对70家企业的分析，并不存在企业不愿公开气候目标的趋势，而发现企业正撤销不够严谨的碳中和声明，以提高其气候沟通的透明度。他们认为SouthPole的结论有其方法学上的局限性^[48]。当然，“撤销不够严谨的碳中和声明”本身就是逃避审视的表现，而透明度是否随之提高取决于随后的披露质量。

欧盟可持续金融披露条例(SFDR)出台后，多家大型资产管理公司将其部分基金由SFDR下的第9条（具有可持续目标）降级为第8条（促进环境或社会责任特性），被认为以此避免第9条标准的审查。



“漂绿”的根源

追名与逐利的根本前提是“名”与“利”的存在。而名利实现机制的漏洞为弄虚作假提供了条件。

在金融领域，消费者/投资者对可持续产品的“绿色偏好”，以及愿意为可持续产品让渡自己的利益而接受“绿色溢价”，是“漂绿”动力的来源；而信息不对称和监管的缺乏让营销美化成为可能，为“漂绿”提供了条件。

2.1 绿色偏好和绿色溢价：“名”与“利”

绿色偏好和绿色溢价是一切的动力和根源。用可能有些诛心的说法，它们大致相当于我们通常说的“名”与“利”。

“绿色偏好”可类比为对“名”的喜好。对于消费品和企业，“绿色偏好”来自于消费者、公众等利益相关方；对于金融，“绿色偏好”来自于投资者，包括资产所有者及其受益人，以及受托管理资产的投资机构。

“绿色偏好”是可持续产品和活动存在的基础。

“绿色溢价”可类比为“利”的存在。在消费品层面，绿色溢价指可持续消费品因其可持续属性而能够收取比普通消费品更高的价格。在金融层面，绿色溢价通常指可持续债券/贷款比普通债券/贷款具有更低的收益率/利率（等同于更高的价格）。这也是为什么绿色溢价会被表述为“负利差”或“溢价为负”。这实际上指的是投资者通过接受更低的收益率/利率，让渡自己的一部分利益给融资方，以支持其可持续行为。

对“绿色溢价”的接受，是可持续产品和活动存在和发展的关键。因其相对于普通产品和活动而言负担了更高成本，如果不能通过绿色溢价将额外成本进行分摊，这些产品和活动将注定无法持续。

正如名利能互相转化，“绿色偏好”也是导致“绿色溢价”的原因之一，其作用可以用供求关系表示。然而，反过来不一定成立。在实操层面，“绿色溢价”的根基并不牢固，导致目前“绿色偏好”的基础并不是“有利可图”。

2.1.1. 绿色偏好

从某种意义上说，太阳下无新鲜事，金融界的“绿色偏好”正重复着其他行业“绿色偏好”的发展历程。

2.1.1.1. 消费品之“绿色偏好”：“名义”与“实际”

可持续消费品存在的前提，似乎是大众对“可持续”或“道德”消费的偏好。那么，这样的偏好为什么会出现？价值层面的选择当然是重要因素，2005年的一篇论文指出，除此之外，享乐主义与身份建构也在可持续/道德消费中扮演着隐性推动者的角色。这表现为：^[49]

- 1) 区分自己——炫耀性消费，具有社会可见性的道德消费可用以彰显高品位；
- 2) 享乐主义——道德消费中隐含的“为他人带来好处”的心理可以增进商品带来的愉悦感；
- 3) 爱——为家人朋友购买特别的商品以表达对彼此的爱，如有机婴儿食品；
- 4) 审美欣赏——对“商品是在公平贸易或绿色环保状况下生产”的理解可以带来一种特定的审美体验。

另一个层面的动机可能是“赎罪券效应”：“道德自我许可”的心理机制可以让过去的道德行为成为以后不那么遵从道德而行的理由，即便是潜意识的——“消费者在有机食品超市购物，然后心安理得地开着他或她的SUV回家。”^[50]

享乐主义、身份建构和“赎罪券”效应都强化了可持续/道德消费的“名义”而非“实际”。换句话说，除了一小部分严格的价值消费者之外，大多数人只要认为自己消费了可持续产品，目的就达到了。产品是否真的可持续，似乎不那么重要。

2.1.1.2. 企业之“绿色偏好”：主动还是无奈？

近年来，对企业而言，来自利益相关方的压力某种程度上正在形成一种“剧场效应”，令其不得不选择“绿色偏好”。

越来越多的利益相关方对企业提出要求，其覆盖范围从气候战略、转型计划，到公司治理，无所不包；其场景从ESG评级和投资到招投标沟通，绿色偏好无处不在。

而企业披露的战略和承诺也面临着越来越严格的审视比较。根据气候行动追踪组织(Climate Action Tracker,CAT)的评估，截至2024年4月，没有一个国家的NDC与巴黎协定1.5度目标完全一致^[51]；然而，业界对企业的转型计划的评估却始终始终以巴黎协定1.5度目标为标杆，未达到就会招致批评。随着评级机构和研究团体将企业碳目标进行评级、纳入ESG评级/风险评估，以及资本市场将ESG评级/ESG风险纳入投资考虑，企业不得不将相应的应对提上日程。

利益相关方的期望是如此之高，甚至企业不仅需要自身制定净零战略，还需要积极参与国家净零战略的政策制定，否则也会被认为存在“诚信问题”。^[52]用伦敦政治经济学院气候法助理教授乔安娜·塞策尔的话来说：“他们被迫表明他们正在做某事并宣布承诺。”^[53]

2.1.1.3. 金融之“绿色偏好”：多重因素的结果

从个人到大型机构，投资者越来越希望利用自己的资本帮助创造一个更可持续的世界。然而，价值倾向古已有之，为什么“绿色偏好”只是在近些年得到显著实现？除了投资者的价值倾向，来自监管机构的施压是其重要来源。⁶

⁶ 另外，ESG基金较高的管理费率也可能对基金管理方的绿色偏好产生影响。FactSet的数据显示，被定义为社会责任投资的基金管理费比普通基金高出43%，《华尔街日报》认为这可能是基金公司成为ESG投资或可持续投资最大参与者之一的重要原因。^[4]由于这并非产品溢价，暂且仍归为“绿色偏好”而非“绿色溢价”范畴。

2020年，英国的《尽责管理守则》明确要求投资机构把ESG因素纳入投资过程，并强调需要识别和应对市场和系统的风险因素。目前全球已有二十多个金融监管机构推出了这样的守则，很多也纳入了ESG的要求，国际公司治理网络(ICGN)的尽责管理守甚至已将ESG以及相关风险的考虑定义为受托责任的核心之一。虽然守则都是自愿性质，但由于监管的强力推动，许多投资机构都积极签署了这个守则，承诺会依照执行，并每年汇报。^[54]

而部分国家或地区的金融监管机构已将绿色金融或ESG投融资的规模、增速、丰富度或ESG评级等作为金融机构的考核指标。^[55]如2021年6月，中国人民银行发布了《银行业金融机构绿色金融评价方案》，说明将根据银行的绿色金融绩效对银行进行评价和评级，评价指标除了绿色信贷，还包括绿色债券持有量。^[56]对绿色信贷的偏好主要是通过政策工具，即人行对商业银行的考核实现的。

以上因素综合作用，带来了ESG投资规模的迅速增长。据调查，2022年全球投资者中有超四分之一(28%)表示投资策略的核心为ESG，且“接受”和“遵守”ESG立场的投资者分别为34%和29%。^[55]

