



ESG 研究专栏 (学术版)

【2020】第 6 期 总第 6 期

发布日期：2020 年 11 月 6 日

ESG 投资有超额收益吗？

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

最近国内股市有一波行情，引起投资者关注，想趁着行情赚一笔。投资者除了直接进场买股外，也可循投资基金的方式间接参与。

基金有主动、被动之分，有主题、策略之分，而投资者在选择基金时，往往关心是否跑赢大盘，获得超额收益。聚焦于环境、社会及公司治理议题的 ESG 基金，这几年在国内崛起，超额收益为投资者所密切关注，更为实践者所广泛宣传。那么，ESG 基金有超额收益吗？



图 1：ESG 投资将环社治议题纳入投资决策流程

一、什么才算超额收益？

ESG 投资的超额收益，是讨论频率最高的问题之一。但这里涉及两个概念，一是“ESG 投资”，另一是“超额收益”。

ESG 投资是将环境、社会、公司治理三个议题纳入决策流程的一种投资方式。ESG 投资包含七种投资策略，分别是剔除法、依公约剔除法、正面筛选法（同类最佳法）、可持续主题法、ESG 整合法、积极股东法，以及影响力投资。各策略被使用的理由不一，譬如剔除法常因价值观理由而使用，积极股东法常因驱动企业行为改变而使用。这七种策略可以单独使用，也可以复合使用，譬如先用剔除法，再依公约剔除，最后再正面筛选。

至于超额收益，投资行业喜欢讲超额收益，但对于如何界定及其贡献来源，却很少深入梳理。事实上，超额收益涉及两个变量，一是组合收益率，另一是基准收益率。一般说的超额收益率，是组合收益率与无风险收益率之差。

超额收益的贡献到底来自哪里呢？这涉及背后的金融模型，其发展从单因子演变到四因子，愈后来的愈完备。单因子模型是一般所谓的资本资产定价模型（capital asset pricing model, CAPM），但近二十年来遭遇许多挑战和质疑，而比较有说服力的是四因子模型。

四因子模型源于三因子模型，于上世纪九十年代由诺奖得主尤金·法马与学者 French 所提出，认为组合收益率受到市场因子、规模因子及价值因子的影响。其后在 1997 年时，学者 Carhart 却发现，三因子模型忽略了动量因子，因而建

立了四因子模型。这表示，在对超额收益进行归因分析时，超额收益通常都可以被市场、规模、价值及动量这四个因子所解释。

Carhart 的四因子模型后来又出现了修正版，其中将超额收益视为组合收益率与基准收益率之差。此处的基准收益率不再是无风险收益率，而是一个接近该组合风格的参考收益率，如纳斯达克指数收益率或沪深 300 指数收益率。在计算超额收益时，修正版的四因子模型仍然通过四因子来解释，而剩下未能被解释的收益率就是 alpha。



图 2: Alpha 应该通过四因子模型来计算

此外，收益归因上，市场上还有 Barra 多因子模型。如 MSCI 于 2018 年发布的 Barra 中国权益市场模型，其中就有 9 个一级因子，20 个二级因子，通过这些因子去观察投资组合的风险暴露和收益来源。囿于篇幅，不多赘述。

二、ESG 投资能贡献超额收益吗？

了解超额收益的概念后，我们可以从“投资组合的角度”探讨下一个问题。

通过七种策略的运用，ESG 投资最终体现为一个资产组合，其投资标的可为股票、债券等。ESG 投资策略与传统策略的差异，主要体现在选股择时上，而这恰恰被市场认为是

ESG 投资的超额收益来源。

其实，关于 ESG 投资组合与普通投资组合之间的绩效差异，有两个重要的理论基础：一是组合多角化程度，二是组合构建成本。

关于第一点，基于诺奖得主马科维茨的现代投资组合理论 (modern portfolio theory, MPT)，无论采取正面筛选或负面剔除的方法，都会缩小投资组合的可选标的，最终无法得到最优组合，即组合不会处在有效前沿上。

