

分析师:

徐寅

xuyinsh@xyzq.com.cn

S0190514070004

联系人:

吴迪

S0190119080002

西学东渐海外文献推荐系列之一百零一

2020 年 11 月 05 日

报告关键点

本文较为全面的梳理了 SRI 和 ESG 的有关历史、人文、政治和经济时代背景。通读本文可站在历史的视角审视 SRI 和 ESG，把握其发展的主脉络，理解其时代的必然性。本文讨论了 ESG 投资方法论的发展进程，梳理了学术文献并指出：领先的 SRI 或 ESG 组合构建也可以很好的跟踪大盘走势

相关报告

《西学东渐--海外文献推荐系列之一百》

《西学东渐--海外文献推荐系列之九十九》

《西学东渐--海外文献推荐系列之九十八》

团队成员:

投资要点

- 西学东渐，是指从明朝末年到近代，西方学术思想向中国传播的历史过程。西学东渐不仅推动了中国在科学技术和思想文化方面的发展，也有力地促进了社会与政治的大变革。在今天，西学东渐仍有其重要的现实意义。作为 A 股市场上以量化投资为研究方向的卖方金融工程团队，在平日的工作中，常常深感海外相关领域的研究水平之高、内容之新。而这也促使我们通过大量的材料阅读，去粗取精，将认为最有价值的海外文献呈现在您的面前！
- **SRI（社会责任投资）**早期定位于宗教信仰价值观，可追溯到两千年前，**传统**核心概念：规避与一系列道德价值观冲突的产品或行业。**现代**含义：社会正义、气候变化、公司治理。
- **SRI 60 年代兴起——始于反战**。1960 年代末，民众对越战的争议增加。与此同时，对核削减的呼吁也演变成对核能源的担忧，与美国环境运动的全面觉醒相对应。
- **70 年代的踟蹰与发展**。到了 1970 年，投资中使用“社会”标准与传统智慧相悖，这使得传统 SRI 招致批判，包括来自弗里德曼和马科维茨现代组合投资理论的启示。同时期，SRI 的倡导者 Moskowitz 跟踪了“负责任”公司的股价，揭开了有关 SRI 绩效的学术研究的序幕。
- **80 年代之后，SRI 和 ESG 的投资流程浮出水面**。**规避法**：北美社会责任投资价值主张实现了标准化：在屏蔽掉酒精、烟草、武器、赌博、色情和核能行业的前提下构建和整体市场风格类似的投资组合。**精选法**：北美的 SRI 还采用了在行业中归类精选“同类最佳”的公司的做法。
- **2000-2010 年之间**，在欧洲，大资金投资者对 ESG 的三大主题进行分析。**信托义务**：2005 年，联合国环境署报告：“不仅将 ESG 与信托义务认定为具有一致性，而且认为忽略这些长期风险实际上可能违反了信托义务”。**气候变化**：SEC 在 2010 年就气候变化如何适应现有的披露框架提供了指导。到 2011 年，加利福尼亚州、华盛顿州和纽约州的保险公司要求披露其气候风险。**公司治理**：2008 年金融危机助推了公司治理在可持续发展的重要性。
- **对于 ESG 组合表现**，学术界的成果认为：借助现代投资和投资组合构建技术，可以构建具有与基准非常相似的特征的现代 SRI 投资组合，从而可以预期到类似的风险和回报行为。从长远来看，领先的 SRI 股指相对于大盘指数而言，其表现没有实质性差异。

风险提示：本文为历史和文献回顾，不构成投资建议

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目录

1、引言	- 3 -
2、社会责任投资	- 4 -
2.1、反战与社会责任	- 5 -
2.2、1980 年代的北美 SRI	- 7 -
3、可持续投资	- 8 -
3.1、信托义务	- 8 -
3.2、气候变化	- 8 -
3.3、公司治理	- 11 -
3.4、全球问题，全球解决方案	- 12 -
4、表现	- 13 -
5、总结	- 15 -
6、参考文献	- 15 -

图表 1、截至 2019 年 12 月 31 日的 Bailard 财富管理 ESG 和 SRI 投资组合模型特征	- 14 -
-----------------------------------------------------------------	--------

报告正文

从 SRI 到 ESG——社会责任和可持续投资的起源

文献来源:

Blaine Townsend, From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing, The Journal of Impact and ESG Investing Fall 2020, 1 (1) 10-25; DOI: <https://doi.org/10.3905/jesg.2020.1.1.010>

推荐理由: 本文较为全面的梳理了 SRI (社会责任投资) 和 ESG (环境、社会责任和公司治理) 的有关历史、人文、政治和经济时代背景。通读本篇文章可以站在历史的视角审视 SRI 和 ESG, 把握其发展的主脉络, 理解其时代的必然性。本文讨论了 ESG 投资方法论的发展进程, 梳理了学术文献并指出: 领先的 SRI 或 ESG 组合构建也可以很好的跟踪大盘走势。

我们的思考: SRI 和 ESG 的发展并非一蹴而就, 兴起至今历经了 60 年, 期间大量的倡导者可谓功不可没。通译全文, 我们认为 SRI 和 ESG 发展至今有四大要素: 第一, 传统 SRI 有着鲜明的宗教传统, 和发源地的宗教信仰高度相关。第二, 需要有事件的催化, 比如石油泄漏事件引起对化石能源燃烧和导致的环境破坏的担忧和讨论, 安然事件、2008 年金融危机之后催化了在加强公司治理层面的讨论。第三、因为存在外部性, 行业的发展需要监管层面的发声来推动, 以及跨国组织的合作。第四, 现代投资学组合方法的发展才能在业绩层面让 ESG 不会成为业绩约束, 从而让华尔街分析师采用、在主流投资界的拥有一席之地。

1、引言

兴起于 1980 和 1990 年代, 社会责任投资 (SRI) 久负盛名, 其历史最早可追溯到两千年前。

SRI 最早定位于宗教信仰价值观, 在现代, 其体现的是社会正义、气候变化、公司治理。在北美成立之初, 民权时代的思想家、信仰组织以及女性是 SRI 的“旗手”, 尤其是女性投资者、女性企业家以及天主教姊妹。如今, 其支持者从华尔街的千禧分析师到金融工程师、退休金受托人、家族办公室负责人、主权财富基金和散户投资者。如今, 现代 SRI 已在全球掀起跨国合作的讨论——聚焦于化石能源、股票基本面研究、股票交易信息披露、全球会计准则, 以及利益相关者。

SRI 内涵丰富, 以“环境、社会和治理 (ESG)”、“影响”、“性别视角”、“无化石燃料”代表的 SRI 有了新的标签: “最优资产类别”、“基于价值的投资”、“绿色投资”。如今, SRI 可描述为可持续、负责任和有影响力的投资, 影响着资本市场和金融服务。在流动性好的市场 (股票和债券) 中, 现代 SRI 分为两个阵营: 基于价值观的投资、社会负责投资 (遵循传统); 以及更具前瞻性的 ESG 分析——致力于评估非传统数据的重要性, 以确定哪些公司最能够在自然资源日益减少、

