



私募基金法律

ESG—基金投资新风尚

作者：王勇 | 钱锦 | 柳之巍

“ESG”是环境（Environmental）、社会（Social）和公司治理（Governance）的简称，是倡导在投资决策过程中充分考虑环境、社会和公司治理因素的投资理念。ESG 因素涵盖了传统上不属于财务分析范畴但可能与投资具有相关性的问题，包括但不限于企业对气候变化的影响、资源管理、员工健康安全政策、企业内部文化等因素。越来越多的证据表明，将 ESG 因素融入投资分析和投资组合构建，很可能为投资者提供潜在的长期业绩优势。本文旨在对 ESG 投资的发展路径简单介绍，对 ESG 的投资实践和评估框架进行简要阐述，并结合国内 ESG 投资的现状展望其发展前景。

一、ESG 的产生与发展

在 ESG 理念流行之前，更为人所熟知的概念是社会责任投资（Socially Responsible Investment, “SRI”）或责任投资。通常认为最早的 SRI 投资理念起源于宗教，在圣经时代，道德投资是由犹太法律所明确规定的。在 18 世纪的美国，在创始人约翰卫斯理（John Wesley）的倡导下，卫理公会教徒（Methodists）在其从事商业活动过程中均拒绝投资与酒精、烟草、赌博或武器相关业务，这种在宗教教义基础上形成的商业活动排除性准则成了 SRI 最初的雏形。随后贵格派教徒（Quakers）于 1898 年设立了 Quakers Friends Fiduciary 机构，其所管理的基金投资标的明确排除武器、烟草或酒精相关公司，该机构至今仍运营着四支基金，管理着数亿美元的资产。

SRI 在 20 世纪 60~70 年代在美国得到了进一步的实质性发展。随着社会环境的变化及部分群体的环境保护、人权平等、反战和平等意识的觉醒，有些投资者希望将其认为正确的有关社会责任的价值取向反映在投资活动中，因此除了投资回报率外，他们还关心其资金的最终投向以及对社会产生的影响。于是 SRI 形成的基础和出发点从宗教教义，逐渐转变为对当下社会意识形态的反映，从而成为了真正意义上的“社会责任”投资。例如，当时越南战争抗议者要求美国大学的捐赠基金不得投资于国防工业，还有包括避免奴隶贸易、战争和种族隔离以及支持公平贸易的投资原则等。

而 ESG 这一概念的起源通常认为是在 2004 年 1 月，当时的联合国秘书长安南致函主要金融机构的 50 多位 CEO，邀请他们参与一项由联合国发起的倡议，目标是找到将环境、社会和治理因素整合于资本市场实践的路径与方法，并在一年后围绕该项倡议发布了题为“谁关心，谁胜出（Who Cares Wins）”的报告。报告指出，在资本市场中植入环境、社会和治理因素具有良好的商业意义，并将为社会带来更可持续的市场

和更好的结果。与此同时，联合国环境规划署金融倡议机构（United Nations Environmental Programme-Finance Initiative, UNEP-FI）制作了“弗雷什菲尔德报告（Freshfield Report）”，该报告指明了 ESG 因素与财务评估相关。这两份报告构成了 2006 年在纽约证券交易所推出责任投资原则（Principles for Responsible Investment, PRI）以及次年推出可持续证券交易所倡议（Sustainable Stock Exchange Initiative, SSEI）的基石，并最终推动了联合国责任投资原则组织（the United Nations-supported Principles for Responsible Investment, UNPRI）的成立（2006 年），同年高盛把通常纳入投资考量的公司治理因素，与责任投资因素（即环境、社会因素）整合在一起，正式提出了完整的 ESG 概念，并基于 ESG 研究框架推出高盛的可持续股票组合。近年来，全球 ESG 资产管理规模快速增长，其中 UNPRI 的签约机构约为 1900 家¹，资产管理总规模已经超过 70 万亿美元。近年来，具备 ESG 投资理念或类似责任投资理念的产品因符合整体社会发展趋势及主流价值观，显现出抗风险能力相对较强、长期回报相对稳定的优势，因而逐渐成为资本市场认可的一种投资理念和风格，尤其备受政府背景资金的青睐。

