



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 1 期 总第 1 期

发布日期：2020 年 11 月 6 日

什么是 ESG 投资？

上海交通大学上海高级金融学院教授 邱慈观

什么是 ESG 投资？从何时开始崛起？它们在投资组合中的占比如何？投资动机如何？有几种策略？近年为何大幅成长？未来前景如何？财务回报呢？这些都是 ESG 投资的重要问题，但因所涉议题多、范围广，在此仅能择要说明。

ESG 投资是指在投资决策流程中，投资人把 ESG 因素与财务因素同时纳入考量。这不仅表示投资人有 ESG 觉醒，从只在乎财务回报率的单底线类型，转化为同时在意财务回报率与 ESG 回报率的双底线类型，也表示社会上对 ESG 的内容已有某种共识。但在一个经济体或文化下，无论是投资人类型的转变，或是 ESG 共识的形成，都建立在机构因素之上，其中包括法律规范、公序良俗，文化思维模式等，而需经外在长期的宣导、教育，及当事人主观的思考、积淀，而后才能开花结果，产生显著影响。

ESG 投资从 1970 年代开始崛起，关切“环社治”三类议题。环境议题有气候政策、环境政策、污染防治、废物处置、

循环利用等。社会议题有供应链劳工标准、人力资源发展、产品责任、利害相关方冲突、渠道改善等。治理议题有会计透明性、所有权结构、董事会多样性、高管酬劳、危机管理、商业伦理等。不过，三个议题在 ESG 投资中崛起的时间不一，其中以社会议题最早浮现，而与 1970 年代美国社会的消费者权益、反战、反种族歧视等运动有关。其次出现的是环境议题，与 1987 年联合国发布之《我们共同的未来》有关，其中界定了“可持续发展”的概念，以凸显日益严重的气候变迁问题。最后出现的是治理议题，反映在两世纪之交频频爆发的企业丑闻，其中有会计弊案、企业贪腐、董事会功能不彰等，而涉嫌的具体企业有美国的安然、义大利的帕马雷等。

三类议题最初浮现的年代虽有先后，但随着时间演进，ESG 议题相关的各种具体问题纷纷冒出，而其相对重要性与时俱变，更对不同地区、不同行业形成不同程度的冲击。譬如，与人权相关的供应链劳工标准，与气候相关的节能减碳标准，虽具普世性质，但实践上常需权衡当地经济发展等现况，做出合宜调整。

不熟悉 ESG 投资的人，可能认为这是一种小众投资，在整体投资组合中的占比不高，但实则不然，特别是在欧美。依全球可持续投资联盟（GSIA）2016 年的统计，以全球均值看，ESG 投资占基金经理人之专业管理资产（aum）的 26.3%。换言之，在投资人被专业基金经理人所管理的资产中，以每一元资产看，其中 0.26 元是做 ESG 投资。不过，依文化、法规、习俗等机构背景因素的不同，这占比在各地区有明显差异，其中以欧盟的 52.6% 最高，美国的 21.6% 次之，亚洲的

0.8%居末，而非洲则欠缺统计数据。

基金行业会发行 ESG 产品，一定是投资人有需求，而背后驱动力为何？依据可持续投资之专业组织的调查，驱动力不外乎来自机构投资人、散户或法规的要求、受托人职责的理念、（如联合国责任投资原则等）国际推动方案、（NGO、媒体等）外部监督压力、重大性考量等，而其相对重要性会因地区而有异。例如，欧美机构投资人的市场占比高，NGO 有话语权、声音大，故来自这方面的要求形成重要驱动力。反之，亚洲市场的散户占比高，NGO 势力弱，政府政策却形成巨大推手，主导市场发展，而中国的绿债发展正反映了这种情况。

至于 ESG 投资策略，究竟有几种？特质如何？这些是重要问题，却不易回答，理由在于：分类系以基金经理人实践为基础，再以归纳法得出几种具体策略，故并无定论。不过，目前行业普遍认同，最完整者系 Eurosif（欧洲责任型投资论坛）与 GSIA 的分类，有七种 ESG 投资策略，分别是：剔除法及由其演伸的依公约剔除法、同类最佳法、可持续主题法、ESG 纳入法、股东参与法及影响力投资。各策略可单独使用，也可合并使用而形成复合策略。

