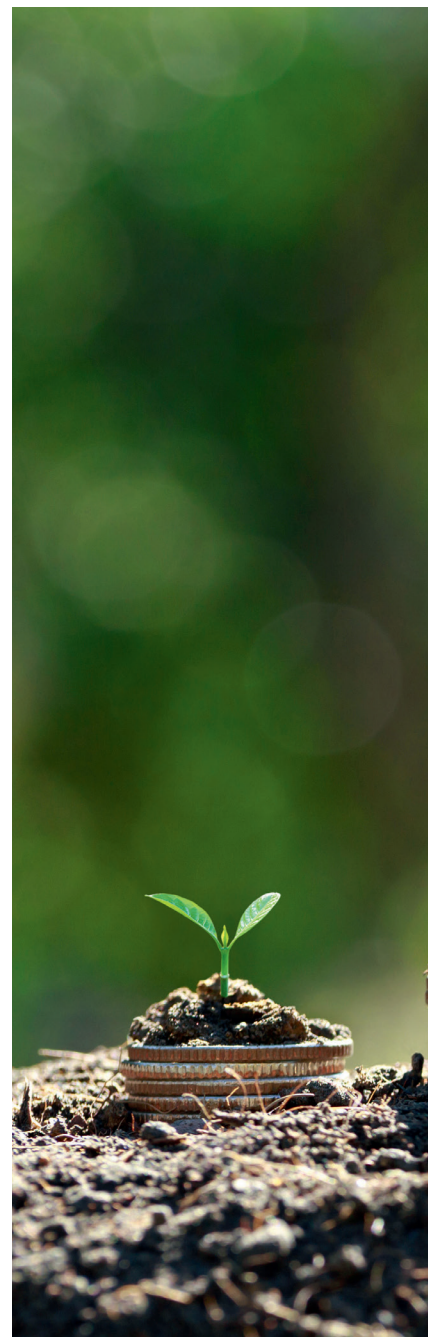


ESG 投资 风潮起

作为一种提倡社会责任和可持续发展的投资方法论，ESG 理念与“双碳”目标高度契合，在我国，其投资生态圈尚在构建，本土特色的评价体系还在探索中。

文 | 本刊编辑部





ESG 投资在国内有多火？

一组数据可以说明。据中信证券统计，截至 2022 年 4 月 30 日，国内 ESG 存续产品 1072 只，净值总规模达到 18140.85 亿元。ESG 相关公募产品 961 只，其中投资策略明确包含 ESG 理念的主题基金产品规模为 2664 亿元，相比 2021 和 2020 年的增速分别达到 142% 和 1152%。

“火”的背后，一些问题也暴露出来。与国际 ESG 评价体系的成熟度相比，我国 ESG 评价体系尚不完善，投资者和被投资企业之间还存在信息不对称，名不副实的 ESG 投资行为并不鲜见。即便是在欧美成熟的市场，监管层也在呼吁加强 ESG 信息披露。

在全球倡导可持续发展和我国要实现“双碳”目标的大背景下，企业从微观视角出发，重视环保、社会责任和公司治理，建立与自然和社会的和谐关系是必然趋势；投资者从资源配置的角度出发，践行 ESG 投资理念，促进实体经济创新和可持续发展也是必然趋势。

只是，在这必然趋势之下，在 ESG 投资火热的当前，我们还亟须探索出有本土特色的 ESG 评价体系。

兴起：关心长远发展，金钱之外的责任

ESG 投资是一种提倡社会责任和可持续发展的投资方法论。E、S、G 三个字母分别代表环境（Environmental）、社会责任（Social）与公司治理（Governance）三个维度。

ESG 投资的理念倡导在关心财务指标之外，也要放眼长远，关心影响人类长远发展的事情。

虽然最早可以追溯到 20 世纪初的教会投资，但 ESG 投资真正兴起并发展还是 21 世纪的事情。2004 年联合国全球契约组织首次提出

ESG 投资和财务回报之间存在正相关关系，约 90% 的研究显示两者至少不存在负相关关系。

ESG 的概念；2006 年，联合国成立责任投资原则组织（UN PRI），在该组织的推动下，ESG 投资的理念逐步形成，投资原则正式确立。

2020 年 3 月，美国加州教师养老金、日本政府养老金、英国高校退休金三家大型养老金机构联合发布了《携手共建可持续的资本市场》公开声明，倡导资产所有者、资产管理者和被投资公司关注长期价值，重视环境、社会和公司治理因素，齐心协力遏制资本市场的短期主义，为客户、受益人和社会创造可持续的经济增长。公开信息显示，这三家大型养老金机构的资产管理规模合计近 2 万亿美元，这让这份声明不容小觑，也反映出 ESG 投资理念在全球范围内的强大影响力。

ESG 投资最初以欧洲市场为主，2012 年初欧洲市场 ESG 投资管理规模占比高达 66%。之后龙头地位被美国市场取代，到 2020 年初，美国 ESG 投资管理规模占比为 48%，欧洲则为 34%。

