

# ESG 投资中的几个基本问题： 国际经验与启示<sup>1</sup>

(张宣传)

ESG 投资既是一种投资理念、投资策略，也是一种关于投资的价值观。长期以来，投资<sup>2</sup>一般主要关注被投企业的经济绩效，投资标的被视为一个个封闭的利润中心，投资的主要目标是找到当前或未来有盈利潜力的企业，通过持有其股份获得分红，或在更高的价格上卖出获得投资回报。ESG 投资将目标公司置于相互联系、相互依赖的社会网络之中，更加注重目标公司的环境、社会、内部治理表现，以及由此带来的经济绩效和社会价值的提升，而不局限于单一个体的财务结果。从客观方面看，ESG 绩效更好的公司，一般比同类公司具有更高的内在价值和未来盈利预期，同时也比同类公司面临更低的经济和社会风险，对其投资所面临的风险敞口更低。对投资标的进行恰当的 ESG 评价并据此调整投资组合能够给投资者带来更好的风险收益回报，这一结果已经被诸多投资实践所验证。从主观方面看，ESG 投资不仅由追求经济回报的动机所驱动，也受到投资者内心价值观的驱动，对投资标的的选择承载了投资者特定的价值取向，例如拒绝烟草、毒品，反对武器、战争，追求性别、种族平等，加强环境保护等等。这些价值观独立于被投企业的经济绩效，体现了投资者的特定价值偏好。随着全球化的到来，千年发展目标、气候变化、可持续发展、人类命运共同体等全球议题为

---

<sup>1</sup> 本文仅代表个人观点，与所在单位立场无关。

<sup>2</sup> 这里主要针对股权投资而言，在债权投资方面也存在 ESG 议题。为简单起见，本文未作过多阐述。

ESG 投资增添了新的内涵，ESG 投资逐渐超越个体、国别诉求，发展出具有普遍意义的投资伦理和投资方法，在机构投资者的积极推动下，逐渐发展为经济金融领域最重要的投资价值观念，对金融资本运用产生日益显著的影响。

但是，发展 ESG 投资注定是一个漫长的过程，不会一蹴而就。为更好地推动 ESG 投资的发展，需要对几个基本问题有客观的认识。

**一是，ESG 投资的内涵是不断演进的，ESG 投资理论与实践应当反映时代需求。**

ESG 责任投资是在一定的经济水平、社会文化、市场环境等综合因素作用下，投资者主动选择和市场自发演进相结合的结果。基于不同国家或地区的发展特点、文化差异和投资者需求偏好，ESG 投资在应用中会展现出各不相同的特征，其环境、社会和公司治理三大因素的具体内涵也会有所差异，以反映该经济体的特定需求。国际上，责任投资起源于由宗教信仰带来的伦理投资，拒绝军火、烟酒等与宗教信仰相悖的特定行业。到了 20 世纪六七十年代，随着人权运动、反种族隔离运动和公众环保运动的兴起，在资产管理行业催生了相应的投资理念，即在投资选择中开始强调劳工权益、种族及性别平等、环境保护等问题。20 世纪八十年代后，全球气候变暖挑战加剧，关注碳排放成为 ESG 投资的重要特征，影响了一大批共同基金、养老金以及主权财富基金的投资方向。对于中国这样一个正在建设现代经济体系的市场而言，ESG 理论、政策与实践应当充分关注自身实际。中小投资者权益保护问题、董事会独立性问题、财务造假问题、从企业到投资机构的短视主义问题，大气、水资源、土壤污染问题，市场诚信与公平竞争问题等等，这些问题与经济金融运行机制和制度文化环境密切相关，是制约我国经济金融发展质量的关键因素，ESG 理论与实践应当对此作出回应。

在 ESG 指标设计方面，不能先验地认定某一指标必然取得某种结果。在不同市场中，同一指标所衡量的 ESG 绩效会有很大差异，甚至“水土不服”。指标能否反映事实、是否具有实质性意义、是否稳定可观测且被事实验证是评价 ESG 指标质量的核心标准。例如在公司治理方面，独立董事占比、董事会女性占比等指标能否反映中国资本市场上市公司的内部治理质量的差异，是一个值得深入思考的问题。相应地，哪些因素制约了中国上市公司内部治理的质量？与之相关的 ESG 指标是哪些？解决这些疑问只能从资本市场实际出发，从理论与实践两个方面作出论证，得到的 ESG 指标才是可靠、有效的。

**二是，发展 ESG 投资涉及经济金融制度的系统改善，需要建立通畅的政策协调机制。**

ESG 兼具经济与金融含义。从 ESG 视角出发提升经济发展质量，是实体经济和宏观经济政策的内在需求。尽管投资者的价值观驱动了 ESG 投资活动，但仅仅鼓励 ESG 投资活动本身并不能实现 ESG 所追求的结果。ESG 首先是经济发展所承载的社会责任，需要在企业层面得到认可和推动。以欧盟为例，欧盟委员会作为宏观经济政策驱动者，在可持续发展议题下推动了一系列法律和监管变革。2014 年，欧盟发布了《非财务报告指令（NFRD）》并于 2018 年生效，要求符合特定条件的上市公司和金融机构规范披露关于环境、社会和雇员、人权、贿赂和腐败等方面的非财务信息。2018 年 3 月通过《可持续金融行动计划》，涵盖十项行动，旨在推动私人资本在可持续目标下开展绿色投资，明确要求将气候和环境风险纳入财务决策，并提高透明度。欧盟甚至正在推进一项有想象力的绿色活动分类计划（Taxonomy），试图在欧盟层面创建关于绿色活动的共同语言和分类目录，形成了关于可持续发展—可持续金融—绿色投资—绿色生产活

