

新世纪的 ESG金融

邱慈观 著

ESG Finance
in the New Era



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

ESG 投资与 ESG 实践突破传统格局,统摄多元视角,富含人文情怀,是当代全球前沿趋势。本书为国内第一本 ESG 专著,由金融权威学者撰写,全面论及 ESG 在国内外市场的现状及展望。内容循序渐进,深入浅出,梳理概念,勾勒框架,剖析 ESG 实践的理论基础、行业差异和绩效披露等议题,探索 ESG 投资的动机、数据、产品及回报等议题。本书特别聚焦于国内市场,探讨投资人构成、超额回报、碳中和目标等议题,并从前瞻性视角解析 ESG 的未来趋势。

图书在版编目(CIP)数据

新世纪的 ESG 金融 / 邱慈观著. —上海: 上海交通大学出版社, 2021.11

ISBN 978-7-313-25606-5

I. ①新… II. ①邱… III. ①金融—文集 IV. ①F83-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2021)第 206106 号

新世纪的 ESG 金融

XINSHIJI DE ESG JINRONG

著 者: 邱慈观

出版发行: 上海交通大学出版社

邮政编码: 200030

印 刷: 常熟市文化印刷有限公司

开 本: 710mm×1000mm 1/16

字 数: 241 千字

版 次: 2021 年 11 月第 1 版

书 号: ISBN 978-7-313-25606-5

定 价: 78.00 元

地 址: 上海市番禺路 951 号

电 话: 021-64071208

经 销: 全国新华书店

印 张: 18.75

印 次: 2021 年 11 月第 1 次印刷

版权所有 侵权必究

告 读 者: 如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话: 0512-52219025

序

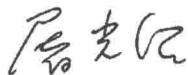
近代工业文明发展迅速,提升人类福祉之余,却也导致生态失衡以及一系列经济和社会问题。20世纪后期,温室效应、极端气候成为全球关注焦点,商业的社会责任亦引起广泛重视。中国工业化进程虽晚,但也面临经济和社会可持续发展方面的挑战,改革开放以来,如何促进经济增长、社会进步和生态文明的协调发展成为愈加重要的问题,在面对攸关人类命运的重大课题时,立足新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局显示了中国的态度和决心。相较于老牌发达国家,相关任务比如环境生态对中国的挑战更为艰巨,尤其是2060年的碳中和目标,更需国际国内及各行各业通力合作,金融界不会更不应该缺席,专家学者亦当尽力,邱慈观教授关于 ESG 金融的专著此时出版,值得重视。

ESG 金融为当代新兴领域,旨在运用金融工具引导企业协助解决环境问题和社 会问题。国际上,有些国家较早涉足 ESG 领域,探索过程成败相参,累积不少经验。他山之石,可以攻玉,中国近年开始关注此一领域,本书对于国际前沿发展多有论述,亦可提供国内借鉴。为求达成 ESG 金融的预期成效,需要更深入的理论探讨与更详尽的实务解析。本书以前沿学术研究成果为基础,引介最新发展趋势,对相关理论进行细致梳理,更连接实践经验。凡此,不仅有助于深入认识 ESG,更有助于实务之推动。面对世界局势,中国举足轻重,于 ESG 的贡献多一分,世界福祉也就增加一分,本书对于促进 ESG 中国与全球同道相向而行、携手并进亦有好处。

ESG 方兴未艾，环顾同类著作，本书有下述特点，颇值一提。首先，本书系统完整，理论框架清晰，厘清 ESG 实践和 ESG 投资的各自分际，并强调投资行为与企业实践之间的密切关系。其次，本书除了阐明 ESG 的基础性知识，亦对前沿性问题进行深入分析，兼顾基础性与前沿性。再者，本书不仅详述 ESG 的国际发展状况，同时特别着墨于国内的实际推动现况，将有助国际和国内进一步的交流与合作。最后，本书以 ESG 理论研究为基础，同时提出具体案例，加以解析。其间尤能展现理论和案例的深度结合：以理论说明案例，借以发掘案例的实践作用；以案例验证理论，有助于掌握理论的实质意义。

