



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 10 期 总第 10 期

发布日期：2020 年 11 月 6 日

ESG 投资理念的起源、发展及其驱动因素

中央财经大学绿色金融国际研究院讲座教授、副院长 施懿宸

一、ESG 的起源与发展

(一) 起源与定义

环境、社会和公司治理（Environmental, Social and Governance, ESG）是三个基于价值的评估因素，即考虑业务和投资活动对环境的影响、对社会的影响，以及公司治理是否完善等。联合国在 2006 年责任投资原则（PRI）中提倡把环境、社会和公司治理整合在一起，并提出了新的投资理念——ESG 投资，旨在引导投资者将影响环境、社会和公司治理的因素纳入投资决策之中。事实上，企业社会责任投资可以追溯到上世纪 70 年代，美国等发达国家在经历黄金增长后开始爆发一连串环境与社会问题，资本市场开始探索并关注责任投资，如，1980 年美国出台超级基金法案（CERCLA）、1992 年联合国召开里约峰会等，但并未形成明确的 ESG 理念。直至 2007 年，高盛将环境和社会因素与投资者关注度较高的公司治理因素相整合，并首次提出 ESG 概念。随后，不

少机构、组织和学者根据其内涵给出了具有一定代表性的定义。社会责任国际组织（SAI）指出企业除了对股东负责及创造财富之外，还必须对社会承担责任，包括遵守商业道德、保护劳工权益、保护环境、发展慈善事业、捐赠公益事业和保护弱势群体等。Eccles 和 Viviers（2011）认为 ESG 投资整合了环境，社会和公司治理三个维度因素，是以获得更高的风险调整后投资收益（Risk-adjusted Financial Return）为主要目标的投资实践方式。在中国，ESG 投资也称“三优投资”，即 ESG 投资的中文名称，类似于每个中国人都熟知的“三好学生”概念，主要是指投资者在进行投资时，除考虑投资对象的财务指标因素外，还应选择在环境、社会责任和公司治理（ESG）方面表现优秀的公司进行投资。

从具体细化分类来看，环境（E）包含企业对气候影响、企业对自然资源保护、废物和消耗防治、环境治理、绿色技术、环保投入、绿色办公、员工环境意识、发掘可再生能源的可能性以及建造更环保建筑的可能性等；社会（S）包含员工福利与健康、产品质量安全、隐私数据保护、公司税收贡献、精准扶贫、产业扶贫、乡村振兴、性别及性别平衡政策、人权政策及违反情况、反强迫劳动、反歧视、供应链责任管理以及社区沟通等；公司治理（G）包含股权结构、会计政策、薪酬体系、道德行为准则、反不公平竞争、风险管理、信息披露、公平的劳动实践、董事会独立性以及董事会多样性等。通过关注财务指标以外的信息，从而体现可持续投资理念。

（二）发展现状

近年来，随着“责任投资”、“环境保护”、“经济可持续发展”等理念逐渐被越来越多人接受与倡导，ESG 认同度持续上升，更多投资者在投资选择过程中纳入 ESG 标准，并关注长期投资回报率和积极的社会影响。具体来说：**一是更加整合**，投资者正转向在整个投资组合中纳入 ESG，包括 ESG 基金、绿色债券等；**二是更多参与**，资产管理公司与公司股东和高管进行更密切的合作，如共同提交决议等；**三是更多披露**，ESG 披露了财务信息以外的公司绩效表现，如环境表现、社会责任和公司治理情况等。截止目前，MSCI、道琼斯、富时罗素、汤森路透等多家国际机构均设计并发布了 ESG 评估体系及相关指数，中央财经大学绿色金融国际研究院也已根据中国实际情况，研究开发出一套符合中国特色的本土化 ESG 指标体系。此外，全球范围内 ESG 资产管理规模和增速也呈现出稳定上升态势。根据 2018 年的统计数据，全球 ESG 资产管理规模为 30.7 万亿美金，占全球资产管理规模的 30%，而且该比重在节节攀升。在亚洲范围内，日本的 ESG 投资占比已达 10%，而其他国家的占比还相对较小。

