



## 探索符合中国市场特质的 ESG 投资之路

文 / 中国证券投资基金业协会

**编者按：**近年来，在有关方面的积极推动下，基于环境、社会与治理的 ESG 责任投资理念在国内资本市场取得明显进展，对促进上市公司治理水平提升产生积极影响。一些领先的上市公司已开始进行 ESG 自愿性披露。去年 9 月末，中国证监会对《上市公司治理准则》进行了重要修订，突出上市公司在环境保护、社会责任方面的引导作用，确立 ESG 信息披露基本框架，将进一步推动上市公司治理改善。

《董事会》杂志是专注公司治理的专业期刊，一直支持 ESG 理念在中国的传播与落地，目前正在进行相关课题的研究。为了更好地推广 ESG 理念，根据中国国情推动 ESG 评价，以更好地服务上市公司价值创造与资本市场发展，《董事会》杂志日前围绕 ESG 在中国加快理念落地的必要性与迫切性、加快发展的政策取向与路径方法、包括第三方评价服务在内的 ESG 生态建设等重大问题，书面约访了中国证券投资基金业协会。《董事会》杂志感谢协会权威、专业、及时的回复，并愿与协会等关注 ESG 的各方力量一道，为探索符合中国市场特质的 ESG 投资之路贡献力量。

## 如何理解 ESG

### ESG 是一种关于如何发展的价值观

ESG 投资在传统财务指标基础上，将环境、社会、公司治理三要素融入投资决策流程，它将目标公司置于相互联系、相互依赖的社会网络中，将公司的个体活动映射到整个社会网络，将个体发展对环境社会外部影响内部化，将公共利益引入公司价值体系，更加注重单一个体发展过程中的价值观和行为，以及由此带来的个体与社会价值的共同提升，是促进个体经济活动与环境社会建设相辅相成、动态平衡持续发展的过程，反映了追求长期价值增长、个体与社会共同提升、社会可持续发展的价值观。

ESG 投资与时代发展密不可分。早期 ESG 投资源于投资者的伦理道德文化信仰，部分投资者将赌博、军火、烟酒等列入投资负面清单；20 世纪六七十年代，公民权利意识觉醒，反对种族歧视与性别歧视、保护人权政策兴起，资产管理业开始倡导投资中的劳工权益、种族及性别平等责任；20 世纪八十年代后，人口剧增、工业化加速带来严重的环境恶化、气候变暖、资源短缺问题，全球可持续发展成为普遍关注的共同议题。ESG 投资开始响应更多环境社会焦点问题，发展出诸多投资策略与方法，对资产管理业的影响日益显著，直至引领全球资产管理业价值方向。

### ESG 投资契合我国永续发展理念

我国永续发展文化源远流长。早在古代农耕文明中便有了朴素的可持续思想和生产生活实践，强调天人合一、天人和谐，要有长远眼光，为子孙后代着想。春秋战国时期提出“竭泽而渔，岂不获得，而明年无鱼”，孔子主张“钓而不纲，弋不射宿”，宋代司马光提出“取之有度，用之有节，则常足”。追求人与自然和谐相处、实现永续发展的理念传承至今。党的十八大报告提出要统筹推进经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设“五位一体”总体布局，要“努力建设美丽中国，实现中华民族永续发展”；习近平总书记从人类命运共同体诉求出发，提出了“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念，为永续发展增添了时代内涵。ESG 作为投资领域的先进理念，契合人类永续发展的核心价值观，并且从实际操作角度提供了完整统一的框架，具有系统性、全面性和定量可比等特征，是可持续发展理念在资产管理行业落地的重要抓手和载体。

### 天时地利人和，ESG 投资在中国有广阔的发展空间和市场基础

中国经过改革开放 40 多年的高速发展，从规模速度型粗放增长转向高质量发展阶段，经济转型升级和供给侧结构性改革成为

时代的主旋律。作为实体经济的血脉，金融领域的责任投资受到特别重视，中国成为世界上首个建立绿色金融政策框架体系的经济体。在绿色发展理念框架下，ESG 投资提供了科学的方法和工具，也建立了中国绿色金融理念与国际责任投资接轨的共同话语体系。随着我国资本市场对外开放不断深入，特别是我国 A 股被纳入 MSCI、富时罗素相关指数，ESG 投资将对我国资本市场产生实质性影响。

### 以小见大——社会责任意识的觉醒

随着我国经济的发展和人民生活水平、意识的提高，环境问题日益凸显，社会责任走进每个居民的生活中。2019 年 7 月 1 日，上海市正式开展垃圾分类试点，环保行动走入寻常百姓家，实际上，这也是公民践行社会责任的良好开端。在资本市场和投资领域，企业社会责任成为影响其股价波动的重要因素，公众投资者“用脚投票”来反对违反社会公德、污染环境、内部治理失衡的上市公司，重大环境问题、安全问题和财务造假的公司通常会被投资者摒弃，甚至被强制退市。