邱教授是本人在上海高级金融学院的同事，治学严谨，对学问执着而专注。她富含人文关怀，自许读书人当心怀家国天下而治学，亦期许钻研多年之金融专业能对人类福祉和社会发展做出更积极之贡献。她深知理想之实现非一人可成，而必赖众人之力，故于教学研究之余，提笔撰文，推广理念，更与业界、实践者保持密切互动，以期学术与实务相辅相成，共同促进 ESG 发展。在与邱教授的交流中我经常受到她专业素养的启发与人文情怀的感染，有缘共事，甚感荣幸。宏文大作，已先睹为快，大力推荐，也实为我愿。

是为序。



上海交通大学上海高级金融学院理事会执行理事

自序

从2006年开始探索 ESG 相关议题,至今已十五年。起初是个机缘,当时我任教的海外高校新推出 Green EMBA 项目,请我开发一些绿色课程,包括企业社会责任、社会责任投资、碳金融等。在那个年代, ESG 一词尚未崛起,“ESG 实践”被称为“企业社会责任”(corporate social responsibility, CSR),“ESG 投资”是“社会责任投资”(socially responsible investing, SRI),而“碳金融”一词刚随着《京都议定书》开始生效而浮出台面。

那时亚洲高校罕见此类课程,涉足其中的学者仅零星几位。幸运的是,我找到一群志同道合的教授朋友,大家都被 ESG 的关怀维度所触动,都希望能不再囿于技术、盈利目标和股东视角,而能以温润的人文情怀,迈向宽广的社会目标,涉及多方利益相关者。

为了砥砺新知,加深对 ESG 的理解,我们带着研究生组成读书会,定期研讨,解析学术研究观点,探讨实务应用方向。那段期间,凭着满腔热情,我们启动了不少项目,其中包括证券交易所的上市公司 ESG 披露研究课题、全球可持续报告纲领的编译,以及公司治理评级框架的拟订等。读书会持续了几年,努力逐渐累积,结成丰硕的果实。譬如,交易所课题后来落实为企业的 ESG 披露指南,全球可持续报告纲领的编译后来发展为我的学术论文,公司治理评级框架后来衍生出亚洲第一套 ESG 数据。此外,我们指导的研究生也不落后,毕业后纷纷进入企业的 ESG 部门任职,帮助企业优化 ESG 实践,使之终至引领同侪,甚至入选道琼斯可持续发展指数,成为行业领袖。

由于开始投入 ESG 的时间较早,我同时见证了 ESG 投资积渐成变的历程。

ESG 是伞式术语,其下涵盖 ESG 实践与 ESG 投资两个领域。简言之,从实务层面看,ESG 实践的参与主体是企业,而 ESG 投资的参与主体是资产所有人和资产管理人。从理论层面看,ESG 实践属于管理经济学的领域,而 ESG 投资属于金融学的领域,需要投资组合理论的支撑。

ESG 实践的发展远比 ESG 投资要早,其背后的重要理论也在 1990 年代就已发展完整。ESG 投资则不然,它于 1970 年代在欧美启动,但在前三十年发展历程里一直相当边缘化,被视为一种特色投资方式,而未能纳入主流金融的殿堂。由于具体管理规模有限,ESG 投资难获主流金融学家的青睐,其背后理论也几未开发。因此,ESG 投资行业的先行者、KLD 数据库的联合创始人 Steve Lydenberg 曾写过一篇文章,探讨推动 ESG 投资所面临的挑战,特别是来自法律法规、社会价值、文化认知框架等机构因素的障碍。

不过,在我投入 ESG 的过程中,最明显的变化是 ESG 投资的主流化,无论实践或学术皆然。实践方面,ESG 投资由一个微弱市场演变为全球资产规模近四十万亿美元的市场,其平均投资组合占比已达 33%。换言之,全球投资人每投资一元,其中 0.33 元就落在 ESG 资产上。学术方面,在很长一段时间里,ESG 投资的学术论文一直未能进入金融学的三大顶级期刊,而只能登在管理学期刊及普通金融学期刊。这种情况在最近几年有所改变,基于 ESG 视角针对传统金融学进行修正的论文不断出炉,更陆续被纳入金融学的顶级期刊。特别是,三大顶级期刊之一的《金融研究评论》(*Review of Financial Studies*),2020 年推出气候金融专集,其中不乏诺贝尔奖级学者的论文,表明可持续金融受到的重视非比寻常。