以ESG投资最大的来源欧洲为例：一项基于对合计资产管理规模(AUM)为13.68万亿欧元的欧洲48家资产管理公司的调查显示：1) 90%的受访者积极投资于绿色债券；2) 大多数受访者(60%)对绿色债券市场的风险敞口(持有超过1%)高于绿色债券市场相对于整个债券市场的权重(0.5%-1%)。^[57]

然而，我们是否能区分出关于投资者的绿色偏好，多少来自于自身的价值倾向，多少来自于应对监管的合规压力，又有多少来自于商业逻辑下的自然选择？

有从业者认为，投资者忽视财务业绩而过分关注社会或环境目标，看似为了减少对人类和地球的外部性而牺牲一些回报，但如果只是为了自我感觉良好而不在于是否对环境和社会产生真正的影响，那么可以说也反映了一种现代的“赎罪券效应”。^[58]

正如可持续消费的逻辑一样，对这些问题的回答，决定了“绿色偏好”的“名义”与“实际”。而当“绿色偏好”仅仅停留在“名义”上，“漂绿”的土壤也就出现了。

2.1.2. 绿色溢价

假设人们普遍具有绿色/道德消费偏好，他们是否愿意为相应的产品支付“绿色溢价”？

根据普华永道发布的2024年消费者之声调查，超过五分之四（80%）的消费者表示愿意平均多花9.7%的钱来购买可持续生产或采购的商品。此前贝恩咨询对全球23000名消费者进行的调查也发现，50%的消费者表示可持续发展是他们的四大购买标准之一；全球受访者表示愿意平均支付12%的溢价以尽量减少对环境的影响。然而该调查同时发现，公司平均为更可持续的产品收取高达28%的溢价；近一半的发达市场消费者和超过三分之一的新兴市场消费者表示可持续生活的成本太高。^[59]

在消费品领域，由于“绿色溢价”相对应的价值并不主要体现在使用价值上，人们对“绿色溢价”的接受程度似乎无法匹配生产商的普遍期待。

那么，金融领域是否有不同的表现？

2.1.2.1. “绿色溢价”主要存在于绿色债券产品

绿色债券作为金融产品，普遍存在着更低的风险溢价和收益率，体现为与普通债券相比的负的利差，等同于更高的价格，被称为“绿色溢价”，或称“负溢价”。

绿色溢价意味着更低的融资成本，为发行者提供了激励。

- 最典型的例子是德国的联邦证券。德国特有的孪生证券概念让所有的绿色联邦证券都有相对应的传统联邦债券。他们具有完全相同的息票和相同到期日。对比孪生绿色债券和传统债券的收益率，绿色债券普遍具有更高的价值。^[60]

- 巴克莱银行在2015年的研究报告指出，在考虑了信用风险的情况下，绿色债券的期权调整价差（OAS）将低17bps。法国里昂大学Olivier David Zerbib分析了2016年全球发行的投资级绿色债券中的1/5，样本的绿色溢价为-8bps，美元债券和欧元债券分别为-5bps和-2bps。^[61]

- 香港金融管理局2022年的一份报告显示，基于对371家公司的1371只绿色债券的分析发现，绿色债券平均和中位数绿色溢价分别为25个基点和8个基点——其发行成本通常低于传统债券。^[39]

- CBI在2023年上半年“一级市场绿色债券定价”报告中为50只非主权债券建立了收益率曲线，其中16只债券（或32%）获得“绿色溢价”。^[62]

- 中国市场方面，基于对2016-2018年所发行的绿色债券的研究发现，中国绿色债券具有平均水平为5个百分点左右的正溢价——绿色债券收益率比传统债券高^[63]；而随着时间的推移，我国债券的绿色溢价逐渐由正转负，2018-2020年平均低17bps。^[61]

- 远东资信研究院选取2018年至2022年五年间在国内发行的绿债作为样本，研究发现，近5年具有发行定价优势的绿债占比都在70%以上，且贴标及绿债第三方评估认证都会显著降低债券的风险溢价，带来更低的融资成本。^[64]

可见，对于绿色债券而言，发行溢价是存在的。不过，也有研究发现，虽然绿色债券在境内的一级市场有一定的发行溢价，但利率优势并不大，且第三方评估认证等额外成本和更多的信息披露要求，都影响了国内企业发行绿色债券的积极性。^[26]而境内绿色债券在二级市场并没有明显溢价，流动性相对较弱。^[65]

而对于其他金融产品，“绿色溢价”并不明显。

绿色贷款暂时不存在普遍的绿色溢价，虽然部分地区存在对绿色贷款进行补贴的现象。一个值得注意的案例是，2021年，人民银行设立了碳减排支持工具，对金融机构向碳减排重点领域发放的碳减排贷款，由人民银行按贷款本金的60%提供一定期限的再贷款资金支持，利率为1.75%。2021年7月至2022年年底，使用碳减排支持工具的21家银行发放的碳减排贷款共计6816.48亿元。^[27]而2022年末，我国本外币绿色贷款余额已达22.03万亿元。能获得低利率支持的绿色贷款只占极小一部分。

而对于ESG基金，投资者似乎不考虑“让利”，其ESG投资是否能得到财务回报的正反馈反而越来越成为关注的焦点。

一项研究评估了1970至2014年间对不同资产类别和地区的ESG表现进行的两千多项个人分析的结果,得出的结论是:与投资组合层面的研究相比,公司层面的研究更有可能发现ESG与财务业绩之间存在正相关关系;其中,新兴市场由于ESG标准全面较低,ESG与企业财务业绩之间存在正相关关系。^[66]而在发达市场,ESG投资的投资回报正面临着前所未有的质疑。

根据投资公司协会(AIC)的年度ESG态度追踪器,与2021年的33%相比,现在只有22%的投资者认为ESG投资可能会改善业绩;24%的投资者认为这将损害业绩;近三分之一(30%)的受访者认为ESG投资可能会导致更高的风险。相对应地,ESG投资的受欢迎程度也在不断下降。^[67]在美国,在共和党主导的各州纷纷提出限制ESG法案的同时,基于遵守ESG因素而非财务因素进行投资,而指控401(k)养老金计划违反受托责任的诉讼量近些年也在激增。

2.1.2.2. 绿债的“溢价”为什么能存在?

通常而言,绿色资产由于采用更可持续的方式,或由于技术尚未大规模普及,往往伴随着更高的技术风险;在一些特定行业或领域,绿色资产还往往面临更高的政策和市场风险,如可再生能源对基础设施的依赖决定了监管环境的任何变化(如上网电价、税收激励、购售电机制)都可能损害其稳定性。按照市场定价机制,这些都会导致更高的风险溢价,体现为更高的收益率要求,即更低的价格。但事实上,普遍观察到的情形却是“绿色溢价”,刚好相反。这是为什么呢?