二、ESG 的驱动因素

（一）ESG 的市场需求

近年来，资本市场非常重视 ESG 投资。企业的可持续行为可以吸引更多的金融分析师的关注，也可以导致长期投资者持有股份比例的增加（Durand, Paugam, & Stolowy, 2019）。这背后的原因在于：**第一，投资者逐步降低预期收益，追求稳定且可持续的投资获利。**这与目前全球经济面临“两低一高”情况有关，低利率、低经济增长率和人类的平均寿

命愈高，也与 ESG 的发展理念相一致。之前研究表明，公司 ESG 绩效水平与其企业品质呈显著正相关关系，重视社会责任的企业通常拥有较高的财务绩效水平（Barnett & Salomon, 2012）、信用品质（Chang, Yan, & Chou, 2013）和较强的抗风险能力（Lins, Servaes, & Tamayo, 2017）。因此，投资者会比以往更加注重企业可持续发展，重视企业透明度和 ESG 等非财务信息披露。**第二，投资者对 ESG 负面事件的容忍度在不断下降。**举例来说，30 年前，埃克森·瓦尔迪兹号在阿拉斯加海岸泄露了 1100 万加仑的石油，但其股价几乎未受影响。而如今，一旦企业发生 ESG 负面事件，其股价随即暴跌。2015 年大众汽车尾气排放造假事件导致其股价连续两天暴跌 20%，市值缩水约 250 亿欧元。2018 年长生生物被爆出百白破疫苗存在质量问题，直接导致其股价连续跌停且面临退市风险。同时，Krüger（2015）也指出：投资者对负面企业社会责任新闻有强烈的负面反应，尤其是社区和环境方面的负面新闻。负面新闻会降低利益相关者福利，也会降低投资者收益。**第三，更多大型机构投资者关注并重视 ESG 投资。**近年来，国际大型机构投资者愈发重视上市公司的 ESG 表现。MSCI 等指数公司在选取上市公司纳入其指数的同时会对公司进行 ESG 评级，且相继研发形成一些具有影响力和代表性的 ESG 指标体系及指数。此外，越来越多的资产所有者将 ESG 纳入其风险报告和与投资组合经理的对话中，以帮助识别意外风险。据估算，未来 5 年内，全球将有 65% 的在管理资产受 ESG 相关投资原则指导。另外，国际对 ESG 投资的大力关注也在推动着中国市场的 ESG 发展。随

着 MSCI、富时等指数进入中国市场，国外投资者对中国企业的 ESG 信息披露要求越来越高，进而倒逼中国企业加速提升 ESG 披露水平和表现。**第四，ESG 评级具有价值性和收益性。**UNPRI 就 2000 多家样本机构的调研表明，加入 ESG 后有 63% 的机构财务表现呈现出正相关，且对投资组合价值提升及控制下行风险具有显著的作用。此外，同时越来越多的主流研究表明，ESG 不仅可以有效帮助投资人排查潜在的投资风险，同时也可以给公司的财务表现带来正面影响，进而带来长期稳健的回报。ESG 责任投资并不是慈善式的绿色优惠，而是一项长期性、价值性的投资活动，是实事求是的将“长期、有价值、可增长”纳入投资决策指标，实现经济效益、社会效益和环境效益的统一。**第五，资本市场进一步开放推动 ESG 发展。**近年来，中国资本市场的对外开放是市场关注的焦点和重点。今年 9 月，国家外汇管理局宣布取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）的投资额度限制，此举有利于引入国际成熟的资产管理机构，使得国际资本更加深入、更加广泛的参与 A 股市场，在推动我国资本市场国际接轨的同时也进一步推动对 ESG 责任投资的关注与重视。另一方面，由于 MSCI 等指数公司在选取上市公司纳入其指数的同时会对公司进行 ESG 评级，因此，MSCI 扩大对 A 股的纳入因子也将会进一步推动我国企业对 ESG 信息披露的重视，进而促进 ESG 发展。

