

邱慈观：ESG投资能创造社会价值吗？ | 洞见

上海高级金融学院SAIF 1 week ago



近两年，国内ESG投资持续增温，ESG投资在形成潮流的同时，也引发了诸多问题的讨论。

ESG投资能创造社会价值吗？近日，**上海交通大学上海高级金融学院教授邱慈观与上海高级金融学院社会责任投资专项基金研究员张旭华**受邀撰文，分享观点，“只有在某些市场里，使用某些特定的ESG投资策略时，ESG投资才能创造社会价值。把ESG投资与社会价值创造之间的关系说成‘全称命题’，只能当成营销语言，而不能认真看待”。



近两年，国内ESG投资持续增温，蔚为风气。若一家资产管理公司没有ESG产品，可能会焦虑难安，担心自己跟不上时代。据统计，2019年全球新增了近500只ESG相关的基金。对比之下，据中国基金业协会的统计，**国内至少有39只ESG产品，资产规模约650亿元。**

ESG投资形成潮流的同时，也引发诸多讨论：ESG投资到底是什么？与普通投资的关系是区隔，还是融合？ESG投资能提供更高的回报率吗？还是在创造社会价值时，牺牲了财务回报？ESG投资能把资金导入社会痛点问题，帮助解决吗？ESG投资是行善吗？

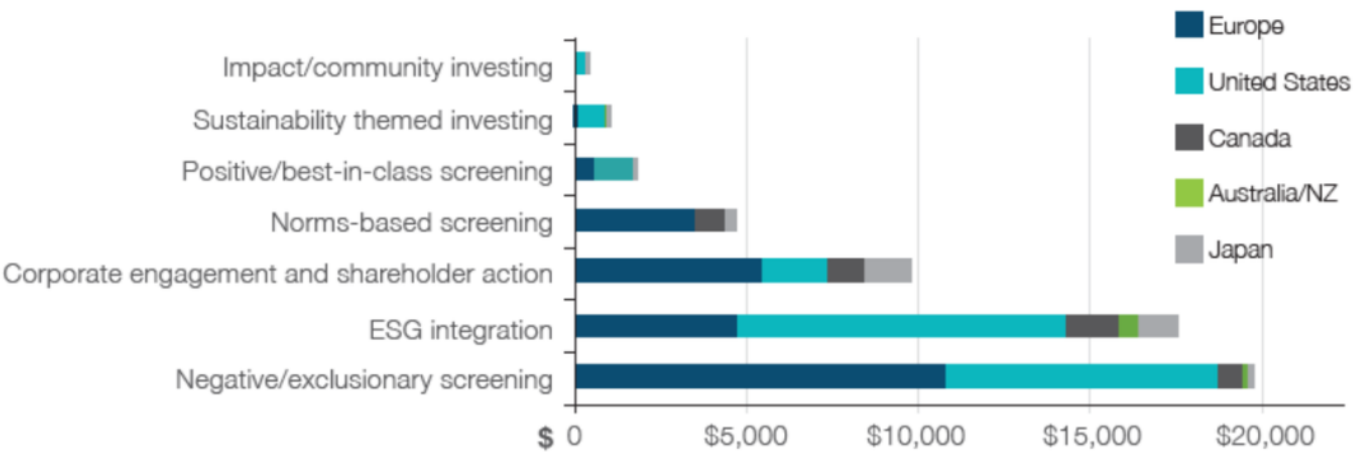
上面问题繁多，囿于篇幅，本文只讨论一个代表性问题：**ESG投资能创造社会价值吗？**回答这个问题前，我们必须先说明其中两个概念：ESG投资、社会价值创造。

什么是ESG投资？

简单来说，**ESG投资是在投资流程中，将环境、社会、公司治理三个议题纳入考虑。**依国际上的共识，纳入考虑的方式是以“ESG投资的七大策略”来彰显，而这些策略同时界定了ESG投资。七大策略分别是负面筛选法、依公约筛选法、同类最佳法、ESG整合法、可持续主题投资法、积极股东法以及影响力投资。它们可单独使用，亦可复合使用。另外，七个策略崛起的时间不同，其中以负面筛选法最早，上世纪70年代由Pax World Fund率先提出；影响力投资最晚，于2007年由洛克菲勒基金会、摩根大通银行等组织所推出。