监管负担增加、人口增长和气候变化的环境下竞争。

根据美国社会投资论坛（USSIF）的 2018 年报告，SRI 目前已在北美投资了 12.0 万亿美元，相比 2016 年增长了 38%。主要由奉行 ESG 标准的总计 11.6 万亿美元的大资金所驱动，这一数值相比 2016 年的 8.1 万亿美元增长了 44%（“USSIF”，2018）。正如 USSIF 数据显示的那样，ESG 投资的增长使得现代 SRI 不仅仅是涓涓细流，ESG 做了传统社会责任投资无法做到的事：ESG 打破了主流投资和社会责任的隔阂。

现代 SRI 流程立足于新旧融合的三支柱：1）基于价值判断对部分投资领域的规避-类似于传统的北美社会责任投资；2）以可持续发展为重点的主动分析——“ESG 投资”；3）公司参与度和影响力投资。前两个支柱，发源于欧洲，为北美最早的负责任投资和 ESG 模式，是本文重点分析对象。

2、社会责任投资

“不作恶”。这是传统的基于信仰的投资的核心概念，且某种程度上是传统的社会负责投资的中心概念：规避与一系列道德价值观冲突的产品或行业。但是在美国，这些“定性规避”不足以体现社会责任投资背后的精神与抱负。

传统的 SRI 在 1960-1970 年代的变革中受到重大影响，这些时期见证了反战运动的兴起以及关于种族平等、妇女权利、消费者保护和环境运动的成熟。在传统社会责任投资影响的叙事中，这些社会和文化因素往往被低估了。

实际上，正是基于信仰的价值观与这些美国独有的进步主义的融合，创造了北美社会责任投资的秘诀。到 1970 年代初，诞生了第一批反映基于信仰的价值、民权时代的敏感性和环境问题的共同基金。

当然，到了 1970 年，在投资中使用任何“社会”标准都违背了传统智慧——传统社会责任投资往往招致批判。芝加哥经济学家米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）的观点最为典型，他在 1970 年告诉《纽约时报》（New York Times Magazine），“企业的社会责任是增加利润”（Friedman 1970）。弗里德曼的评论与芝加哥大学经济学家哈里·马克维兹（Harry Markowitz）的诺贝尔奖获奖作品的结论一致。正是 Markowitz 在 1952 年出版的《金融杂志》上发表的“投资组合选择”一书向世界介绍了“现代投资组合理论”（MPT）。MPT 的基本原则是，限制投资范围（无论出于任何原因）在投资领域不可取。批评家也来自金融界之外，肯尼迪政府国家安全顾问和未来的福特基金会主席麦克乔治·邦迪（McGeorge Bundy，1972）简洁地表达了他对这个问题的看法，他说：“我们不相信只有符合道德才赚钱。”

然而，在 1970 年代，社会责任投资行业建立了一种模式，这种模式在未来几十年广为人知。尽管有着圣经的烙印，具有保守性，但社会责任投资在改变文化习俗和促进社会进步方面具有灵活性。随着社会对核能、血汗工厂、种族隔离、转基因生物、气候变化、人口贩运、性别工资差距、LGBTQ 运动以及许多其他政策或文化问题做出反应，社会负责投资者也纷纷效仿。这种现象自从约翰·卫斯

理 (John Wesley) 引导卫理公会 (Methodists) 脱离奴隶贸易以来就如此。

SRI 投资者推动了行业发展, 随着时间的流逝, 很少有人从历史的视角对他们的立场进行严厉的评判。无论是奴隶制、种族隔离、烟草、私人监狱、冲突矿产还是煤炭, 这些早期投资者在做出选择之前都不需要进行定量验证——很大程度上反映了 1960 年代和 1970 年代的理想时代精神。同样, 沃伦·巴菲特 (Warren Buffett) 的口号也启发了投资者: 不要投资您不了解的公司。社会责任投资者也同样受到鼓舞: 不要投资与您的价值观冲突的公司——该行业的诞生恰逢美国“重要价值观”大讨论的时代。SRI 通常有创新的催化剂; 比如近期的种族隔离和气候变化, 又如 1970 年代的越南战争。

2.1、反战与社会责任

到 1960 年代末, 民众对越战的争议增加, 当意识到投资组合可能受益于战争, 许多有宗教信仰的投资者便撤出。到 1970 年代, 北美的一些人开始寻找如何避免投资组合“从战争牟取暴利”。将这一事件推上风口的是橙色特工 (Agent Orange), 在 SRI 看来, 它被认定为“有争议的武器”。在五年的时间里, 利用 1950 年代由英国人开发的一种称为“除草战”的技术, “橙色特工”喷洒于覆盖越南南部 10% 的面积区域。陶氏化学公司和孟山均参与了美国国防部主持的这项毒素组合的开发, 其使用被描述为“灭杀”、“环境灾难”和“道德灾难” (Zierler 2011, 161)——橙色特工目的是退化森林并恐吓居民。1971 年, Pax 世界平衡基金成立, 很大程度是为了给宗教投资者寻求一种选择——避免在“橙色特工”的供应链进行直接投资。

Pax 的推出也与美国环境运动的全面觉醒相对应。这是发生在雷切尔·卡森 (Rachel Carson, 1962) 开创性著作《寂静的春天》诞生不到十年的时间——该著作催生了现代环境运动以及将毒物、污染、水、空气、植物、人和动物关联起来, 她的前瞻性可能超乎她自己的想象——2016 年, 科学家在海面以下六英里处的一些缝隙中发现了微小的被多氯联苯甚至阻燃剂污染的甲壳类动物, 其污染水平是生活在中国污染最严重水中的螃蟹的 50 倍 (Carrington, 2017)。

在那个时代, 对核削减的呼吁也演变成对核能源的担忧。创建于 1969 年, “地球之友”肩负着这一使命。到 1970 年 4 月 22 日, 威斯康星州参议员盖洛德·纳尔逊 (Gaylord Nelson) 和受过哈佛教育的组织者丹尼斯·海斯 (Denis Hayes) 动员了 2000 万美国人参加了第一次地球日庆祝活动。同年, 环境保护局建立, 并通过了《清洁空气法》。随后出台了一系列的环境保护和消费者保护立法: 包括 1972 年的《清洁水法》和 1973 年的《濒危物种法》, 两党都对此给予了支持。北美社会责任投资就是在这种背景下诞生的。Pax 和其他社会责任基金的使命也反映了这种追求进步的价值观。德雷福斯第三世纪基金会 (Dreyfus Third Century Fund) 于 1972 年成立, 资金雄厚 (当时为 2500 万美元), 背后有“大佬站台” (女选民联盟和洛克菲勒基金会的主席、城市联盟的执行董事、诺贝尔奖获得者、普林斯顿大学校长)。基金的招募说明书中显示其投资标的特征: “公司业务可促进美国生活质量的提高” (Moskowitz 1973, 15)。彼时, 这类分析被称为 1990 年代

