



中国证券投资基金业协会
Asset Management Association of China

ESG 研究专栏

(市场版)

【2020】第 2 期 总第 2 期

发布日期：2020 年 11 月 6 日

资管人角度——如何落实 ESG 投资理念

天弘基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家 熊军

一、国内 ESG 投资理念方兴未艾，但 ESG 理念的推进符合必然的规律

作为国内资产管理人，在面对大规模资金池配给，应优先考虑长期保值，然后再加以考虑增值。这就要求首先把握未来国内提倡的价值体系，并以此形成贴合宏观发展趋势的投资理念，从而保证投资标的企业能够不丧失市场和保持一定竞争力，并长期稳定发展。

ESG 投资理念是目前国内价值呼声较高，同时顺应我国经济发展状况的新兴理念。

ESG 理念一定程度上源自绿色金融理念，在西方已经较为成熟，而在国内近十年才比较流行。西方发达国家在二战后经历了经济的高速增长，同时产生了环境污染、资源短缺、民众幸福度下降等问题。在公众抗议、环保游行等行动日益严重的背景下，西方普遍的经济价值取向产生了转变，公众消费选择更加偏好绿色环保产品，同时愿意支付“绿色

溢价”，由此引致企业出于自身发展而进行了绿色转变升级：包括生产更多绿色产品、生产过程更加注重环保、淘汰销量不佳的落后产能等。¹

近年来，我国 **GDP** 高速增长时期结束，粗放式经济发展遗留问题，尤其是环境保护和公共治理问题集中爆发，这与西方高速增长后的处境极其类似。绿化不足、连续雾霾、交通拥堵、淡水缺乏污染等问题屡见不鲜，民众要求环境治理的呼声愈演愈烈。很多绿色概念深入人心，比如低碳生活、节约用水、有机蔬菜等，我国正处于消费绿色升级的关键节点。

从企业角度来讲，现有传统需求基本接近饱和，存量市场更新难以满足企业对新利润增长点的需要。而 **ESG** 理念是可以直接应用的优良发展理念，它能够顺应开拓市场、得到扶持提倡，能够带来更自由、更广泛的生产要素来源，同时能够提升人力层次、管理运营效率，提升竞争力。

首先，类比西方经济发展路径，我国经济结构化改革必然经历粗放式到质量式发展的转变，民众对环保和治理的需求是必须满足的新发展点。同时相对而言，我国用 30 多年完成了西方几个世纪的发展历程，相应问题更加严重迫切、基础更加薄弱和不完善，政府有推进 **ESG** 发展的决心。比如在“十三五”国民经济与社会发展规划中就明确写入了绿色金融的政策，2019 年更是我国资本管理市场转变发展模式之年，相关监管部门和行业协会发布了一系列践行 **ESG** 理念的指引性文件；²

¹ 中国上市公司 ESG 评价体系研究报告（序言）

² ESG 投资理念对中国资本市场的启示，华夏银行：践行 ESG 理念 构建绿色服务体系

其次，企业本身在创新升级的过程中，必须把握可再生持续的绿色转型机遇。通过减少对不可再生的市场要素依赖，同时培育核心创新点，企业可以提高自身独立性和抗风险能力。同时考虑到引入环保治理成本以后，粗放式发展的经济收益也将大大低于践行 ESG 理念的收益。举例而言，企业通过新能源利用可以减少化石能源依赖，抵御国际市场价格变动风险。而在“谁污染，谁治理”推行后，污染成本将超过转型升级成本，从而改变最大收益路径；

然后，企业通过接受 ESG 信息披露检验，满足社会治理方面的要求，人才培养积累和治理管理水平也能得到相应提高。现如今对高新人才需求缺口依然巨大，而满足更多人权要求、提高企业管理层次，是吸引人才的最好路径。企业理应积极提高自身管理水平、健全人才培养机制、加大研发投入力度，否则在本次效率提升的经济浪潮中难免落伍，失去核心竞争力从而被淘汰。

综上所述，当前对于 ESG 投资理念的推进符合我国资管业所必经的发展规律：重视可持续发展，顺应时代发展趋势。ESG 理念的题中之义即是追求长期稳定可持续，同时尽可能提高效率，这与企业中长期发展的本质是不谋而合的。随着我国经济增长方式的转型，ESG 理念必将越来越成为企业发展的基本要求，而投资资金也将更加倾向于配置那些符合 ESG 要求、ESG 评级较高、可持续发展前景更好的企业当中。

二、价值投资、社会责任投资并不矛盾

从责任投资的概念范围来看，责任投资似乎更在意企业

环境保护、社会责任及公司治理等问题。但我们需要明确的是，责任投资与价值投资之间的关系并不冲突。ESG 理念更多考虑了企业发展中的社会环境责任，考虑了企业的外部性问题。而根据科斯定理，考虑外部性时，整个经济系统是能够达到社会效益最优的。结合当前我国经济所处的发展阶段，以及环境保护和公共治理等一系列现实因素，我们可以看到，价值投资同社会责任投资并不矛盾。

从 ESG 为代表的责任投资理念来说，从概念上看，这似乎是一把崭新的“尺子”，用以度量上市公司的成色、度量资管投研系统的完整性。这种新兴的投资概念使得很多投资者对其很陌生、甚至很怀疑。但细想之下，其实责任投资理念就是我们现有投资框架的延伸和补充。

过去 20 年，A 股普遍的机构投研体系都是基于深入的产业研究及公司研究。其中，公司治理的分析一直以来都是我们投研工作中不可或缺的一个环节。只是，以往的公司治理、社会责任研究相对定性，多数都是通过对上市公司的调研、与高管的沟通交流这种方式来实现定性辨识。而现在我们可以通过责任投资框架将这部分内容进行定量化，并进行公司间的比较。从中长期视角来看，责任投资实际可属于价值投资的一部分。

另一方面，从价值投资理念来看，价值投资的方法论，总体上遵循“三好学生”的分析框架。也就是说，首先优选行业与赛道，其次是选择优良的公司经营与治理、最后是合理平稳的价格增长。对于如何筛选出优质的行业与赛道，价值投资所遵循的商业模式分析是不可以被替代的。但是，如

果考虑还要进一步选择优良的公司经营与治理，则以上将基本适用于责任投资所遵循的框架理念。

作为当下责任投资代表性投资方式的 **ESG**，首先就非常注重可持续发展，其中很多方面都涉及环境保护，尤其是水资源的保护。我们可以应用这些指引来进行行业与赛道的“负面排除与筛选”。譬如，国内一家医药化工企业，由于不注重环境保护，偷排工业废水，被 MSCI 的 ESG 评级体系发现这个问题。在这家公司因相关问题被监管机构处罚之前，MSCI 降低了这家公司 ESG 评级，有效规避了相关风险。

而任何事业的完成，都需要企业家精神。我们过去对于公司治理的判断，更多的是从定性的角度来进行的。而在判断靠谱的管理层方面，ESG 又是很好的补充性量化工具。ESG 从不同角度分析企业和企业家的行为是否伤害了社会责任、破坏了环境，违背了公司治理结构原则。结合过往的经验，ESG 在对于公司治理判断中，可以有效进行“负面筛选”，并且“以定性为主，定量为辅”的原则，进行价值判断。

ESG 投资可将价值投资责任理念与价值投资有机结合。 ESG 可持续发展的理念，是涉及地球村每一个人切身利益的社会价值。毫无疑问这是一条光明大道，值得社会各界去倡导和推广。价值投资本身也是要寻找那些让人类社会发展得更好，创造了更多社会价值的企业。只是，价值投资同时强调商业价值的创造和自身回报。因此，在社会价值与商业价值交集的地方，是我们资产管理业需要关注的焦点。

三、国内落实 ESG 投资理念的困难点与建议

由于国内尚处于 ESG 发展的初期萌芽阶段，从 **ESG 投**

资发展所需要的基础设施条件来看，当前国内的 ESG 投资发展面临：上市企业 ESG 相关信息披露动力及内容不足，缺乏一套官方统一的 ESG 评价标准或框架指引国内机构进行 ESG 相关投资等问题，此外，在企业披露动力本身不足、缺乏监管约束与要求的情况下，国内目前也没有第三方机构能够提供一套权威且严谨的 ESG 上市公司数据库，所谓“巧妇难为无米之炊”。以上导致国内机构投资者进行 ESG 投资尚有较大难度，而可参考的国内实践投资经验不足，ESG 理念在国内投资因子的有效性也尚未得到完全验证，国外的投资经验也并不一定能完全适用于国内，因此实际上，我们并不能保证在国内进行 ESG 投资能够获取中长期稳定的超额收益，在“第一个吃螃蟹的人”出现之前，这也势必会影响到后续机构投资者的参与动力。

从后续 ESG 投资在国内的发展建议来看，我们认为，无论是上市企业还是机构投资者，资管从业者，均需从可持续发展的角度进行努力，为 ESG 投资在国内的发展助力。

1、投资者作为企业的所有者，理应积极参与到企业管理当中，发挥股东积极性。资管产品管理人作为上市公司的重要股东之一，应积极主动地发挥股东积极性，参与到公司治理中，这一方面可以缓解代理人问题，也可以在公司经理暴露出问题时扮演消防员的角色，及时防止公司治理风险的蔓延，因此，发挥股东积极主义可以有效帮助责任投资理念的践行。

实际上，早在上世纪 90 年代，海外基金业就已开始积极地参与到公司治理运动中。尤其是集中持股、长期投资、换

手较低的基金产品及公司，不仅重视且有较高的话语权去保护及行使股东权利。而那些集中持股、长期投资的产品，本身相较于零散化投资的基金，在股东权利管理及保护方面就更有优势。

目前国内市场仍然缺少具备此类特点的产品，且投资者结构机构化方兴未艾，多数资管业投资者尚未意识到，在投资过程中，需要重视股东权利管理及保护。但我们认为，当前海外盛行的股东积极主义，或许也将是今后国内资管业的变化趋势。一方面，本身随着国内金融深化进程的加快，资产管理业规模的不断提升，长期机构投资者对优化上市公司经营的作用将显著提升。另一方面，我国随着养老金等中长期增量资金的逐渐入市，当广义机构投资者在投资者结构中开始扮演主要角色时，机构对上市公司的经营影响也必然会逐步提升。

2、当前国内不仅企业自觉遵循 ESG 披露的动力不高，且投资者进行 ESG 投资的积极性不足，仍有待形成“公司 ESG 信息披露程度高-公司中长期发展情况好-中长期投资收益高-公司 ESG 信息披露程度高、ESG 建设完善”的正向循环。目前国内所处的经济发展阶段下，上市企业进行 ESG 建设的早期收益可能主要来源于在资本市场的融资便利，以及政策的引导性补贴。而根据海外成熟市场经验，本身 ESG 表现好的上市企业，在中长期将更有望获得可持续发展，以及超越同行的投资回报率表现。但对于国内资本市场，由于 ESG 概念的引进仅于近年才开始，当前仍缺少数据对 ESG 建设和投资的有效性进行验证，因此无论是上市公司还是投资

者，均尚且缺乏参与 ESG 投资与 ESG 建设的动力。

今后对于具有较高 ESG 信息披露程度的企业，无论是融资便利上，还是由上而下的“政策指导性”投资资金，均可提供一些便利或者超额收益，给予企业充分的 ESG 价值认可，并通过资金注入提高对未进行 ESG 披露企业的参与激励，进而形成“企业披露—企业采纳—企业/投资者参与—企业/投资者激励—企业披露”的良性循环。

3、机构投资者应发挥自主能动性，进行自身的投资投资理念构建，包括向第三方机构寻求信息支持等。通过对投资标的企业的走访调研，以资管从业人员为代表的国内机构投资者，可以主动联合第三方组织、参与政府间对话，分享相关企业的 ESG 信息，督促投资企业进行自上而下的外部 ESG 信息披露等，充分发挥主观能动性，积极为国内 ESG 发展助力。此外，资管机构等还可以借鉴国际经验，结合数据积累和国内现实，形成一套较为严格且适用于自身的 ESG 评价标准，并尝试使用该标准引导实际资产配置，在实践中最终得到 ESG 投资经验。

声明：本文仅代表作者个人观点，中国证券投资基金业协会（AMAC）出于交流目的经作者授权刊发，不意味着 AMAC 支持、认可其全部或部分观点，不代表 AMAC 立场。