这种改变当然有其外在因素。特别是,过去十五年里,世界上

ESG 相关的各种变化程度加剧、速度加快,其中包括气候异常、全球暖化、自然资源匮乏、人口结构改变、贫富差距恶化、种族分歧严重、贸易壁垒高筑等。这些变化虽然使世界更不公平,前景更不确定,但同时驱动了各方的反省和变革。在此,有利于 ESG 投资发展的机构背景也逐渐形成,如 ESG 投资相关新规则的制订、可持续发展导向价值观的兴起,以及企业文化向长期视角的转型等。

事实上,在读书会伙伴探讨 ESG 投资的日子里,我们常以 Steve Lydenberg 那篇《ESG 投资主流化的白日梦》相互激励,而未曾料想这类投资有朝一日真能成为主流。如今梦想成真,对于深耕 ESG 领域的老兵,这是鼓舞、喜悦,更是荣耀。

身为学者,我站在学术研究的基础上,形成个人对 ESG 议题的独特看法。在承接政府 ESG 相关课题及担任企业顾问的工作中,我积累了丰富的实务经验,也深化了自己对 ESG 具体运作的理解。作为知识分子,我关切社会发展与时事,更通过管理学和金融学理论基础所凝练出的判断力,对现实世界里的 ESG 予以剖析,写成近百篇专文,其中部分纳入先前出版的《可持续金融》,另一些则纳入这次出版的《新世纪的 ESG 金融》。

新书以“新世纪”和“ESG 金融”为名,是放在新时代前瞻性视角下看 ESG。新书内容以 ESG 投资为主,以 ESG 实践为辅,并以宏观的“金融”名之。《新世纪的 ESG 金融》有五部分,收录了 32 篇专文,撰写时间从 2020 年初到 2021 年中,各篇专文都已先后在《陆家嘴》、FT 中文网、新华社、澎湃商学院、财新网等平台发布。

本书第一部分为导论,从 ESG 实践和 ESG 投资两方面,予以概念梳理和框架勾勒。第二部分是 ESG 实践,对于相关的管理经济学基础、行业差异、绩效披露等议题,通过企业实践案例加以剖析。第三部分是 ESG 投资,对于投资策略、产品、财务回报、投资动机等议题,基于对国内外发展的观察而进行探索。第四部分是 ESG 数据和绩效评估,

就相关数据来源、投资人回应及产品绩效披露等议题，基于世界最新发展而进行解析。第五部分是 ESG 在中国，这部分特别聚焦于国内市场，探讨散户投资人、投资人构成、超额回报、碳中和目标等议题。

本书能顺利完成，自然少不了多方的支持。上海高级金融学院提供卓越的教研环境，鼓励我学以致用。院领导屠光绍教授对 ESG 有恢宏格局和精辟眼光，时予点拨，受益良多。书成之日，更慨允赐序。严弘院长素来鼓励前沿领域开发，每于关键环节，必全力给予实质支援。本书相关研究由张旭华和王昊月协助，出版获得学院可持续金融学科发展专项基金赞助，诸多支持，铭感于心，不尽一一。

邱慈观

目 录

第一部分 导论	001
从ESG实践到ESG投资：概念梳理和框架勾勒	002
第二部分 ESG实践	019
与星巴克相比，瑞幸关心ESG吗	020
咖啡背后的平衡	026
特斯拉的ESG	034
由亚马逊经验看电商的ESG责任	042
手机ESG：苹果的另一面	050
ESG会增加企业价值吗	057
第三部分 ESG投资	073
疫情危机下的ESG投资	074
疫情下债券市场的特别行动	086
社会主题债券五问	094
企业绿债与漂绿疑云	100
ESG投资：固定收益领域的应用与挑战	108
扭转苹果：股东积极主义在国内可行吗	117
解读ESG相关的ETF	124
ESG投资能创造社会价值吗	134

