

ESG 责任投资之一：ESG 的“前世今生”

【财新网】（专栏作家 郭沛源）您是否考虑过，您的每一项投资决策都有可能加重雾霾，或者带来蓝天？责任投资可让您的投资为我们所处的环境和社会带来正向的价值。[责任投资](#)是指在投资过程中在财务回报的考量之外，将环境、社会和公司治理（简称 [ESG](#)）等因素纳入投资的评估决策中。近年来，国际资本市场对责任投资理念表现出越来越浓厚的兴趣，越来越多的投资者和资产管理公司将 ESG 因素引入公司研究和投资决策的框架。本专题系列拟用三篇文章分别梳理责任投资在国际上的发展路径与现状，并结合我国资本市场现状探讨我国投资者如何参与责任投资。

从公众运动到绿色金融

ESG 投资理念是最近十年才比较流行的词汇。在此之前，人们多用伦理投资、责任投资、绿色金融、可持续金融来指代 ESG 投资理念。这些词汇虽不完全等同，但大体相似。

在西方，绿色金融的诞生与发展经历了比较漫长的一个过程。核心根源可以追溯至二战之后发达国家所经历了黄金经济增长，这时候的发达国家开始出现环境污染、资源短缺等问题。因此，在上世纪六七十年代，欧美开始出现公众环保运动，抗议无节制地使用资源和破坏环境的经营生产行为。这些运动使得绿色环保成为一种价值取向，这种价值取向逐步影响到公众消费选择，有的消费者更偏好绿色的产品甚至愿意为绿色支付溢价。如此一来，环境因素就从公众运动渗透到消费领域，催生出绿色消费。有需求就会刺激供给，因此，企业出于自身利益的考虑就会提供绿色产品，包括在生产过程中更加注重环保问题。这样，绿色消费就逐渐刺激了绿色生产的进步。循环经济、绿色制造、全生命周期评估（LCA）等概念就是在这一时期（上世纪八十年代）的欧美市场产生的。

此后，随着越来越多的生产企业开始关注绿色生产、绿色制造，加之环境法律法规的完善，投资者也慢慢意识到企业环境绩效可能会影响到企业财务绩效。于是，绿色金融就开始进入投资者的视线范围。在欧美社会，较为显著的变化出现在上世纪九十年代中后期，并在新世纪蓬勃发展。一个重要事件是 2006 年联合国责任投资原则（UN PRI）的诞生（详见后文）。

“公众运动-绿色消费-绿色生产-绿色金融”，这便是西方国家绿色金融发展的一般规律，也可以说是 ESG 责任投资理念发展的一般规律。如果将这一规律应用到中国市场，就不难发现：绿色金融和 ESG 责任投资理念在中国出现和流行只是一个时间问题，或迟或早。因为我们经济发展的速度更快、环境问题的爆发也更为集中，国际压力也比当年欧美国家所面临的国际压力增加不少。因此，投资者应该早做准备，迎接绿色金融的浪潮。

ESG 投资理念满足差异化的投资需求

以上是从价值链传递的角度来分析绿色金融和 ESG 投资理念。我们也可以从金融产品的特征这一视角进行分析。从这个角度，欧美责任投资的历史大概可以分为三个阶段。

第一阶段是信仰主导的。最早的责任投资出现在一百多年前，是和宗教信仰有关的。有的教会对教徒的商业活动和投资活动有明确要求，譬如不能从事酒精、赌博、军工等生意，因为有违教义；有的宗教基金就秉承了这样的理念，制定了严格的投资原则，将一些行业排除在外，相关的股票还被称为“罪恶股票（Sin Stocks）”。直到现在，此类基金仍活跃在资本市场，如英国教会执委会（The Church Commissioners）就管理着 67 亿英镑资产。

第二阶段是个人偏好驱动的。上世纪七十年代，环境保护、反歧视等公众运动风起云涌，一些个人投资者因价值取向的不同产生了不同的投资偏好。他们不仅关心投资的回报率，还关心钱投到哪里、产生了何种影响。美国早期的责任投资基金 Domini Funds 的创办人多米尼女士就曾讲过，当年她之所以进入到这个领域，是希望创造一种新的投资产品，能满足爱鸟人士的投资偏好。这些人希望赚钱，但不希望赚钱的手段破坏鸟类的栖息地。这个阶段的责任投资，实际上是为了满足差异化的投资需求。当然，有这样的投资偏好的个人投资者并不是很多，所以责任投资还局限在一个小众市场，鲜见大玩家。