二、ESG 投资实践

因为 ESG 分析不同于传统的财务分析和投资组合管理，在较长一段时间内都被认为并无太大的财务相关性。但随着投资者和资产管理机构逐渐意识到 ESG 相关的因素也会对投资组合造成显著的财务影响，相关个人和机构开始在投资实践中整合 ESG 相关因素，并逐渐形成了一些实践方法。目前 ESG 因素在投资中的实践主要体现在责任投资主要策略——筛选策略。责任投资的筛选策略（包括负面筛选和正面筛选）主要指在股票市场和债券市场中，利用以下两种主要途径分析确定投资标的：（i）基本面策略（也称传统策略），以财务标准结合环境、社会和公司治理因素影响分析投资对象；或（ii）量化策略，即将环境、社会和公司治理因素纳入量化分析模型，依据绩效去给予权重。下面我们就对 ESG 因素整合的两种主要方法做一个简单介绍。

（一）基本面策略

基本面策略指投资机构可以根据对 ESG 因素影响的预期，调整预测金融指标（比如收入、运营成本、资产账面价值和资本支出）或公司估值模型（包括股息贴现模型、贴现现金流模型和调整现值模型）。将 ESG 因素整合至投资分析中时，ESG 因素与其他估值参数一起纳入考量。基本面策略主要的做法是以定性分析的方式处理 ESG 因素，但使用定量方法分析 ESG 因素并将其整合至财务预测及公司估值模型中的做法也较为常见。

1. 财务预测

预测公司财务指标会推动例如贴现现金流（DCF）这样的估值模型，而相对地能够计算出一家公司的估计价值（或公允价值），从而影响投资决策。投资人能够根据对 ESG 因素的影响预期而调整例如营收、运营成本、资产账面值、资本支出等预测财务指标，主要包括有以下具体途径：

- **收入报表调整——营收。**要预测营收（营收增长率），投资人通常会参考行业的增长速度，以及相关公司市场份额的涨跌。根据 ESG 机会或风险水平将一家公司的销售增长率上调或下调适当幅度，这样就能将 ESG 因素整合至目前的财务预测中。例如，一家化工企业可能会由于某一国家或地区对环境的逐渐重视而出台的相关法规政策被迫长期或永久关停部分工厂，因此年销售额预计减少一定的百分比（考虑该部分工厂的产量以及该等事件发生的可能性系数）。

¹ 根据 2017 年的数据（1700 多家）结合 UNPRI 2018 report 里面披露的新增机构及除名机构估算。

- 收入报表调整——运营成本和利润率。投资人可以对 ESG 因素对未来运营成本的影响做出假设，并由此直接作出调整，或调整运营利润率。有些运营成本可以明确地预测出来，比如雇员人数的改变，但取决于公司的披露水平，也许需要对运营利润率作出调整。例如，上述化工企业的年运营成本需要上调一定百分比，来反映其工厂所在国家或地区有毒废弃物新法规所带来的额外成本。
- 资产负债表调整——账面价值和减值支出。ESG 因素还可能影响资产的预期现金流，例如还是以上述化工企业为例，其部分工厂长期或永久强制关停，这样的情况下不仅削减了资产价值，还导致企业该年收入下降，因此可以以非现金、一次性减值支出的形式计入收入报表中。此外，还可能因此导致未来收入减少、资产规模缩小、以及公司估值的降低。