ESG投资有超额收益吗	143
影响力投资重塑了资本主义吗	152
第四部分 ESG数据和绩效评估	161
金融科技赋能 ESG数据	162
ESG评级会影响基金申购吗	168
ESG评级应该万流归宗吗	176
ESG影响力评估：机遇与挑战	186
影响力投资：开发银行的借鉴	196
防止装点门面：ESG 投资产品信息披露	206
第五部分 ESG在中国	217
中国ESG市场：棕色投资人与超额回报幻象	218
中国ESG市场：产品界定与 ESG-alpha 预期	226
中国ESG投资：散户何时进场	233
中国ESG：架起中外资本市场的桥梁	243
碳中和目标的投资想象	249
碳中和目标：丰收前的耕耘	256
中国公众急救领域的资本困局	263
影响力投资英文教学案例：中国首发	269
可持续金融：课程定位和内容设计	278

第一部分 导 论

● 从 ESG 实践到 ESG 投资： 概念梳理和框架勾勒

自从 ESG 在国内兴起后，各种组织先后参与，热情拥抱。

观察后会发现，其中涉及两种 ESG 行为，一种由实体企业展开，另一种由投资人展开。实体企业展开的，是在管理流程中纳入 ESG，即一般所谓的 ESG 实践(ESG practice)。投资人展开的，是在投资研究、投资决定和投资管理流程中纳入 ESG，即一般所谓的 ESG 投资(ESG investing)。

ESG 实践与 ESG 投资的共同处在于二者具有相同的 ESG 价值趋向。这种价值趋向有更广阔的关怀维度，涉及多方利益相关者，不仅包括股东，也同时包括顾客、员工、供应商、社区、生态环境等。涉入 ESG 实践的企业，将有别于以股东为中心的传统实践，而关注多方利益相关者(Freeman, 1984; Donaldson 和 Preston, 1995; Mitchell 等, 2016)。同样的，ESG 投资亦不同于只考虑风险和回报的传统投资，而会考虑资金对社会及生态环境产生的影响(Kurtz, 2008)。

然而，无论是企业的管理流程或投资人的投资流程，当决策框架中纳入 ESG 时，复杂度增高，更衍生出很多问题，譬如 ESG 实践的动机、ESG 的度量方式、ESG 实践的社会价值、ESG 投资的回报等。这些问题受到高度关注，也产生丰富的市场报告及学术论文。

事实上，ESG 是最近十余年才流行的词语，过去无论是 ESG 实践还是 ESG 投资都另有正统名称，在学术研究上甚至一直沿用至今。广为人知的，企业社会责任(corporate social responsibility, CSR)是 ESG 实践的正统名称。ESG 投资的正统名称几经更迭，早期以“社会

责任投资”较普遍，近几年则被包含在更广泛的“可持续金融”之下。

ESG 的发展历史悠久，企业实践先出现，投资实践后出现。企业的 ESG 实践始于 19 世纪下半叶，迄今已有 150 年历史。这部分的学术研究属于管理经济学领域，始于 20 世纪 1970 年代，迄今已半世纪，发展出丰硕理论（Carroll，2008）。ESG 投资实践崛起于 20 世纪 1970 年代，从负面剔除法、同类最佳法到影响力投资，迄今已发展出七种投资。这部分的学术研究属于金融学领域，之前少有发展，近几年快速跃进，以优化现代投资组合理论所欠缺的 ESG 为研究重点（Louche 和 Lydenberg，2010；Liang 和 Renneboog，2020）。

在时代背景下，多年前本人就启动了 ESG 研究课题，开发了几门课程，包括可持续金融、影响力投资、企业社会责任等。另外，本人关切社会发展与时事，通过管理学和金融学理论基础所凝练出的判断力，对现实世界里的 ESG 实践和 ESG 投资予以剖析，写成近百篇专文，其中部分纳入先前出版的《可持续金融》，其他部分纳入这次出版的《新世纪的 ESG 金融》。

