



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 2 期 总第 2 期

发布日期：2020 年 11 月 6 日

ESG 实践和 ESG 投资的区别与重要价值

上海交通大学上海高级金融学院教授 邱慈观

新浪财经：ESG 的理念近年来在国内蓬勃发展，中国企业和金融机构都有所参与，也有一些进展。请问 ESG 实践(ESG practice) 和 ESG 投资 (ESG investing) 有何不同？请您从参与者、参与的 ESG 维度、参与动机、参与成效及挑战等角度，分别进行解析。

邱慈观：首先，针对这题目所言，我做一些梳理。题目说“ESG 理念近几年在国内蓬勃发展，国内的实体企业和金融机构都有参与，也取得了一些进展”，这里有两点要厘清，一是有关 ESG 理念传入国内的时间，二是有关蓬勃发展的真实性。

首先，虽然 ESG 实践和 ESG 投资都涉及 ESG，但它们是两件事，参与的主体不同，不应混为一谈。ESG 实践的参与主体是实体企业，其中有各行各业。ESG 投资的参与主体是资产所有人 (asset owner, AO) 与资产管理人 (asset

manager, AM), 而实体企业则是被投资方。

依文献记载, ESG 实践于 1990 年代由欧美跨国企业引入中国, 但它当时被称为 CSR (corporate social responsibility, 企业社会责任)。CSR 崛起于美国, 已经有一百多年历史, 而美国第一件 CSR 相关的法律诉讼案——道奇诉福特汽车案, 于 1919 年发生在美国密歇根州最高法院, 由股东 (道奇) 控诉福特汽车公司用股东的钱做 CSR, 包括为员工加薪、盖房及优化福利。审理法官判道奇胜诉, 表示 CSR 在一百多年前尚未被社会接受。

CSR 发展的历史很曲折, 相关著述很多, 有兴趣的读者可以自己找来看。我推荐一本由几位学者合写、牛津大学出版的专书: The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility。

简单的说, 美国早年的 CSR 以公益慈善为主, 包括慈善捐赠和志愿者服务。1970 年代以后其内容渐趋多样化, 先发展社会面的 S 维度, 再发展环境面的 E 维度, 最后发展治理面的 G 维度, 最终形成 ESG。国内很多人误解 CSR 就是慈善捐赠和志愿者服务, 其实不是, 目前国际主流的 CSR 实践重点就落在 ESG 三个维度上, 其中包括环境维度下的节能减碳、绿建筑物, 社会维度下的人力资源开发、产品责任, 以及治理维度下的董事会薪酬、反贪腐等。至于慈善捐赠和志愿者服务, 它们属于 S 维度, 但只是企业社区参与的一部分。

国内第一只 CSR 基金于 2008 年出现, 但直到 2015 年才出现公开的 ESG 投资论坛。我本人在海外教了多年 ESG 投资, 2014 年第一次在国内 MBA 课上讲 ESG 投资, 台下坐的全是金

融行业学生，没人知道 ESG 投资是什么。

另外，从国内学者发表学术论文的时间看，也反映国内启动 ESG 实践远比 ESG 投资要早。特别是，以国内 CSR 为主题所写的英文学术论文，从 1990 年代末期就出现于国际知名期刊上，而最近几年出现的频率更高。反之，以国内 ESG 投资为主题的英文学术论文，至今仍没有。

至于 ESG 实践及 ESG 投资是否真的在国内蓬勃发展，这是一个问号。事实上，这方面虽有发展，却未必蓬勃，特别是 ESG 投资，国内迄今没有一家基金公司是专门致力于 ESG 金融产品的研发与设计，而一般基金公司内部也尚未设立专门从事 ESG 研究的部门或团队。

一、如何界定 ESG?

在步入正题前，我们先对 ESG 做个界定。各方界定虽然未必相同，但为方便计，我们借用 MSCI 无形价值评估（intangible value assessment, IVA）的界定。在此，E、S 及 G 是三个支柱（pillars），各支柱下有主题（themes），其下再分为议题（issues），而主题有 10 个，议题有 37 个。在 **E 支柱**下，有气候变化、自然资源、污染及废弃物、环境机遇等 4 个主题；在 **S 支柱**下，有人力资本、产品责任、利害相关方对立、社会机遇等 4 个主题；在 **G 支柱**下，有公司治理、企业行为等 2 个主题。至于 37 个议题，包括碳排放量、能源效率、供应链劳工标准、隐私与数据安全、会计透明性、商业伦理等，相关细节可看下表。