综合各种研究数据,绿债一级市场的绿色溢价能被市场接受而长期存在,可以从如下角度解释:

• 1) 绿色偏好带来的供求不平衡

绿色偏好带来的供求关系体现在绿色债券常常具有更高的认购率。CBI2023年上半年绿色债券一级市场定价报告显示,欧元绿债平均认购倍率为3.2,美元绿债平均认购倍率为5.4,而对应的可比普通债券认购倍率分别为2.7和2.4。^[62]供求影响价格,对绿色债券的偏好自然带来溢价。

• 2) 为转型风险提供信号指示

IMF2022年的一份工作报告显示,在不考虑先天绿色偏好的情况下,绿色债券在信息不对称的市场中可以为被投公司的绿色资质提供“昂贵且部分可信”的信号,让投资者避免因碳定价的引入而面临较高转型风险的公司。转型风险越高,信息不对称造成的“漂绿”越严重,这一信号传递功能带来的绿色溢价水平越高。^[68]即:可以认为绿色溢价在一定程度上是额外价值的体现。

• 3) 绿色债券可能具有更高的流动性

欧洲资本市场研究所发现,基于2009至2022年间发行的全球债券数据集,政府和超国家发行的绿色债券流动性更强;公司债券并非如此,但能源部门公司发行的公司债券除外。^[69]

2023年发布的另一项研究使用了包含3,496只绿色债券的全球数据集并进行回归分析,发现第三方意见(SPO)的绿色评级与绿色债券流动性之间存在正相关关系。具有绿色评级的企业和市政发行人的绿色债券比没有绿色评级的绿色债券流动性更高。但对于金融机构和市政当局以外的其他公共发行人,绿色评级对绿色债券的流动性没有影响。^[70]

即:绿色溢价在一定程度上体现了投资者为获取更高的流动性愿意支付额外的费用。

• 4) 政策支持与激励

政策制定者采取多种类型的激励措施来支持绿色债券发行:支持研发(R&D)、投资激励(资本补助、贷款担保和低利率贷款)、通过对冲或降低风险来瞄准资本投资成本的政策,以及税收激励政策(税收抵免、直接补贴、免税等)。^[71]

亚洲开发银行（ADB）2021年的报告指出，一些国家的绿色债券政策，如绿色债券补助和税收优惠，对私营部门尤其是对于首次发行者和特定行业的绿色债券发行产生了积极而显著的影响。^[72]

如：美国联邦政府允许市政当局为清洁能源和节能目的发行应税债券，其中市政当局70%的息票由联邦政府向债券持有人提供税收抵免或补贴提供。巴西为风电项目融资而发行的免税债券使债券投资者无需为其持有的绿色债券的利息缴纳所得税。^[73]

欧洲48家资产管理公司认为，在政策措施中，低碳资产的资本优惠待遇和绿色定义的最低标准是资产管理者的首选工具。而对绿色债券的补贴和对高碳资产的惩罚性资本要求只得到了受访者有限的支持。^[57]

即：政策支持与激励在某种程度上可以对冲其他因素造成的绿色溢价，减少投资者实际支出的成本。

2.1.3. 不同的动力源驱动不同的“漂绿”者

综上所述，可以认为绿色贷款和ESG基金的“漂绿”动力是投资者的“绿色偏好”——“名”，而绿色债券的“漂绿”动力，是其资产所享有的“绿色溢价”——“利”。

这也许可以解释为什么ESG基金领域的“漂绿”多发生于各级投资者，而可持续债券领域的“漂绿”多发生于融资方/发行方。

2.2 营销美化式的宣传：化动力为行动

虽然市场上确实存在绿色偏好和绿色溢价，但只有当营销美化成为一种可行的宣传方式，才能为“漂绿”，即绿色偏好和绿色溢价的虚假实现，扫清障碍。

2.2.1. 可持续发展沟通：“讲故事”的粉饰

在常规的产品营销之外，早期的企业可持续发展沟通，一般试图通过构建一种社会道德合法性，在利益相关方中建立信任关系。这也是许多大公司的可持续发展团队隶属于品牌传播和营销部的原因。

这造成了：1) “讲出好故事”成为沟通主旨；2) 对“好故事”的理解往往缺乏业务深度和业务参与度；3) 读者群对内容的技术准确性并不敏感。三者合起来，为对内容的适度美化提供了合理性和可能性。

在前ESG时代，企业的可持续发展沟通由于营销的传播视角和不与任何财务指标挂钩的性质，其适度美化可能并不会受到太大范围的关注。当ESG绩效可以转变为品牌价值/销售额/溢价，可持续发展沟通也就从无人在意变成“好用的工具”。在美化的动力激增的同时，企业可能仍然延续从前的营销视角“讲故事”的逻辑，习惯性地避重就轻、夸大其词。

某种程度上说，是ESG投资将企业的可持续发展沟通从广告法监管的领域拉向财务信息领域。然而，ESG信息披露前期的标准不一、监管缺乏的乱象客观上为营销美化提供了空间；利益相关方对一些新兴概念如“碳中和”“碳补偿”的认知不高也让这类避重就轻和夸大其词难被察觉。

当标准和监管的空白被填补，大众的认知也逐渐提升，营销美化在这一尺度下逐渐经不起审视，“漂绿”的批评也就随之而来。

2.2.2. 产品宣传：不知产品 VS 随便宣传

与消费品一样，金融产品的营销宣传也是通过其信息披露来实现，包括产品标签，以及产品信息。

首先，在全球范围内，可持续债券目前主要依据的是可自愿遵守的指引和披露规则。标准和规则的不完整，不同的标准、监管框架的不一致，是可持续债券发展过程中一直存在的问题。规则的模糊、较低的信息披露水平为“美化”提供了可能。

同时,如前所述,绿色债券标签长期以来仅仅是一种以声誉制裁为后盾的软承诺,意味着即使发行人做出并违背了为绿色活动提供资金的承诺,绿色债券的投资者也无法获得有意义的补救措施。不具备有利的法律强制性这一事实大大降低了“美化”的成本。

而相对于可持续债券,ESG基金面临着更严重的标准和规则缺乏问题。

从产品方来看,如前所述,ESG投资策略大致分为筛选(又包括负面筛选、正面筛选,和基于规范的筛选)、ESG整合、可持续发展主题投资、影响力投资、利用股东权利参与企业治理(股东参与或尽责管理)5个类型。由于具体的标准比较模糊,且基于其性质,很难要求进行全面的环境效益考核,使得基金以“ESG”“可持续”“绿色”“低碳”等词汇命名充满可解释的空间。

以市场占比最大的两类投资策略——股东参与和ESG整合——为例:股东参与基本上属于公司治理层面,其结果不在常规的市场监督之列。而ESG整合策略的实施十分依赖被投资资产的ESG信息披露和环境外部性内部化的程度。信息披露不够完全,无法准确识别出风险机遇;评级模型不够成熟,不同评级机构对同一家企业的评级相差太大;市场反应不够灵敏,并不总能给某方面做得好的公司足够的绩效优势……这些问题在大大制约这一投资策略有效性的同时,也赋予了其较多的操作弹性。

而从需求方出发,投资者的“绿色偏好”推动力是自己还是监管,看中的是“绿色”之“名”还是“实”,决定了在多大程度上会“较真”;即便决定“较真”,由于可持续相关金融产品产生的时间不长,发展和衍化十分迅速,投资者对此的认知普遍不高,反过来也为产品方可能的浑水摸鱼提供极大的空间。



“漂绿”的危害与应对

以下主要以消费品和企业的“漂绿”为参照，对金融领域的“漂绿”进行分析。

3.1 危害：损人亦不利己

在利益相关方对“可持续”和“绿色”的期望下，企业有“漂绿”的动力、“漂绿”的条件，产生了五花八门的“漂绿”行为，对市场、也对自己造成了危害。

3.1.1. 危害市场

在金融领域，首先，“漂绿”令整个资本市场为并不存在或得不偿失的效益支付了绿色溢价，造成了资金的浪费。而众多投资级别的“非绿”项目或活动通过“漂绿”变身可持续资产，会令原本就难以融资的真正的可持续项目或活动更加难以获得商业领域的资金支持。

据国家应对气候变化战略研究和国际合作中心测算，从2020年到2060年，中国可能需要高达139万亿人民币（22万亿美元）的投资，长期资金缺口为年均1.6万亿人民币（2,540亿美元）。^[31]