社会责任投资中的“同类最佳”。

早期 SRI 的另一位代表是始于 1971 年的第一频谱基金(First Spectrum Fund)——揭开了现代 SRI 技术的发展。创始人 Thomas N. Delany 和 Royce N. Flippin, Jr. 承诺在分析“环境，公民权利和保护消费者”方面的表现之后才会决定是否投资(如 Moskowitz 1973, 15)。SRI 的考量也延申到特定的场景，例如工作场所实践和公司社会中的角色。这项工作的早期代表是记者米尔顿·莫斯科维兹(Milton Moskowitz)，他是一个坚韧的商业思想家，他认为善待员工、保持透明和成为良好的企业公民的公司值得长期持有。Moskowitz 在 1973 年 2 月的《纽约时报》上写道：“我确实怀疑对社会缺乏关注的管理层最终会犯错，甚至破坏道德底线。”从 1968 年到 1986 年，Moskowitz 出版了七本书，每周写三篇国家级联合专栏。1968 年，Moskowitz 还发布了《商业与社会》(Business & Society)，这是第一本商业新闻，重点关注公司在员工的生活、社区、乃至整个社会中所扮演的角色。Moskowitz (1968, 前言) 在第一期中写道：“变革之风正席卷美国社会。”“以至于美国业务的整体格局正在经历根本性的转变。”1982 年，Moskowitz 担任《商业与社会评论》(Business and Society Review) 的高级编辑，如今，这一刊物在位于马萨诸塞州沃尔瑟姆市本特利大学的商业道德中心的分支机构延续至今。

公司社会责任(CSR)的想法，在 1968 年 Moskowitz 开始其职业生涯时几乎不存在。1968 年，对于记者而言，企业社会责任这个领域并没有丰富的素材。美国职棒大联盟(Major League Baseball)于 1947 年合并，但此后等到《财富》500 强公司中出现第一名黑人董事会成员却花了 20 年时间。Moskowitz 从许多方面为企业社会责任奠定了基础。现在，围绕 CSR 的家庭手工业跨越了咨询、新闻和出版领域。目前，全球最大的 500 家公司每年在企业社会责任方面的支出超过 150 亿美元(Smith, 2014 年)。

Moskowitz 发布了《商业与社会》“负责任”股票清单，以便根据市场指数和首批对社会负责共同基金进行跟踪。1972 年，他的原始名单包括以下“负责”公司：Chase Manhattan、Dayton Hudson、First Pennsylvania、Jewel Companies、Johnson Products、Levi Strauss、M-REIT、The New York Times、Rouse Company、Standard Oil (Indiana)、Syntex、Weyerhaeuser、Whirlpool、Xerox。

1973 年，Moskowitz 添加了新公司名单：CNA Financial、Cummins Engine、Lowe's、Quaker Oats、McGraw-Hill。

Moskowitz 跟踪了这些“负责任”公司的股价，并进一步编制了“不负责任的”名单作为反面教材(如 Moskowitz 1973, 15)。这些早期的绩效评估的努力揭开了有关 SRI 绩效的学术研究的序幕，Moskowitz 的见解进一步揭示了早期 SRI 民权时代合理性。例如 Moskowitz 纳入了 Johnson Products，因为它是在纽约证券交易所和 M-REIT 上市唯一一家黑人拥有的公司房地产投资信托。直到今天，千禧一代的投资者都在寻求避免“利润陷阱”和美国日益扩大的贫富差距。M-REIT 创始人莫里斯·米尔格拉姆(Morris Milgram)当时说：“人生苦短，不妨建立人们信仰的世界”(Cromie 1969, 13)。

排在榜首的是 Levi Strauss & Co.，该公司处于早期 CSR 运动的最前沿——其商业实践树立了 CSR 的早期标准。Levi Strauss 位列 1984 年 Addison Wesley 作者

为 Moskowitz, Robert Levering 和 Michael Katz 《美国 100 佳公司》的榜单之中。从 1998 年开始,“百佳”榜单最终进入《财富》杂志的年刊,其方法论有助于 CSR 公司评级的纵向延伸。

1996 年, Moskowitz 奖成立,以表彰在社会责任投资领域的学术研究。该奖每年由西北大学凯洛格 (Kellogg) 管理学院主办并颁发。凯洛格是全球众多致力于企业社会责任和可持续发展问题的商学院之一。如今,超过 88% 的求学于商学院 MBA 的学生认为,了解社会和环境业务影响至关重要 (Business as Unusual, 2014)。Moskowitz 原始名单上的许多公司 (或其继任者) 仍保留着他们当时拥护的某些 CSR 属性。约翰逊产品公司 (Johnson Products) 于 2004 年出售给消费巨头宝洁 (Procter and Gamble), 但随后在 2009 年分拆给一群非裔美国人投资者,以重新确立其“非裔所有”的地位。Ursula Burns 是施乐 (Xerox) 任命的首位黑人女性担任首席执行官,任职于 2009 年至 2016 年。当时,她是《财富》500 强公司中仅有的五名非洲裔美国首席执行官之一。Burns 还是首位作为另一位女性的继任者,成为财富 500 强公司的首席执行官。2017 年 1 月,Levi Strauss 是致特朗普政府以支持低碳经济的信件的主要签字人。

2.2、1980 年代的北美 SRI

到了 80 年代,北美社会责任投资价值主张在某种程度上实现了标准化:在屏蔽掉酒精、烟草、武器、赌博、色情和核能行业的前提下构建和整体市场风格类似的投资组合——这是典型的传统北美负责投资流程。

除了规避之外,北美的 SRI 还采用了在行业中归类精选“同类最佳”的做法——为了规避在公司治理、环境、社会正义等层面不合格的公司。在 1990 年,在规避筛选和“同类最佳”的传统框架下,Domini 400 社会指数 (Domini 400 Social Index) 作为第一支市值加权指数共同基金推出。Domini 400 通过这种方法可以长期跟踪 S&P 500 指数,从而创造了对 SRI 行业发展至关重要的业绩记录。

规避法是传统的社会责任投资的基石,也是现代 SRI / ESG 投资不可或缺的一部分。比如**无化石燃料运动**: 尽管最主要的焦点是气候变化以及从投资传统的化石燃料转为投资可再生能源,但投资过程仍以排除行业为中心;又如**“性别透视” (gender lens) 投资**——排除对女性有害的行业,青睐在董事会和公司实践中提供薪酬公平或性别多元化的公司。现代 SRI 和 ESG 领域的 500 多个共同基金中,大多数都使用了一些规避手段,最常见的是烟草和投资苏丹。基于 ESG 数据的可获得性,ESG 与传统的社会责任投资结合基于价值规避方法,或是一门“长久生意”。

一些投资者与资本市场体系内在的过度和剥削现象作斗争的本能不可能很快消失。自 1960 年民权时代激发了整个行业以来,这一直是某些投资者的强烈冲动。负责任的投资很可能会继续与 ESG 联姻,ESG 代表了现代 SRI 固有的可持续投资框架。

3、可持续投资

到 2000-2010 年之间的欧洲，大资金投资者对 ESG 的三大主题进行分析：第一是关于信托义务与可持续性之间法理层面的辩论；第二是气候变化；第三是认可公司治理不善对市场有害的论点。