剔除法（exclusion）是最早使用的 ESG 策略，又称“负面筛选”（negative screening），这是指在一篮子苹果里，剔除坏的，留下好的。剔除法源于宗教，基督徒要求理财经理，依圣经教义剔除有违信仰的企业个股。1970 年代初越战烽火期间，美军在越南以美商陶氏化学公司制造的汽油弹投射民宅，烧伤无辜百姓，经媒体报导后引起公愤，基金行业

随即设计了首只剔除军工股的 Pax World Fund。该基金存续迄今，且率先签署了责任投资原则。

剔除坏苹果所使用的标准，通常超乎法律，而以争议性高、有违社会公序良俗的行业或企业为目标。在这概念下，欧美社会所认定的“罪恶股”，有核武、军备、地雷、烟草、酒、赌博工具、色情娱乐等行业。不过，社会认定背后常有其他原由，如 NGO 推动、社会宣导及宗教教义等，而这也造成烟酒在欧美、伊斯兰教国家有罪，在中国却未纳入考虑的理由。

为避免剔除法存在的任意性问题，“依公约剔除”(norm-based screening)就以国际组织制订的 ESG 标准来剔除，其中以联合国全球契约及国际劳工组织人权标准最常被使用。在投资某企业前，倘发现它曾涉入行贿，如长生生物，就因违反全球契约的“反贪腐”原则而须剔除。

同类最佳法 (best-in-class) 又称正面筛选 (positive screening)，它与剔除法正好相反，是以 ESG 标准挑出篮子里的好苹果、模范生。本法起点较高，须对篮子里所有苹果一一评选，而后才能依某既定比例，选出其上优者。另外，本法的精确性取决于评选指标的完备性，而这又有赖于数据的完整性，故直到上世纪末它才略具规模。透过 KLD 数据库中美股的 ESG 资料，以同类最佳法选出四百间模范生的 Domini 400 Social Index，系美国首只。1999 年道琼斯公司推出道琼斯可持续指数系列下的全球指数 (DJSI-World)，系以全球股为基础的首只，而后又扩至各地区及国家，多年后发展出有近三十只指数的 DJSI 家族。英国富时公司仿效

前法，推出了富时善指数（FTSE4Good），多年后也发展出一个家族。

不过，与“剔坏”比，“选好”不仅数据仰赖度高，评选步骤又很繁琐，在提高回报及降低风险方面却成效不明，故不受投资人青睐。因此，欧美基金经理人所管理的此类产品，依统计数字看，其规模竟不及负面筛选法的1%。有趣的是，国内基金经理人在中华文化典范学习的熏陶下，受到“雷锋模式”影响，高度认同“选模范生”的伦理意义，对此法竟情有独钟，相当偏爱。

可持续主题法有针对性，投资方向为有结构性改变的议题，如人口结构改变、气候变化等。人口结构改变关乎老龄化、医疗短缺等问题，而气候变化与高耗能、高碳排有关，也会引起水资源匮乏。因此，投资在老龄医疗、退休生活、再生能源、绿色建筑、净水等，都被归入可持续主题投资。但此类投资策略往往聚焦于某特定行业，故旗下基金的行业独特风险较高。

ESG 纳入法（ESG integration）是以一种有系统的、显著的方式，把 ESG 风险及机遇纳入投资分析。本策略性质温和，通常仅做“微调”，而非大幅度剔除。譬如，基金经理人常用的一种 ESG 纳入法，就是基于企业的 ESG 绩效而调整其股市指数权重，以强化优者的曝光机会、弱化劣者的曝光机会。

股东参与法（engagement）又称积极股东法，建立在股东的投票权与提案权上，当其对持股企业的 ESG 政策不满时，透过正常沟通渠道及股东年会提案的方式，要求整改。依联

联合国统计，股东提出的 ESG 议题，目前聚焦在水资源风险、供应链责任、化石燃料及高管酬劳。实践上，股东透过专业参与公司，汇集小股东力量，以产生足以改变持股企业 ESG 政策的势力。

影响力投资（impact investing）是近十年兴起的新投资策略，具有一种特殊积极性，以期驱动民生需求行业，特别是弱势群体所需者，如平价住房、小微金融、卫生设施等，而聚焦于联合国十七个可持续发展目标。因这些行业不易推动，故须以风险资本的方式介入，除对被投资者提供多年期、客制化的融资外，再加上非财务性支持，包括管理指导、专家知识、战略规划、资源对接等，以强化其组织能力。影响力投资具有的积极性，使其有别于消极的 ESG 策略，如剔除法。影响力投资强调 ESG 影响力的衡量，故有别于其他的积极策略，如股东参与法。