依据ESG投资的全球行业组织——全球可持续投资联盟（GSIA）的最新统计，采用负面筛选法的资产规模最大，约有20万亿美元。ESG整合法位列第二，其后依序为积极股东法、依公约筛选法、同类最佳法、可持续主题投资法、影响力投资。各策略被使用的理由不同，譬如负面筛选法常因价值观驱动而被使用，ESG整合法常因回报驱动而被使用。

FIGURE 5: SUSTAINABLE INVESTING ASSETS BY STRATEGY AND REGION 2018



(2018年ESG资产规模：依策略计，以十亿美元为单位)

如同所有投资，**ESG投资也有个价值链，其中有上、中、下三端**，上端为资产所有人（asset owner,AO），中端为资产管理人（asset manager,AM），而下端是被投资方（investee）。ESG投资的AO常是同时追求财务与社会回报的双底线投资人，其中有养老金、保险公司、基金会以及高净值个人。AM包括基金公司、银行理财以及资产管理公司，会因受托人职责及市场趋势理由而涉入。被投资方是不同行业的企业，亦即有ESG行为的实践者。

ESG实践与ESG投资虽然关系紧密，但承担主体不同，动机亦有差异，不能混为一谈。单从逻辑顺序看，是各行业下之企业的ESG实践在先，金融领域的ESG投资在后。笔者曾在《ESG实践与ESG投资的区别》一文里，对此做过深入解析。

什么是“社会价值创造”？

“社会价值创造”的英文是social value creation（SVC），这名词在国内相当流行，但很少有人对其内涵做梳理。简言之，**当“社会价值创造”与投资关联时，是指一笔投资能对社会、环境等方面带来改变**。更具体地，“社会价值创造”所带来的改变，应该包括两方面。

一方面是对被投企业具有社会价值的产品与服务形成改变，或是增加其产量或是提高其质量。这里说的社会价值，是以社会上某些人或全体之福祉的增加来度量。譬如，一家医药公司获得投资并研发出对抗病毒的疫苗，这会减少病痛、增强健康，因而提升人类福祉。又譬如，影响力投资领域翘楚的聪明人基金，曾投资了太阳能照明设备的新创公司光悦科技（d.light），而它成功开发出低成本的消费者产品，让八千万贫困人口获得照明，增加了生产力和学习机会，当然也提升了人类福祉。

另一方面是改变了被投企业的ESG实践，其间的社会价值至少要能符合“不伤害原则”的底线伦理，最好能进而达到积极伦理的标准。例如，投资者借助股东提案，促使上市公司注重环境保护，优化供应链管理，改善劳工权益，或强化董事会监督功能，完善公司治理。这些ESG相关的股东提案，大多要求企业维持底线伦理，不能对其利益相关方造成伤害。

譬如，笔者曾在《手机ESG：苹果的另一面》一文提及，2010年ESG投资机构Trillium联合多家投资机构公开发表声明，谴责苹果供应链的工作条件恶劣，对员工身心健康造成伤害，而要求做出改变。