3.1、信托义务

平衡可持续发展与信托义务关系是联合国环境规划署（UNEP）的重点。1992 年，环境署与金融服务部门合作，支持“在不损害子孙后代满足其自身需求的能力的前提下，满足当前需求的发展”（“UNEP FI Statement” 2020）。实际上，环境署的使命是美国总统德怀特·艾森豪威尔（Dwight Eisenhower）1961 年的告别演说的回声：“当我们审视社会的未来时，我们（您，我和我们的政府）必须克制“活在当下”的冲动，避免为了便利当前而掠夺明天的宝贵资源。”

2005 年，环境署委托伦敦的律师事务所 Freshfields Bruckhaus Deringer 撰写了具有里程碑意义的报告，回答了如下问题：“是否将环境，社会和公司治理纳入投资政策（包括资产配置，组合构建）自愿许可、法律要求或其他法律法规限制；首要考虑公共和私人养老金，其次考虑保险公司的准备金和共同基金？”

该报告研究了包括美国、英国、德国和法国在内的七个主要世界发达市场的信托义务法律。关于美国，该报告着眼于现代投资者审慎性原则——作为统一的联邦法律（例如 ERISA（1974 年《雇员退休收入保障法》）的基础，该法律为最自愿建立的养老金和医疗计划设定了最低标准，在私营行业中为这些计划中的个人及其州级对应机构提供保护。该报告得出的结论是，不仅将 ESG 与信托义务认定为具有一致性，而且认为忽略这些长期风险实际上可能违反了信托义务（Freshfields Bruckhaus Deringer 2005）——信托义务这一 ESG 增长的主要障碍得以消除。

从报告的结论来看：“常规投资分析在财务绩效的意义上着眼于价值”。如上所述，ESG 因素与财务绩效之间的联系日益得到认可，在此基础上，将 ESG 考虑因素整合到投资分析中以更可靠地预测财务绩效得到了许可，并且在所有辖区中无可争议是监管所要求的（Freshfields Bruckhaus Deringer 2005，6）。

3.2、气候变化

至于第二个主题：气候变化，历经了漫长的审视。早在 1980 年代，气候学家就对此忧虑。1988 年，世界气象组织（WMO）和环境署（UNEP）联合成立了政府间气候变化委员会（IPCC），以应对化石燃料燃烧和全球气温上升。

埃克森·瓦尔迪兹（Exxon Valdez）大规模漏油事件激起了环境界和社会投资界的关注。面对溢油事故，一位名叫琼·巴伐利亚（Joan Bavaria）的 SRI 倡导者与环境领导人合作，将机构投资者、环境组织和对社会负责任的投资者联盟起来，以挑战大型企业的常规经营对环境的影响。

巴伐利亚帮助组建了环境责任经济联盟（CERES），该联盟催生了瓦尔迪兹原

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

则(Valdez Principles)——由十大公司自愿签署的一套十项原则。从一开始,CERES 联盟就包括国家野生动物基金会等环境非政府组织(NGOs)、包括企业间责任中心(ICFA)在内的宗教投资者、纽约市退休金基金等大型资产所有人以及传统的SRI公司。

石油行业为北美传统的社会责任投资与欧洲兴起的ESG运动之间架起了桥梁。Ceres联盟迎来了一个时代——提高了上市公司环境问题上透明度。正如Ceres的首席执行官Bob Massie所说:“在1996年,体现环保道德、或以超出法律的要求来评估绩效的情况是难以想象的,可持续被认为是一件相当困难的事,任何公司都不会自愿将其作为目标”(Ceres 2014b)。

Ceres 为环境署下的全球报告倡议组织(GRI)奠定了基础。该组织倡议为未来的披露框架(如可持续会计准则委员会(SASB)在2018年推出的框架)奠定了基础。高度重视大型公司的环境透明度,对于ESG的成功、气候变化对市场影响的理解至关重要。SASB的标准不仅是提高透明度,还考虑了公司相对于其行业的表现(Townsend 2019)。毕马威会计师事务所的报告显示,如今,全球最大的250家公司中有93%报告了可持续性问题——若可衡量,便可改善。

Ceres 提高了人们对气候变化的认识。2005年8月,Ceres发布了有关气候对保险业影响的第一份报告。碰巧的是,发布之际正值卡特里娜飓风猛烈袭击美国墨西哥湾沿岸。该报告与IPCC的评估不谋而合,即世界有两种选择:要么是环境灾难,要么是解决全球变暖问题(“IPCC特别报告”,2000年)。

到2005年,当环境署发布Freshfields报告时,诸如管理规模约3000亿美元的加州公共雇员退休金基金(CalPERS)之类的大型机构投资者开始关注IPCC的结论以及利益相关者组织(如Ceres)的分析。这些所谓的“通用所有人(universal owners)”,即CalPERS等大型投资者、其他养老基金、指数基金以及拥有整个市场的保险公司,都面临着长期风险——诸如气候变化和由此导致的公司高成本投入。由于投资人的回报与资本市场的总体回报密切相关,因此他们开始认真对待自己此前未曾关注的风险暴露,例如气候、水、卫生保健和其他紧迫问题。反过来,他们开始在ESG研究中推动家庭手工业,以便评估不同因素的重要性。

对于机构投资者而言,ESG分析承诺将帮助确定长期风险因素和/或根据这些风险确定投资机会。ESG专注于那些在传统华尔街分析里未考虑的风险。ESG评分框架也更适合主流投资,因为它与定量方法驱动的投资兼容。

到2011年,加利福尼亚州、华盛顿州和纽约州的监管机构开始要求其所在州的保险公司披露有关气候风险的信息。Ceres发起的运动和GRI的发展推动了更多ESG相关的信息披露。**环境问题透明化有助于提高气候变化在投资决策中的权重。**CalPERS的高级投资组合经理和公司治理总监Anne Simpson表示:“确保资本市场运转对于养老金的支付至关重要。我们支付的每1美元退休金中,有将近70美分来自投资回报。我们需要一个安全可靠的实体市场。……如果我们陷入气候灾难,就无法投资”(塞雷斯,2014年2月)。

可以说,北美的社会责任投资和ESG从一开始具备相似的基因。自埃克森·瓦尔迪兹(Exxon Valdez)在阿拉斯加威廉王子湾(Prince William Sound)撞礁以来,这两个投资领域都与化石燃料行业结下了“梁子”。对于传统的SRI行业而言,其

考虑的人权问题与化石燃料行业中的环境问题产生联系，尤其是当西方石油公司在生态脆弱的非民主国家中运营的时候。从 ESG 的角度就这个问题而言，其出发点是应对气候变化，需要结束对化石燃料的依赖。

在尼日利亚，中美其他地区，大型石油公司业务总是触碰人权问题，作为应对，他们一般动用其强大的影响力将责任转移给本地合作伙伴，并没有一套固有的方案来应对气候变化。总体而言，大石油行业采用了两管齐下的策略来应对 ESG 框架下的气候变化风险：第一，他们悄无声息地支持应对气候变化和化石燃料的燃烧的相关政策（更前瞻性的，是同时投资于可再生能源和替代能源）；第二，他们积极尝试减缓监管趋严、舆论压力。这项工作的“旗手”是全球气候联盟（GCC），由化石燃料公司组成并提供资金、提供研究来支持气候怀疑论者，并强烈游说反对美国批准《京都议定书》以及随后限制碳燃烧的全球合作。