新书以“新世纪”和“ESG 金融”为名，是放在新时代前瞻性视角下看 ESG。新书内容以 ESG 投资为主，以 ESG 实践为辅，并以宏观的“金融”名之。更重要的是，ESG 富有人文色彩，超脱了狭隘的盈利目标和股东视角，迈向宽广的社会目标，涉及多方利益相关者。

这篇导言从 ESG 实践论及 ESG 投资，除对相关概念进行梳理、对重要议题予以界定外，更将这些议题与书中专文相连，以勾勒新书框架。各篇专文于先前独立写成，内容反映本人近年主要关怀。框架勾勒系将各篇专文与相应的 ESG 问题相连，各入其类，各归其位。各 ESG 问题将于后续专文详论，故下述导言仅列问题纲目。

ESG 实践：范畴、议题、对应主体及问题

熟悉 ESG 概念的人士都知道，各方对 ESG 的看法未必相同，会依

外在的机构背景、时代背景、主观信仰、客观竞争环境等因素而造成差异。

在 ESG 的发展上,最早出现的是公益慈善行为,包括企业捐赠和志愿者服务,也形成美国企业 19 世纪及 20 世纪前半叶的 ESG 实践主流。1970 年代以后,ESG 实践渐趋多样化,先发展了社会维度 S,再发展环境维度 E,最后发展治理维度 G,也形成了完整的 ESG 实践 (Carroll, 2008)。不容否认,这些发展背后都有特殊的历史原因,譬如上世纪和本世纪之交所发生的多件会计弊案,凸显了公司治理议题的重要性。

范畴与议题

特别是,近年来学者、业者、民间倡议组织,乃至联合国、OECD 等跨政府组织都对 ESG 做了某种界定。ESG 包含环境、社会和公司治理三个范畴,各方对此看法比较一致,但对三个范畴下分别涵盖哪些主题与议题,以及其相对重要性,看法则相当不一致。比较这些界定后会发现,各方对 E 的共识最高,其次为 S,最不明确的是 G,其中涵盖的议题从股东权益保护到商业伦理相关的反垄断、反贪污、反欺诈、互联网平台治理等都有。

在具体界定上,ESG 常以三级方式界定,第一级是 E、S、G 这三支柱,第二级是主题,第三级是议题。为便于理解,我们以 MSCI 的评级框架说明。在此,三支柱下有 10 个主题,分别是 E 支柱下的气候变化、自然资源、污染及废弃物和环境机遇,S 支柱下的人力资本、产品责任、利益相关者反对意见和社会机遇,以及 G 支柱下的公司治理和企业行为。第三级有 37 个议题,包括碳排放、能源效率、产品安全与质量、供应链劳动力标准、隐私与数据安全、会计透明性、商业伦理等,细节可参考表 1(MSCI, 2019)。

表 1 从 MSCI 的 ESG 评级框架看 ESG 议题

3 个维度(支柱)	10 个主题	37 个 ESG 关键议题	
环境	气候变化	碳排放	环境影响力融资
		能源效率	气候变化脆弱性
	自然资源	水资源短缺	原材料采购
		生物多样性和土地利用	
污染与废弃物	有毒物质排放与废弃物	电子废弃物	
		包装材料废弃物	
	环境治理机遇	提高清洁技术的可能性	再生能源机遇
社会	人力资本	人力资源管理	人力资源发展
		员工健康与安全	供应链劳动力标准
	产品责任	产品安全与质量	隐私与数据安全
		化学物质安全	尽职调查
	金融产品安全	健康与人口增长风险	
	利益相关者 反对意见	有争议的物资采购	
	社会机遇	社会沟通的途径	医疗可得性
		融资途径	员工医疗保健机会
内部治理	公司治理	董事会	股东
		工资、股利、福利等	审计与会计
	公司行为	商业道德	腐败与不稳定性
		反竞争行为	金融系统不稳定性
		纳税透明度	

对应主体：利益相关方

更具体地,表 1 中的各 ESG 议题可对应于明确的利益相关方。譬如,生物多样性和土地使用议题直接对应的利益相关方是生态环境,但它们也会间接影响其他利益相关方。产品安全与质量议题对应的利益相关方是顾客,员工健康与安全议题对应的利益相关方是员工,