动的完整政策框架。《非财务报告指令》在得到欧盟立法确认后，就正式进入欧洲财务报告咨询组（**European Financial Reporting Advisory Group, EFRAG**）的工作议程。财务报告咨询组研究关于财务报告和财务报告的最佳实践，将政策转化为可操作的具体行为规范。投资机构基于金融或非金融公司的信息披露结果，开发出特定的投资方法与策略，形成具体的 **ESG** 投资实践，由此构成从可持续政策到 **ESG** 投资实践的完整链条。

类似的政策过程和从政策到市场的协同链条在英国这样金融发达经济体中也有较充分的体现。在经济方面，英国商业、能源和工业战略部（**BEIS**）负责将能源与气候变化因素融入产业发展政策，在《公司法》下制定并实施公司报告准则。为应对气候变化和可持续发展要求，**BEIS** 在原有财务报告准则基础上，推出了非财务报告披露（**NFRD**）框架。财务报告准则委员会（**FRC**）以 **BEIS** 制定的公司报告准则为基础，制定更加有针对性的公司治理守则，并对审计师、会计师和精算师的专业行为进行监管。2012 年，**FRC** 响应 **BEIS** 的政策调整，提出了新的公司管理守则（**Stewardship Codes**），重点反映为投资人获取环境与社会可持续发展红利的责任。在最新修订并将于 2019 年内发布的管理守则（**Stewardship Codes**）中，一个关键变化就是明确响应 **ESG** 要求。此外，**FRC** 对签署了公司治理守则或管理守则的机构进行陈述质量评估，监督其提高报告质量。在金融方面，英国金融行为监管局（**FCA**）发布了一系列关于上市和上市后信息透明度的指令规则。对于财务信息披露，**FCA** 要求上市公司遵循国际财务报告准则（**IFRS**），非上市公司遵循英国通用会计准则（**UK GAAP**）或 **IFRS**；对于上市公司的非财务信息披露，**FCA** 要求其应当包括两部分，一是公司法中规定的战略报告要求，二是非财务报告披露准则（**NFRD**）的

特定要求，如果符合条件的上市公司未按规定披露非财务信息，则必须作出解释。英格兰银行及审慎监管局（PRA）负责监管纳入审慎监管的银行、保险公司以及资产管理公司的气候变化风险，推动上述机构采取战略性方法管理好气候变化对资产负债表的冲击。PRA 计划在 2019 年开始将 TCFD 框架应用于自身气候相关的财务披露。可以看到，从经济政策到金融监管政策，再到具体的投资管理实践，都有与 ESG 密切相关或专门响应 ESG 诉求的内容。

ESG 投资以改善投资的经济金融绩效为特定目标。从金融角度看，ESG 可以塑造资本市场买方价值观，让有限的金融资本配置到更加符合环境、社会和治理目标的方向和领域；从经济角度看，ESG 是可持续发展目标转化为具体行动的载体，是可持续发展议题在环境、社会、公司治理上的具体体现。只有实体企业设立环境、社会、公司治理目标，积极改善自身在环境、社会、公司治理方面的绩效，ESG 投资才有立足点。投资机构通过特定的 ESG 目标、方法、策略筛选投资标的，将自身价值取向体现为资产配置选择，进而对 ESG 绩效好的实体企业产生积极促进作用。一个完整的 ESG 投资政策与实践链条涵盖了从经济到金融、从生产型企业到金融投资机构的多方决策，需要包括上市或非上市公司、投资管理公司、金融中介服务机构以及经济金融决策部门在内的各方主体取得广泛共识，在政策和实践上形成协同效应。

### 三是，发展 ESG 投资需要政策协同基础上的专业化。

在经济金融政策协同和具体投资实践过程中，必须坚持专业化原则。专业化的内涵是尊重每个业务领域的核心原则，在不破坏核心原则的基础上，推动各项经济金融事务向更高目标发展。经济部门与金融部门之间、监管部门与市场机构之间，资产管理机构与中介服务机构之间，任何一方的决策行为应当成就而不是损害另一方的核心原则。同时，每一个

主体都应当遵循该领域核心原则发展业务，提升专业化水平。例如推动金融服务实体经济的政策措施中，要警惕破坏金融市场风险定价原则的内容。换言之，金融应当以服务实体经济为天职，但不能以破坏金融市场基本规律原则为代价来实现某种特定的经济结果。放管服改革的经济内涵就是尊重市场的专业化和市场主体间的自主博弈，任何一个强加的外力都无法取代市场自主博弈和专业化发展的价值。

从资产管理业看，**ESG** 改变了基础资产的价值坐标，拓展了基础资产的价值空间，为资产管理人提供了优化投资组合新的机遇。资产管理人开展 **ESG** 投资的动力来自两个方面，一是满足投资者在 **ESG** 方向上的价值偏好，例如有环境效益诉求的投资者，会推动管理人专注于绿色资产投资；二是主动响应环境社会价值诉求，找到 **ESG** 资产配置的真实价值，并将其纳入投资管理过程之中。当投资者没有明确的 **ESG** 价值偏好需求时，资产管理人可以主动选择将 **ESG** 价值观纳入投资管理活动，并基于自身的专业能力，构建特定的 **ESG** 方法和策略，为资产配置寻找增值回报。资产管理人对投资人负有信义义务，投资人利益优先是资产管理业的核心原则。为推动 **ESG** 投资而设计的任何政策都应当尊重这一核心原则，认真评估是否有助于资产管理机构将 **ESG** 责任纳入信义义务，并在 **ESG** 投资方面发展出专业能力。简单的强制或过度的激励可能导致管理人忽视了专业能力建设，从而削弱资产管理业的生命力，削弱市场竞争和专业化发展的原动力。