表 1: ESG 的界定

3 Pillars	10 Themes	37 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions* Energy Efficiency Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Resources	Water Stress* Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste* Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opp's in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management* Health & Safety*	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opp's in Nutrition & Health
Governance	Corporate Governance*	Board** Pay**	Ownership** Accounting**
	Corporate Behavior	Business Ethics* Anti-Competitive Practices*	Corruption & Instability Financial System Instability

二、实体企业的 ESG 实践与金融机构的 ESG 投资，有何不同？

上面已经说了，两者虽都涉及 ESG，但不可把 ESG 实践和 ESG 投资混为一谈。ESG 实践的参与主体是实体企业，其中有各行业，譬如医药行业、农产品行业、半导体行业、建筑行业等，当然也包括金融行业。另一方面，ESG 投资可从它的价值链的上、中、下三段来看。上端为投资人，也就是资产所有人，譬如退休基金、保险公司，甚至散户投资人等。中端是金融中介，也就是资产管理人，其中包括银行、资管公司、基金公司等。下端是被投资方，也就是 ESG 实践者。

从参与主体的角度来看就很清楚，企业是 ESG 实践者，是 ESG 投资里的被投资方。ESG 金融产品是由金融中介开发与设计，其中使用了 ESG 投资的七大策略：负面筛选法、依公约筛选、同类最佳法、可持续主题投资法、ESG 融入法、积极股东法，以及影响力投资。这七种策略发展出来的时间先后不一，从 1970 年代一直到二十一世纪。譬如，负面筛选法在 1971 年首度由 Pax World Fund 推出，同类最佳法于

1999 年首度由道琼斯可持续指数推出，而影响力投资一词到 2007 年才出现。

七种策略可以单独使用，也可复合使用，由基金经理依产品的设计理念及目标客群而定。譬如，国内由融绿和财新所推出的 ESG 美好 50 指数，就把负面筛选法和同类最佳法复合使用，而这种方法很受国内投资人的青睐，理由是同类最佳法颇具“学雷锋”的意义。又譬如，华保绿色主题混合基金针对国内市场兴起的绿色诉求，模仿英国富时指数对“绿色收入”的界定，通过可持续主题式投资策略进行选股。

ESG 投资策略分成七种，这是行业的共识，无论联合国负责任投资原则（UN PRI）、欧盟社会投资论坛（Eurosif）或全球可持续投资联盟（GSIA），都这么界定。ESG 行业组织每年还会基于七种策略，分别对基金经理所管理的资产规模进行统计。下面这张图是 2018 年 GSIA 对七大策略在全球规模的统计，其中以负面筛选法所管理的资产规模最大，ESG 融入法次之，积极股东法再次之，而影响力投资的资产规模最小。



图 1：2018 年 GSIA 对七大策略在全球规模的统计图

就 ESG 实践而言，所有企业都应该涉及，但企业有行业分类，其 ESG 的重点关切会依行业特质而不同，而不可能对上面的 10 个主题、37 个议题都同等涉入。譬如，S 维度下有“人力资源”这个主题，其下有“供应链劳工标准”的议题，它对制造行业显然是个重要关切，但对媒体行业可能不太相干。又譬如，“隐私和数据安全性”对金融科技行业是重大议题，但对食品行业可能不相切。另外，这表上有“负责任投资”的议题，它是金融行业产品责任的一部分，但和通信行业应该没多大关系。

因此，当实体企业盲目地参与所有的 ESG 议题时，可能白花精力，对它的财务绩效非但没有正面影响，搞不好还有负面影响。这个论点已获数据支持，而学者也写了几篇相关论文，形成了定论。因此，**实体企业应该选择性地参与和行业相关的、会影响其绩效表现的 ESG 议题。**

三、实体企业应该参与哪些 ESG 议题，对它才有帮助？

如果这题目里的“帮助”，是指对企业绩效有影响的话，那我们可把所有的 ESG 议题依据行业归为两类，一类是**实质性 ESG 议题 (material ESG issues)**，另一类是**非实质性 ESG 议题 (immaterial ESG issues)**。实质性 ESG 议题会对该行下之企业的财务绩效产生影响，而非实质性 ESG 议题则不会对其财务绩效产生影响。

例如，“供应链劳工标准”对制造行业是个实质性 ESG 议题，做不好会影响财务绩效，像富士康过去曾发生多起作业员跳楼事件，就是知名案例。但“负责任投资”对富士康就属于非实质性 ESG 议题，它内部没有这方面的专家，也没