ESG投资能创造社会价值吗？

厘清ESG投资与社会价值创造两个概念后，我们建立了回答问题的基础。试问，**ESG投资能创造社会价值吗？**

在此，我们须将ESG投资的七大策略做一个简单的区分，才能看清资金最后的流向。以权益投资为例，有些策略落脚于二级股票交易市场，而有些策略落脚于一级私募股权市场。

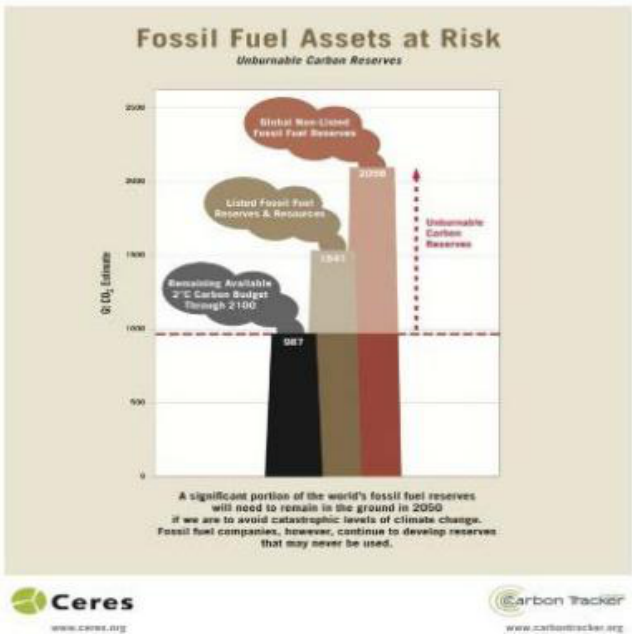
在二级市场里，当投资者买卖股票时，股票和资金都只是在投资者甲与投资者乙之间换手，而不会对标的公司产生直接影响。只有在一级私募股权市场里，标的公司才会在每次融资过程中获得来自于投资人的资金，引入当前的投资项目及后续发展。

ESG投资七大策略里的前六种策略，如负面筛选法、ESG整合法、积极股东法等都主要针对二级市场，而只有影响力投资是针对一级市场。因此，**我们可进一步把问题拆解成三个。**

Q1 **二级市场的ESG投资能创造社会价值吗？**

如前所言，**ESG投资里最常使用的负面筛选法，其使用理由常由价值观驱动，以剔除不符合文化习俗、社会规范及个人信仰的行业或公司。**譬如，洛克菲勒兄弟基金的资金虽源于其身为石油大王的祖先，但当化石燃料所带来的负面环境效果不容于社会价值观时，它采用了MSCI化石燃料储备筛选法，把这类公司从资产组合中剔除。另外，斯坦福大学的校务基金也一直处在舆情压力下，要求剥离所持有的化石燃料股。不过，当基金经理采用负面筛选法投资时，等于放弃了与被投公司议合的机会，也不能再影响其经营决策或改变其ESG实践。

由此看来，负面筛选法很难创造社会价值。



当然，有人可能会指出，倘使更多的投资者选择不投资化石燃料类公司，那么这类公司未来的融资成本势必提高，以致会间接影响其ESG实践。此话不假，但因逻辑链条较长，我们很难将公司未来创造的社会价值归因于投资者“用脚投票”。这就好比老师对学生不闻不问，却希望学生能幡然悔悟，奋发图强。其效果必然存疑。

相同道理也适用于同类最佳法、ESG整合法等，而上述问题或多或少对它们都成立。譬如，同类最佳法是在某个行业中优选ESG拔尖者，组成ESG投资产品，其中最具代表性的有道琼斯可持续指数（DJSI）、富时善指数（FTSE4Good Index）等。“尖子生”在各方面都表现优异，最后取得的“好成绩”能否归因于某个老师呢？换言之，除非有充分数据显示，以同类最佳法所形成的ESG投资产品，其“尖子生”成分股真的能发挥ESG德性楷模的功能，影响ESG劣等生改正行为，否则价值创造并不成立。

那么，二级市场投资还能创造社会价值吗？

六种落脚于二级市场的ESG投资策略里，**积极股东法能创造社会价值！**积极股东法是指股东在ESG目标的驱动下，通过行使提案权及表决权等股东权利，以影响被投企业的决策与运营，从而改善ESG实践。

笔者在《扭转苹果：股东积极主义在国内可行吗？》一文中提及，加州教师养老金和JANA对冲基金作为苹果公司的股东，于2018年联名写信给苹果公司，要求其关注和解决青少年手机成瘾问题。最后苹果回应了诉求，在后续的iOS操作系统中新增了“屏幕使用时间”功能。

波士顿大学Flammer等学者研究发现，积极股东法是ESG投资的重要策略之一；由于股东和被投资公司之对话、互动和参与所形成的议合流程，最有可能改变企业的ESG实践，不只创造社会价值，还带给股东财富增值。

Q2 一级市场的ESG投资能创造社会价值吗？

一级市场不同于二级市场，是企业向投资者募集资金的市场，而影响力投资就发生在一级私募股权市场。依国际上对这类投资的界定，**影响力投资者具有积极的意图，拟通过资金来解决社会痛点问题，以创造积极的、可度量的社会影响力，并兼顾财务回报。**