第三阶段的特征是风格化。最近十年，越来越多的研究表明，责任投资产品的抗风险能力较强、长期回报相对稳定，逐渐成为市场认可的一种投资风格。有的资金譬如养老金、保险资金对此投资风格有强烈偏好，十分愿意将资产配置到这样的投资产品中，责任投资的市场因此逐步拓宽和繁荣。2006 年，高盛发布研究报告，将公司治理因素与传统的责任投资因素（环境因素加社会因素）整合在

一起，称为 ESG，进一步强化了这一投资风格，因为公司治理是几乎所有投资者都会关注的长期影响因素。此后，责任投资和 ESG 投资理念被越来越多主流投资者接纳，许多知名资产管理公司现在都有 ESG 相关的投资产品。从某种意义上说，风格化的 ESG 投资理念也是为了满足差异化（长期稳定回报）的投资需求。

可见，ESG 投资理念在其诞生和发展的过程中都展示了很多独特的特点，并形成特有的投资风格。资本市场的投资者是多元化的，总会有投资者青睐 ESG 的风格；更何况，随着环境问题的日渐严峻，ESG 因素对投资回报的影响也日趋明显，国际市场上加入 ESG 阵营的资金正持续增加。

国际 ESG 责任投资现状

依照国际可持续投资联盟（GSIA）的趋势报告，在 2016 年初，全球在投资中纳入 ESG 因素的资产总量为 22.89 万亿美元，占全球资产总量的 26%，与 2012 年相比，实现了 68.3% 的增长。其中欧洲、美国和加拿大占 ESG 资产总量的前三位，一共占到了全球的 95.5%，分别为 12.04 万亿美元，8.72 万亿美元和 1.09 万亿美元。

联合国责任投资原则（UNPRI，Principles for Responsible Investment）是责任投资领域一个重要的国际组织。2005 年，时任联合国秘书长科菲·安南邀请世界上主要的机构投资者的负责人参与制定社会责任投资的原则。UNPRI 致力于推动各大投资机构在投资决策中纳入 ESG 指标因素，并帮助 PRI 的签署方提升责任投资的能力。截至 2017 年目前，PRI 已有 1714 个签署机构，总共管理着 73.5 万亿美元的资本，国际主流的投资机构大多都是 UNPRI 的签署机构，我国的易方达、华夏两家公募基金公司在今成为 UNPRI 的签署机构，商道更是早在 2011 年就以服务机构的身份签署了 PRI 原则。

随着 ESG 投资理念的发展，国际主要的指数公司都推出了 ESG 指数及衍生投资产品。1990 年全球最早的 ESG 指数 Domini 400 Social Index（后更名为 MSCI KLD 400 Social Index）在美国发布。目前明晟发布有 MSCI ESG 系列指数（全球/美国/新兴市场）、富时发布 FTSE4Good 系列指数、标普道琼斯发布 The Dow Jones 可持续发展系列指数。主流的共同基金也纷纷发行 ESG 主题基金，较为著名的有贝莱德（BlackRock）的 MSCI US ESG ETF 基金，以及领航（Vanguard）

的 FTSE Social 基金。多数 ESG 责任投资基金和传统投资基金相比，均在较长时期内保持了较小的波动率及提供了较为持续稳定的价值回报。

上文简单描述了国际 ESG 责任投资的发展路径及现状，在随后的文章中，我们将继续探讨我国责任投资的发展环境及投资机构的参与策略。

ESG 责任投资之二：中国市场准备好了吗

【财新网】（专栏作家 郭沛源） 您是否考虑过，您的每一项投资决策都有可能加重雾霾，或者带来蓝天？责任投资可让您的投资为我们所处的环境和社会带来正向的价值。责任投资是指在投资过程中在财务回报的考量之外，将环境、社会和公司治理（简称 ESG）等因素纳入投资的评估决策中。近年来，国际资本市场对责任投资理念表现出越来越浓厚的兴趣，越来越多的投资者和资产管理公司将 ESG 因素引入公司研究和投资决策的框架。本专题系列拟用三篇文章分别梳理责任投资在国际上的发展路径与现状，并结合我国资本市场现状探讨我国投资者如何参与责任投资。

