

ESG 投资：资本市场应对全球可持续发展 议题的一种解决方案

多年来，气候变化、环境污染、人口老龄化、公司治理等问题不断加剧，不仅成为全球可持续发展关注的重要议题，也在深刻影响着经济发展和投资管理，尤其在新冠疫情影响下，这些长期积累问题呈现进一步加剧态势。今年，习近平主席在第 75 届联合国大会期间提出，中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和，这体现了中国在应对气候变化方面做出的积极贡献，近期《国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》进一步明确了相关工作目标。可以看到，碳中和、可持续发展将会成为当前和今后重要的经济发展议题。

ESG 是可持续发展理念在企业微观层面的反映，揭示了环境、社会责任和公司治理因素对企业可持续发展的影响。随着 ESG 信息的投资价值日益显现，ESG 因素也被纳入投资决策流程，成为一种重要的投资方式—ESG 投资。ESG 投资为市场各方投资者提供践行 ESG 理念的工具，促进企业改善 ESG 水平，提升信息披露，减少对环境和社会的外部效应。从上述维度来看，ESG 投资是资本市场应对全球可持续发展议题的解决方案之一。

一、ESG 的核心要素和主要投资策略

（一）ESG 的核心要素

ESG 是从环境、社会责任、公司治理等维度对企业进行的综合评价。与财务信息不同，ESG 反映更多维度信息，不仅揭示了环境和社会因素对企业的影响，更反映了企业经营效率、盈利质量和长期经营稳健性，是基本面分析重要的组成部分。通常，ESG 要素包括如下方面：

1、环境：反映企业在生产经营过程中对环境的影响，揭示企业可能面临的环境风险和机遇。指标包括气候变化、污染与废物排放、自然资源、环境管理、环境机遇等；

2、社会：反映企业对利益相关方的管理以及企业社会责任方面的管理绩效和声誉提升，揭示企业可能面临的社会风险和机遇。指标包括利益相关方、责任管理和社会机遇等。

3、公司治理：反映公司通过相关机制保证公司决策科学化，维护公司可持续运营以及保障公司各方利益合理安排的能力，揭示公司可能面临的治理风险。指标包括股东治理、治理结构、管理层、信息披露、公司治理异常和管理运营等。

（二）ESG 投资的主要策略

ESG 投资是在投资决策过程中，除财务因素外考虑环境、社会责任与公司治理因素的投资方式。

ESG 投资并不意味着为了追求可持续性而牺牲财务绩效,事实上 ESG 代表的可持续投资理念本身就蕴含着企业经营的可持续性,而且 ESG 能够规避存在治理问题和潜在 ESG 风险的公司,降低尾部风险,增强组合收益。目前, ESG 投资主要有以下策略:

1、ESG 负面剔除, 在构建组合时, 剔除不符合 ESG 理念的行业或业务, 以及 ESG 评分较低的资产。

2、ESG 整合策略, 一是将 ESG 因素纳入基本面分析, 如预测公司未来收入时, 使用 ESG 因素对公司未来收入进行修正; 二是将上市公司 ESG 评价结果应用于选股或加权, 如增加高 ESG 评分股票权重, 或将 ESG 因子与 Smart Beta 等投资因子结合, 构建投资策略。

3、ESG 优质筛选, 在同行业或同类型企业中, 投资于 ESG 表现优异的企业或资产。

4、股东参与策略, 主要利用股东权力影响公司, 通过直接参与公司运营(与高级管理层或公司董事会沟通)、提交或共同提交股东提案, 以及在 ESG 准则指导下的股东代理投票行为来实现参与公司运营的目的。

二、ESG 投资的逻辑

(一) ESG 是可持续发展议题在企业微观层面的反映

ESG 投资在国内市场还处于发展初期, 对于 ESG 相关理念的认知也在不断接受过程中。一直以来, 部分投资者始终不太理解为什么

ESG 投资只有 E、S、G 三个方面，为什么不能增加或者减少某些要素。这是因为，ESG 并不是 E、S、G 要素的简单糅合或者指标堆砌，ESG 所代表的是全球当前和今后较长时间面临的可持续发展的重要议题。

20 世纪 80 年代，随着环境和资源问题日趋严重，人们深刻认识到将经济、社会和环境割裂开来谋求发展危害巨大。只有在控制人口数量、提高人口素质、保护环境资源永续利用的前提下进行的经济和社会发展才能够持续，即可持续发展。

可持续发展是以保护自然资源环境为基础，以激励经济发展为条件，以改善和提高人类生活质量为目标的发展理念。从内涵来看，可持续发展包括：一是可持续发展的核心在发展，与经济增长不同，可持续发展是集社会、环境、经济等多项因素在内的整体协调发展；二是注重发展的可持续性，经济和社会发展不能脱离环境和资源的承载能力；三是注重社会公平性，当代人在发展与消费时应使后代人也有同样的发展机会。

如果将宏观的可持续发展目标聚集到企业微观主体层面，可以发现企业可持续运营目标与环境、社会、公司治理等要素仍然紧密联系。在生产过程中，企业需要注意温室气体和污染物排放等环境要素，以保护环境为基础，实现生产可持续；在经营过程中，企业需要注重公司治理、内部控制和管理层激励等要素，降低负面事件影响，提升管理效率，实现管理运营可持续；在社会层面，企业需要注重与员工和供应商的良好关系，关注产品质量，减少对社会层面的外部性，实现

社会发展的可持续。不难看出，企业在可持续发展层面关注的目标正是 ESG 的核心内容。

ESG 是可持续发展理念在企业微观层面的反映，所揭示的也正是环境、社会责任和公司治理要素对企业可持续发展的影响。

（二）ESG 反映了投资者对投资价值观的要求

现代金融学从简化分析的角度，通过有效边界来选取风险收益约束下的有效证券组合，即相同收益下风险最小，以及相同风险下收益最大的组合集。投资目标被简化为增强收益和降低风险。但实际上，投资者对投资目标一直都带有价值观的要求，比如规避违法违规、财务造假以及污染环境的企业。

20 世纪初，社会责任投资以宗教信仰和价值观驱动为基础，投资者会剔除或规避与个人、团体价值观不同的行业或公司，如武器制造、烟草等行业。到了 20 世纪 70-80 年代，由于经济高速增长带来的负面影响，全球面临越来越严峻的气候、环境和资源挑战，投资者希望通过投资行为来表达对环境保护的重视，支持环境友好型行业。2000 年以来，随着人口老龄化逐步加深、国际性公司在财务造假和信披违规等方面问题，引发了市场投资者对于社会公平、公司风控和保护中小股东利益等问题的关注。投资者对于投资目标的要求也扩展到社会和公司治理方面。

近年来，ESG 正逐渐成为各类投资者在风险、收益之外的重要投资目标之一。投资者不仅愿意将 ESG 因素作为自身投资价值观的体

现，而且也相信通过 ESG 投资能够对经济发展、环境生态、社会责任、企业管理等问题解决带来积极影响。因此，ESG 代表了可持续发展相关理念的进步，不仅体现了投资者价值观的演进，也表明了当前投资者对投资目标的多维要求。

（三）ESG 揭示了非财务的收益和风险信息

ESG 揭示了财务信息之外的收益和风险信息，是基本面分析重要的组成部分。ESG 表现优异的企业，往往具有更好的企业管理质量，长期可持续盈利能力和现金流，企业在管理中更加注重所有利益相关方的长期利益，而不仅是控股股东的短期利益。以中证 ESG 评价方法为例进行分析：

1、环境信息

环境包括气候变化、污染与废物、自然资源、环境管理和环境机遇五个主题，反映企业在生产经营过程中对环境的影响，揭示企业可能面临的环境风险和机遇。

在气候变化和自然资源主题中，温室气体排放量和耗水量等指标有助于投资者了解公司经营成本和生产可持续性问题，如高耗能企业未能有效提升工艺水平，控制自身能耗，随着能源政策日益严格，企业运营成本将不断提高，最终影响生产的可持续性。

在污染和废物主题中，有毒物质排放等指标有助于投资者了解企业排污情况并评估潜在环境处罚和风险，如 2010 年英国石油公司墨西哥湾漏油事件，造成了美国最严重的环境灾难，随后惠誉公司将英

国石油公司的长期发行人违约评级降至垃圾级。企业在环境层面遇到的负面事件和处罚，会直接影响企业的持续运营。

在环境管理和机遇主题中，从事环境保护技术发展的企业，在未来会具有重要的机遇，如从事清洁能源、新能源汽车的企业会受益于环境支持政策和社会发展。

2、社会责任信息

社会责任包含利益相关方、责任管理和社会机遇三个主题，反映了企业对利益相关方的管理以及企业社会责任方面的管理绩效和声誉提升，揭示企业可能面临的社会风险和机遇。

以利益相关方为例，从短期财务视角来看，企业在维护员工待遇、保持良好客户关系和供应链安全上的投入会增加公司成本支出。但从长期来看，企业与员工和供应商的良好关系有利于公司运营，提升品牌影响力，稳定业务关系，对公司价值产生长期积极的影响。反之，企业如果出现产品质量问题，将会严重影响公司运营，更有可能导致公司退市和破产。例如，2008年三鹿奶粉三聚氰胺事件和2018年长生生物疫苗事件都是由产品质量引发的重大食品药品安全事件，导致企业经营停滞，甚至退市。

此外，企业积极进行扶贫工作和其他社会公益性项目，能够为企业赢得良好的社会信誉，如在新冠疫情中积极参与捐赠和协助救灾的上市公司会得到社会认可，有助于公司未来的发展。

3、公司治理信息

公司治理包括股东治理、治理结构、管理层、信息披露、公司治

理异常和管理运营六个主题，反映公司通过内部和外部机制来保证公司决策科学化，维护公司可持续运营以及保障公司各方利益合理安排的能力，揭示公司可能面临的治理风险。

在信息披露主题中，企业准确、完整、及时的披露信息不仅是保护投资者的方式，也是证券市场健康运行的基础。财务造假等行为严重毁坏市场诚信基础，损害投资者利益，对企业声誉和持续运营都会产生严重影响。如康美药业通过伪造、变造大额定期存单等方式虚增货币资金，在信息披露中进行虚假记载和重大遗漏，受到证监会处罚，相关人员涉嫌犯罪行为也被移送司法机关，对企业经营影响巨大。

而治理结构、股东治理、管理层以及管理运营等主题，主要反映了企业治理结构是否符合治理要求，机构运作是否能够发挥有效作用，股东对于企业治理的参与程度，管理层是否得到有效激励，公司治理的实际效果等信息。通常，具有良好公司治理的企业具有较高的可持续发展能力。

公司治理异常主题反映公司发生治理问题时面临的外部监管风险和对公司持续运营影响，如监管部门处罚、重大司法诉讼、债券违约等。公司治理出现异常，往往对企业具有较强的负面冲击，从而导致企业难以持续运营。