尽管对海湾合作委员会的支持已经破裂，但是大型石油公司在应对气候变化方面的行为仍受到审查和实时评估。这类辩论的典型是洛克菲勒家族基金会（Rockefeller Family Fund）反对埃克森美孚（Exxon Mobil）的运动。洛克菲勒家族的财富来源是埃克森美孚的祖父母——标准石油（Standard Oil）。传言称埃克森美孚拒绝开发替代能源和可再生能源，并资助了像 GCC 这样的机构，尽管他们知道气候变化是真实存在的，并终将影响其未来的收入（Wasserman and Kaiser 2016）。埃克森美孚放弃开发可再生能源，并积极为海湾合作委员会（GCC）筹集资金。并且令纽约州总检察长和 SEC 感到恼火的是，它并未像大多数行业一样由于气候变化问题而减记了其石油和天然气储备的财务价值，这是否和其股东利益相冲突是值得商榷的（Olson 和 Viswanatha, 2016）。

SEC 在 2010 年首次就气候变化如何适应现有的披露框架提供了指导。时任主席 Mary Schapiro 表示：“公司必须披露其面临的重大风险，无论这些风险是由于竞争加剧还是恶劣天气造成的。这些重要性原则是我们披露框架的基石。目前的指导框架将确保我们的披露规则始终得到遵守以便投资者获得可靠的信息，无论当前问题的政治敏感性如何”（Shapiro 2010）。

当然，SEC 的评论反映了负责任投资者的所倡导的长期可持续发展理念——环境，社会和治理问题对股票的长期表现至关重要。相比之下，华尔街直到最近才将其相当的才智转向这种类型的分析。如今，多方都在努力去弥合 ESG 分析与华尔街之间的鸿沟——如 SASB 与 SEC、投资和商业团体紧密合作，以帮助标准化和量化环境和社会问题如何影响财务绩效，从而提高信息披露的质量。

无论如何，SEC 的审查表明了 ESG 风险的公认重要性。对于碳的考虑，始于 IPCC 的评估，并通过针对特定问题的财务分析（例如伦敦的 Carbon Tracker Initiative（CTI）和 Ceres 等组织的工作）得到了进一步发展。CTI 为投资者总结了防止化石燃料燃烧的经济影响。到 2010 年代，CTI 已围绕全球碳预算的概念紧密团结。前提很简单：如果大气中每百万分之 350 的温室气体的含量标准是预警线，那么世界将团结起来防止气体达到该水平。CTI 根据已探明的碳储量创建了全球 200 家最大公司的清单。这款 Carbon 200 成为了全球日益增长的化石燃料撤资运动的焦点。

对于 ESG 投资者而言，这一观点的证据和支持正在增加。与辩论的主题不同，

Ceres 在卡特里娜飓风时发布了有关气候和保险业的第一份报告，而桑迪飓风在 2012 年袭击大西洋沿岸时，保险业也认识到相关风险是真实存在的。在 2013 年 6 月 13 日的《保险杂志》上，行业智囊团日内瓦协会明确表示：“气候变化威胁着灾难的可保性（insurability）”（“日内瓦协会”，2013 年）。

数字证明了这一主张。国家资源防御委员会报告说，他们 2012 年花费了 1,390 亿美元用于应对美国的极端天气影响，这一数字超过在教育或交通上的支出。牛津大学史密斯企业与环境学院得出的结论是，最终在全球范围内，气候事件每年可能毁灭 6 万亿美元的农业资产。

甚至像杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）和罗伯特·里特曼（Robert Litterman）这样的华尔街大腕也接受气候引发市场风险这一新观念。华尔街资产管理巨头 GMO 的创始人，前壳牌石油经济学家格兰瑟姆（Grantham）在《卫报》的《环境博客》中表示：“那些极端、危险、碳密集的和污染严重的资源面临巨大的成为搁浅资产的风险。...我不认为，投入数十亿美元用于新的沥青砂项目将会带来丰厚的回报”（Hickman, 2013 年）。

高盛（Goldman Sachs）的前风险负责人利特曼（Litterman）和布莱克利特曼（Black-Litterman）资产配置模型的共同创始人费舍尔·布莱克（Fisher Black）在《加拿大投资评论》（Canadian Investment Review）中表示：“风险经理真正要做的就是弄清楚风险是否正在被合理定价。...人们没有正确地评估气候风险，这是一个全球性问题，它需要一个全球性的解决方案”（Blythe 2012）。利特曼大力倡导建立减少碳市场机制。

然而，对气候风险的广泛评估促使投资界将环境风险视为对长期投资者的成果至关重要的因素。尽管如此，这对华尔街而言却是一个巨大的飞跃——华尔街分析师需要额外花费三个月来接受相关培训。美国 SEC 以 3 比 2 投票通过将全球气候变化作为一个实质性问题（例如工厂关闭），上市公司可能必须做好相关信息披露（“气候变化和南南合作”，2010 年）。对气候变化逐渐深入的认识极大地推动了 ESG 的信誉和需求。

3.3、公司治理

ESG 的第三层次：公司治理。公司治理层面和道德层面的缺失助推了次级抵押贷款危机和随后的大萧条。诚然，在次贷危机或 ESG 分析出现之前，良好的公司治理本应是基础投资的核心，但不良的道德行为掩盖于冰山之下直到为时已晚。遗憾的是，由于资本市场复杂性和全球资本的流动，投资者受益于这种不良行为。

到 2000 年代，当地银行借出抵押贷款的同时让客户理解还款的风险的光景已一去不复返。到 2000 年代，资本市场已经建立了惊人的、庞大的、不透明的抵押投资池，而信贷机构和监管机构都无法真正理解。诸如 Countrywide 之类的次级抵押贷款机构与雷曼兄弟（Lehman Brothers）和贝尔斯登（Bear Stearns）等中介机构合作，以创建复杂的抵押贷款支持证券，而底层资产的资质是存疑的。最后的结果大家都看到了——迎来了政府却空前干预市场的时代，广大投资者再次遭受了沉重的经济打击，加剧了养老金的短缺。

在次贷危机中,就像以前由不法行为引起的市场灾难一样(比如安然(Enron)和世通公司(WorldCom)),金融部门缺乏披露、透明、制衡、良好道德操守,导致了投资者的损失。在2008年4月国际货币基金组织发布的《全球金融稳定报告》中,仅房地产和信贷市场的损失就接近1万亿美元(Bianco 2008)。到2008年底,美联储报告说,美国的家庭财富下降了10倍之多(Bajaj 2009)。据报道,由于次贷危机,广大投资者损失了5.4万亿美元(PRI协会和环境署金融倡议,2011年)。

1929年的股市崩盘导致了1930年代的大萧条,使得财务报告得以标准化披露。2008-2009年次贷市场崩溃以及随后的大萧条使最大的资产所有者明确表示,他们需要一个更好的框架来评估市场风险,尤其是围绕复杂的衍生工具和影子银行系统的风险。董事会首席执行官和主席的分离、董事会独立性、有关可持续性问题的监督委员会、透明度、政治捐赠等对于股票的长期表现至关重要。投资者需要一个视角来评估气候变化、公司治理和行为方面的风险,这是华尔街的传统分析所没有的——ESG分析已经成熟。