对于 ESG 责任投资，中国市场准备好了吗？

为什么国际上有些责任投资市场发展快，有些发展慢？为此，在 2006 年，笔者提出了可持续金融市场准备度指数的指标体系。这个指标体系包括四个方面：社会因素、政府治理、公司治理和资本市场，每个方面又包括若干子指标。

		第二层	第三层	释义
(第一层)可持续性金融市场准备度指数	A. 社会因素		A1. 可持续发展的紧迫性	该地区面临的环境保护与可持续发展的压力
			A2. 公众意识的提高	公众对环境、社会和治理问题的关注程度
			A3. 民间团体的发展	民间团体是否起到监督和推动可持续发展的作用
			A4. 媒体舆论的参与	媒体介绍可持续发展的有益实践，批评污染行为
	B. 政府治理		B1. 可持续发展承诺	可持续发展作为国家的基本国策和发展战略
			B2. 有效力的法律法规	法律法规严惩对可持续发展不利的违法违规行为
			B3. 鼓励性的政策	鼓励环境友好行为，并予以经济、体制上的优待
			B4. 政府直接投资	政府直接投资到与可持续发展相关的领域，例如养老金对环境友好型企业的投资等
	C. 公司治理		C1. 公司治理与信息披露	公司有较好的治理结构和手段，并且披露各种有关环境、社会和治理的企业信息
			C2. 企业社会责任	公司关注利益相关者的意见
			C3. 识别可持续发展中的商业风险和机会的能力	公司能够识别在环境保护、社会发展中存在的商业风险和商业机会
			C4. 业务全球化状况	公司与跨国企业有密切的业务联系，并在全球供应连中有重要地位
	D. 资本市场		D1. 市场效率	资本市场能够迅速、有效反映公司价值
			D2. 个人投资者	个人投资者认可环境、社会和治理给企业带来的回报，并积极使用投票权力
			D3. 机构投资者	买方和卖方机构投资者都十分关注环境、社会和治理因素，并支持社会责任投资
			D4. 标杆指数	市场上有可信赖的可持续性金融研究，并存在一个或以上的标杆性的可持续性金融指数

图 1： 可持续金融市场准备度指数

来源：郭沛源，《金融投资促进可持续发展的理论与实践研究》，2006

10 年前，中国市场在这个指标体系中许多方面都很薄弱。如今，宏观环境已发生很大变化，社会因素、政府治理、公司治理和资本市场都有了不同程度的改观。限于篇幅，下文仅就政府治理中的政策指标及社会因素中的民间团体指标简要描述。

从政策治理方面看，政府对绿色金融和责任投资的推动越来越明晰。2016 年，绿色金融被正式写入“十三五”国民经济与社会发展规划。我国政府在 G20 杭州峰会上以倡导绿色金融的积极姿态寻求国际合作。2016 年 8 月，中国人民银行等七部委联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，是国际上首个政府层面全面规划及推动绿色金融的指导性文件。就在几天前（6 月 14 日），李克强总理主持国务院常务会议决定，在浙江、江西、广东、贵州、新疆 5 省（区）选择部分地方，建设绿色金融改革创新试验区，在体制机制上探索可复制可推广的经验。我们预计今后还会有更多的全国及地方性的鼓励政策不断出台，在这样的

政策环境下，发展绿色金融及责任投资正当其时。（如果您关注绿色金融相关的全国性、地方性政策，请关注[商道融绿绿色债券政策工具数据库](#)）

从社会因素方面看，民间团体的推动也让责任投资的进程不断加速。因开发蔚蓝地图、推动苹果公司等企业供应链绿色转型而蜚声海内外的环保组织公众环境研究中心（IPE）近年来就开展了许多与责任投资相关的项目。2015 年 1 月，IPE 与证券时报共同启动“上市公司在线监测数据污染物排行榜”项目，以污染源在线监测数据为基础，实时收集 30 个省级环保部门官方网站对外公开的重点控制企业自行监测数据和达标情况，每周定期公布上市公司污染风险排行榜。据统计，化工、公用事业、建筑材料和钢铁等上市公司是污染风险排行榜的“常客”。此榜单警醒投资者关注特定行业上市公司的污染风险，并将污染风险量化地展现出来，为投资者的投资决策提供了参考，让上市公司面临更大的舆论与监管压力。