（二）监管推动

在 ESG 理念践行与发展的历程中，监管部门肩负着十分重要的使命。目前，世界各国和地区以法律法规要求 ESG 信

息披露形式主要分为三种：一是完全强制披露，以美国、法国、澳大利亚和中国香港为代表；二是强制+自愿披露相结合，以欧盟和英国为代表；三是不披露就解释，所有上市公司需发布可持续报告，根据 ESG 信息披露指引进行披露，如不披露报告，必须做出解释，以巴西和新加坡为代表。而由非政府组织制定的信息披露标准，因其涵盖比政府法律法规要求更加详尽的信息披露规则，而获得了全球主要企业及金融监管机构（包括证监会）的大力支持，部分司法权区甚至鼓励企业采用。诸如全球报告倡议组织（GRI）、碳披露标准委员会（CDSB）、可持续会计准则委员会（SASB）、气候相关财务信息披露工作组（TCFD）等组织都已制定规范严谨的信息披露规则，内容包括企业披露形式、主题和绩效指标等。在中国，自改革开放以来经历了 30 多年的高速发展后，也出现了一些诸如资源的过度消耗、严重的工业污染和生态环境不断恶化等问题。因此，2015 年党的十八届五中全会全面阐述了创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念。在此引领下，我国经济逐渐由快速增长转向高质量发展，努力实现由经济大国向经济强国的转变。此外，十九大提出的三大攻坚战也与 ESG 相吻合：环境（E）对应污染防治攻坚战，社会（S）对应扶贫攻坚战，而公司治理（G）对防控金融风险也是非常重要的作用。目前，中国证监会已要求重点企业强制披露环境信息，并鼓励上市公司主动披露积极履行社会责任的工作情况。此外，监管部门也出台了一系列部门规章及规范性文件，以促进经济高质量发展。2008 年，深交所发布《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》；2010 年，上交所发

布《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》；2018年，中国证监会修订《上市公司治理准则》，对上市公司社会责任信息披露提出明确要求；11月，中国证券投资基金业协会发布《绿色投资指引（试行）》。至此，ESG逐渐成为资产管理机构切实履行相关义务的实践原则之一。相信在中国绿色金融“自上而下”的顶层推动和明确引导下，可以加速市场推动ESG主流化的进程，促进经济高质量发展。

（三）ESG 与公司表现

随着国际市场对ESG投资的大力关注，学术界也展开了大量关于ESG的实证与理论研究。通过文献梳理，可以发现良好的ESG表现可以：一是提升财务绩效水平。Nollet, Filis, and Mitrokostas (2016) 基于资产回报率、资本回报率等指标，运用非线性模型研究了企业社会绩效(CSP)与企业财务绩效(CFP)之间的关系，发现：企业社会绩效与资产回报率和资本回报率之间呈U型关系，意味着长期而言，良好的企业社会责任表现可以提升其财务绩效表现。类似的，Barnett and Salomon (2012) 也发现企业社会责任表现好的企业通常拥有较高的财务绩效水平；二是提升公司价值。Dowell, Hart, and Yeung (2000) 认为公司市值与其环境效益呈正相关关系。Crifo, Forget, and Teyssier (2015) 运用田野实验法(field experiment)，量化公司ESG实践披露对非上市公司价值的影响，发现好的ESG实践会提升其公司价值，而负面ESG表现则会降低其公司价值，并减少投资者投资意愿。与之得出相似结论的是，King and Lenox (2001) 发现公司排污行为与其估值呈负相关关系。此外，

Matsumura, Prakash, and Vera-Muñoz (2013) 收集了 2006-2008 年 S&P500 企业碳排放情况, 证实平均每多排放 1000 公吨二氧化碳, 企业价值降低 212000 美金, 且发现披露碳排放量企业的中位数市值较不披露企业相比高 23 亿美金。Nollet et al. (2016) 认为企业将履行社会责任作为其战略规划的一部分, 可以提升消费者的购买意愿和投资者的投资意愿, 进而为其产品创造额外的价值; 三是提升信用水平。Lins et al. (2017) 透过金融海啸这个外生事件发现在 2008 年至 2009 年金融危机期间, CSR 表现好的企业较 CSR 表现较差的企业股票收益平均高出 4% 至 7%, CSR 绩效好的企业有更高的盈利、增长额、销售额, 同时能获得更高的债务融资额度。说明 CSR 表现能为企业、投资者以及利益相关方创建信任, 在市场面临负面冲击时抵御信任危机。此外, 中央财经大学绿色金融国际研究院实证研究也发现, 中国上市公司 ESG 表现越好, 其股票风险越低, 企业债券违约或降级概率越低。总的来说, ESG 投资不仅仅是情怀投资, 因为 ESG 表现好的公司, 通常其财务绩效水平较高 (Barnett & Salomon, 2012)、信用品质较好 (Chang et al., 2013)、抗风险能力较强 (Lins et al., 2017)。

三、ESG 在中国的发展现状

(一) ESG 指标体系

指标体系是 ESG 的重要内容, 是衡量 ESG 表现的关键。建立科学、规范、完善的 ESG 指标体系是推动 ESG 理念落地的必要工具和有效途径。国际上以 MSCI、汤森路透、富时罗素、道琼斯等 ESG 指标体系作为代表性, 这些 ESG 指标体系

被广泛应用到指数产品、基金产品、策略投资中，发展较为成熟。随着 ESG 发展进一步在全球范围内推动，MSCI 等指数进入中国市场，国际指标对中国企业的 ESG 评价也引发更多人的关注。尽管以上几个国际 ESG 指标体系在全球范围内的影响力都较为广泛，也都相应的发布了 ESG 指数产品，但在进入中国市场时均面临不适应性。其指标体系在衡量中国企业 ESG 表现时由于缺乏对中国国情的了解而存在诸多不足之处，主要体现在四个方面：

一是国际指标缺乏差异化逻辑。国际指标通常针对全球公司运用的是同一套指标体系，未充分考虑地域差异和各国国情，在指标设计上缺乏差异化。中国的 ESG 发展具有中国特色，而国际指标普遍缺乏对中国市场及 ESG 发展的理解。如 MSCI 的 ESG 指标体系只有成熟市场和新兴市场两套指标逻辑，没有针对中国市场设置专门的本土化指标体系。尽管这一套指标体系对全球化有效，但无法体现出中国特色，缺乏像扶贫之类的中国特色指标。同时由于中国企业具有很多本土化发展特点和中国市场的特色，一些指标对中国企业是无效的，不能有效在中国区分出企业的 ESG 表现好坏。

二是国际指标体系的横向可比性不强。国际指标基本在全球范围内对中国企业进行比较，但由于缺乏对中国国情的认知，缺乏中国本土特色指标，无法准确衡量中国企业的 ESG 表现，进而造成 ESG 评级结果横向不可比。国际指标所采用的指标体系基本遵循欧美国家的资本市场原则和标准，更适用于评估欧美国家上市公司的 ESG 表现，对中国企业的 ESG 表现则可能存在低估的情况。要准确评价中国企业的 ESG 表

现，应该建立专门针对中国企业的 ESG 指标体系，并从 A 股内部进行横向比较才更有意义。

三是国际指标对中国市场 ESG 数据的挖掘深度和理解程度不足。在 ESG 评估中信息获取是其中一项关键步骤，然而国际指数公司在获取中国企业的公开信息过程中存在一定困难。一方面是无法避免的语言障碍，中文信息的获取难度相对于英文要复杂的多，除非配置专门的中国 ESG 评估团队，否则国际指数公司较难抓取中国企业的 ESG 数据，而这也意味着更高的人力成本；另一方面由于国际指数公司未能充分了解中国国情，其 ESG 指标体系不适用于中国企业，即使取得了中国企业的 ESG 信息也无法用国际指标的逻辑去评判和理解，进而造成对数据的理解程度不足，无法准确衡量中国企业的 ESG 表现。

四是 ESG 需求不同造成 ESG 评判标准不同。ESG 指标本身具有规范性，国际组织通用的国际化标准和原则不是强制性的，主要靠机构和公司自愿性遵守；而中国 ESG 发展主要由政府主导和推广，形成了一套自上而下的发展体系，具有鲜明的中国特色。这也造成中国 ESG 的社会需求不同于欧美国家，整套 ESG 发展体系和逻辑更具中国特色，因而在 ESG 评判上也有自己的评价标准，需要发展出国际化与本土化并重的中国 ESG 指标体系。

（二）ESG 信息披露

ESG 信息披露是衡量上市公司 ESG 表现的核心。当前我国 A 股市场 ESG 发展还处于起步阶段，尽管监管部门陆续发布了一些 ESG 相关的政策文件，但尚未出台明确的 ESG 信息

披露指引。当前的政策要求基本以鼓励披露为主。2016年8月，原七部委发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），明确了我国环境信息披露的“三步走”推动路径：要求到2020年所有上市公司强制披露环境信息。2018年5月，中国证监会发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式（2017年修订）》，明确指出上市公司应结合行业特点，主动披露积极履行社会责任的工作情况。同年9月，中国证监会修订《上市公司治理准则》，规定上市公司应当披露环境信息、履行扶贫等社会责任相关情况以及公司治理相关信息，明确了我国ESG信息披露的基本框架。2019年3月，上交所发布的《上海证券交易所科创板股票上市规则》中，特别加入社会责任相关内容，体现了监管部门对ESG信息披露的高度重视。

由于未对ESG信息披露进行强制披露，目前中国上市公司披露ESG信息的形式以单独发布《社会责任报告》、《可持续发展报告》等报告或披露在年报中为主，部分在港股上市的中国企业则参照港股标准发布《环境、社会和管治（ESG）报告》。而在披露内容上，主要的参考标准有《GRI可持续发展报告指南》、《中国企业社会责任报告编写指南》、《社会责任指南：ISO26000》等。就A股市场来看，中国上市公司对ESG信息披露的重视程度逐步提高，近年来参与到ESG信息披露中的企业数量逐年增多，以社会责任报告发布情况作为统计依据，2007到2020年9月期间，A股上市公司发布上一年度社会责任报告呈现增长趋势。但进行披露的上市公司

在全部 A 股中的比重还是较小，市场 ESG 信息披露意识还相对薄弱。

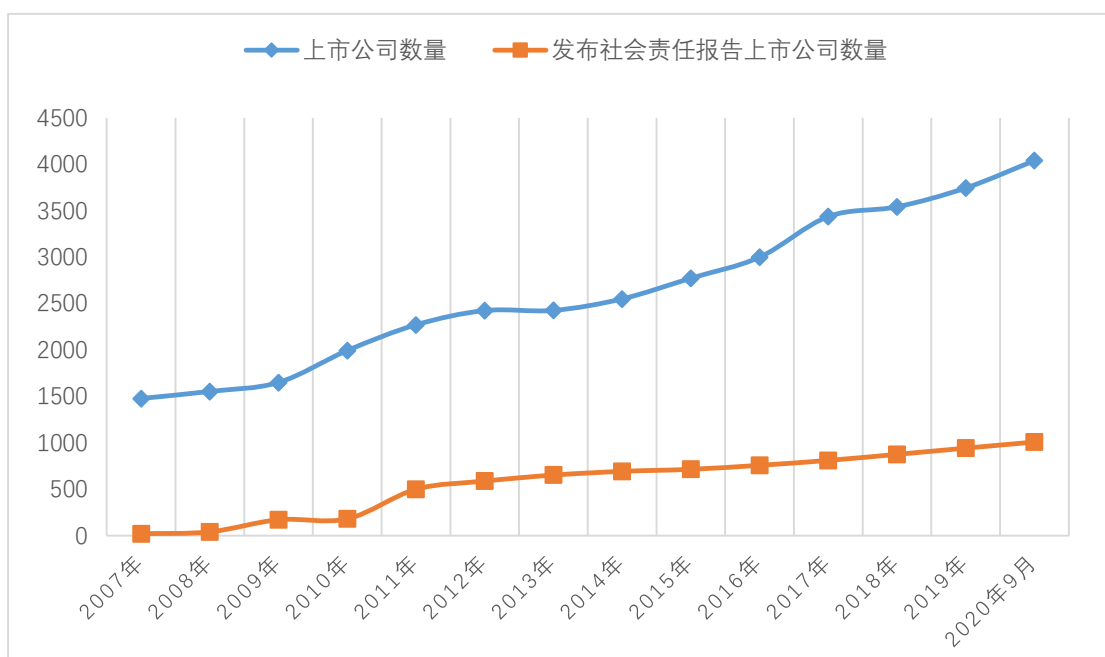


图 1 2007 年-2020 年 9 月上市公司发布的上一年度社会责任报告数量走势
数据来源：Wind，中央财经大学绿色金融国际研究院整理

（三）中国 ESG 投资趋势

随着全球投资者对企业可持续的重视程度逐渐提高，ESG 投资被越来越多的投资者认可。根据全球永续投资联盟（Global Sustainable Investment Alliance, GSIA）的报告，截至 2018 年年底，欧洲、美国、日本、加拿大、澳洲和新西兰五大区域的 ESG 投资规模为 30.7 万亿美元，较 2016 年上涨 34%。海外投资者对 ESG 投资的大力关注也推动着中国 ESG 投资的发展。当前我国加入联合国责任投资原则组织（UNPRI）的机构超过 20 家，一些资产管理机构已经推出了以 ESG 为主题的金融产品，包括指数、基金、理财产品等，社保基金和养老基金也对 ESG 投资进行关注，都有助于不断扩大中国 ESG 投资的规模。

ESG 相关指数方面，据中财绿金院不完全统计，截至 2020

年 9 月，中证指数有限公司、深圳证券信息有限公司和恒生指数有限公司合计发布 ESG 相关股票指数共计 66 条，其中有 23 条发布于《指导意见》出台后，占比 34.85%。

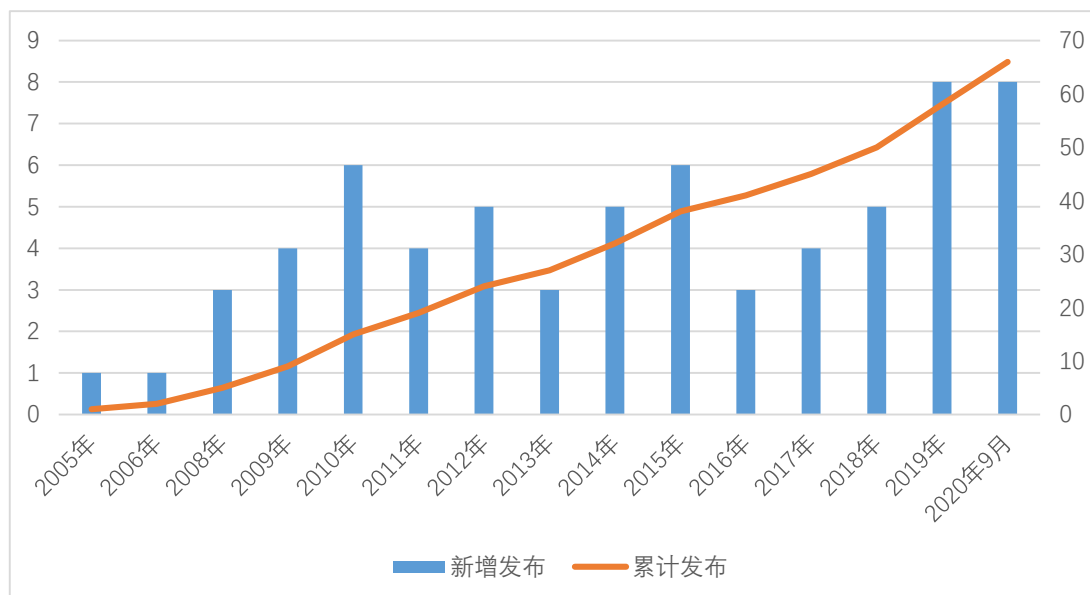


图 2. ESG 相关指数逐年发布统计 (2020/9/30)

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院

ESG 基金产品方面，越来越多的机构投资者在积极抢占 ESG 投资风口。从近年公募基金发行的主题产品来看，ESG 相关主题基金产品的数量和规模在不断增加。尽管目前多数 ESG 相关主题产品仍聚焦于环保理念，但一些基金公司已经开始开发综合 ESG 理念的基金产品。截至 2020 年 9 月，据中财绿金院不完全统计，我国基金市场中以“环保”“社会责任”“治理”和“可持续发展”等涉及 ESG 相关理念为主题的公募基金产品共有 114 只，规模达到 1144.49 亿元。

四、对中国推行 ESG 理念的建议

(一) 完善顶层制度设计

监管部门要加快顶层制度建设进程，为中国 ESG 发展提供更好的监管环境。我国 ESG 发展很大程度上依赖于监管层面自上而下的推动，因而其内容和形式也具有鲜明的中国特

色。基于我国资本市场的实际情况，未来 ESG 发展仍然需要借助监管的力量，进一步明确 ESG 信息披露的具体内容，出台适应我国国情的 ESG 指引，为 ESG 信息披露、ESG 投资提供更好的监管支持。同时，也要健全 ESG 相关基础设施建设，构建 ESG 公开信息平台，培育本土化 ESG 第三方评估及数据库建设，为投资者提供决策依据，为绿色产品创新、绿色金融学术研究提供可靠的数据支持。

（二）加强机构 ESG 投资能力

从投资者来看，要加强自身对 ESG 的认知，提高环境和社会风险的辨识能力。建议监管部门定期开展 ESG 培训，提高机构投资者的 ESG 投资意识，并为其提供 ESG 评估和投资方法学的指导，培养专业的 ESG 投资人才，加强机构开展 ESG 投资的综合能力。机构投资者要充分发挥其在资本市场的作用和影响力，通过进行 ESG 研究、开发 ESG 相关产品、制定 ESG 投资策略等方法不断提高中国 ESG 投资的数量和规模，进而逐步推动 ESG 投资在中国的主流化进程。

（三）引导企业提高 ESG 信息披露能力

从企业来看，要引导企业进行 ESG 信息披露，加强 ESG 信息披露能力。ESG 信息披露的数量和质量与企业的披露意愿、披露动机息息相关。建议一方面通过监管部门和自律组织定期举办企业 ESG 信息披露培训会，提高企业对 ESG 的认识，指导企业如何正确、科学的进行 ESG 信息披露，提升企业 ESG 信息披露意愿和积极性。另一方面，借助媒体和互联网的力量，对 ESG 进行推广和宣传，让更多社会公众了解 ESG，使得 ESG 理念深入人心，进而推动企业进行 ESG 信息披露。

参考文献:

- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320. doi:10.1002/smj.1980
- Chang, T.-C., Yan, Y.-C., & Chou, L.-C. (2013). Is default probability associated with corporate social responsibility? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 20(4), 457-472. doi:10.1080/16081625.2013.825228
- Crifo, P., Forget, V. D., & Teyssier, S. (2015). The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors. *Journal of Corporate Finance*, 30, 168-194. doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.12.006
- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do corporate global environmental standards create or destroy market value? *Management Science*, 46(8), 1059-1074.
- Durand, R., Paugam, L., & Stolowy, H. (2019). Do investors actually value sustainability indices? Replication, development, and new evidence on CSR visibility. *Strategic Management Journal*, 40(9), 1471-1490. doi:10.1002/smj.3035
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329. doi:10.1016/j.jfineco.2014.09.008
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. N. E. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824. doi:10.1111/jofi.12505
- Matsumura, E. M., Prakash, R., & Vera-Muñoz, S. C. (2013). Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures. *The Accounting Review*, 89(2), 695-724.
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400-407. doi:10.1016/j.econmod.2015.09.019

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。