3.4、全球问题,全球解决方案

正如利特曼(Litterman)所说,气候和治理不善等风险现在是全球性的,需要全球性的解决方案。到2008年大萧条和2008-2009年次贷危机之时,全球性的完善ESG框架的努力也几近完成。2000年,联合国全球契约成立,旨在为跨国公司在人权、劳工、反腐败和环境方面提供10条组织原则。全球168个国家/地区的近10,000家公司采用了这些原则,并发布了超过40,000份有关实现这些原则的进展的报告。

2005年初,时任联合国秘书长的科菲·安南呼吁最大的资产所有者,协助塑造“联合国负责任投资原则”(PRI),以建立可持续的金融体系。围绕六项组织原则,PRI将全球市场上最大的资产所有者聚集在一起。在环境署的主持下,PRI在纽约证券交易所启动建立全球资产所有者网络。第一项原则是承诺将ESG纳入所有投资。截至2019年,代表80万亿美元资产的2,300名资产所有者已成为PRI的签署人,基于:“作为机构投资者,我们有义务为受益人的最佳长期利益行事。在这个受托人的角色中,我们认为环境、社会和公司治理(ESG)问题可能会影响投资组合的绩效(在不同公司、行业、地区、资产类别和时间上有不同程度的影响)”(《2017年原则是什么》)。

事实上,如果不是相关研究向晨星公司、彭博社(Bloomberg)和个人投资者开放,当前社会责任投资和ESG的激增是不可能的。例如,总部位于阿姆斯特丹的Sustainalytics在全球拥有数百名分析师,按照ESG标准为超过11,000家公司评分。作为面向专业投资者的强大平台,通过彭博社,用户可以键盘敲击就可以轻松访问和使用Sustainalytics的研究成果和专注于确定ESG风险对各行业投资业绩的影响;此外,彭博社还提供了自己的治理风险和披露得分。

有了数据支持,专业投资者就可以确定哪些有关环境、社会 and 治理因素可能影响财务绩效。这使现代SRI具有更广泛的吸引力:研究供应商不仅可以提供ESG

指标的评分，还可以提供从胚胎干细胞研究（对许多基于信仰的投资者而言至关重要）、有争议的武器、动物测试或参与拥有严重人权虐待国家（例如苏丹）的一系列特定产品获得收入；也有许多聚焦于特定领域研究和评级的提供者，包括碳强度、性别工资差距、动物福利、生活道德、有毒物质和 LGBTQ 问题。

这一进程的纽带是上市公司依照更严格的披露要求提供 ESG 信息。SASB 这家非营利组织表示，在推出了 77 种行业特定的报告标准一年后，已有 120 家公司正在其 ESG 报告中使用时（Ashwell 2019）。由于利益相关者的压力和全球报告标准的推动，这种透明性有些容易实现、有些则很难解决。所有这些都使市场更加透明，并帮助投资者获得了更多信息。这一进程还有上升空间。

4、表现

由于某种原因，建立与投资者的道德或环境价值相一致的投资组合的愿望曾一度与传统投资思想不相容。似乎有一条不成文的法律，规定一个人应该只专注于尽可能多赚钱（通过任何必要的法律手段），然后将多余的钱捐给慈善机构。投资的外部性或负面的社会或环境结果通常被忽略。

大多数敬业的、对社会负责的投资公司早就意识到，要获得认可，就必须根据常规市场基准对战略进行风险和回报评估。

对于能否实现这种平衡，持怀疑态度的人远远超过了乐观主义者，并且从第一天开始就对表现进行了严格的审查。可以说，与标普 500 指数为基准的 SRI 投资组合相比，基于纯收益承诺的、新型复杂的金融工具所面临的怀疑和抵制要少得多。在考虑投资的环境或社会标准时，显然有些不安。华尔街的口头禅很简单：如果您进行对社会负责的投资，那么您将蒙受损失。这始终是专业管理 SRI 策略早期的第一个问题。半个多世纪后，现在有大量针对该问题的严肃学术工作。

在过去的二十年中，有关传统 SRI 和 ESG 的学术文献的结论历经一个过程：这类投资从“造成一些成本”、“几乎没有成本”、到“存在正超额收益”（Fulton et al., 2012 年）。2014 年，TIAA-CREF 分析显示，从长远来看，领先的 SRI 股指相对于大盘指数而言，其表现没有实质性差异——“显示不存在系统性拖累”（O'Brien et al., 2017）。发表于 2015 年 12 月《可持续金融与投资杂志》（Friede et al., 2015 年，第 210 期）的 1970-2014 年 2000 项经验研究的荟萃分析（meta analysis）证实，SRI 和 ESG 筛选对投资的收益和风险的影响逐渐实现最小化：“结果显示，大约 90% 的研究发现 ESG 与 CFP（企业财务绩效）之间存在非负相关关系。更重要的是，绝大多数研究都报告了积极的发现。”

对许多人来说，SRI 好处可能更多在于降低风险而不是增加回报。例如，2012 年，Nofsinger 和 Varma（分别来自华盛顿州立大学和伊利诺伊大学法学院）得出的结论是，SRI 资金在新兴市场表现更差，但在危机时期表现更好（Varma 和 Nofsinger 2012）。学术界也发现了与可持续商业实践的正相关性。哈佛商学院的一项研究（Eccles et al., 2011 年）发现，从长远来看，具有更可持续商业特征的公司要优于同行。许多学术重点和时代背景相关，例如，早期研究关注撤资问题，而最近的研究关注气候变化。

劳埃德·库尔茨 (Lloyd Kurtz) 对 SRI 绩效研究资深, 是富国银行 (Wells Fargo) 的社会影响力投资负责人, 也是加州大学伯克利分校负责人事务中心哈斯商学院的讲师。他将 SRI 和 ESG 学术研究分为四个时代。

- **开拓性的努力 (1970 年代和 1980 年代):** 陆克文 (Rudd, 1979)、格罗斯曼和夏普 (Grossman and Sharpe, 1986) 的研究为代表——使用基于因子的分析来解释南非自由股权投资组合中的差异。
- **持续关注 (1990 年代):** 这一时期社会投资基准指数表现强势。汉密尔顿等人 (Hamilton et al., 1993 年) 在这个时代的奠基之作——结论是, 使用规避法对组合表现没有重大影响。
- **可持续发展, 利益相关者和“寻找阿尔法” (2000 年代):** 这一时期 Derwall et al. 2005 和埃德曼斯 (Edmans, 2011 年) 的结果表明, 卓越的可持续性和利益相关者表现同时改善了公司水平和股价表现。
- **现代 (2009 年至今):** 这一时期是对全球金融危机的回应, 数十篇论文涵盖了广泛的主题——从鲍尔和哈恩 (Bauer and Hahn, 2010) 的固定收益到戴姆森等 (Dimson et al. 2012) 的股东参与对市场的影响。

