



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 9 期 总第 9 期

发布日期：2020 年 11 月 6 日

浅议 ESG 投资在我国的挑战与机遇

新加坡管理大学李光前商学院金融学助理教授 梁昊
新加坡管理大学学生 王嘉伦

我国 ESG 投资起步较晚，整体发展还处于较低水平。2019 年公布了企业社会责任报告的 A 股上市公司仅有 26%，相比于美国标普 500 公司 86% 的比例和全球 75%-90% 的平均水平差距仍然巨大；且国内绝大多数的 ESG 指数仅关注于环境因素，对社会和企业治理关注度不高。

在如何推广 ESG 投资的问题上，学界和业界往往有不同的看法。从公司治理核心理念的转变来看，发展 ESG 投资有重要的驱动力。

四百多年前成立的荷兰东印度公司被认为是人类历史上第一家现代意义上的股份制公司，同时也是历史上第一家上市公司。购买荷兰东印度公司股票的人，无论是王室成员，还是贩夫走卒，都有了共同的身份——股东。凭借股东提供的资本和管理者的才能，现代企业以惊人的速度发展，同时涌现出了无数巨型跨国公司。“股东利益至上”的思想似乎成

了无可否认的真理。三百多年后的 1970 年，芝加哥学派的代表人物米尔顿·弗里德曼为纽约时报撰文写道：“企业的社会责任就是（为股东）赚取利润”。在新古典经济学思想成为显学的时代里，越来越多的学者开始重新思考“现代企业存在的意义”这一古老的问题。罗伯特·爱德华·弗里曼等主张的利益相关者（stakeholder）理论却逐渐被企业和学者所接受。2019 年 8 月，包括摩根大通董事长兼 CEO 杰米·戴蒙、亚马逊 CEO 杰夫·贝索斯，苹果 CEO 蒂姆·库克，通用汽车 CEO 玛丽·巴拉等 181 家美国大型企业的掌门人签署联名声明，一致认为包括员工、客户和供应商在内的所有利益相关者价值应该取代过去狭义的股东价值，成为当下企业的头号使命。全球资管行业已经有超过 2300 家公司成为了《联合国负责任投资原则》的签署者，其中有 30 家来自中国。全球社会责任投资的规模也超过 20 万亿美元。峰回路转，利润之外的社会责任成为了这个时代的显学，对此学界也尝试着去解释这一转变。

在发展 ESG 投资的过程中，有几个核心问题值得关注。一个问题是：是否承担更多社会责任的企业往往有较好的财务表现？大多数学者和从业者往往认为高 ESG 的企业往往有更高的运营效率和盈利能力。一些研究也发现，如果一家企业的董事会通过了 ESG 相关的决议，该公司的股价也会有积极的反应。我们的研究也发现，通过 ESG 决议的企业的竞争对手的股东也会视其为潜在的利空信号，并促使该企业随后也通过类似的决议。总的来说，高 ESG 往往伴随着优秀的财务表现。通过提升 ESG 治理水平以提高企业的财务表现也成

为了一种可行的企业战略。

第二个问题是：如果说 ESG 可以提升企业的财务表现，什么样的企业会更倾向于承担更多的社会责任？仓廩实而知礼节，衣食足而知荣辱。很多人往往认为盈利能力强的企业会承担更多的社会责任。我们的研究发现拥有较高治理水平的企业往往会更加注重企业社会责任。但需要注意的是并不是所有的企业社会责任活动对于投资者来说都是积极的信号。有研究表明，一些企业社会责任往往是代理问题和糟糕的企业治理的表现。对于评估上市公司的企业社会责任，基金管理者不应该仅仅关注其表象，更应该关注具体实施的细节。

第三个问题具有较大的争议性，但往往也是投资者最关注的问题：投资高 ESG 企业能否带来更高投资回报？通过与业内人士交流，我们发现业界往往认为高 ESG 投资会带来较高的投资回报。这里我想说几点我们的想法。我们之前也提到高 ESG 的股票往往有较高的估值，换句话说，这些股票的价值被高估了。如果在较高的位置买入反倒可能降低基金的整体收益。其次，利用负面筛选策略的基金往往会排除具有较大争议性的行业，例如烟酒和军火行业。从投资组合管理的角度来说风险没有被完全分散，风险调整后的收益往往并不是高的。大部分的学术研究也证明了这一点。投资者通过投票等手段，积极参与所持企业运作并提高其 ESG 治理水平进而提升其估值并且从中获利则是一种可行的策略。但相比于私募股权基金，公募基金对所持公司无法形成有效控制，每支股票在组合中的权重也较低，造成了公募基金采用

该策略可能导致投入和产出不匹配。但值得注意的一点是，我国股票市场仍处发展的早期阶段，透明度和有效程度相比于西方成熟市场较低。但随着 ESG 逐步受到重视，“ESG 动量”策略或许能更加适用于我国的 ESG 基金，即投资那些正在提升 ESG 表现的企业，之后 ESG 表现的提升则带动股价的提升。ESG 投资往往需要 ESG 指数作为标的，但目前适用于我国的 ESG 指数数量仍然较少，基金管理人也更应该了解每种指数的编制方法并决定基金的策略。

最后一个问题则回到了投资人本身。如果社会责任投资不能带来超额回报，为什么还会有如此庞大的规模？经济学之父亚当·斯密认为每个人都是理性的经济人并且仅追求金钱回报，但现代经济学认为除了金钱之外个体往往还有其他追求和理想，比如行善。研究发现，投资者可以在社会责任投资中接受较市场平均低 3%-4% 的回报以换取其带来的满足感。同时，以养老金、主权基金、大学捐赠基金等机构为代表的负责任的投资者往往也更积极地参与公益与慈善活动。

总的来说，不管是全球范围还是在国内，ESG 投资与社会责任投资都在蓬勃发展，并成为了一股不可忽视的趋势。我们认为这是社会整体进步的表现。金山银山不如绿水青山，我们希望通过 ESG 投资可以直接或间接地解决包括环境问题在内种种社会问题，以资本的力量助力经济的高质量发展。

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。