在 ESG 投资逐渐得到主流资产管理机构的青睐，从欧美走向全球的过程中，相关国际组织、监管机构、资管机构和上市公司等参与方通过信息披露、评价评级、研究咨询、投融资等活动相互推动和促进，一个完整的 ESG 投资生态圈逐步形成。

投资机构在实践中也探索总结出不同的 ESG 投资策略，主要分为七类：负面筛选、正面筛选、ESG 整合、参与公司治理、国际惯例筛选、可持续主题投资和社会责任。

在 ESG 投资诞生初期，投资者主要采取负面筛选的投资策略，即在投资组合中排除一些与他们的价值观和伦理相悖的行业或公司，比如剔除掉烟酒这些不利于整体社会可持续发展的产业。正面筛选、国际惯例筛选和可持续主题投资策略与负面筛选策略类似，都是单一维度下在投研体系中对 ESG 投资理念的简单实

ESG 考量维度



> 资料来源：根据公开资料整理

践，基本思路都是筛选出同类中 ESG 得分最高的标的。

ESG 整合策略则是对投研框架纳入 ESG 评价体系的全面融合，实际操作中，根据具体定位的不同，整合程度也有所差异，该策略的执行需要完善的 ESG 信息披露和评价体系。目前 ESG 整合策略是市场上最主流的 ESG 投资策略，2020 年年初，采用此策略的资产管理规模合计 25.20 万亿美元，在各类策略中占到 43.03%。

争议：为何频现“醉酒”与“漂绿”

相比欧美市场，中国市场的 ESG 投资起步较晚。自 2017 年中国证券投资基金业协会发起 ESG 专项研究以来，这一理念开始逐渐受到政府和企业的重视，机构投资者在进行投资决策

时也越来越多地将 ESG 纳入考虑范畴。

来自天风证券的数据显示，2019 年年底至 2022 年 3 月，A 股偏股型公募 ESG 基金的数量翻倍，达到 208 只；资产管理规模达到了 2557 亿元，增长了 27%。

如此暴涨之下，一些 ESG 主题基金出现了“醉酒”行为，白酒股在一些 ESG 主题基金中占有明显不小的分量，更有甚者，前十大重仓股中甚至有五只是白酒股。

这与 ESG 理念显然是不相符的。1965 年，在瑞典诞生、被视为全球范围内最早的绿色基金的 AktieAnsvar Aktiefond 是一只“禁酒”基金。这只基金的核心策略是将当时视为不利于可持续发展的酒精、烟草等高碳排放行业从基金的投资组合中剔除。

即便是在成熟的欧美市场，ESG 投资也面临一些问题。

近期，德意志银行及其旗下资产管理公司 DWS 在法兰克福的办事处遭到警方突击搜查，据了解这与 DWS 被指控“漂绿”有关。法兰克福检察官办公室表示，大量的迹象表明，ESG 因素实际上只在 DWS 的少数投资中发挥了作用，这与 DWS 基金销售说明书中的陈述不符。

上市公司、金融产品的“漂绿”是指将不符合绿色标准的项目包装成绿色项目，或者承诺将融资投资于绿色项目但实际又并未这样做的行为。“漂绿”行为在国内市场也并不鲜见。

为什么一些 ESG 主题基金会出现“醉酒”行为？业内人士分析认为，一是机构在配置 ESG 基金时设置的禁止纳入门槛并不高；二是白酒股在一段时期股市上的表现非常亮眼，基金经理出于基金盈利性的考虑重仓了白酒股。

为什么企业和投资机构会出现“漂绿”行为？中投协咨询委绿创办公室副主任郭海飞认为：首先，为了获得审批快、规模大、成本低

的绿色融资；其次，为了提升企业负责的品牌形象，吸引客户，开拓市场；再次，为了便于申请政府支持和奖励资金。

究其原因，还是“利”的诱惑。

这也引出这样的问题：践行 ESG 理念的企业在财务指标上真的没有吸引力吗？机构若投资这些标的企业真的就回报甚微吗？

《携手共建可持续的资本市场》回应了这个问题，这份声明引用德国学者在 2015 年发表的论文作为证据，该论文对 2200 多项研究的综合分析显示，ESG 投资和财务回报之间存在正相关关系，约 90% 的研究显示两者至少不存在负相关关系。

中金公司也做了模型测算——就标的企业而言，随着 ESG 投入的增加，企业利润的变化趋势可能呈现先减后增再减的“倒 S 型”曲线。企业投入 ESG 建设初期，新增的投入会使企业短期支出增加，利润减少；随着 ESG 投入的增加和时间的推进，ESG 评分的上升给企业带来的正向效用开始显现，比如较低的融资成本和较大的市场份额等，这些会逐渐抵消 ESG 的投入成本。但当企业的 ESG 评分提高到一定水平之后，继续增加 ESG 投入的边际效应会发生递减，ESG 评分的提高对企业的正向效应不足以抵消 ESG 投入带来的成本上升，收益曲线再次下降。

焦点：完善 ESG 评价体系

ESG 投资暴露出的这些问题，症结还是在于信息不对称。

ESG 评级可以缓解投资者与被投资企业之间的信息不对称问题，帮助投资者识别潜在的 ESG 风险和价值，降低其投资决策成本。

ESG 评级环节主要包括标准制定、信息披露、数据采集、评分评级，具体实施有三个步骤：一是评级机构参照国际组织、交易所等公布的标准、指引事先制定评级体系，二是采集相关信息和数据，三是评级机构给出评分和评级结果。