有这方面的涉入。另外，以“隐私和数据安全性”的议题来说，它对农业是非实质性 ESG 议题，但对金融科技行业、社交媒体行业却是实质性 ESG 议题，去年脸书因数据外泄而波及财务绩效就是一例。

至于各行业下有哪些 ESG 议题是实质性议题，**可持续会计准则理事会（Sustainability Accounting Standards Board, SASB）**依据 77 个行业分类系统做了整理，有兴趣的读者可以上它的官网去看。

四、金融机构应该使用什么 ESG 投资策略？

以上针对实体企业的 ESG 参与维度，我做了回答，但这问题还有另一半：金融机构通过什么策略来参与 ESG 投资？事实上，这问题没有标准答案，金融机构选择使用什么 ESG 策略是看它想针对的 ESG 问题、想对投资人提供什么 ESG 金融产品，以及它本身的专业优势。

以 MSCI 为例，它的专长之一是做 ESG 指数，而这需要数据，所以它开发了 ESG 评级数据库，基于上面 IVA 里的 37 个议题来评级。MSCI 推出很多 ESG 指数，但各指数的目标客群不同，故使用的 ESG 策略也不同。以投资人价值观为取向的指数，譬如天主教价值观、伊斯兰教价值观、剥离争议性武器等指数，都是以负面筛选法为最主要的 ESG 投资策略，用以剔除不符价值观的企业或行业。不过，当 MSCI 想针对投资人提供能最大化持股类别的指数时，负面筛选法就不是好的选择，而此时它会使用 ESG 融入法，让投资人做“普及化持股人”，以形成其 ESG 通盘指数系列。

金融中介里有专门擅长使用积极股东法的，这就是股东

参与服务公司。例如，知名的 Hermes 投资公司下面有个名叫 Hermes EOS 的持股人服务部门，它把积极股东的力量结合起来，帮他们和持股企业就 ESG 议题进行沟通和互动，以期能改变企业的 ESG 实践。另外，金融中介里也有专门做影响力投资的，譬如美国的聪明人基金、国内的禹阔资本管理公司等，它们使用的 ESG 策略除了影响力投资法外，还有积极股东法，涉入所投资之新创企业的投后管理流程，帮助它们形成战略规划及强化组织建设。

五、ESG 实践的参与动机为何？ESG 投资呢？

有关实体企业参与 ESG 的动机，学者做了很多研究，通过几套理论来梳理。严格来说，这些理论都是在诠释企业的 CSR 行为，特别是其 ESG 实践。

有学者通过机构说（institutional theory）的理论框架，来解释企业 ESG 实践的动机，强调法律法规、社会常轨及文化认知模式这三种“机构支柱”对企业行为的影响。譬如，当企业受到节能减碳、降低排污的法规要求时，会驱动其环境实践；当企业面对公民社会团体的监督时，会驱动其被要求的 ESG 实践。另外，当企业所属的行业组织强调责任担当时，会诱发成员见贤思齐之心，驱动其 ESG 实践。

当然，只用外在的机构因素来解析 ESG 实践的驱动力，可能并不够，故有学者通过资源基础说（resource-based theory），从创造长期盈利的视角来诠释企业行为。譬如，策略性 CSR 说（strategic CSR theory）就认为，企业实践 ESG 是因为这样做可为它创造比较优势，让它长期致胜，绩效表现更佳。知名的管理学大师麦克·波特一度持有这种看法，

后来更进一步发展了创造共享价值说（creating shared value, CSV）。

除此之外，也有学者认为不应该从工具角度看 CSR，而应该从目的角度看 CSR。这种理论是肯定 CSR 的内在价值，认为驱动企业 ESG 实践的是伦理层面的规范因素。相对于此，也有人从另一极端来看 CSR，认为提升企业形象、经营公共关系才是 ESG 实践的驱动因素。

针对 ESG 投资的驱动因素，Eurosif 于 2018 年做了调查，总结出以下几个因素：实质性（财务绩效）的考虑、法律法规的要求、社会团体的压力、国际推动方案的学习、受托人职责的驱使、投资人的产品需求等。我们可以把这些驱动因素放在上面所讲的机构说、资源基础说的框架下，其中的法律法规的要求、社会团体的压力、国际推动方案的学习等因素，符合机构说的框架，而实质性的考虑、投资人的产品需求等因素，则符合资源基础说的框架。