譬如，聪明人基金投资于非洲、印度、拉丁美洲等落后地区，涉及农业、健康、教育、能源等行业的初创公司。它曾在肯尼亚投资Jawabu，这家小微医疗公司开发了创新产品，为当地没有医保的人群提供平价小微医疗保险产品，强化了弱势人口的风险抵御力，从而提高其福祉。

另外，涉足一级市场的影响力投资，基金管理人在投后管理阶段会深度参与，帮助被投资的新创公司拟订战略规划、形成制度、对接资源、收集影响力数据等，以受托人身份充分发挥积极股东的角色，从而创造社会价值。eBay创办人所成立的奥米迪亚网络（Omidyar Network），旗下的影响力投资基金就是这方面的知名案例。

此外，债券一级市场近些年来也发行了更多的主题债券，包括绿色债券、社会债券、可持续债券等。笔者曾撰文《疫情下债券市场的特别行动》，提及国际金融公司IFC于今年3月11日成功发行“抗疫社会债券”，发行过程受到瑞士蓝色果园基金、北欧社保基金等ESG投资机构的高度支持，甚至出现超额申购。



SOCIAL BONDS

ILLUSTRATIVE USE-OF-PROCEEDS CASE STUDIES:

CORONAVIRUS

（IFC针对抗疫目标发行社会债券）

投资上述的社会债券，能创造社会价值吗？ 这里有两点必须注意。

第一，社会债券通常被归类于可持续主题投资法下，它们与普通债券最重要的区别在于资金用途。 社会债券是针对社会痛点问题的解决方案募集资金，而资金亦投向具有积极社会效益的项目。例如，在上述债券里，IFC将所募资金放贷给医疗设备公司，以开发疫苗、生产防护衣，来对

抗疫情。从这个角度来说，可持续主题债券的一级市场投资，可产生社会效益，间接创造了社会价值。**第二，社会价值创造只发生在一级市场，其后的债券转手交易并不具有这个功能，理由已说明如前。**

Q3 ESG衍生品能创造社会价值吗？

随着ESG投资的发展，近年来各指数公司都推出了**ESG指数**，基金公司也基于指数推出了相关的ETF或股票型基金产品。交易所还配套推出了ESG指数相关的期货、期权产品，譬如Eurex交易所针对ESG指数推出衍生品，包括期权产品STOXX Europe 600 ESG-X Index options、期货产品MSCI USA ESG Screened Index Futures等。这类产品的推出引发了一系列问题：**投资ESG相关的衍生品能算是ESG投资吗？投资它们能创造社会价值吗？**

分析这些问题，首先要对衍生品本身的功能有所理解，断不能因为这些衍生品之标的资产与ESG相关，就认定它们能推动可持续发展、能创造社会价值。囿于篇幅，本文暂不对ESG相关衍生品的问题进行分析，而保留为下一篇专栏的主题。

总结而言，当新市场出现而前景光明时，参与者往往快速拥抱契机，却未及学习相关知识，进而吸收、酝酿，以致再创造。在这过程中，皮毛的学习并不困难，但这种学习只停留于表面而未能深化，故当问题出现时，能做判断的基础不存在，以致对ESG投资产生迷思。

ESG投资在欧美发展近半世纪，已经相当成熟，而国内才刚刚起步。**拥抱ESG的同时，面对各种ESG投资相关组织在推动可持续发展、创造社会价值方面所宣称的真实含金量，我们必须保持清醒。**在此，我们真正需要的是一套思考逻辑，而它必须建立在金融学和管理学的理论基础上，辅之以实证研究的证据，藉由它们来帮助分析，才能以论辩方式对一些似是而非的宣称做出判断。

针对市面上很多ESG投资相关的宣称，本文聚焦于这类投资是否能创造社会价值的问题，基于理论基础及实证发现，展开了逻辑论辩，而所得结论是：视情况而定。**只有在某些市场里，使用某些特定的ESG投资策略时，ESG投资才能创造社会价值。**换言之，把ESG投资与社会价值创造之间的关系说成“全称命题”，只能当成营销语言，而不能认真看待。

内容来源 | 财新网

• END •