业内人士认为，虽然区域机构投资者面临可持续投资的压力，但可融资的可持续资产十分短缺。亚洲60%的基础设施项目被认为无法融资，而30%由于风险分配不当或项目准备不足，只能勉强融资。^[74]

其次，从投资者角度来看，一方面，绿色溢价的直接支付方让渡了利益却未获得真正的外部性，反而面临“漂绿”质疑。另一方面，“漂绿”行为会模糊市场对绿色环保的认知和标准的理解，扰乱金融服务市场的秩序，让真正想实施可持续金融的投资机构无从选择，甚至产生“劣币驱逐

良币”的后果。最终，“漂绿”带来的欺骗感会令投资者对绿色市场失去信任，不愿参与。

投资公司协会（AIC）的年度ESG态度追踪器显示，2021年，近三分之二的受访投资者（65%）表示他们在投资时考虑了ESG。这一比例在2022年降至60%，2023年降至53%。47%的投资者表示在投资时不考虑ESG因素，给出的首要原因是这些投资者优先考虑业绩而不是ESG问题，其次便是资产管理公司对ESG声明的不信服。在2021年的调查中，48%的受访者同意“我不相信基金的ESG主张”。这一比例在2022年上升到58%，在2023年的调查中达到63%。^[67]

第三，从政府和监管机构的角度来看，由于漂绿危害的是整个可持续发展议程，而国家是社会的托底方，“漂绿”带来的虚假繁荣会扰乱信息和决策，延误发展日程。

最后，从大众的角度来看，如果说投资机构也可能是“漂绿”的共谋，乃至就是“漂绿”发起方，那么愿意支付可持续溢价的大众消费者/投资者，如养老金受益人、政府绿色补贴的来源纳税人，在漂绿闹剧中可能就是最弱势的受害方。近年来美国的几桩ESG投资诉讼多以损害养老金受益人利益的名义发起，虽然其主要攻击点在于ESG投资是否跑赢市场，但很难说甚嚣尘上的“漂绿”质疑没有在其中产生影响。

3.1.2. 危害自身

“漂绿”千千万，对“漂绿”者的影响也大有不同。

首先，即使是看似纯营销美化似的“漂绿”，也存在从语言欺诈升级为行为欺诈的风险。

组织的沟通构成(Communicative Constitution of Organizations,CCO)理论认为，沟通不仅仅是一种表达，也是组织自我建构的方式。组织通过不断重复和强调，以及参与者之间不断进行含义上的协商，给自我以肯定和压力，实现从象征到实质的转化。正面例子如“一言既出驷马难追”——“说着说着就做了”；反面例子如“谎言千遍成为真理”——“说着说着就信了”。

也就是说，如果企业的社会责任承诺无法实现，大张旗鼓的沟通可能会煽动不道德的行为，试图在组织环境中将这些期望“变为现实”，从而引发相关的违法行为。

一项对2014-2015大众汽车“排放门”丑闻的研究显示：在事件前，对外，大众汽车有着雄心勃勃的可持续发展沟通，致力于在2018年成为“世界上最环保的汽车制造商”，并公布了具体的碳排放相关目标；对内，员工了解公司的企业社会责任政策，且在这一主题上受到了一些“持续、温和的压力”，尤其是“通过时事通讯、社论、研讨会和内联网进行结构良好、经过深思熟虑的内部沟通”的形式。

研究认为，大众汽车的漂绿行为乍一看似乎更接近于“言行脱钩”下的“捏造事实”，因为该组织对其车辆符合污染物排放的法律要求以及二氧化碳排放量的逐步减少做出了虚假陈述。然而，大众不仅被指控虚假声明，还被指控通过添加操纵软件故意操纵产品，通过重新设计业务流程来规避美国的标准。因此，这种不负责任的行为超出了纯粹的表面沟通，反而近似于由于无法兑现承诺而滋生的欺骗性操纵行为。^[38]

在金融领域，所有“言行脱钩”（说一套做一套）的“漂绿”都有同样的风险。

其次，随着“漂绿”的越来越受到关注，标准、规则和监管的漏洞开始补上，与之相关的诉讼纷纷出现，且有愈演愈烈之势，为“漂绿”者带来巨大的法律风险。

根据世界可持续发展工商理事会2023年早些时候发布的研究，在过去30年中，涉及ESG相关问题的诉讼量增长了25%。^[75]

而根据对15家大型银行的Sustainalytics数据的分析，2020至2023年间，与产品环境和碳影响相关的诉讼事件的数量增加了12倍，大多数诉讼和调查都对环境政策的实施和气候承诺（例如《巴黎协定》的承诺）的实施提出质疑。例如：^[76]

- 2021年，一个非政府组织向美国证券交易委员会（SEC）提起了针对德意志银行、巴克莱银行、Axis Bank、星展银行和阿联酋迪拜国民银行的法律诉讼，涉及与可持续发展挂钩债券相关的漂绿索赔。鉴于英国金融监管机构对这些债券设计的担忧，例如实现可持续发展目标的激励不足、目标薄弱和利益冲突，这些索赔对银行来说可能是重大的。

- 2023年，法国巴黎银行因涉嫌违反公司尽职调查法和化石燃料融资而被法国非政府组织起诉。该案仍处于早期阶段，目前尚不清楚是否会继续进行监管调查。但是，如果当局展开调查，该银行可能会被罚款。因此，该事件被归类为法国巴黎银行的中度风险，或第2类。

- 2023年，加拿大竞争局开始对加拿大皇家银行进行调查，原因是其在一家非政府组织提出法律投诉后，就其环境政策做出了虚假和误导性陈述。该投诉要求对银行处以罚款并下令删除该公司关于应对气候变化的所有声明。如果该银行被判犯有误导公众罪，可能面临最高720万美元（1000万加元）的罚款。由于监管和声誉风险的增加，此事件被视为第3类或重大风险。

一个著名的已完结案例是德意志银行的投资部门DWS，也是欧洲最大的资产管理公司之一。2023年，DWS同意以1900万美元的罚款解决SEC对其“ESG虚假陈述”的诉讼。此前，DWS被指“对其将ESG因素纳入ESG综合产品的研究和投资建议的控制做出了重大误导性陈述”，夸大了金融产品的绿色或可持续发展相关方面，导致涉嫌“招股说明书欺诈”。^[77]

而目前金额最大的“漂绿”相关诉讼大概来自巴西上市矿业公司、全球最大的铁矿石生产商之一淡水河谷公司（Vale S.A.）。2023年，SEC宣布，淡水河谷公司同意支付5590万美元，以解决去年4月提出的指控，原因是在2019年1月布鲁马迪尼奥大坝坍塌造成270人死亡之前，涉嫌对该大坝的安全性进行虚假和误导性披露。尽管淡水河谷的公开可持续发展报告向投资者保证其所所有大坝都经过认证为稳定，但实际上多年来该大坝并不符合国际公认的安全标准。^[78]

最后，即便“漂绿”者逃过了可能的法律制裁，如果“漂绿”成为一种普遍现象，劣币驱逐良币会造成“良币”的反弹，而剧场效应也会让“劣币”越来越难获得预期的溢价，甚至导致信任的彻底丧失，动摇绿色溢价存在的基石。最终，如果绿色市场被扰乱，任何参与方都难以再从中获利。

3.2 应对：源头渠道两手抓

如上所述，“漂绿”的根本动力在于消费者/投资者具有“绿色偏好”，愿意接受“绿色溢价”；而信息不对称和监管的缺乏让营销美化成为可能，又为“漂绿”提供了条件。因此，“漂绿”的解决，其着眼点大概在于：

- 1) 校正“动力”：让“绿色偏好”和“绿色溢价”离开“名义”回归“实质”。
- 2) 杜绝“美化”：通过清晰而完善的标准、严格的监管，实现严谨、全面而规范的信息披露，解决信息不对称问题，让营销美化无所遁形。
- 3) 追究责任：再通过市场和公众的监督以及法律的保障，提升违法成本，让“漂绿”行为得不偿失。

3.2.1. 校正“动力”

从源头上校正“动力”，不仅需要对被利用的绿色偏好进行规范，也需要对利益相关方的“绿色”认知进行提升。

1) 约束偏好：

欧盟针对环境标签的最新规定是一个釜底抽薪的例子。2024年3月6日，欧盟的《赋能消费者以实现绿色转型指令》（“绿色转型指令”，Directive(EU)2024/825），正式在欧盟官方公报上公布，并于公布后第20天起生效。该指令适用于所有在欧盟市场流通的产品。指令禁止在没有“经公认的优异环境绩效证明”的情况下使用包括“环境友好”“生态友好”“绿色”“节能”“生态”“气候友好”“可降解”等十余种环境声明。^[79]

指令还规定，商家在任何情况下均不得基于温室气体排放抵消而声称其商品和服务对温室气体排放有中性、减少或积极的环境影响。也就是说，所有声明，如“碳中和认证”“气候净零”“气候中和”等，只要是基于温室气体排放抵消，都将不得使用。^[79]由于很长时间内，绝大部分产品和服务还无法做到不靠碳抵消而实现碳中和，这一规定约等于对目前所有的碳中和声明下了禁令。

如果说对于环境标签的规定，还属于通过高标准和高门槛进行规范，那么对于产品和服务碳中和，基于其巨大的争议和广泛的误解，干脆通过完全禁止，来彻底抹杀这一分类，让被创造出来的“绿色偏好”无从谈起，“漂绿”自然也就失去了意义。

2) 提升认知：

首先，提升利益相关方的认知有助于纠正误解。

绿色转型指令为什么对其余环境标签都可以网开一面，而对“碳中和”却选择赶尽杀绝？最大的区别在于，大众对“碳中和”这一概念已经存在太多太深的误解，而这一概念的复杂性又令误解的消除成了难以完成的任务。

有多少人能意识到，一个标注了“碳中和”的产品或活动，很可能与未做此标注的产品或活动的唯一区别在于花钱购买了相应的碳抵消信用？有多少企业自动将“碳中和”与购买碳抵消或绿电划了等号？

人们又是否能分清碳抵消中，“避免”“减少”“消除”三者含义的异同，说得出碳抵消的基准线和额外性概念所指为何，绿电的溢价通过什么机制起作用？然而，对这些问题的认识，在很大程度上决定了对“碳中和”这一标签的认识是否准确，所谓“绿色偏好”能否落到真正“绿色”的事物上。

理解需要门槛，误读才是常态。如果科普是不可能完成的任务，那么，与其任凭误解丛生，带来各种各样的投机而扰乱市场，不如直接禁掉完事。只有当大众的认知提升，问题才有可能解决。

而在金融领域，虽然利益相关方多为金融专业人士，但金融领域的专业性不代表对“绿”以及“绿”与金融的结合也具备专业认知。这里同样存在许多难以消弭的误区。

例如,人们是否清楚,绿色债券主要考核的是项目活动与绿色标准的符合性,发行绿债并不能证明企业是个“绿色企业”,或已经通过了企业层面全方位的尽职调查和风险分析?人们又是否了解,所谓“可持续资产”只是“用可持续方式管理的资产”,而“用可持续方式管理”是一种投资策略,并不意味着它从结果上已经实现了可持续?

一家油气公司发行绿债以提升现有设施能效减少排放,被指控“漂绿”^{[80][81]};一家主营燃煤发电的企业为其可再生能源项目发行绿债,也被称为“漂绿”^[82]。然而,类似种种“漂绿”指控,在多大程度上其实来自对绿色金融产品的误读,和对“绿色”期待的无限扩大?“绿色”无法一蹴而就。以上面两个例子来看,如果这些都算“漂绿”而不应获得支持,高碳行业又该做些什么来实现低碳转型?

其次,提升利益相关方的认知也有助于“绿色偏好”离开“名义”,回归“实质”。

以绿色债券为例,其“绿色溢价”似乎都只与“绿色”之“名义”而非“绿色”之“实质”相关——如只要是贴标绿债,就能获得发行溢价,就能获得政策倾斜和补贴,而不在于能真正产生多少环境效益。那么,如果能通过利益相关方的认知提升去推动市场,将绿色溢价关联的由“名义”转为“实质”,让效益而非名义与利益让渡挂钩,投机者自然不会只在“名义”上下功夫;而要在“实质”上“漂绿”,又比在“名义”上“漂绿”要难得多了。

ESG基金的“绿色偏好”也同样存在“名义”与“实质”。由于从投资策略到企业绩效是一条纷繁复杂的链条,“绿色”的落实是一个极其艰难的任务。那么,换一个角度看,如果环境外部性能真正内部化,企业的ESG表现能真正在企业财务和估值上有所反映,投资者能真正通过ESG投资跑赢市场基准,那么在投资过程中考虑ESG因素自然能从实质上被认可,而完全不需要去漂一个绿色的“名”。

3.2.2. 杜绝“美化”

标准和监管的缺位为营销美化带来了空间。因此,清晰而完善的标准和严格的监管是应对“漂绿”的必须。

在消费品和企业领域,部分境外国家和国际组织已经针对环保宣传制定了较为详细的规定或指南,如联合国环境规划署2017年发布的《关于提供产品可持续性信息的准则》、欧盟2020年

发布的《提出和评估环境声明的准则》、英国竞争及市场管理局(CMA)2021年发布的《CMA商品和服务环境声明指南》、美国联邦贸易委员会1992年发布(2012最新一次修订)的《环境营销声明使用指南》,以及如前所述2024年欧盟的《赋能消费者以实现绿色转型指令》等。^[83]

在金融领域,两个突出的监管领域是绿色债券标准和ESG产品命名。

1) 绿色债券标准:

中国在国内绿债相关标准的整合,以及与国际绿债相关标准的接轨上,已经取得了长足的进展。2021年,不同监管机构统一更新了《绿色债券支持项目目录》,为进一步整合统一监管要求铺平了道路。^[84]2022年6月,中国和欧盟作为参与全球绿色金融市场的两大主要经济体,在初版《可持续金融共同分类目录报告——减缓气候变化》的基础上,发布了新版《共同分类目录》,该目录包含中欧共同认可的72项经济活动,较初版《共同分类目录》增加了17项经济活动。^[25]

2022年7月,绿色债券标准委员会发布《中国绿色债券原则》。《原则》在结合国内实际情况的同时,充分尊重国际通行标准,参考了国际资本市场协会(ICMA)发布的《绿色债券原则》等相关规定,明确了绿色债券的四项核心要素,包括募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理、存续期信息披露,提出了对绿色债券发行人和相关机构的基本要求。^[25]尤其是,针对存续期信息披露这一问题,2023年,中国绿色债券标准委员会发布了《绿色债券存续期信息披露指南》,境内绿债的信息披露有望进一步规范。^[23]

截至2023年底,中国在境内外市场累计发行贴标绿色债券6162亿美元(约4.46万亿人民币),其中近3720亿美元(约2.7万亿人民币)符合CBI绿色定义,被纳入CBI绿色债券数据库的绿债数量占所有贴标绿色债券数量的比例从57.3%上升至63.6%。值得一提的是,2022年7月,CBI发布了最新版的《绿色债券数据库方法论》,采用了更严格的筛选标准,2023年中国被纳入数据库的绿债比例的显著提高,显示了中国发行人面对监管机构指导和规定迅捷的反应速度。^[85]

而在国际方面,针对绿色债券、绿色项目的标准整合也正在进行中。2023年11月,《欧盟绿色债券标准条例》发布。作为一项自愿性标准,它依赖于欧盟分类法的详细标准来定义绿色经济活动,确保符合市场最佳实践的透明度水平,并建立对公司在欧洲层面进行发行前和发行后审查的监督,以打击漂绿行为。^[86]2024年6月,ICMA发布了《绿色赋能项目指南》,对不符合绿色项目条件但在绿色项目价值链上起到关键作用的“绿色赋能项目”提供了指导。^[87]

2) ESG产品命名:

在ESG产品的命名和宣传上, 欧盟、英国和美国近年来推出的新法规对市场产生了重大的影响。

欧盟

2021年3月, 欧盟《可持续金融信息披露条例》(SFDR) 生效。这是欧盟委员会针对可持续发展承诺的组成部分, 旨在提高金融产品的透明度, 防止有关产品对于环境的虚假或误导性信息而导致的“漂绿”行为。SFDR要求欧盟所有金融市场参与者披露ESG问题, 并对促进ESG特性或具有可持续投资目标的产品提出了额外要求。^[88]

欧盟推行SFDR后, 欧洲市场的相关资产规模从2018年的14万亿跌至2020年的12万亿, 但2022年欧洲市场的ESG规模已止跌回升至14万亿。这被认为欧洲市场已顺利渡过SFDR规则适应阶段, 成功控制了“漂绿”的法律和声誉风险。^[89]

而欧盟的反漂绿行动还在继续。2024年5月, 欧洲证券与市场管理局ESMA发布了《使用ESG或可持续性相关术语的基金名称指南》最终报告。《指南》除了规定“使用ESG或可持续发展相关术语命名的基金应有80%的投资用于满足环境、社会特征或可持续投资目标”, 还对不同的术语规定了不同的排除标准。该指南从所有欧盟官方语言发布之日起, 两个月内, 适用这些指南的主管当局必须通知ESMA他们是否 (i) 遵守, (ii) 不遵守, 但打算遵守, 或 (iii) 不遵守并且不打算遵守指南。^[90]

英国

2023年11月, 英国FCA发布了《关于可持续发展披露要求和投资标签的最终政策声明》, 被称为英国版的SFDR。它提出了针对可持续发展相关声明的“反漂绿规则”、可持续性投资标签应满足的资格标准、产品命名和营销规则、分层可持续发展信息披露制度等。^[91]

FCA规定, 除了各个标签特定的资格标准外, 所有贴可持续性标签的产品还必须符合一般资格标准, 包括“产品资产总价值的至少70%必须根据其可持续发展目标进行投资”。而未贴可持续性标签的产品如果在其名称和营销材料中使用与可持续发展相关的术语, 则需要遵守严格限制。

其中, 反漂绿规则将于2024年5月31日生效, 其余部分将于2024年7月31日起分阶段生效。^[92]

美国

2023年, SEC对已有二十年历史的“名称规则”进行修改, 要求“基金投资组合的80%与其名称所宣传的资产相匹配”。它瞄准了那些冠以ESG之名、试图利用投资者对ESG的兴趣进行营销、却并未真正将ESG纳入其投资或战略的基金。^[93]

SEC的另外一项拟议修正案要求投资基金和顾问基于“ESG因素对基金战略的重要性”进行ESG战略披露。虽然截至2024年7月该修正案仍然未决, 但其信号已经引起了广泛的注意。^[94]

与此同时, 伴随着法律法规的完善, 由监管机构、非政府组织、社会团体发起的“漂绿”相关诉讼, 对市场也起到了极大的警示作用。

3.2.3. 追究责任

完善的法规不仅提供了涉环保宣传的操作上的指引, 也赋予了其法律上的意义, 能够通过市场和公众的监督以及法律的保障, 提升违法成本, 让“漂绿”行为得不偿失。

消费者和竞争对手越来越关注误导性的ESG声明。美国商务委员会在2018至2022年间收到

了199份关于“漂绿”的投诉，数量逐年增加。提出虚假或误导性的ESG索赔的组织可能会面临重大罚款和处罚。^[95]

在2021年9月至2024年1月期间，英国竞争和市场管理局(CMA)花费了130万英镑（152万欧元）和约29,471个工作小时来调查漂绿，这强调了他们打击不法行为者的决心。CMA发现，Asos、Boohoo和George等企业使用的语言“太宽泛和模糊”；其绿色主张需要得到彻底的证明，否则，企业可能会面临巨额罚款——CMA有权对公司罚款，最高可占其全球营业额的10%。^[96]

2024年3月，欧盟《赋能消费者以实现绿色转型指令》（“绿色转型指令”）正式生效，从法律上禁止了漂绿。同时，旨在完善和补充绿色转型指令的《绿色声明指令》也在立法程序中。该指令要求欧洲市场的绿色声明发布前必须由独立的第三方验证，且五年内需更新信息并再次验证；并规定了对不遵守该法规的公司的制裁，包括最高金额为公司在相关成员国年营业额4%的罚款。^[97]

金融漂绿的处罚已经发生。2022年11月，美国证券交易委员会（SEC）指控高盛资产管理公司在ESG投资上误导客户——其两个共同基金和一个单独管理的账户未能遵守ESG投资的相关政策和程序。为此高盛资产管理公司需要支付400万美元的罚款。

SEC发现，从2017年4月到2020年2月，高盛投资团队在证券ESG研究的选择和监控上存在多项政策和程序失误。从2017年4月到2018年6月，该公司没有针对任何产品的ESG研究制定任何书面政策和程序，而且即便制定了政策和程序，高盛也未能在2020年2月之前始终如一地遵守这些政策和程序。^[98]

2024年6月，全球最大的投资顾问之一美世投资（Mercer）澳洲公司因在一项名为“可持续+”的基金中声称排除了化石燃料公司、酒类企业和博彩公司，随后投资了49只上述行业的股票，而受到澳大利亚证券和投资委员会（ASIC）起诉，并需支付1130万澳元的罚款。此案是ASIC在联邦法院审理的第一个绿色清洗案件，也是其第一个涉及“漂绿”的民事处罚。^[99]

结语

“

“漂绿”是一个在特定经济社会发展阶段产生的影响深远的现象。从消费品到金融，“漂绿”有其产生的深刻根源，给市场带来了深重的危害，也受到了越来越多的关注和重视。

随着对“漂绿”的认识和重视的加深，以及应对措施的不断建立，我们愿意相信，在初期的乱象之后，市场终将走向规范，问题终将逐步得到解决。

然而，如果说消费品领域更多是通过“绿”获得美誉度，增加销量来建立价值逻辑，那么金融产品的“绿色偏好”或“绿色溢价”则在某种程度上只停留在浮于表面的“绿色”之“名义”，其价值逻辑尚待完善。

金融“漂绿”的“名义”与“实质”之争，体现了多个层面的关系。一方面，人们争论的是“绿色”之“名”与“绿色”之“实”的矛盾；在更深的层面上，也反映了“绿色效益”之名与“财务收益”之实的矛盾。正因为“绿色”与否还不能回归风险控制的本质的本质，外部性还无法获得内部化而体现为可量化的经济价值，人们对为绿色溢价让渡的利益才尤其敏感。

因此，我们既需要令金融产品的“绿色”之“名”与“绿色”之“实”建立起更加紧密的联系，更需要建立起能将绿色效益转化为财务效益的机制。如果这一问题迟迟得不到解决，那么未来面临的可能不仅仅是“漂绿”的问题，更是大众已经越来越不在乎“绿”不“绿”——美国ESG市场近年来的争议就是最好的例子。

同时，在种种业内应对措施和手段之外，我们是否也可以呼吁大众更客观地看待理想与现实？毕竟，营销宣传所构建的世界并不是真实世界。任何产品都只是一个产品，而非一劳永逸的灵丹妙药；金融产品作为产品，也只能解决其产品设计所针对的有限问题，并非一整套综合解决方案。而种种现象都说明，在工业化一百多年后的现代社会，最基本的合规远远称不上是一个默认的前提。面对“经济-法律-伦理-公益”的社会责任金字塔，人们站在道德的高处，不应该只关注塔顶有没有镶嵌一颗醒目的绿宝石，而是去真正一步一脚印地坚固塔基，让资金流向更可持续的地方。

”

参考资料

- [1]Greenwashing—the belief that your consumers are idiots!—Edition 162, Marta Lima,2022
- [2]关于构建绿色金融体系的指导意见,七部委,2016
- [3]Definitions for Responsible Investment Approaches,GSIA,2023
- [4]ESG基金大幅缩水,投资者缘何纷纷逃离?,YinYin,2024
- [5]Global Sustainable Investment Review2022,GSIA,2023
- [6]ESG投资调查:四大特征凸显五大趋势将现,匡继雄,2024
- [7]Economic policy uncertainty,bank deposits,and liability structure, Wei Deng,Lei Gao,etc.,2023
- [8]一文读懂其他存款性公司资产负债表,杨业伟,etc.,2022
- [9]Financial corporations-statistics on financial assets and liabilities,Eurostat,2023
- [10]中美金融结构的差异及启示,吴培新,2023
- [11]"中国银行业2022年发展回顾及2023年展望,德勤,2023"
- [12]2022年金融机构债券发行规模暨融资成本排行榜,东方财富Choice数据,2023
- [13]公募基金市场数据(2023年9月),中国证券投资基金业协会,2023
- [14]ESG报告的"漂绿"与反"漂绿",黄世忠,2022
- [15]中国绿色债券市场概览及有效性分析,CBI,2020
- [16]沪深交易所完善新兴债券发行规则,强化约束绿色债券资金用途,中证鹏元评级,2021
- [17]真“金”不容假“绿”,仇兆燕胡杨,2022
- [18]New standards keep the greenwash off green bonds,Andy Bounds,2023
- [19]全球对“漂绿”监管趋势如何?中国ESG投资需要注意哪些方面?,广州市绿色金融协会,2022
- [20]接轨国际与区域实践双线并进 绿色金融标准体系建设进展如何,金融时报,2023
- [21]中国绿色债券市场存续期信息披露研究报告2022,CBI,2022
- [22]关于提示做好绿色金融债券2024年存续期定期报告披露工作的通知,中国银行间市场交易商协会,2024
- [23]关于发布《绿色债券存续期信息披露指南》的公告,绿色债券标准委员会,2023
- [24]Green Bonds;Empty Promises,Quinn Curtis,Mark Weidemaier,etc.,2023
- [25]从绿色债券到可持续类债券——2022年度中国绿色债券市场回顾与展望,廖原,白红春,etc.,2023
- [26]碳减排支持工具来了!为何聚焦三大领域?,高慧珂,2021
- [27]碳减排支持工具实施进展及发展建议,白红春,廖原,etc.,2023
- [28]2022年四季度金融机构贷款投向统计报告,中国人民银行,2023
- [29]Green(washing)bonds in Brazil:How European banks are linked to deforestation and slavery,Doloresz Katanich,2023
- [30]中国绿色债券原则,绿色债券标准委员会,2022
- [31]中国绿色债券投资者调查2022,CBI,2022
- [32]The \$280 Billion Climate Bond Market That Isn't Working,Natasha White,2024
- [33]Sustainability-linked bonds:Building a high-quality market,CBI,2024
- [34]Climate Bonds Initiative Sustainability-Linked Bond Database Methodology,CBI,2023
- [35]Sustainable?|Barclays loan to Shell comes under scrutiny as greenwashing backlash continues,Gareth Chetwynd,2023
- [36]The"Six Sins of Greenwashing",Terrachoice,2007
- [37]The Sins of Greenwashing-home and family edition,Terrachoice,2010
- [38]"More than words":Expanding the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal.",Alfon-

so Siano,Agostino Vollero,etc.Journal of Business Research.(71).February2017,27-37.

[39]Greenwashing in the corporate green bond market 2022,HKMA,2022

[40]Green bonds:Green investments or greenwashing?,Xianwang Shi,Jianteng Ma,etc.,2023

[41]Greenwashing corporate green bonds:Evidence from European and North American markets,Leinonen,Arttu,2022

[42]ESG Voting Policy Overlay2024Mid-Year Report,Sustainalytics,2024

[43]Can multifarious types of green bonds be accused of greenwashing with a durative analysis?Insights from a permanent causality vs. temporary causality phenomenon,Mahdi Ghaemi Asl·Lubos Smutka,etc.,2024

[44]The Greenwashing hydra,Planet Tracker,2023

[45]Are banks greenwashing with their ‘green finance’ claims?,Isabella Salkeld,2023

[46]Corporate greenwashing—misusing“net zero”pledges,LINDSAY OTIS,2023

[47]Lloyd’s new ESG report:greenwashing,not climate action,Lindsay Keenan,2022

[48]"GREENHUSHING":AN EMERGING TREND OR SIGN OF LESS GREENWASHING?,NewClimate Institute,2024

[49]Exploring the Dimensions of Ethical Consumption,Isabelle Szmigin,Marylyn Carrigan,2005

[50]A little good is good enough:Ethical consumption,cheap excuses,and moral self-licensing,Jannis Engel,Nora Szech,2020

[51]Climate Action Tracker

[52]"Net Zero Greenwash":The Gap Between Corporate Commitments and their Policy Engagement,InfluenceMap,2023

[53]Environmentalists sue Dutch airline KLM for'greenwashing',Merlyn Thomas,2022

[54]美国ESG投资退潮:现象与本质,陈琰炜,2024

[55]如何识别洗绿行为?——动机与行为特点探讨,冷奥旗,2023

[56]银行业金融机构绿色金融评价方案,中国人民银行,2021

[57]Why do institutional investors buy green bonds:Evidence from a survey of European asset managers,Ivan Sangiorgi, Lisa Schopohl,2021

[58]ESG investing: between indulgences,cynicism and real progress?,Bisser A.,2023

[59]消费者愿为可持续产品支付多少溢价?,华尔街见闻,2024

[60]Twin Bond Concept,The Federal Republic of Germany-Finance Agency

[61]境外绿债②:寻找“绿色溢价”,钟倩,2022

[62]GREEN BOND PRICING IN THE PRIMARY MARKET:January-June 2023,CBI,2023

[63]中国绿色债券溢价是否真的存在?,吴玥明,2018

[64]环境相关因素对绿色债券定价影响初探,杨安澜,孙晨童,etc.,2023:

[65]绿色债券环境效益信息市场需求及深化发展研究,程振华,段怡然,etc.,2023

[66]Three rewarding reasons to consider ESG when investing,Fidelity International