七种 ESG 策略的分法是从单纯策略的角度看，实践上这种例子偏少，基金经理人往往在上述七种策略挑出几种合并使用，很少只挑一种策略执行。因此，复合策略才是现实情境的大宗。

以知名的 ESG 产品公司明晟（MSCI）为例，在其上百只产品里，使用单纯剔除法的仅三只，分别剔除了争议性武器（如贫化铀弹）、化石燃料及煤碳。明晟其他的 ESG 产品都使用复合策略，像是先剔、再选（二次），或是先剔、再选、再剔（三次）。譬如，明晟的天主教指数（MSCI Catholic Values Index），拟从美股中选出四百只符合天主教价值观的个股，而其选股流程包括先做两次负面筛选、再做一次正面筛选，

及最后再做一次负面筛选。前两次负面筛选是先剔除十个有违社会公序良俗的行业，包括赌博、色情娱乐等，再剔除有违天主教教义的行业，诸如与堕胎、避孕、干细胞相关的行业。历经这两次筛选而活存的个股，会再进行正面筛选，挑出 ESG 评分 B 级以上，再做最后一次剔除，去掉有严重争议的企业。

ESG 投资从 1970 年萌芽后，前二十年参与者寡，认同度低，直到 1990 年代，情况逐渐转佳。此时欧美的 ESG 推动组织开始出现，举办社会投资论坛，有系统的宣导理念，且推动商品开发。全球多项 ESG 相关的首举，也在此时出现，如首个数据库（KLD database）、首间咨询公司（sustainAbility）、首只指数（Domini 400 Social Index）。二十一世纪后，欧美的机构环境发生改变，有利 ESG 投资的法规纷纷出炉，如政府订定社保基金须以一定比例进行 ESG 投资的法规、证券交易所提高上市公司 ESG 揭露标准的要求等，都促成市场向前发展。

但真正把 ESG 投资推向新纪元的，却是 2007 年及 2008 年的全球金融危机，而这与先前华尔街投行使用高杠杆、发行高风险的金融商品有关，其中尤以抵押债权凭证（CDO）为甚。这些商品不只让投资人亏损惨重，更让多间发行者濒临破产，其中以雷曼兄弟最受瞩目。经几年休养、让资金回笼后，2012 年开始，投资人陆续把资金转进更稳健、更符合伦理、更具长期效益的 ESG 投资。另外，明晟等知名投行也开始重新战略定位，把 ESG 相关研发列为重点业务，而这些发展都促成 ESG 投资以史无前例的速度成长。

至于 ESG 投资的前景，资产管理行业普遍看好，理由有三。第一是世界在改变，全球暖化、人口老化、贫富两极化等问题倍出，需要靠基金公司的 ESG 产品引入金援，以加持问题的解决。第二是投资人在改变，随着千禧世代的兴起，其社会关切更明确，使社会价值导向的 ESG 投资受到拥抱、ESG 基金的需求增加。第三是数据及分析方法在演进，其数据精确度及模型有效性的提高，将足以支撑 ESG 投资的长远发展。

基金经理人把 ESG 因素纳入，旨在降低长期风险、提高绩效，并使投资符合社会目标。因此，我们不免要问，ESG 投资的财务回报如何？

针对这问题，学者做了很多研究，有不少具体发现，结果虽未必完全一致，但普遍指向正面。譬如，在“罪恶的代价：社会风俗对股价的影响”一文里，学者透过烟、酒及赌博这三种西方传统的罪恶股，以套利定价理论为基础，检测社会价值观对股价的影响。研究结果指出，社会风俗对投机套利设了一个获利上限，造成罪恶股的价格会比一般股便宜。又譬如，在“超越二分法：社会绩效与财务绩效之间的非线性关系”一文里，学者检视多角化与筛选这两个反向运作因素，对基金财务回报的影响。研究结果指出，ESG 筛选有效益，但亦有成本，而去芜存菁是效益，多角化程度的丧失却是成本。因此，无论正负面筛选，都有最适次数的问题，基金经理人须能掌握精髓，才能兼得筛选与多角化两者之长。

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。