2. 公司估值模型

- 终值。有些模型需要计算一家企业的终值（假设可无限期产生现金流，在未来某一时刻该企业的预计价值），再通过贴现算出现今的价值。终值为正则会增加公司的公允价值。ESG 因素可能会导致投资人认为一家公司无法永远存在，例如假设上述化工企业的资产被认为是搁浅资产，则该企业商业模式的可持续性就会受到质疑。在此情况下，终值可能为零。
- Beta 值（即单个标的相对于整个市场的波动情况）调整。有些投资人根据 ESG 因素调整公司估值模型中的 beta 值：企业治理、运营管理、管理层的整体素质、公司战略决策等。其中一种调整 beta 值的方法是进行一次全行业企业的同业分析，随后采用 ESG 因素进行排序。对于 ESG 风险较高 / 低的企业，投资人可能会提升 / 降低其 beta 值，从而减少 / 增加其公允价值。
- 情景分析。投资人了解 ESG 因素对企业公允价值影响的常用方法是进行一次情景分析，计算 ESG 整合后的企业估值并与基线估值相比较。两种情景的差异很清晰地呈现出 ESG 因素对企业影响的严重性和相应程度。在实践运用中，投资人进行比较时需要考虑 ESG 各因素的权重系数：对化工企业而言，环境因素权重是最高的；而对传媒企业，企业治理的权重则最高，因为传媒企业大多数是轻资产的公司，它们更注重团队管理和管理层层的诚信；对于煤炭企业，员工安全指标的权重比较高。

(二) 量化策略（系统性策略）

量化策略通过采集数据、运用数学模型和统计技巧实现比基准更好的绩效，并由量化经理给出投资、投资组合权重推荐建议的模型和规则，包括根据历史和基本面数据，预测未来资产价格走向、公司基本面情况。具体而言，投资流程通常可以分为下列三个阶段：

1. 数据分析和统计测试。采用统计技巧识别出不同投资范围下数据集之间的关系，并从中发现规律、相关性和 / 或推动资产价格变化的因素。
2. 构建模型和反向测试。编写算法，并把这些算法作为模型的基础，同时利用反向测试，借助历史数据研究相关股票的表现，适用模型以预测它们是否有可能产生优异的回报。
3. 执行策略。如果反向测试较为成功，量化经理会执行模型。但市场条件的变化有可能会使纯粹的统计方法失效，所以可能需要重新开始整个流程，识别出新的关系并调整算法及模型。

ESG 整合在先前的大部分时间仅仅跟基本面策略联系在一起，但这一认知正逐渐改变，现在已经有从业者开始把 ESG 因素整合到他们的估值量化模型中。随着 ESG 数据的越来越普遍、统计上更准确

且具有可比性，采用统计技巧识别出 ESG 因素和股价走向之间的关联性将越来越具有实践操作性和参考意义。开展 ESG 整合主要是构建将 ESG 因素与其他因素，例如价值、规模、势头、增长和波动性因素相结合的模型（并可能因此导致股票权重的加强和削弱，包括降至 0）。将 ESG 因素整合至量化模型中，大致有以下两种方法：(i) 根据将 ESG 因素与投资风险和 / 或风险调整后收益相关联的研究，把 ESG 排名差的股票权重降至零；(ii) 根据 ESG 数据集和其他因素之间的统计关系，调整投资范围内每支股票的权重。

三、ESG 因子评价体系

因上述 ESG 投资实践中多次提及将 ESG 因素纳入投资决策，那么到底需要将哪些 ESG 因素纳入，其评价体系如何确认等问题，需要一个较为通用的基础评价体系来解决。摩根士丹利资本国际公司（MSCI）和 Thomson-Reuters（汤森路透）是目前在 ESG 评估和研究领域处于领先地位的两家机构，我们下面以 MSCI（中国 A 股部分成分股于 2018 年 6 月份纳入 MSCI 新兴市场指数）的 ESG 因子评估框架为例，简要介绍一下国际上较为主流的 ESG 投资评价体系。MSCI 的 ESG 得分框架主要包含 3 个大类和 10 项主题以及 37 项关键指标。具体内容²如下表所示：

大类指标	主题	关键指标
环境	气候变化	碳排放量、产品的碳足迹、为环境保护提供资金、是否加剧气候变化的脆弱性
	自然资源	对水资源的压力、生物多样性与土地使用、原材料采购
	污染和废弃物	有害排放物及废弃物、电子废弃物、包装材料及废弃物
	和环境相关的发展机会	清洁能源发展机会、可再生能源发展机会、绿色建筑发展机会
社会	人力	人力资源管理、人力资源开发、员工健康和福利、供应链劳动力标准
	产品责任	产品安全和质量、隐私和数据安全、化工安全、责任投资、金融产品安全、健康和人口风险
	与利益相关方的冲突	存在争议的采购行为
	和社会相关发展机会	通信行业发展机会、医疗保健行业发展机会、金融业发展机会、营养和健康行业发展机会
治理	公司治理	董事会、所有权、薪酬、会计审计
	公司行为	商业伦理、反垄断时间、税务透明、腐败与不稳定性、融资体系的不稳定性

² 更多详细内容，可参见 MSCI 官网（网址：<https://www.msci.com/esg-ratings>）

为计算最终评级，应将上述关键问题评分的加权平均数相加，并按照标的企业所在行业对权重进行调整。在综合考虑其他优先因素并经行业权重调整后的最终得分，应该是最佳（AAA）和最差（CCC）之间的一个评级。在这个框架下对标的企业的评估不是一个绝对值的概念，而主要是与该企业所处行业同行的标准和业绩的比较。

但无论采用何种评价体系，要获得准确的评价需要以相关企业的信息披露为基础。针对 ESG 信息披露，许多国际组织发布了多种框架和指引，例如全球报告倡议组织（GRI）的可持续发展报告指引、联合国责任投资原则协定等。目前全球共有三十多个国家和地区的交易机构已经提出了 ESG 信息披露的要求，以鼓励型披露为主，但也有部分交易所强制披露 ESG 信息（例如印度政教交易所强制要求市值排名前 100 的上市公司在其社会责任报告中披露 ESG 信息）。2015 年 12 月，香港交易及结算有限公司发布了《ESG 报告指引》修订版，要求在其上市的企业披露 ESG 信息，采取“不遵守就解释”的规定，并明确了需要披露的“关键绩效指标”。

中国（不包括香港）当前还未针对 ESG 信息披露出台专门的法律法规，与之对应，现阶段国内尚未建立起较为统一的 ESG 评价体系。但目前已经有部分机构和学者对公司，尤其是上市公司（因其信息披露较为完整）履行社会责任的情况及社会责任报告披露情况展开研究并尝试建立系统的评价体系，其中中国证券投资基金业协会于 2018 年 11 月份发布的《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》，是国内监管机构方面针对中国上市公司建立一套完整的 ESG 评价体系的一次有益尝试。