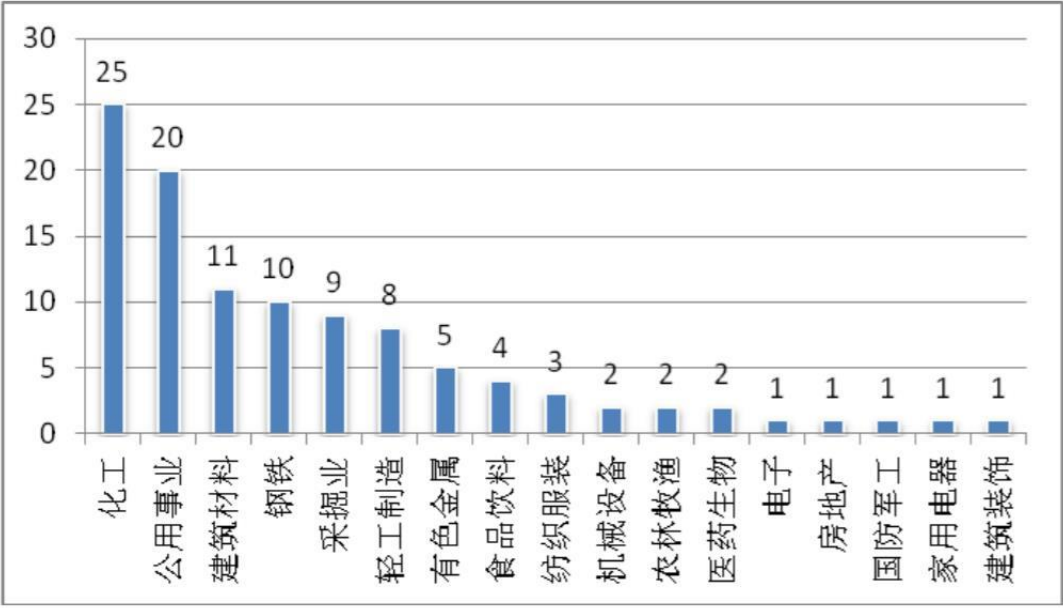


图 2：重点控制企业在线监测数据超标所涉上市公司行业分布图（2015 年）

来源：IPE，《上市公司污染源在线监测风险排行榜 2015 年度总结》，2016 年 1 月。综上所述不难发现，目前的中国市场发展绿色金融与责任投资的环境条件已经成熟。

中国基金经理怎么看？

数年前，商道纵横与证券时报倡导发起中国责任投资论坛（China SIF），并连续两年就 ESG 问题对中国基金经理进行调查，形成两份年度调查报告：《中国基金业责任投资调查报告 2013》、《中国基金业责任投资调查报告 2014》。

调查结果还算令人乐观。尽管在当时中国基金经理鲜有谈论 ESG 投资理念，但在投资实践中已经有意无意地考虑了部分 ESG 议题。譬如，当被问到上市公司社会责任表现与公司业绩的关系时，一半以上的基金经理认为两者存在一定正相关性，且与长期业绩的正相关性更显著。这意味着如果投资者的投资策略是长期的话，那么必须关注 ESG。

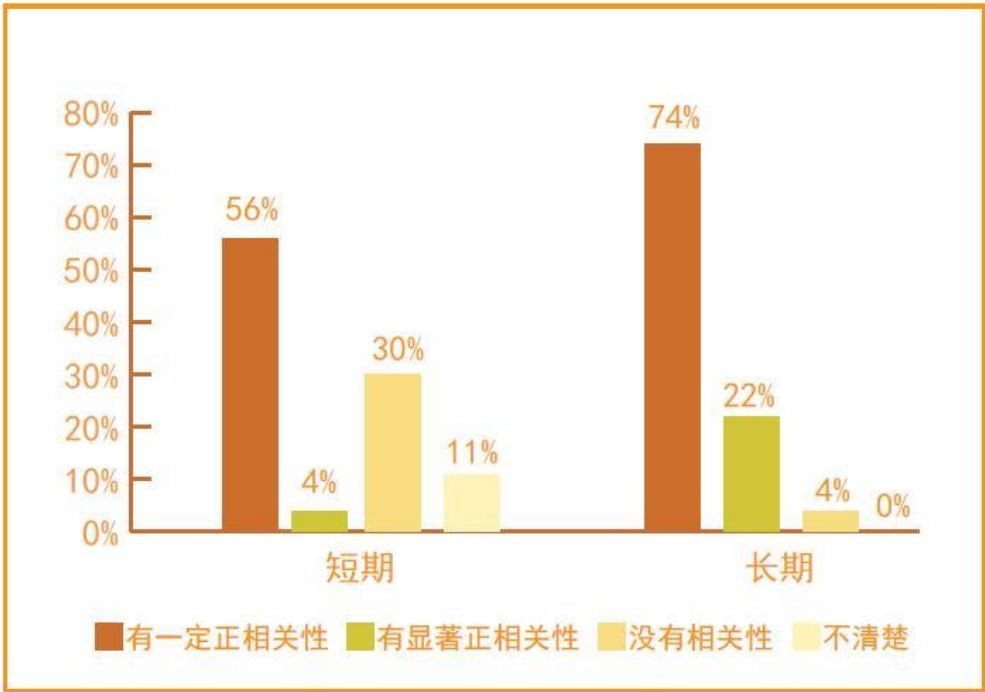


图 3： 基金经理认为企业社会责任表现与企业业绩之间的关系

来源：China SIF，《中国基金业责任投资调查报告（2013）》，2013

关于 ESG 议题，基金经理指出产品质量和安全事件对上市公司股价造成实质的负面影响最大，其次是公司治理问题和财务造假。关于行业，基金经理认为责任投资对采掘业、农林牧渔、电力煤气及水的生产和供应等与能源、资源相关的行业影响最大。这些反馈较好地反映了现时中国市场的 ESG 特征。

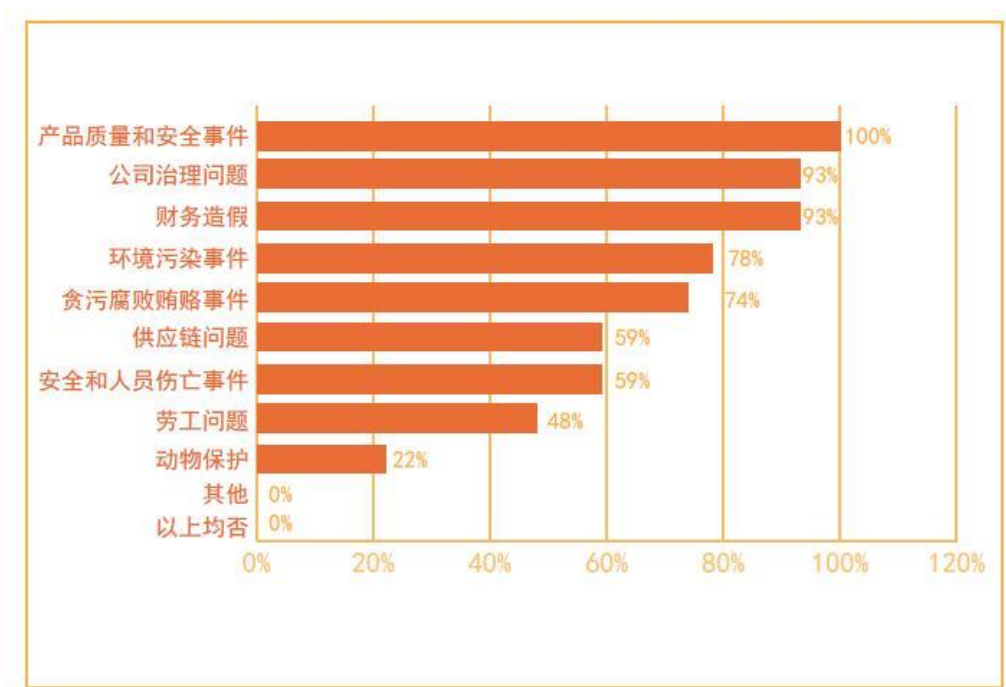


图 4：基金经理认为对股价造成实质影响的 ESG 议题

来源：China SIF，《中国基金业责任投资调查报告（2013）》，2013

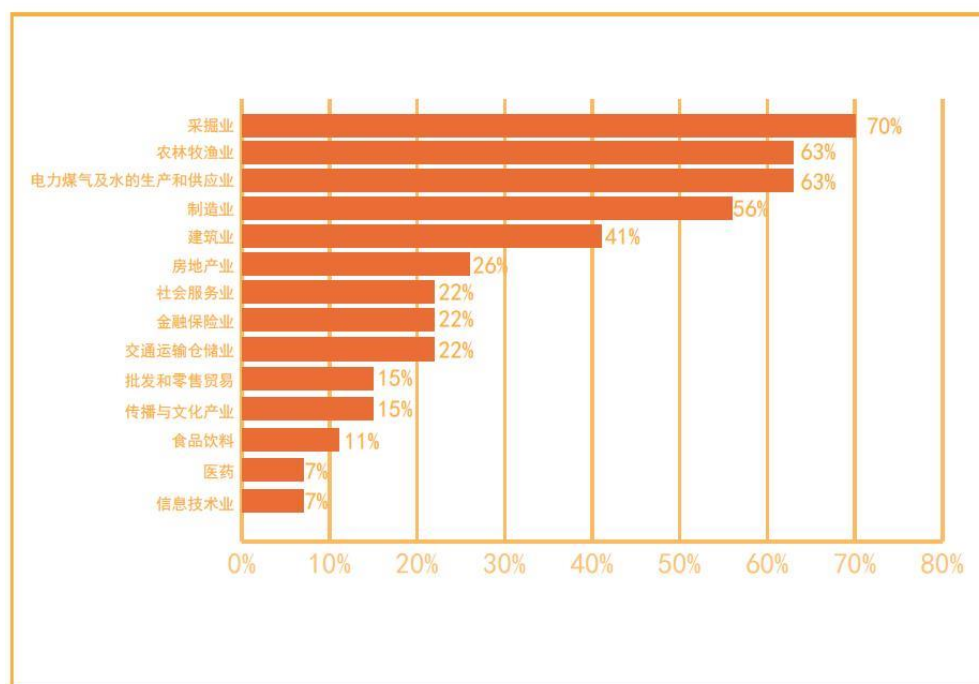


图 5：基金经理认为 ESG 风险较大的行业

来源：China SIF，《中国基金业责任投资调查报告（2013）》，2013

在被问及“雾霾是否会对股票配置有影响”时，67%的基金经理表示会“增加环保板块配置”，另有 43%的基金经理表示雾霾会使他们减少对“两高一剩”

行业的配置。只有 19% 的基金经理认为空气污染问题暂时不会对管理的投资组合有影响。这与近几年欧美责任投资者倡导的抛售“搁浅资产 (Stranded Asset)”和“撤资运动 (Divestment)”异曲同工，都是要摒弃传统化石燃料和高碳产业，只是国内投资者用了“节能减排”、“两高一剩”等具有中国特色的词汇。

被调查的基金经理中，也有一部分是专门管理 ESG 主题相关的公募基金。中国最早引入责任投资理念的基金是中银国际在 2006 年推出的可持续增长股票型投资基金；最早旗帜鲜明推出社会责任投资基金的则是兴全基金公司（2008 年兴全社会责任基金；2011 年兴全绿色基金）。2010 年以来，生态、绿色、低碳、环保、可持续发展等 ESG 责任投资主题相关的基金产品发行热度增加。截至 2017 年 3 月 21 日，国内共有社会责任及其相关主题基金 66 只。这也从一个侧面说明中国资本市场整体上对 ESG 投资理念的关注度在增加。本月，中国证券投资基金业协会、中国上市公司协会、亚洲公司治理协会本月在天津联合主办的“2017 年中国责任投资论坛”吸引了市场各方的投资者参加，反映出机构投资者对 ESG 议题的关注持续升温。

ESG 责任投资之三：我们能采取哪些 ESG 策略

【财新网】（专栏作家 郭沛源） 您是否考虑过，您的每一项投资决策都有可能加重雾霾，或者带来蓝天？责任投资可让您的投资为我们所处的环境和社会带来正向的价值。责任投资是指在投资过程中在财务回报的考量之外，将环境、社会和公司治理（简称 ESG）等因素纳入投资的评估决策中。近年来，国际资本市场对责任投资理念表现出越来越浓厚的兴趣，越来越多的投资者和资产管理公司将 ESG 因素引入公司研究和投资决策的框架。本专题系列拟用三篇文章分别梳理责任投资在国际上的发展路径与现状，并结合我国资本市场现状探讨我国投资者如何参与责任投资。

本系列文章的前两篇分别叙述了 ESG 的源起及国际、国内发展情况。通过前述分析，我们可以引出若干主要论断。

第一，ESG 投资理念是一种不可阻挡的趋势，迟早会在中国资本市场形成一股潮流。从对当前中国宏观环境的分析来看，这股潮流正加速逼近，中国的投资者（包括资产管理机构）要早作应对。

第二，ESG 投资理念涉及多种因素、多个行业。中国的社会形态、市场结构有自己的特征，ESG 中有的因素影响相对较大、有的影响相对较小；一些行业对 ESG 更为敏感，另一些则没那么敏感，投资者要结合自身实际进行分析。

第三，从近几年的趋势来看，容易引发群体性事件的环境敏感因素和行业特别值得关注，以避免“黑天鹅”事件。常州外国语学校毒地事件背后就有上市公司的身影，这为投资者敲响了警钟；ESG 投资理念可以帮助投资者更好识别此类风险。从更广的视角看，ESG 风险又带有“灰犀牛”的特征，正是因为很多人对 ESG 风险如环境风险视而不见，才导致风险的逐渐积累和集中爆发。

第四，投资者要认识到 ESG 不是纯粹的品牌和公关，不是让基金公司做公益捐赠、发布企业社会责任报告；ESG 首先与风险管理有关，然后是产品创新。从产品创新的角度看，90 后新生代投资者、年事已高的高净值人群以及涉及家族传承的投资者可能会对 ESG 投资理念有所偏好，主权基金、养老金也更容易认可 ESG 投资理念的长期回报特征，这都是新的机会。

第五，客观地说，ESG 投资理念要在中国更好落地，还要依赖一系列“基础设施”建设，特别是上市公司 ESG 信息披露的增加、投资者能力建设的提升、长期资本的培育及与环境、社会因素相关的执法力度加强。

那么，投资者（及资产管理机构）应如何应对 ESG？我的建议是，投资者至少可以采取防御性的策略，即将 ESG 风险因素整合到现有的投资分析框架中，哪怕只是对部分行业、部分公司进行分析，这可以有效评估 ESG 风险因素的长期影响。ESG 风险分析框架有不少，投资者可以参考实施。

譬如，近期一家总部设在香港的非政府组织“中国水风险（China Water Risk）”采用了“影子价格”的方法分析水风险对中国五大煤炭和火电上市公司盈利预期的影响；不久前，中国工商银行也构建了企业环境成本对商业银行风险影响的理论框架，并首次对火电、水泥两个行业的信贷资产进行环境压力测试。这些都是可资借鉴的方法。对投资者采取防御性策略的第二项建议，是制定 ESG

投资政策，对本机构 ESG 投资原则进行一般性的阐述，一些国际投资者在选择资产管理机构时会将 ESG 列为必备条件。

对那些条件成熟的投资者，他们可以采取进取型的 ESG 策略，着力研发产品、加强与被投资公司的沟通、增进行业交流。分述如下。

第一，投资者可以自行开发 ESG 投资产品，譬如开发 ESG 指数、绿色金融指数，设立责任投资基金等，并将部分资产配置到此类投资产品之中。整个过程可循序渐进：先研发，再配置；先少量配置，再递增比例。

第二，投资者可以就 ESG 议题与被投资的公司（可以是上市公司或非上市公司）进行沟通，了解公司管理层对 ESG 议题的认识程度、ESG 风险管理的成熟程度等。这方面，国际金融公司（IFC）有比较成熟的经验，他们要求被投资公司建立健全环境与社会风险管理体系，并定期进行 ESG 绩效披露。这样做固然会令一些被投资公司望而却步，但却能识别出那些着眼长远的投资标的；ESG 风险管理会对此类公司产生积极意义，并增进投资者与公司之间的互信。

第三，从品牌角度考虑，采取进取型 ESG 策略的投资者还可以加入中国金融学会绿色金融专业委员会（简称绿金委）、中国责任投资论坛（China SIF）、联合国责任投资原则、碳信息披露组织（CDP）等机构或平台，积极倡导 ESG 投资理念、促进行业交流，以获得更多品牌收益。

除此之外，还有一个建议，或可称之为呼吁。我建议政府可以要求具有公共属性的资金（主要是养老金和主权基金）在投资管理时必须引入 ESG 投资理念。这不仅仅是从回报角度考虑，也是从伦理角度考虑。具有公共属性的资金，本身就是归属全民的资产，此类资产的投资行为应该以不损害公众福祉为前提。不少欧洲国家已经建立了相关制度，要求养老金投资必须考虑 ESG 因素并进行恰当的公开信息披露。这一制度非常值得我国借鉴。