受制于 ESG 相关信息的披露制度和企业信息披露质量的欠缺，我国现有的 ESG 评级体系还不完善，社会认知度和市场影响力仍较为有限。

针对这个问题，在“ESG 中国论坛 2021 夏季峰会”上，国务院国资委党委委员、秘书长彭华岗提出，中国 ESG 评级体系建设需考虑三个层面。第一，要立足中国经济社会发展大局，体现新发展理念。要充分考虑碳达峰、碳中和的战略要求和乡村振兴的宏伟布局等中国议题，让 ESG 评级助力中国经济社会高质量发展。第二，要顺应全球趋势，吸收借鉴国际先进经验和专业共识，让中国的 ESG 评级接轨国际前沿，促进中国 ESG 评级与国外 ESG 评级的互认。第三，要考虑 ESG 发展阶段，兼具现实性与前瞻性，构建 ESG 评级体系，既要充分考虑不同发展阶段、不同规模、不同行业的特殊性，也要进行全局性谋划和前瞻性思考。

ESG 评级的质量非常依赖信息披露的有效性。对于 ESG 信息披露，各国监管层在最近也作了修改和强化。美国证券交易委员会提出两项规则变更，防止基金用 ESG 进行误导性或欺骗性声明，要求提高对基金 ESG 相关的披露要求。日本金融服务局希望加强对与环境、社会和治理问题有关的产品的监督和指导，比如要求提供投资信托服务的资管公司向客户披露更多信息。

中国的 ESG 信息披露正在由自愿阶段转向

半强制阶段。5月15日,《上市公司投资者关系管理工作指引》正式施行,明确将ESG纳入上市公司应与投资者沟通的内容范围。在“双碳”政策下,国内ESG数据提供商数量猛增,至少已经达到200家,随着ESG信息披露转到强制,ESG相关信息会变得更加易得,评级体系建设也会一步步走向成熟与完善。

未来:国际接轨和本土化

那么,我国要如何推行ESG投资,使其既与国际接轨又本土化呢?

国务院发展研究中心金融研究所副所长陈道富提到了四点。第一,推行ESG并非只是以指标和框架来约束企业行为,更重要的是将可持续发展的理念嵌入到企业的经营管理中,不仅ESG理念是可持续的,推广ESG理念和过程也应当是可持续的。第二,对于投资存量而言,应该立足投资端视角引导企业进行边际改进,逐步完善ESG实践和ESG信息披露。对于新增投资而言,宜在投资初始就鼓励支持被投资企业站在绿色可持续投资理念的起跑线上。第三,在权衡取舍多元目标和标准前提下,综合推进ESG投资时应搭建一个基本的宏观框架,宜粗不宜细;分行业、分地区推进ESG投资时应尽可能细致审慎挖掘评价指标,推进信息披露,搭建数据库,基于现实需求不断迭代发展,并以具体成熟的微观分类反哺宏观综合框架。第四,在财务指标之外,可通过监测和交易等手段促使外部性的内部化。

就投资端而言,尽管多位创投机构的人士在多个公开场合直言ESG评价体系仍需要“下功夫”,但他们也都认为创投机构投资逻辑与ESG理念高度契合,表示会将ESG纳入其核心

投资策略。

德同资本创始合伙人田立新指出,当前国内一线的PE和VC基金都在关注可持续发展,聚焦与国家战略产业高度重合的行业。德同资本针对先进制造业的ESG投资主线,聚焦“减碳+智能制造”,减碳包括风电、光伏等行业,智能制造则包括智能加工、机器人、工业互联网、智能感知、新材料等领域。在他看来,减碳和智能叠加,还将诞生很多新兴的产业,比如智能汽车。

北京绿色金融与可持续发展研究院发布的报告《中国ESG投资尽责管理之探索——理念、框架与展望》,提到ESG尽责管理(英文称为stewardship,中文也译作积极所有权),投资者要利用其所有权赋予的权利和影响力,将ESG因素纳入与当前或潜在被投资公司双循环沟通,通过影响被投公司参与或改进ESG实践,从而减少风险、提升收益并促进被投公司价值得以持续性提升。

就企业来看,国务院国资委已经在多个层面加快推动ESG建设工作,一是从国务院国资委逐步开始推向地方国资委,从央企逐渐向地方国企过渡,加速推进ESG建设;二是不断健全ESG生态体系,通过制定政策、搭建交流平台、编制发布蓝皮书等一系列举措,推动ESG理念的深入落实。5月27日,国务院国资委公布《提高央企控股上市公司质量工作方案》,提出力争到2023年央企控股上市公司ESG专项报告披露“全覆盖”。

ESG投资风潮已经涌起,我国对于ESG投资生态的构建尚处在本土化探索阶段,随着ESG投资理念的深入和完善,其会进一步助力中国上市公司高质量发展,助力我国“双碳”目标的实现。E

(本文由本刊记者张琴琴执笔)