四、ESG 国内投资市场的发展及展望

尽管 ESG 投资在西方金融市场增长迅速，且已经成为西方投资者市场主流投资策略之一，但国内的相关理论研究和实践尚处于初级阶段，发展相对滞后且规模有限。我国企业社会责任的发展源头可追溯至 2003 年中共十三届三中全会上“科学发展观”的提出，科学发展观树立起全面、协调、可持续的发展观，最终目的是促进经济社会和人的全面发展；2005 年召开的中国首届“企业社会责任论坛”标志着中国企业关注、探讨企业社会责任的开端；紧接着深圳证券交易所在 2006 年发布了《上市公司社会责任指引》（目前已失效），明确规定了上市公司社会责任的内容，其中包括对资源环境、国家和社会应承担的责任。2008 年 5 月上海证券交易所发布了《关于加强上市公司社会责任承担工作暨发布〈上海证券交易所上市公司环境信息披露指引〉的通知》，要求上市公司在关注自身及股东经济利益的同时，积极履行企业社会责任，促进社会经济的可持续发展。2012 年，在中共第十八次全国代表大会上，生态文明建设上升为国家战略，同年写入中国宪法。在中国共产党第十九次全国代表大会的开幕式上，习近平主席在此用“绿水青山，就是金山银山”的表述，强调了环境保护和生态建设的重要性。基于这样的发展理念，中国人民银行等七部委于 2016 年联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，为落实生态文明建设的整体战略奠定了重要基础。中国证券投资基金业协会也在 2016 年以来全力推动 ESG 责任投资，多次举办国际研讨会、主题论坛，开展基础调查，倡导 ESG 理念与实践，于 2018 年 11 月份发布的《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》和《绿色投资者指引（试行）》，持续推动了与 ESG 投资相关制度环境建设。此外，随着 2018 年 6 月份开始中国 A 股（其中的 222 只大盘 A 股）被纳入 MSCI 新兴市场指数和 MSCI ACWI 全球指数，不仅 MSCI 会对所有纳入 MSCI 指数的上市公司进行 ESG 评估，促进上市公司的股东和投资者以及上市公司自身（也包括未纳入 MSCI 指数的上市公司）对 ESG 信息披露提出更高的要求，同时也将促使更多的公司关注 ESG 因素。通过顶层设计、部署专项工作、出台指导方针以及扩大与国际先进实践的接轨，国内的 SRI（包括 ESG）投资的步伐将进一步加快。

在 ESG 投资管理机构方面，早在 2002 年，便有如青云创投设立了国内首支 SRI 基金“中国环保基金”，该基金的投资人包括亚洲开发银行、荷兰政府基金、香港 LESS 公司、英国石油等国际知名投资机构（由此

也可以看出此时的 SRI 投资主要还是境外投资者主导)。之后到了 2008 年,国内又发行了第一支真正意义上的社会责任型公募基金——兴业全球社会责任基金。在 2010 年后,国内金融市场上相关类型的责任投资基金管理规模开始有了显著增长。截至目前,中国(香港除外)已有 16 家机构加入 UNPRI,其中 2018 年新加入的就有 8 家,其中包括多家大型公募基金。根据中国证券投资基金业协会于 2018 年初向大型公募基金、券商资管、私募证券投资基金管理人等机构开展的“ESG 责任投资情况调查”结果来看,大部分机构已在 ESG 责任投资方面着手开展了相关工作,从关注 ESG 到开展专门研究,再到在投资决策中结合 ESG 因素。不过,仅有 1% 的机构已在公司层面制定了 ESG 战略,并贯彻到具体投资策略中;5% 的机构已就 ESG 投资策略形成正式制度;而有 59% 的机构正在投资决策中考虑 ESG 因素,但尚未行成正式制度;还有 6% 的机构尚未关注 ESG。整体来看,国内资产管理行业针对 ESG 责任投资的顶层设计、内部流程、员工安排和考核机制已在少数机构中有了初步探索和落实,但尚未形成规模化和系统化的实践。

目前国内发展 ESG 投资的主要障碍,是缺少规范的 ESG 信息披露规则,以及没有形成一套有足够市场认可度和流行度的指标体系和评价方法,导致相关投资标的难以获取 ESG 相关信息,或在获取之后难以做出有效的评价并体现(从而帮助形成相关投资决策)。

五、结语

我国目前的 ESG 投资仍处于发展初期,但环境和社会问题的日趋严峻,加上政策的大力支持,使得 ESG 等非财务因素与投资的财务风险、收益愈发紧密关联。研究和推广 ESG 对于贯彻新发展理念、深入推进供给侧结构性改革、切实提高金融服务实体经济效率和支持经济转型能力具有重要意义。相信在这样自上而下、自下而上的需求均产生一致推动力的背景下,我国在 ESG 信息披露、评价体系方面很可能较快取得实质发展,从而推动国内 ESG 投资的规范化、成熟化和规模化,给国内资产管理行业的机构带来新的投资机遇。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所王勇先生联系。

王勇

电话： +86-10-8525 5553

+86-185 1188 0418

Email: james.wang@hankunlaw.com