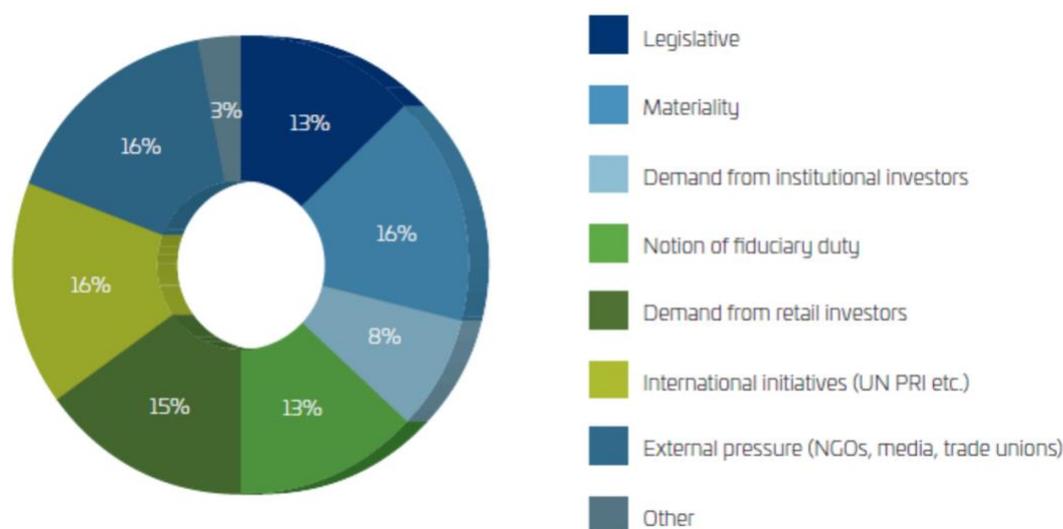


图 2：2018 年 Eurosif 对 ESG 投资驱动因素的统计

六、ESG 参与的成效及挑战，分别为何？

我们不单独说 ESG 实践，而把问题聚焦在 ESG 投资上。

如果“成效”是指 ESG 投资的推广，那么从国际经验看，需要很长时间才会有成效。美国 ESG 投资于 1970 年代出现后，前三十年进展缓慢，先行者多是小型的 ESG 资管公司，譬如 Calvert Investments、Domini Investments、Trillium Asset Management 等，而主流的大型金融机构并未参与。在相当一段期间里，ESG 投资只是一个特质领域，处于边缘地带，距离核心很远。

不过，这段时间里，能推动 ESG 投资的各种机构因素相继形成，其中包括欧洲各国退休基金法案要求资金必须涉入 ESG 投资、法律对受托人职责的新诠释、行业组织 US SIF 及 Eurosif 的组建、ESG 度量及数据的完善、投资人教育的普及化，以及积极股东力道的加大等。当然，金融中介本身的努力更重要，当摩根史坦利、HSBC 等大型金融机构开始深化相关知识与引领行业前行后，ESG 投资终于最近十年主流化，形成今天的局面。以全球平均数看，目前 ESG 资产在整体投资组合中的占比为 33%，这是它主流化的证据，但背后有近半个世纪的努力。

投资型态的转变是日积月累形成，背后的努力还包括金融机构的自我期许，以及新组织文化的形塑。譬如，摩根史坦利大约花了十年工夫，才把可持续性因子注入金融，转型为一间以 ESG 为核心的金融机构，更以行业领袖自许，带动行业发展可持续金融。

反观国内情况，ESG 投资发展的时间很短，虽然 ESG 在金融行业对话里出现的频率比以前高，但至今没有颠覆性的变革发生。特别是，国内市场上的 ESG 产品数量及类别都有

限，有质量的数据库并不存在，投资人教育尚未启动，投资人需求亦未被开发。因此，国内发展 ESG 投资还有很长的路要走，其间必定荆棘满布，有各种必须克服的挑战。

以目前情况看，国内 ESG 投资至少面临四点挑战，涉入其价值链的上、中、下三端。

第一点和价值链上端的投资人有关。我们常说，传统投资人追求财务回报最大化，但 ESG 投资人为双底线类型，同时追求财务回报与社会回报。因此，在一个以单底线投资人为主的市场里推动 ESG 投资，必定面临挑战，而这正是目前国内的情况，也经常反映在业者对 ESG 产品回报率的吹捧上。譬如，国内宣传 ESG 基金时，总以凑合单底线投资人的心态来宣传有双底线回报的产品，过度强调财务回报，对社会回报却略而不谈。不过，投资人教育可以改善目前情况，而基金公司应该适时推动教育，才能解决单底线投资人在认知模式上的基本问题。