不过，诺奖得主、麻省理工学院的莫顿教授则指出，当信息并不完全为投资者所掌握时，市场就不完全有效，所以非完全多角化的组合也可能获得更高的预期收益。因此关于第二点，ESG 投资组合需要花更多成本去筛选出符合要求的标的，后续还需要持续调整组合。这些成本会造成 ESG 投资组合最后的收益率低于普通投资组合。

针对于此，有学者却指出，从信息不对称角度看信息成本和交易成本，只能说明 ESG 投资回报和传统投资回报之间的短期落差，当把“学习效果”考虑进去后，从更长的周期看，ESG 投资的表现会较佳。

（一）ESG 投资真能贡献超额收益吗？

关于这个问题，从上世纪 1980 年代，学术界与市场实践者就开始讨论，相关文献不计其数，看法却不尽相同，答案从有 alpha、没有 alpha，到视情况而定的都有。

伦敦商学院的教授艾德曼 (Alex Edmans) 基于 Carhart 的四因子模型，采用 1984 年到 2009 年的数据，利用“美国 100 家最佳雇主公司”构建了一个市值权重组合，而该组合

相对于无风险收益率有 3.5%的 alpha 收益，相对于行业基准收益率有 2.1%的 alpha 收益。这在一定程度上说明，采取 ESG 投资策略的组合，可以获得四因子所无法解释的超额收益，亦即 alpha 存在。

市场派的费里德（Gunnar Friede）等人搜集了两千多篇学术论文或行业报告，一并把财务绩效、市场绩效、运营绩效、ESG 投资组合绩效等都视为“公司财务绩效”，基于计数法与元分析（meta-analysis），来探讨 ESG 与公司财务绩效之间的关系。结论指出，ESG 投资在特定的市场和资产类别中，会存在超额收益的机会。

不过，同样采用元分析的方法，法国马赛 KEDGE 商学院的瑞菲黎（Christophe Revelli）教授等人，却得出不同的结论。该研究基于过去 85 篇论文，在对财务绩效明确界定后，检视了 ESG 投资与财务绩效之间的关系。研究结果发现，对于先前各研究的方法学及 ESG 维度进行调整后，ESG 投资组合并不能显著贡献于超额收益。作者更表示，先前各研究结果的分歧，主要是研究方法和 ESG 投资的期限、主题、市场及财务绩效度量等因素所造成。在对这些因素做出调整后，相较于传统投资组合，ESG 因素既不是优势，也不是劣势。

（二）如何判断元分析的可信度？

元分析又称后设分析，其“后设”（meta）两字就点出了这个方法学的特点：基于先前多项研究结果的差异性及其冲突性，以层次更高的视角，找出其背后的普遍原因。

在 ESG 投资的超额回报方面，元分析之目的，是通过实

验组（ESG 投资）与控制组（传统投资）的比较，而计算出 ESG 投资对超额回报的影响。ESG 投资领域的元分析，这几年开始流行，原因可能与超额收益的争议有关，拟通过这个研究方法来得出一个全面性结论。

元分析建立在先前的研究上，这些研究所使用的数据、模型变量、统计方法等都不同，而元分析必须对此进行调整。元分析本身方法学的严谨性和细致性相当重要，涉及它怎么界定先前的相关研究，怎么避免选择偏误，怎么计算实验组与控制组之间的回报差异，以及怎么调整各种 ESG 因素对财务回报的影响等。另外，当调节变量会影响 ESG 投资和财务回报的关系时，必须一并纳入考虑，而投资组合建构者的特质即为其一。

但是，元分析不是万灵丹，同样采用元分析的研究，其结果可信度却差异很大，关键在于方法学的精确性。譬如，当一个元分析研究对于“财务绩效”的界定模糊，硬把企业财务绩效、市场绩效、ESG 投资组合绩效等一并纳入，但研究主旨却是 ESG 投资和超额收益时，这无疑是混淆了 ESG 实践与 ESG 投资的差异。特别是，当把与 ESG 实践相连的“公司财务绩效”也并入 ESG 投资的“投资组合绩效”时，这个选择偏误扩大了样本范围，但同时造成研究结果的疑虑。费里德等人的研究正犯了样本选择偏颇的错误，洋洋洒洒搜集了两千多篇先前的文献，但其中多数与 ESG 投资无关，以致研究结果虚胖，可信度却不足。

（三）为什么会得出不同的结论？

研究结论的不同可能与研究主体、研究方法及 ESG 投资

策略异质性有关。

从研究主体看，主要有学者和业界专家两类。学者研究一般不涉及利益关联，且受惠于同行评审制度，必须针对评委意见一再修改才能获得学术期刊登出，故其研究结果相对客观可信。业者的实践经验丰富，但常有预设立场，为了得到想要的结果，不免做出偏误的选择。因此，当业界专家的报告是为了营销一只 ESG 基金时，其观点会更加追捧“ESG 投资有超额收益”。

事实上，这种偏颇不只对“ESG 投资有超额收益”成立，过去也发生于主动被动管理之争。学术研究结果指出，当投资于低费率的指数基金时，其绩效表现胜于主动管理型基金。这个结论显然不利于主动管理型基金的销售，故行业报告会反驳学者观点，强调主动管理的价值。

从研究方法看，即使不存在立场问题，也会存在研究方法问题。如上所言，样本选取、模型选择等方法学相关问题，都会影响最终的研究结论。譬如，样本选择会有幸存者偏差问题，样本区间和长度也会影响结果，而模型的优劣更决定了最终结果的可信度。

市场派为了说明 ESG 投资可以产生超额收益，常见做法是拿 ESG 组合的走势与基准指数走势图对比。如果 ESG 组合的收益率更高，就说明 ESG 投资具有超额收益。

但是，只和一个基准指数相比，这是单因子模型下的超额收益，并不是真正的超额收益。ESG 投资真正的超额收益，是四因子模型下的 alpha，是从原始回报中剔除了市场、规模、价值及动量这四种因子后的剩余收益。当使用单因子模

型来计算超额收益时，其剩余收益渗杂了规模、价值及动量这三个因素，以致无法分辨它是否真由 ESG 投资所贡献。

举例来说，ESG 投资以负面剔除法或正面筛选法形成的组合，可能保留了市值较大的公司，而剔除了市值较小的公司，背后原因与大公司的 ESG 评分更高有关。此时，当通过单因子模型计算 alpha 时，“超额收益”可能由规模因子和价值因子所造成，而未必真源于 ESG 投资策略。

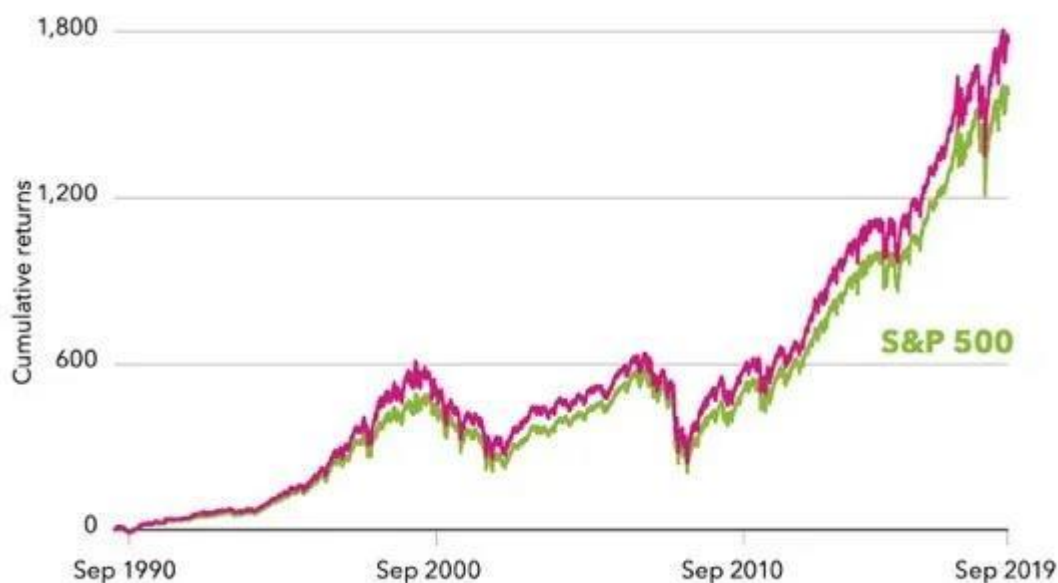


图 3：市场派常用单因子模型来计算 alpha

从 ESG 投资策略的异质性来看，其实 ESG 投资有七种投资策略，基金管理人使用各策略背后的原因有所差异，忽视驱动因素的重要性而泛论 ESG 投资的超额收益，可能指鹿为马，导致欠缺意义的结论。

特别是，围绕着筛选法所做的学术研究，结论并不一致，理由与这种 ESG 投资策略的驱动原因有关：当剔除是基于信仰与价值观时，往往具有不可妥协的性质，其重要性远远超乎投资回报的考虑。但针对 ESG 整合法与积极股东法所做的研究，常得出 ESG 投资可贡献于超额回报的结论，理由涉及

这两种 ESG 投资策略的驱动原因与实践方式。ESG 整合法之把实质性 ESG 因素融入传统的投资模型，原本就着眼于提高收益，而积极股东法以影响实体企业的 ESG 实践为目标，最终也可能因发挥积极效应而产生超额收益。

因此，我们很难断言，ESG 投资可以贡献超额收益，答案视具体情况而定。倘使 ESG 投资未必能获得超额收益，这类投资有什么意义呢？

三、超越风险与收益的第三维度到底是什么？

关于这个问题，美国 ESG 投资的行业组织 US SIF (US Social Investment Forum) 于 2016 年以 94 家机构投资者为对象，就投资决策中纳入 ESG 因素的理由做过一个调查。其中 86% 的受访机构表示，使命驱动是考虑 ESG 因素最重要的理由：ESG 投资符合其使命和价值观。第二个原因是为了达成社会效益，而第三个原因是为了把控风险。直到第四个原因，才是为了收益。另外，受托责任、客户需求、监管要求等，也促使机构投资者考虑 ESG 因素。

如此看来，ESG 投资的初衷并不全是为了收益，更不是为了超额收益，而更多是受到价值观驱使，通过投资来达成超乎收益的一些社会目标。依据投资者对社会的关切程度，我们可以把投资者细分为三类。第一类是社会责任中性投资者，他们的目标是最大化收益率，同时最小化风险。第二类是社会责任自觉投资者，他们在获得经风险调整的市场收益率后，还希望投资能符合自己的价值观。第三类是社会责任驱动投资者，他们把投资视为创造社会价值的工具。

笔者在此前《ESG 投资能创造社会价值吗》一文中提及，

在二级市场使用负面筛选法、同类最佳法、可持续主题投资法等 ESG 投资策略，都很难创造社会价值，但却能满足社会责任觉醒投资者的需求。只有能改变实体企业 ESG 行为的积极股东法，或是聚焦于一级市场的影响力投资等策略，才能创造社会价值，而符合社会责任驱动投资者的需求。

2015 年之后，高盛、摩根斯坦利、贝莱德等金融机构，为满足客户的需求，都相继推出了可持续投资平台。摩根斯坦利甚至在 2019 年推出了影响力商数（Impact Quotient，“IQ”）平台，以回应客户超越风险和收益的需求。投资者可基于自己的价值观，选择关心的 ESG 影响力议题，而 IQ 平台则可评估现有投资组合是否符合投资者特定的影响力偏好，还可以进一步寻找符合偏好的投资机会。



图 4：影响力偏好与投资组合偏好必须能相互匹配

就本质上看，ESG 投资属于双底线投资，投资者追求财务回报的同时，也想产生 ESG 影响力。传统投资关心的是两个维度，一是收益，另一是风险，而所有投资决策都围绕着这两个维度展开。对照之下，ESG 投资关心三个维度，除了收益和风险，还有 ESG 影响力。

如果把属于三个维度的 ESG 投资缩减到两个维度，则这个遗漏举动会使 ESG 投资只能体现于标的筛选等决策流程，最终陷入与传统投资收益对比的僵局。只有将 ESG 投资从收

益和风险两个维度中释放出来，展开一种超越于超额收益的讨论，我们才能看到更多核心本质。

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。