另一方面，“绿水青山就是金山银山”，ESG 能够产生现实的经济效益，市场内在需求巨大。ESG 策略是规避风险、获取长期超额收益的有效工具，而不单单是一项责任与义务。国际经验表明，ESG 投资具有较强的风险防控能力和稳定的长期回报，尤其

是在新兴市场，赢得超额收益的机会更为明显。前期，中国证券投资基金业协会国际业务专业委员会牵头对中国 A 股市场实行 ESG 投资进行了实证分析，研究发现，不管是将环境、治理、社会三个单项因素纳入投资决策，还是建立 ESG 投资组合，长期来看，均能获取显著的超额收益。

### 小荷才露尖尖角——ESG 投资在国内的发展

ESG 作为独立的政策实践话语体系在我国发展起步较晚，但实质上我国改善环境社会、公司治理的努力未曾停止。

2006 年，深圳证券交易所发布《上市公司社会责任指引》，要求深证 100 指数的成分股公司定期披露社会责任报告，并鼓励其他公司披露社会责任报告。

2008 年，上海证券交易所发布《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》，规定社会责任报告必须披露“公司在促进社会可持续发展、环境及生态可持续发展、经济可持续发展方面的工作”，鼓励上市公司披露“每股社会贡献值”，试图将上市公司承担社会责任的程度进行量化，便于比较和投资。

2012 年，香港联合交易所出台《环境、社会及管治报告指引》，并于 2015 年底将每个层面的一般披露责任由“建议披露”提升至“不遵守就解释”，2016 年 1 月 1 日开始执行；近期，香港联交所正在修订 ESG 指引，拟新增多项强制性披露要求。

2016 年，七部委联合印发了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，为通过金融市场和资本市场支持中国可持续发展的战略提供了首个基本政策框架。

2017 年，中国证监会同环保部签署《关于开展上市公司环境信息披露工作的合作协议》，共同推动建立和完善上市公司强制性环境信息披露制度。

2018 年，中国证监会对《上市公司治理准则》进行修订，要求“上市公司应当贯彻落实

创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，弘扬优秀企业家精神，积极履行社会责任，形成良好公司治理实践”，同时，设单章明确“利益相关者、环境保护和社会责任”要求，确立 ESG 基本框架。

2018 年，中国证券投资基金业协会发布《绿色投资指引（试行）》和《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》，引导机构投资者开展绿色投资、践行 ESG 原则。

境内资产管理机构也开始了 ESG 投资探索。2008 年，兴业全球基金管理有限公司是国内第一家引入社会责任投资理念的公募基金公司，并发布国内首只社会责任主题的基金产品。日前，华宝基金发布了国内首只基于 MSCI ESG 评级的指数基金（LOF）。根据中国证券投资基金业协会初步调查，已有不少头部机构建立 ESG 数据库，实施 ESG 投资策略。随着 ESG 信息披露的不断完善，ESG 投资将迎来长足发展。

## 吸收成熟市场经验，探索符合中国市场特质的 ESG 投资路径

从成熟资本市场的发展经验来看，ESG 投资以市场自发力量为主，在经济金融相关政策的鼓励和监管规则的要求下，逐渐规范，形成了核心价值观统一、分工明确、多元竞争又相互补充的有机生态体系。基于不同经济体的文化差异、经济结构和资本市场发展特点，ESG 投资理念在应用中展现出很多独特的特点，三大类因素的具体内涵和投资标准应具有差异性，反映多样化的投资风格。例如，我国资本市场散户化特征明显，中小投资者权益保护不够；公司治理偏离信托要求，投资人利益无法在治理层面得到充分保证；投资运作短期化，缺少长期核心价值；我国经济正处于转型升级的关键时期，资本挖掘技术创新、产业创新、风险定价的作用



还远远没有发挥。从国际经验看，连续稳定的现金分红往往是上市公司财务和经营状况稳定的信号，也是上市公司回报投资者的基本方式，但我国有很多上市公司拒绝向股东分红，成为一毛不拔的铁公鸡；化石能源行业在发达国家普遍被列入 ESG 投资负面清单，但在我国现实条件下还处于优化过渡阶段，等等。

因此，在吸收借鉴国际先进经验基础上，我们需要在 ESG 投资中更深入地考察中国市场特质因素。不仅要打开大门兼收并蓄，也要沉下心来因地制宜，要敢迈步、走起来，从融会贯通到打破重塑，用实践去检验、修正、完善，用市场化的探索去搭建适合中国市场的 ESG 投资体系。

### 搭建主干——树立统一的 ESG 投资核心价值观

一棵种子必须扎下深根、从主干生发、不断开枝散叶才能长成一棵参天大树，否则只能成为一片杂草丛生的灌木林。ESG 投资的市场化发展也必须围绕着同一核心价值观展开，在投资原则和普适标准上可以化繁为简，搭建具有统一性、普惠性、同业可比性的底层投资逻辑；在市场分工、指标设计、具体策略等方面，由市场机构根据自身定位、专业经验和资源优势开展多元化、差异化的良性竞争。例如，考察环境因素的核心指标是节能减排，在此核心基础上，鼓励发展聚焦不同业务、不同领域的投资策略，清洁能源等绿色产业、应用新技

术达到节能减排效果的传统化石能源行业、提供节能减排设备的制造业以及相关服务业等均可纳入节能减排投资范畴，推动发展完整的产业投资链条。

### 开枝散叶——建设 ESG 投资有机生态

基于核心价值观，ESG 投资的繁荣需要各方有序分工、多元探索、形成合力。监管机构应鼓励公司披露 ESG 信息、提高信息披露质量，在建立规则、维护秩序、引导正确发展方向上下功夫，营造奖惩分明、良性竞争的发展环境。对机构投资者而言，要在专业性上下功夫，以服务实体经济转型升级和创新国家建设为根本，以投资者利益为使命，开展差异化竞争，发展多元化投资策

略，开发不同风险收益特征的 ESG 产品。对于第三方服务机构，应发展覆盖全生命周期的服务链条，包括前端的数据技术服务商，要将企业数据及信息转化成标准化、结构化、可比较的投资参考；评级评价机构，要基于客观、公正、公平的标准，建立评价指标体系和数据库，可以直接输出评级评价结果，也可以提供底层数据架构，根据不同机构投资者的投资偏好提供不同的筛选基准和定制化服务。

### **向阳而生——恪守行业信义义务，尊重市场发展规律**

信义义务是行业发展的灵魂和根基，投资者的利益和信任是资产管理机构立足的生命线，以专业能力为投资者寻求最大收益、降低投资风险是资产管理机构存在的主要意义，也是市场进行资源配置和淘汰机制的应有之义。因此，ESG 投资作为一种投资工具和可持续发展理念落地的载体，应始终恪守行业信义义务，始终将投资者的利益最大化作为投资活动的行为准则，始终尊重市场发展规律。对于监管者而言，要坚持市场化原则，任何为促进 ESG 落地的政策都要认真评估是否有利于市场机构将 ESG 纳入信义义务，是否有利于强化投资者利益保护原则，不能简单强制或过度激励，要充分发挥引导、规范、服务作用，不断健全完善相关体制机制和配套规则，为市场发展创造良好的环境，让市场主体各方自洽，按照市场自身规律和市场化分工，有效、有序、健康发展。对于资产管理机构而言，在开展 ESG 实践中，任何围绕 ESG 落地的制度建设、流程设计和投资决策都应以信义义务为准绳、以投资者利益为出发点，立足自身条件和定位，不简单为了迎合监管或追求噱头，有揠苗助长、短视主义行为，要通过自身专业能力，将 ESG 融入投资决策过程中，帮助优化组合、降低风险，充分发挥资本的力量，挖掘出符合市场经济转型发展趋势、有增长潜力的企业，让投资者共享经济发展成果。

基于以上认识，中国证券投资基金业协会一直致力于推动绿色金融的发展，推动 ESG 投资落地。我们翻译了系列文章和报告，向行业宣传发布，提高 ESG 投资意识；举办多场研讨会，凝聚行业共识，分享 ESG 投资经验。协会自 2017 年与国务院发展研究中心金融研究所合作，开展上市公司 ESG 评价体系研究，探索建立符合中国国情、以长期价值增长为导向的上市公司 ESG 评价指标体系，为推动公私募基金、养老金等机构投资者践行 ESG 投资奠定基础。目前，指标体系的一期成果已于 2018 年 11 月发布，得到了行业机构和业界学者的广泛支持与关注。指标代表了我们对 ESG 价值和评价基准的核心理解，但并非 ESG 的完整内涵与外延。该研究成果意在为机构投资者提供一个开放式理论框架与核心价值取向，主要起引导、推动作用，仍需根据市场环境变化而调整、优化，既要吸收市场机构的共同经验，也要允许市场机构的多元探索，共同构成一个有弹性的 ESG 评价体系。在 ESG 框架下，协会发布了《绿色投资指引（试行）》，是 ESG 评价体系的初步应用，也是推动绿色投资和绿色发展的初步探索。

以此为基础，基金业协会将系统推进 ESG 工作。一是推动上市公司 ESG 信息披露质量评价，促进被投企业提高信息披露质量和公司治理水平；二是探索开发 ESG 指数，为行业提供比较基准，积极引导、规范从 ESG 评价到 ESG 投资战略再到 ESG 投资工具的完整实践。我们期待机构投资者能够更好地发挥专业价值，改善资本运用机制，推动企业转变价值增长方式，形成机构投资者与被投企业的良性互动；希望各方行动能够形成合力，在统一的 ESG 核心价值框架下，有序分工、积极探索，通过 ESG 投资工具撬动资本市场的效能，在宏观上改善实体经济内在缺陷，激发经济增长新动能。D