学术研究似乎始终支持以下观点: **财务因素比其他任何社会标准更能推动绩效——借助现代投资和投资组合构建技术, 可以构建具有与基准非常相似的特征的现代 SRI 投资组合, 从而可以预期到类似的风险和回报行为。**

例如, 贝拉德 (Bailard) 财富管理公司的可持续、负责任和影响 (SRII) 大市值策略均以标准普尔 500 指数为基准。尽管有不同的标准, 但是每个策略之间以及和基准的财务特征均相似。图表 1 展示了这些 SRII 策略与基准之间的特征比较, 说明了相似的风险和收益状况。

图表 1、截至 2019 年 12 月 31 日的 Bailard 财富管理 ESG 和 SRI 投资组合模型特征

Characteristic	SRI Model	ESG Model	SPDR S&P 500 ETF Trust
Dividend yield	1.8%	1.8%	1.8%
Price-to-earnings ratio (P/E)	21.2	20.7	21.6
Return on equity (ROE)	18.4	19.2	14.5
LT debt/equity	81.0	81.0	90.1
BEST LTG EPS	9.0%	9.0%	10.6%

Sources: Bailard, Bloomberg. Data regarding holdings reflect ownership information as of December 31, 2019 and are not intended to represent any past, present, or future investment recommendations. Holdings are subject to change. The Bailard SRI and environmental, social, and governance (ESG) model portfolios are actively managed domestic equity model portfolios benchmarked against the S&P 500 Index, with a similar risk/return profile. The portfolios typically hold between 40–60 stocks on average. The model portfolios seek to invest in companies with above-average ESG characteristics.

资料来源: From SRI to ESG: THE ORIGINS OF SOCIALLY RESPONSIBLE AND

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

现在, 多个全球 ESG 指数推动了聚焦于可持续、负责任和影响力投资共同基金或相关投资工具的进一步增长。道琼斯、富时、MSCI、纳斯达克、OMX、彭博、纽约证券交易所和标准普尔均有聚焦 ESG 投资的指数。2016 年, 联合国发起了“可持续证券交易所倡议”(SSE), 以填补有关证券交易所 ESG 问题的报告空白。SSE 目前包括 100 多家证券交易所, 包括全球前 5 名中的 4 家(SSE, 2020)。全球最大的资产管理公司贝莱德(BlackRock)公司治理和负责任投资副总裁 Gwen Le Berre 表示: “证券交易所的跨境合作将帮助上市公司的 ESG 风险因素披露更具可比性, 和更有意义。这将使投资者能够更准确地对公司进行估值, 做更好的投资决策”(Ceres 2014c)。

5、总结

市场瞬息万变: Pony Express 将跨洲邮件递送的时间从三周缩短到了十天。但是其被电报取代只用了 19 个月。第一批零售共同基金于 1928 年公开发售, 即使在 1940 年《投资公司法》的监管趋严的背景下, 这些基金一直不受限制地作为散户投资者的首选工具, 直到 75 年之后 ETF 的出现——从 1990 年代起, ETF 便开始威胁共同基金的地位。2019 年 12 月, 大约有 1,700 只 ETF 在美国上市, 资产规模超过 4.3 万亿美元。自 2010 年以来, ETF 已占华尔街交易活动的 25% (Turner 2017; Li 2019)。

可持续和负责任的投资显示出投资领域的快速和渐进变化。虽然时代在起伏, 但是 SRI 经久不衰。无论在股票、债券、共同基金、ETF 领域还是私募股权领域, SRI 都代表一个过程、而非资产类别。SRI 从最初将投资组合和信仰、进步主义价值观保持一致的方法, 演变为可帮助华尔街解决曾被忽视的全球风险, 并影响了从会计实务到交易所上市的各种准则。当华尔街公司进入这个不断增长的市场时, 已经从对 SRI 的坚定批评者发展成为参与者。SRI 已从北美金融服务行业的一席之地发展成为一种全球现象。SRI 如今因人们的信仰而蓬勃发展。

6、参考文献

- [1] Ashwell, B. 2019. “More than 100 Companies Using SASB Standards.” IR Magazine, December 12, 2019. <https://www.irmagazine.com/reporting/more-100-companies-using-sasb-standards>.
- [2] Bajaj, V. 2009. “Household Wealth Falls by Trillions.” The New York Times, March 12, 2009. <http://www.nytimes.com/2009/03/13/business/economy/13wealth.html>.
- [3] Bauer, R., and D. Hann. 2010. “Corporate Environmental Management and Credit Risk.” SSRN Electronic Journal, December 23, 2010. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1660470>.
- [4] Benjamin, J. 2015. “Morningstar Shines an ESG Light on All Mutual Funds and ETFs.” Investment News, October 25, 2015. <https://www.investmentnews.com/morningstar-shines-anesg-light-on-all-mutual-funds-and-etfs-63910>.
- [5] Bianco, K. M. *The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage*

- Meltdown*. New York: CCH. 2008. Blythe, S. 2012. "Litterman: Putting a Price on Climate Risk." *Canadian Investment Review*, June 14, 2012. <http://www.investmentreview.com/news/littermanputting-a-price-on-climate-risk-5929>.
- [6] Bundy, M. 1972. *Business and Society Review* 5 (13).
- [7] *Business as Unusual: The Social & Environmental Impact Guide to Graduate Programs—For Students by Students*. San Francisco: Net Impact. 2014.
- [8] Carrington, D. 2017. "'Extraordinary' Levels of Pollutants Found in 10km Deep Mariana Trench." *The Guardian*, February 13, 2017. <https://www.theguardian.com/environment/2017/feb/13/extraordinary-levels-of-toxic-pollutionfound-in-10km-deep-mariana-trench>.
- [9] Carson, R. *Silent Spring*. Boston, MA: Houghton Mifflin, 1962.
- [10] Ceres. 2014a. "Climate Risk: From Obscure to Mainstream." *CSR and Sustainability News*, February 12, 2014. <https://www.3blmedia.com/News/Climate-Risk-Obscure-Mainstream>.
- [11] Ceres. 2014b. "Sustainability Reporting: Ceres Catalyzes a Worldwide Movement." *3BLMedia*, March 14, 2014. <https://www.3blmedia.com/News/Sustainability-Reporting-Ceres-Catalyzes-Worldwide-Movement>.
- [12] Ceres. 2014c. "World's Largest Investors Launch Effort to Engage Global Stock Exchanges on Sustainability Reporting Standard for Companies." *CSR Wire*, March 26, 2014. https://www.csrwire.com/press_releases/36861-World-s-Largest-Investors-Launch-Effort-to-Engage-Global-Stock-Exchanges-on-Sustainability-Reporting-Standard-for-Companies.
- [13] "Climate Change and the S.E.C." 2010. *The New York Times*, January 30, 2010. <http://www.nytimes.com/2010/01/31/opinion/31sun3.html>.
- [14] Cromie, B. 1969. "Deerfield Builder Still Active." *Chicago Tribune*, December 4, 1969. <http://archives.chicagotribune.com/1969/12/04/page/31/article/bob-cromie#text>.
- [15] Derwall, J., R. Bauer, N. Guenster, and K. C. G. Koedijk. 2005. "The Eco-Efficiency Premium Puzzle." *Financial Analysts Journal* 61 (2): 51–63. <https://ssrn.com/abstract=713861>.
- [16] Dimson, E., O. Karakas, and X. Li. 2012. "Active Ownership." *Review of Financial Studies* 28 (12): 3225–3268. Eccles, R. G., I. Ioannou, and G. Serafeim. 2011. "The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Process and Performance." *Working Knowledge*, Harvard Business School, November 14, 2011. <http://hbswk.hbs.edu/item/the-impact-of-corporate-sustainability-on-organizational-process-and-performance>.
- [17] Edmans, A. 2011. "Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices." *Journal of Financial Economics* 101 (3): 621–640. <https://ssrn.com/abstract=985735>.
- [18] Eisenhower, D. D. "Military-Industrial Complex." Farewell address, January 17, 1961.
- [19] Freshfields Bruckhaus Deringer. 2005. *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*. Geneva: UNEPFI. https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf.
- [20] Friede, G., T. Busch, and A. Bassen. 2015. "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies." *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5 (4): 210–233. Friedman, M. 1970. *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. Berlin, Germany: SpringerLink. http://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-540-70818-6_14#page-1.
- [21] Fulton, M., B. Kahn, and C. Sharples. *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance*. New York, NY: DB Climate Change Advisors. 2012. "Geneva Association Ocean Warming Report Reviews Implications for Re/Insurers." *Insurance Journal*, June 24, 2013. <https://www.insurancejournal.com/news/international/2013/06/24/296427.htm>.
- [22] "Geneva Association Ocean Warming Report Reviews Implications for Re/Insurers." *Insurance Journal*, June 24, 2013. <https://www.insurancejournal.com/news/international/2013/06/24/296427.htm>.
- [23] Grossman, B. R., and W. F. Sharpe. 1986. "Financial Implications of South African Divestment." *Financial Analysts Journal* 42 (4): 15–29.