[67]ESG investing declining in popularity as fears of greenwashing grow,Association of Investment Companies,2023

[68]Green Bond Pricing and Greenwashing under Asymmetric Information,IMF,2022

[69]Unveiling the Liquidity Greenium: Exploring Patterns in the Liquidity of Green versus Conventional Bond,Annalisa Molino,Lorenzo Prospero,etc.,2023

[70]Greenness ratings and green bond liquidity,Gregor Dorfleitner,Jens Eckberg, etc.,2023

[71]Governmental incentives for green bonds investment,Bastien Baldacci,Dylan Possama,2022

[72]POLICY SUPPORT IN PROMOTING GREEN BONDS IN ASIA,Dina Azhgaliyeva,Zhanna Kapsalyamova,2021

[73]Tax incentives for issuers and investors,CBI

[74]ASIA Panel Discussion—Sustainable Investment-Financing,Lavan Thiru,Ng Jun Jie,2017

[75]The History and Future of Greenwashing in Finance,Melissa Weinstein,2024

[76]Double Trouble: The Rise of Greenwashing and Climate Litigation for Banks,Theodora Batouda-ki,2024

[77]SEC Fines Deutsche Bank Subsidiary DWS \$19 Million Following Greenwashing Investigation,Mark Segal,2023

[78]Brazilian Mining Company to Pay \$55.9 Million to Settle Charges Related to Misleading Disclosures Prior to Deadly Dam Collapse,SEC,2023

[79]欧盟正式公布《赋能消费者以实现绿色转型指令》，严厉打击“漂绿”行为,瑞欧科技,2024

[80]Real Life Examples of Greenwashing,Keith Mullin

[81]Bond investors and sustainability:is it all greenwash?,Vicki Owen,Saida Eggerstedt,2021

[82]Global banks under fire for facilitating coal company's opaque green bond issuance,Euijin Kim,2024

[83]“漂绿”广告宣传合规探析,金旭,朱丽,2023

[84]中国人民银行发展改革委证监会关于印发《绿色债券支持项目目录(2021年版)》的通知,中华人民共和国中央人民政府,2021

[85]中国绿色议程:绿债资金都流向了哪里?,劳佳迪,2024

[86]The European green bond standard-Supporting the transition,European Commission,2023

[87]Green Enabling Projects Guidance,ICMA,2024

[88]欧盟可持续披露新规启动金融行业成零碳之路下一站

[89]ESG成Dirty Word?政治夹缝中的美国ESG发展,吴艳阳,钱立华,etc.,2024

[90]ESMA Guidelines establish harmonised criteria for use of ESG and sustainability terms in fund names,ESMA,2024

[91]PS23/16:Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels,FCA, 2023

[92]FCA publishes final rules on UK Sustainability Disclosure Requirements and Investment Labels,Romin Dabir,Claude Brown,etc.,2024

[93]US SEC cracks down on funds"greenwashing"with new investment requirement,Douglas Gillison,Michelle Price,2023

[94]Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About Environmental,Social,and Governance Investment Practices,SEC,2023

[95]The ESG Laundromat:Greenwashing Trends and Risks,Simpson Grierson,2023

[96]Greenwashing crackdown in UK could leave big business with hefty fines,Euronews,2024

[97]Two EU Directives Aim to Shape European Legal Framework for Green Claims and Greenwashing,Torsten Schwarze,Michelle C. Schneider,2024

[98]SEC Charges Goldman Sachs Asset Management for Failing to Follow its Policies and Procedures Involving ESG Investments,SEC,2022

[99]ASIC's first greenwashing case results in landmark \$11.3 million penalty for Mercer,Australian Securities & Investments Commission,2024



南方周末 中国企业社会责任研究中心介绍

南方周末中国企业社会责任研究中心（以下简称“研究中心”）成立于2008年，是隶属于南方周末报社并由其发起的专业研究机构。其宗旨是：利用南方周末作为全国布局的综合新闻媒体的优势，发挥媒体的整合和实践能力，联合国内外企业社会责任领域的优秀学者、专家、企业及社会组织从业人士，积极推动企业社会责任问题在中国当下情境的研究和实践。

作为南方周末报社倾力打造的媒体智库之一，研究中心立足南方周末的品牌调性与资源优势，创新媒体智库产品和服务形态，研发推出了一批新型产品和服务，包括政策咨询、调研榜单、高端论坛、第三方评估、专题研讨、报告专著等，为政府、行业商协会、企业等部门提供了高品质、专业化、特色型的智慧服务，建立起了南方周末在企业社会责任领域独特而强大的专业影响力。

1. 组织与平台

研究中心目前有专职研究人员12人，分布于北京、上海、广州和成都四地。

“南方周末中国企业社会责任研究中心智库”是研究中心发起的平台型组织，目前拥有七十多名专家，成员来自中国企业社会责任研究领域的专家、学者、政府官员以及NGO、企业、基金会等机构的优秀从业人员。

2. 政策咨询

作为媒体智库，研究中心积极与四川、广东、北京等地方政府、行业协会合作，为其提供政策调研、政策咨询、经验模式总结等服务。

3. 调研榜单

中国企业社会责任评选已持续开展21年。2003年，南方周末联合中华全国总工会、全国工商联、北京大学战略研究所、复旦大学管理学院、暨南大学等机构研发完成最初的评价指标，并推

出“南方周末中国企业社会责任榜”。调研榜单以企业主动公开信息、政府部门登记信息及第三方调研数据等科学、客观的资料为研究基础，对企业的社会责任状况做出综合研究和评估，是同类媒体评选中发起最早、操作时间最长、调研数据最庞大的评选榜单。

2018年，研究中心全面完善企业社会责任调研，更新已有的评价指标体系，并首次将不同经济所有制企业一起评价排名，重点跟踪300个大型企业的社会责任表现。同时，推出房地产、互联网、汽车、金融和医药等五大行业的企业社会责任榜单，每年调研样本覆盖企业超600家。

4. 高端论坛

“中国企业社会责任年会”是由南方周末报社主办的年度盛典，发起于2009年，至今已举办16届。年会旨在通过年度责任大典，探讨在构建和谐社会的进程中，有责任担当的组织或个人应遵循的道路，梳理年度责任标杆人物和案例。年会定于每年7月举办，表彰中国企业社会责任评选中排名靠前的企业和值得借鉴的优秀案例、项目和团队等。据不完全统计，2023年第15届中国企业社会责任年会到场嘉宾和观众累计超600人次，参会企业及专业机构超过120家。

5. 第三方评估

第三方评估是企业社会责任项目科学管理的闭环。研究中心立足专家资源和专业优势，承接了部分企业和机构委托的第三方评估项目。

6. 专题研讨

依托中国企业社会责任研究中心智库以及南方周末在社会责任、公益领域积累的资源优势，2019年，研究中心发起“CSR思享荟”专题研讨会。研讨会聚焦企业履行社会责任过程中遇到的实际问题，通过“专家集体咨询”的方式为企业履行社会责任建言献策。截至目前，“CSR思享荟”已在北京、上海、广州、深圳、成都、苏州、宜宾等地举办20期，参与人员近650人。

7. 报告专著

自2003年以来，研究中心共发布年度CSR观察报告（蓝皮书）、行业社会责任研究报告、特定议题研究报告、前沿议题研究报告等近40本；公开出版了《在一起——中国留守儿童报告》、《中国扶贫的企业样本》等专著。



联系方式

广州市越秀区广州大道中 289 号 (邮编 510601)

邮箱: csr@infzm.com

电话: (020)87001145

网址(善择): <https://csr.infzm.com>