当然，要做好投资人教育并不容易。欧美 ESG 投资市场里，机构投资人占比八成，机构内部一般都设有专业投资部门，对 ESG 投资也相当理解。反观国内，市场以单底线的散户投资人为主，而面对王大妈、李大叔时，如何就 ESG 投资理念进行沟通呢？譬如说，如何解释什么是积极股东，再说服他做积极股东，通过投票权和提案权去影响持股公司的 ESG 政策呢？相关的沟通障碍形成了推动 ESG 投资的挑战，更凸显金融中介任重道远，必须承担相应的责任。

第二个挑战和价值链中端的金融中介有关。ESG 投资的专业知识门槛相当高，基金公司及从业人员应该有系统的学

习，才能开发优质产品，对投资人施行教育，推动市场前行。这两年国内的确启动了 ESG 投资的学习，组织了一些论坛、学会，也形成 UN PRI 的签署机构。

然而，学习有一定的历程，需要沉淀、酝酿、发酵，最后才能有成，而其中不容炒短线。观察国内情况却会发现，浮光掠影的现象层出不穷，阻碍了真正的学习。如果还没掌握 ESG 投资的本质，就挂起招牌急于推动，四处搜集信息，良莠不分，真伪不辨，一股脑儿全放上网站。这样只增加了信息的量，对质却无所增益。另外，有志推动者不能只是介绍一些表面信息，而要有能力去分析、评估、论断，进而改善、优化。唯有如此，方能为读者提供知识。因为，真正的知识正是建立在这些思辨功夫上。

第三个挑战和价值链下端之企业的 ESG 实践有关。目前国内 ESG 投资所面临的一个困难，在于**缺乏完备的数据库**。ESG 数据库涉及 ESG 的度量和评级，而建立在实体企业的 ESG 实践上。换言之，当实体企业没有 ESG 实践时，数据点不存在，要怎么汲取数据呢？

ESG 数据库不存在、品质不佳或取样方法涉及选择偏颇，这是新兴国家普遍面临的问题，并非国内所独有，而背后真正的问题与实体企业并未实践与国际接轨的 ESG 有关。以上面 MSCI 的 37 个 ESG 议题来说，倘要就其中的企业碳排放量、产品碳足迹、绿建筑物、隐私及数据安全性等议题，从国内企业汲取数据，想必基本上没法获得。反之，国内企业最常参与的慈善捐赠及志愿者服务，竟然不出现在这 37 个 ESG 议题里。换言之，以 MSCI 的 IVA 看，评分表上有的 ESG

项目是国内企业没做的，评分表上没有的 ESG 项目却是国内企业正在做的！由此看来，难怪国内企业对 MSCI 的 ESG 评级不满意，而想自立门户，另外设计一套符合国内民情的 ESG 评级。

事实上，MSCI 评级只是众多评级中的一种，其他还有道琼斯可持续指数的、KLD、Thomas Reuters ASSET4、Sustainalytics 等多种 ESG 评级体系，而当国内企业以目前所实践的 ESG 项目被评时，结果可能和 MSCI 评级所差不多。因此，真正的问题是国内企业怎么做好 ESG 实践，怎样才能和国际接轨。

学术研究指出，新兴国家的 ESG 实践和欧美先进国家的确有所不同，前者仍聚焦于人力资源管理、产品安全等 S 维度下的议题，而未及把触角扩及 E 维度与超乎法规要求的议题。基于这个视角，设计一套符合新兴国家 ESG 实践阶段的 ESG 评级体系，或许值得尝试，但它并不能解决所有的问题。特别是，当新兴国家企业想进入国际知名的 ESG 指数时，它必须在一套国际化的评级系统下受评，而不可能局限于一套仅具有阶段性任务的 ESG 评级体系。

因此，回到 ESG 投资所需的数据库上，根本问题在于企业的 ESG 实践。当企业的 ESG 实践做得不到位，数据商就没法取数据，当 ESG 数据库不完备时，金融中介就欠缺客观的投资依据，从而对 ESG 投资形成阻碍。

以上就新浪财经 ESG 频道提出的第一个问题，我从学者的立场提出看法，与大家分享。这几年国内对 ESG 有兴趣的

人渐有增加，希望能在一个正面氛围下克服困难，稳健的往前走。

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。