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- [24] Hamilton, S., H. Jo, and M. Statman. 1993. "Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds." *Financial Analysts Journal* 49 (6):62–66.
- [25] Hickman, L. 2013. "Jeremy Grantham on How to Feed the World and Why He Invests in Oil." *The Guardian*, April 16, 2013. <https://www.theguardian.com/environment/blog/2013/apr/16/jeremy-grantham-food-oil-capitalism>. IPCC Special Report: Emissions Scenarios. Geneva, Switzerland: Intergovernmental Panel on Climate Change. 2000. <https://www.ipcc.ch/pdf/special-reports/spm/sres-en.pdf>.
- [26] Kurtz, L. *Looking Forward Looking Back: A Hitchhiker's Guide to Research on Social and Sustainable Investment*. Tilburg, The Netherlands: Tilburg University. 2013.
- [27] Levering, R., M. Moskowitz, and M. Katz. *The 100 Best Companies to Work for in America*. Boston, MA: Addison Wesley. 1984.
- [28] Li, Y. 2019. "ETF Assets to Surge Tenfold in 10 Years to \$50 Trillion, Bank of America Predicts." *CNBC*, December 12, 2019. <https://www.cnbc.com/2019/12/12/etf-assets-to-surge-tenfold-in-10-years-to-50-trillion-bank-of-america-predicts.html>.
- [29] Markowitz, H. 1952. "Portfolio Selection." *Journal of Finance* 7 (1): 77–91.
- [30] Moskowitz, M. 1973. "Why 'Good Guy' Funds Have Flopped." *The New York Times*, Sunday Edition, February 11, 1973.
- [31] ——. *Business & Society* 1 (July 2, 1968). Preface.
- [32] O'Brien, A., L. Liano, and J. Campagna. *Responsible Investing: Delivering Competitive Performance*. New York, NY: Nuveen TIAA Investments. 2017. Olson, B., and A. Viswanatha. 2016. "SEC Probes Exxon over Accounting for Climate Change." *The Wall Street Journal*, September 20, 2016. <http://www.wsj.com/articles/sec-investigating-exxon-on-valuing-of-assets-accounting-practices-1474393593>.
- [33] PRI Association and UNEP Finance Initiative. *Universal Ownership: Why Environmental Externalities Matter to Institutional Investors*. Geneva, Switzerland: United Nations Environment programme Finance Initiative. 2011. https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/universal_ownership_full.pdf.
- [34] Rudd, A. 1979. "Divestment of South African Equities." *The Journal of Portfolio Management* 5 (3): 5–10.
- [35] Shabecoff, P. 1988. "Global Warming Has Begun, Expert Tells Senate." *The New York Times*. June 24, 1988. <https://www.nytimes.com/1988/06/24/us/global-warming-has-begun-expert-tells-senate.html>.
- [36] Shapiro, M. "SEC Speech by SEC Chairman: Statement Before the Open Commission Meeting on Disclosure Related to Business or Legislative Events on the Issue of Climate Change." Speech, Washington, DC, January 27, 2010. SEC. <https://www.sec.gov/news/speech/2010/spch012710mlsclimate.htm>.
- [37] Smith, A. 2014. "Fortune 500 Companies Spend More than \$15bn on Corporate Responsibility." *Financial Times*, October 12, 2014. <https://www.ft.com/content/95239a6e-4fe0-11e4-a0a4-00144feab7de>.
- [38] Sustainable Stock Exchanges Initiative. 2020. "Exchanges Filter Search." Accessed April 14, 2020. <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/>. Townsend, Blaine. 2019. "The Case for Standardized, Audited ESG Reporting." *Accounting Today*, May 15, 2019. <https://www.accountingtoday.com/opinion/the-case-for-standardized-audited-esg-reporting>.
- [39] Turner, M. 2017. "The Rise of America's Hottest Investment Product Is Shaking up Wall Street Trading." *Markets Insider. Business Insider*, February 10, 2017. <http://markets.businessinsider.com/news/etf/etf-trading-now-makes-up-a-huge-chunk-of-wall-street-trading-2017-1-1001656495>.
- [40] "UNEP FI Statement—United Nations Environment—Finance Initiative." UNEP FI. Accessed April 20, 2020. <https://www.unepfi.org/about/unep-fi-statement/>. "US SIF Foundation Releases 2018 Biennial Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends." Get RSS 20. Naylor Association Management Software, October 31, 2018. https://www.ussif.org/blog_home.asp?display=118.
- [41] Varma, A., and J. R. Nofsinger. 2012. "Socially Responsible Funds and Market Crises." *Journal of Banking and Finance* 48:180–193.
- [42] Wasserman, L., and D. Kaiser. 2016. "The Rockefeller Family Fund vs. Exxon." *The New York Review of Books*, December 8,

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2016.<https://www.nybooks.com/articles/2016/12/08/the-rockefeller-family-fund-vs-exxon/>.

[43] *What Are the Principles for Responsible Investment?* London, UK: Principle of Responsible Investment. 2017.

[44] Zierler, D. 2011. *The Invention of Ecocide: Agent Orange, Vietnam, and the Scientists Who Changed the Way We Think about the Environment*. Athens, GA: University of Georgia Press.

风险提示：本文为历史和文献回顾，不构成投资建议。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票 评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增 持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业 评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会利差本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn