



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

ESG 研究专栏 (学术版)

【2020】第 5 期 总第 5 期

发布日期：2020 年 11 月 6 日

ESG 投资能创造社会价值吗？

上海交通大学上海高级金融学院教授 邱慈观
上海交通大学上海高级金融学院研究员 张旭华

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。

一、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。

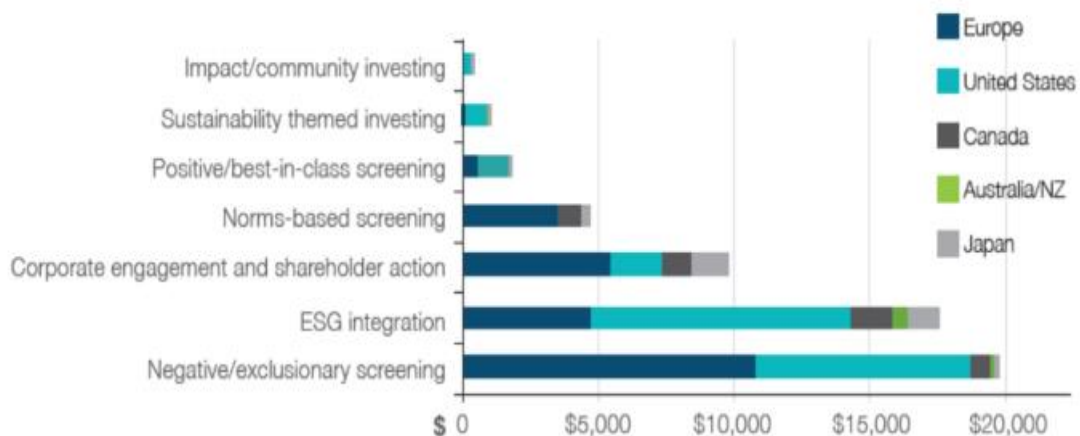


图 1：2018 年 ESG 资产规模（依策略计，以十亿美元为单位）

如同所有投资，ESG 投资也有个价值链，其中有上、中、下三段，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。

二、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。

一方面是对被投资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。

三、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。

（一）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。

（二）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。

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**

生在一二级市场，其后的债券转手交易并不具有这个功能，理由已说明如前。

（三）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。

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。