供应链劳动力标准议题明显对应的是供应商。董事会议题包括董事会组成、独立性、多样性等特性,反映它代表股东监督职业经理人管理效能的质量,主要对应的利益相关方当然是股东。

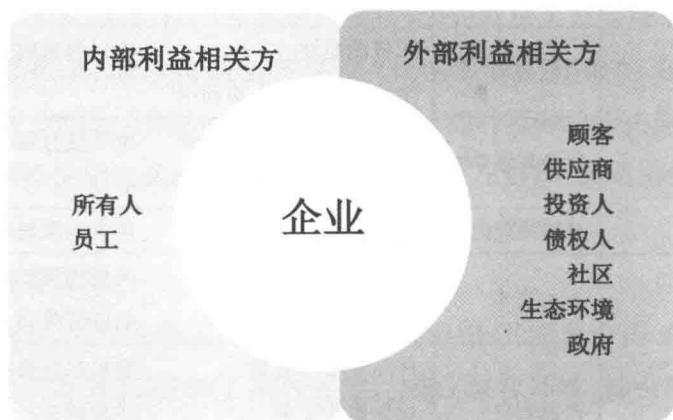


图 1 企业的利益相关方

MSCI 对 ESG 的界定只是现有的众多界定之一,但略微思考上表含义后,会发现其中涉及很多问题。譬如,企业实践 ESG 背后的动机为何? ESG 实践的成果如何度量? 如何披露? 这 37 个议题是否有跨国差异性? 行业差异性? 甚至个别组织差异性? 当企业资源有限时,应该把资源集中在 37 个议题中的哪几个? 企业实践 ESG 能为其创造价值吗? 另外,企业和其特定的利益相关方共同实践 ESG 时,受益者是单方抑或双方? 诸如此类,众多问题都值得深究。

问题与研究

上面这些问题都很重要,素为各方讨论重点,学者更展开了大量研究。有关 ESG 的内容,研究表明其中有法律法规层面的,也有超越法规的伦理层面(Carroll, 1991 ; Windsor, 2006)。有关 ESG 实践的动机,学者陆续发展出几套理论,分别从策略、机构、资源、商业、全球治理的视角,来解释企业何以涉入 ESG (Donaldson 和 Preston, 1995;

Matten 和 Moon, 2008; Jones, 1995; McWilliams 和 Siegel, 2001; Scherer 和 Palazzo, 2007)。有关 ESG 实践的管理经济学基础,学者从股东优先说、契约联结说、利益相关者说、市场失效说等立场,分别形成理论,而诺贝尔奖级经济学家亦身列其中,包括 Friedman, Williamson 和 Tiróle(Friedman, 1970; Williamson, 1981; Benabou 和 Tiróle, 2010)。有关 ESG 实践的披露,民间倡议组织和会计专家先后开发了几套披露准则,作为企业编写 ESG 报告的框架(Christensen 等, 2021)。有关 ESG 实践与企业绩效之间的关系,通过对 ESG 实践内容的分类、企业绩效的诠释等工作,学者研究也有一定的发现(Deng 等, 2013; Dai 等, 2021; Lins 等, 2017)。

如前所言,《新世纪的 ESG 金融》系通过本人基于学理所凝练出的判断力,用以剖析真实世界里的现象。以下先针对 ESG 实践,列出本书及《可持续金融》论及的问题,以及书中相对应的专文。

✓ 企业 ESG 实践的管理经济学基础:

《ESG 会增加企业价值吗》

✓ 企业 ESG 实践的行业独特性:

《特斯拉的 ESG》

《由亚马逊经验看电商的 ESG 责任》

《金融机构的 CSR》

✓ 企业 ESG 实践的动机:

《咖啡背后的平衡》

《责任与策略》

《CSR 的驱动力》

✓ 企业 ESG 实践与价值创造:

《手机 ESG: 苹果的另一面》

《ESG 会增加企业价值吗》

✓ 企业 ESG 实践的绩效披露: