

2017年中国责任投资论坛 论文集



中国证券投资基金业协会
Asset Management Association of China

目录

一、会议简介	1
二、主办单位简介	2
中国证券投资基金业协会	2
中国上市公司协会	2
亚洲公司治理协会	3
天津市副市长阎庆民在 2017 年中国责任投资论坛上的讲话（摘要）	4
在 2017 年中国责任投资论坛上的致辞	
中国证券投资基金业协会会长 洪磊	6
三、主题演讲	8
长期资本引领负责任投资之路	
全国社会保障基金会副理事长 王忠民	8
可持续发展引领上市公司新方向	
中国上市公司协会会长 王建宙	14
亚洲治理挑战为投资者带来机遇	
亚洲公司治理协会秘书长 艾哲明	18
ESG 投资在中国的可行性研究	
中国证券投资基金业协会理事、协会国际业务专业委员会主席、CFA 协会理事会理事、 摩根士丹利华鑫基金管理有限公司董事长 于华	23
上市公司 ESG 评价体系理论框架	
国务院发展研究中心金融研究所所长 张承惠	30
主题讨论一：公司治理策略在投资中的应用——推动企业价值增长	35
主题讨论二：环境保护策略在投资中的应用——推进可持续成长	51
主题讨论三：社会正义策略在投资中的应用——推动企业健康经营环境建设	64



2017 年中国责任投资论坛议程

8:00—9:00	注册
9:00—9:15	领导致辞 天津市副市长 阎庆民
9:15—10:15	主题演讲 主题一、长期资本引领负责任投资之路 全国社会保障基金理事会副理事长 王忠民 主题二、可持续发展引领上市公司新方向 中国上市公司协会会长 王建军 主题三、亚洲治理挑战为投资者带来机遇 亚洲公司治理协会秘书长 艾哲明
10:15—10:30	茶歇
10:30—11:45	主题演讲 主题一、ESG 投资在中国的可行性研究 中国证券投资基金业协会理事、协会国际业务专业委员会主席、CFA 协会理事常务理事、摩根士丹利华鑫基金管理有限公司董事长 于华 主题二、上市公司 ESG 评价体系理论框架 国务院发展研究中心金融研究所所长 张承惠
11:45—13:30	午餐
13:30—15:00	专题讨论一：公司治理策略在投资中的应用——推动企业价值增长 主持人：亚洲公司治理协会秘书长 艾哲明 讨论嘉宾： 1、中国证券投资基金业协会副会长、协会合规与风险管理专业委员会主席、汇添富基金管理股份有限公司董事长 李文 2、东方汇理资产管理公司（Amundi）亚太区首席经济学家 纪沫 3、北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任、经济与工商管理学院教授、博士生导师 高明华 4、Daobridge 合伙人 Melissa Brown 5、英国 Hermes 基金管理公司副总监 周尚颐 6、摩根士丹利华鑫基金管理有限公司数量化投资部总监 夏青
15:00—16:30	专题讨论二：环境保护策略在投资中的应用——推进可持续成长 主持人：中央财经大学绿色金融国际研究院院长 王遥 讨论嘉宾： 1、中国证券投资基金业协会副会长、协会养老金专业委员会主席，华夏基金管理有限公司总经理 汤晓东 2、华融证券股份有限公司副总经理 高鹤 3、中央财经大学绿色金融国际研究院讲座教授 施懿宸 4、荷宝（Rebeco）中国股票基金经理、亚太股票联席主管 缪子美 5、明晟 MSCI 执行董事、中国业务负责人 陈凯
16:30—18:00	专题讨论三：社会正义策略在投资中的应用——推动企业健康经营环境建设 主持人：中国证券投资基金业协会副秘书长 陈春艳 讨论嘉宾： 1、中国证券投资基金业协会理事、协会私募证券投资基金专业委员会主席、敦和资产管理有限公司董事兼总经理 张志洲 2、东方证券资产管理有限公司董事长 陈光明 3、标准人寿全球股票投资专家 Ross McSkimming 4、瑞银集团（UBS）执行董事 Martijn Oosterwoud 5、长江养老保险股份有限公司副总经理 徐勇

1 会议简介

2017年6月6日，中国证券投资基金业协会联合中国上市公司协会、亚洲公司治理协会于天津举办2017年中国责任投资论坛，本次论坛以“新理念、新趋势、新发展”为主题，推动资产管理行业践行以环境（E）、社会（S）和治理（G）为核心的社会责任投资理念，探讨境外成熟市场在投资研究、投资管理、风险控制、指标评价方面对ESG策略的应用，促进资产管理行业可持续发展、服务实体经济转型升级。

作为天津第十一届融洽会重要高端论坛活动之一，本次论坛邀请到天津市政府副市长阎庆民、全国社会保障基金理事会副理事长王忠民、中国上市公司协会会长王建宙以及其他重要政府部门领导出席会议并致辞，同时邀请境内外知名资产管理机构高管参会并发表主题演讲。此外，论坛围绕环境保护、公司治理、社会正义在投资中的应用展开了三场精彩的专题讨论。

2 主办单位简介

中国证券投资基金业协会

中国证券投资基金业协会（简称“协会”）成立于2012年6月6日，是依据《中华人民共和国证券投资基金法》和《社会团体登记管理条例》，经国务院批准，在国家民政部登记的社会团体法人，是证券投资基金行业的自律性组织，接受中国证监会和国家民政部的业务指导和监督管理。根据《中华人民共和国证券投资基金法》，基金管理人、基金托管人应当加入协会，基金服务机构可以加入协会。协会主要职责包括：教育和组织会员遵守有关证券投资的法律、行政法规，维护投资人合法权益；依法维护会员的合法权益，反映会员的建议和要求；制定和实施行业自律规则，监督、检查会员及其从业人员的执业行为，对违反自律规则和协会章程的，按照规定给予纪律处分；制定行业执业标准和业务规范，组织基金从业人员的从业考试、资质管理和业务培训；提供会员服务，组织行业交流，推动行业创新，开展行业宣传和投资人教育活动；对会员之间、会员与客户之间发生的基金业务纠纷进行调解；依法办理非公开募集基金的登记、备案；协会章程规定的其他职责。

截至2017年4月30日，中国证券投资基金业协会共有各类会员2735家。其中普通会员571家，联席会员278家，观察会员1788家，特别会员98家。

截至2017年6月底，在中国证券投资基金业协会自律管理下的资管规模超过52.80万亿元，其中，公募基金规模10.07万亿元，证券公司资管产品约18.10万亿元，基金公司专户6.34万亿元，基金子公司专户8.59万亿元。已登记的私募基金管理人19708家，已备案且存续的私募基金56824只，实缴规模9.46万亿元。

中国上市公司协会

中国上市公司协会（CHINA ASSOCIATION FOR PUBLIC COMPANIES, CAPCO，以下简称“协会”），是依据《中华人民共和国证券法》和《社会团体登记管理条例》等相关规定成立的，由上市公司

及相关机构等，以资本市场统一规范为纽带，维护会员合法权益而结成的全国性自律组织，是非营利性的社会团体法人。中国证监会为其业务主管部门。

中国上市公司协会以“服务、自律、规范、提高”为基本职责，致力于促进提高上市公司质量，促进完善上市公司治理，推动建立良好的公司文化，竭诚打造上市公司高端服务平台，进而促进提高整个资本市场的质量。

中国上市公司协会以会员为主体，构建会员代表大会、理事会、监事会协调运转的治理结构，致力于建设新型社会中间组织，积极表达会员发展诉求，维护会员整体利益，提供高端专业服务，传导自律规范需求，进而促进资本市场体系的成熟和完善。

中国上市公司协会于2012年2月15日成立，发起人会员228家，理事会成员249名、常务理事成员119名（其中非会员常务理事24名），监事会成员34名（其中非会员监事1名）。

截至2017年5月，协会各类会员共1977家，全部为法人会员。其中普通会员1923家；团体会员35家；联系会员19家。

现任会长王建宙先生，执行副会长宋丽萍女士。

亚洲公司治理协会

亚洲公司治理协会是一家独立、非营利性质的会员制协会。协会通过研究、倡议和教育的方式致力于达到长期提高亚洲公司治理水平的目标。协会于1999年在香港特别行政区成立，初衷是为了帮助会员理解及影响亚洲公司和市场的治理水平。愿景是对会员就亚洲市场风险的管理水平及认识产生可持续性的良性影响从而帮助他们实现投资的长期价值。我们提倡在各个资本市场主要参与者之间更多的有效交流，包括机构投资者，上市公司，监管机构以及中间涉及的其他媒介。

亚洲公司治理协会通过联结投资者，监管机构和上市公司来驱动，从而实现与长期公司或市场价值相对应的公司治理规范。同时协会也凭借正在不断扩大当中的国际关系网，对亚洲的公司治理水平起到有效的正面影响。协会由来自全球各地的公司治理专家所组成，他们对于亚洲的各个主要市场都有着相当深入的理解，因此可以快速准确的应对所产生的变化及提出合理的改革方案。过去一些协会针对监管机构或上市公司的战略性改革方案在许多亚洲市场已经取得了改善公司治理水平和提高股东权益的显著成果。

天津市副市长阎庆民在 2017 年中国责任投资论坛上的讲话（摘要）



2017年6月6日，正值中国证券投资基金业协会（以下简称协会）成立5周年之际，为促进资管行业服务实体经济转型升级，推动资管机构践行以环境（E）、社会（S）和治理（G）为核心的社会责任投资理念，协会携手中国上市公司协会和亚洲公司治理协会在天津共同举办“2017年中国责任投资论坛”。

天津市政府副市长阎庆民为论坛致辞。他指出，本次论坛以责任投资为主题，强调保护环境资源、维护社会正义、强化公司治理的核心理念，与习近平总书记的五位一体、五大理念是完全一脉相承的，特别是对我国产业转型升级、实现经济社会发展有更积极的推动力量。天津坚持以五大理念为指导，按照习近平总书记对天津工作“三个着力”的重要要求和中央京津冀协同发展

规划纲要对天津“一基地三区”的发展定位，着眼大格局、秉持大胸怀，融入大战略，围绕京津冀协同发展战略全力推动全国先进制造业研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区、改革开放先行区的建设。

阎庆民副市长认为，只有把资本与实体经济、制造业紧密融合起来，才能做强做大先进制造业。天津市政府专门成立海河产业基金，通过专业化、市场化、国际化的投融资方式，提升先进高端制造业。中国在融资结构上仍然需要大力扩展直接融资，做好责任投资可以有利于改善这一现状。本次 ESG 的专题讨论非常有正能量，长期有价值可增长是责任投资的一个最关键的价值观，要把基础设施建设、战略性新兴产业和基金行业 ESG 投资融合起来，才能实现金融和实体经济的可持续发展。

在 2017 年中国责任投资论坛上的致辞

中国证券投资基金业协会会长 洪磊



洪磊，男，现任中国证券投资基金业协会党委书记、会长。毕业于北京大学经济系。曾先后在北京市委、北京市证券监督管理委员会、北京证券有限责任公司、嘉实基金管理有限公司、北京中兴发投资有限公司工作，历任副处长、处长、副总经理、董事总经理。2001年6月进入中国证监会工作，担任基金监管部副主任，2012年4月至2014年9月任证监会稽查局巡视员。2014年9月底任中国证券投资基金业协会党委书记。2014年10月至2015年10月任中国证券投资基金业协会党委书记、副会长（主持工作）。2015年10月起，担任中国基金业协会党委书记、会长。

尊敬的阎庆民副市长、王忠民副理事长、王建宙会长、艾哲明秘书长、张承惠所长、于华主席，各位专家、同仁：

上午好！

欢迎大家出席“新理念·新趋势·新发展——2017中国责任投资论坛”。本次论坛由中国证券投资基金业协会、中国上市公司协会、亚洲公司治理协会共同主办，天津市金融工作局、天津证监局协办，天津滨海新区中心商务区管委会、天津股权投资基金协会承办，得到天津市政府的高度重视与大力支持！首先，请允许我介绍出席本次论坛的重要嘉宾。天津市副市长阎庆民先生，全国社保基金理事会副理事长王忠民先生，中国上市公司协会会长王建宙先生，天津市政府副秘书长杜强先生，天津市金融工作局局长聂伟讯先生，天津证监局局长安青松先生，滨海新区中心

商务区管委会主任郑伟铭先生，亚洲公司治理协会秘书长艾哲明先生，国务院发展研究中心金融研究所所长张承惠女士，中国证券投资基金业协会国际业务专业委员会主席、摩根士丹利华鑫基金管理有限公司董事长于华先生，中央财经大学绿色金融国际研究院院长王遥女士。此外，还有来自学界和中外知名资产管理机构的多位专家，他们将在下午的分论坛上分享专业观点，带给我们一场思想的盛宴。我代表中国证券投资基金业协会对大家的到来表示热烈的欢迎和诚挚的感谢！

经过三十多年的高速发展，中国经济已经步入新常态，面临新机遇和新挑战；经过近二十年的鼎故革新，中国资产管理业也步入新的发展阶段，需要探索新思路、新方向。长期以来，资产管理机构作为资本市场最重要的买方力量、广大公众最值得信赖的理财服务提供者，忠实于投资者的切身利益，忠实于实体经济的内在需求，服务于经济发展和社会转型。但是，我想大家都有一个共同的体会，就是中国的资产管理业还远未发挥其应有的价值投资、长期投资功能，而责任投资正是改善我国资产管理行业长期绩效、更好地服务于投资者利益和实体经济需求的一种理念、方法和策略。

责任投资的典型做法是运用 ESG 标准来指导投资实践，从环境、社会和公司治理出发，将投资决策标准从财务绩效扩展到绿色发展、公共利益和稳健成长，这既是长期投资理念和投资行为的转变，更是行业道德标准的提升。只有最大程度地契合公共利益，持续推动社会价值创造和福利增进，才能最大程度地实现资产管理行业的价值。

从全球来看，ESG 投资原则已经得到养老金、共同基金、捐赠基金等机构投资者的广泛认可，显著提升了资产组合的风险控制和长期收益能力。对于中国而言，在怎样理解 ESG、如何推动 ESG 方面，仍缺少系统的思考、深入的研究和制度化的推进。今天的论坛就是要围绕环境、社会和治理议题，从中国国情和市场特质出发，探讨 ESG 应用中的新内涵、新方法、新指标。从国际实践看，ESG 更多地被视为风险管理的工具，在积极推动社会价值创造方面表现较弱。结合我国市场存在的诸多不成熟特征，中国的 ESG 实践要回到长期视角，纳入更多积极因素，尽可能提高 ESG 投资对实体经济的效率改善作用。当前，应当着重开展两方面的研究，一是如何促进上市公司的 ESG 表现，二是如何促进资产管理业的 ESG 投资，二者相辅相成。

ESG 是全球资产管理机构一致认可的投资理念，也是我们开展国际交流合作的共同语言。我相信，在“创新、协调、绿色、开放、共享”发展理念的指导下，在各界专家和全行业的共同努力下，中国资产管理行业将因积极践行 ESG 而变得更加强大，在推动资本市场和社会转型发展转型中发挥更加积极而深远的作用！

谢谢大家！

3 主题演讲

长期资本引领负责任投资之路

全国社会保障基金会副理事长 王忠民



王忠民，男，汉族，1957年10月生，陕西蒲城人，1975年2月参加工作，1985年4月加入中国共产党，中国社会科学院研究生院政治经济学专业毕业，经济学博士，教授，享受国务院政府特殊津贴。

1975年12月—1978年9月 陕西省华阴县黄河工程机械厂工人

1978年9月—1982年9月 西北大学经济系政治经济学专业学习

1982年9月—1985年7月 西北大学经济系政治经济学专业硕士研究生

1985年7月—1986年2月 西北大学经济系教师
1986年2月—1988年12月 中国社会科学院研究生院政治经济学专业博士研究生
1988年12月—1993年3月 西北大学经济管理学院教师（其间：1991年10月—1993年3月在英国基尔大学经济系从事博士后研究工作）
1993年3月—1995年12月 西北大学经济管理学院副院长，教授、博士生导师
1995年12月—1997年7月 西北大学副校长
1997年7月—1999年1月 西北大学校长、党委常委
1999年1月—2002年7月 陕西省政府秘书长、党组成员，省政府办公厅党组书记（其间：2000年7月—2002年7月兼任省政府办公厅主任；2000年3月—2003年10月兼任省行政学院院长）
2002年7月—2003年12月 陕西省安康市委书记
2003年12月—2004年10月 全国社会保障基金理事会股权资产部主任
2004年10月—2005年5月 全国社会保障基金理事会副理事长、党组成员、机关党委书记
中共第十七届、十八届中央纪委委员，第九届全国政协委员

尊敬的各位来宾：

非常高兴接受天津市政府和中国证券投资基金业协会的邀请参加社会责任特别是ESG为主题的研讨会，社保基金自始至终坚持的长期投资、责任投资的理念和ESG有着高度的契合。长期投资和责任投资当中的一些具体举措是在天津开始的，第一支私募股权投资基金渤海基金、第一支保障房50亿信托贷款投资基金、第一支关于基础设施的城市开发投资基金，起于天津，三支基金也是长期和责任价值投资的起始点。今天论坛的主题正符合社保基金的价值，也符合社保理事会投资领域追求的目标。

从这个角度来梳理，我们发现社保基金得益于、成长于、收获于ESG。社保基金目前的资金规模约两万亿元，从社会保障的视角去看全部社会价值的话，中国在16年之前就由中央政府确定成立一支用于未来的基金，至少是二、三十年以后社会保障当中资金支持的一个储备性基金。第一支柱、第二支柱、第三支柱都不是储备性的，都是有着具体的投保或者说受益人去把现金流量放在一个池子里进行投资管理。回归投资者，储备性是指一笔应对未来的社会保障比如养老方面的资金，用今天的投资收益和投资积存应对未来的问题。这样一个长期的问题，关系到社会保障中每个人的利益，我们把这种当做社会保障当中的或有负债，和每个人的未来利益建立起关系，

但是没有落实到具体人身上。可以把它看成不仅是国有资产，更是对民众的或有负债，投资于未来。这种长期的社会责任是社会保障领域的第四支柱。如果第四支柱足够大、足够强，我们未来所有的社会保障体系当中的受益人就会放心，还有一块为大家未来利益所保障的财务支持，无需忧心未来没有钱，未来没有可发放的养老金。

如果我们把这个视角回归到今天的社会保障领域当中来看，所有社会保障当中今天要探讨的问题、要解决的问题，无非是缴费人、受益人之间的利益关系。在时间的长度当中，从工作开始到退休，到退休以后的领取阶段利益是否是对称的、有效的、可持续的、可保障的。如果可保障的，我们可以说社会保障系统的建立是有效的。今天如果在这其中找不到不可保障的部分，不可有效的部分，那么这个利益链条已经在某一个环节发生了断裂。如果我们今天发现问题，未来五年、十年、三十年以后成为线性的问题，会成为巨大的问题，今天社会保障领域当中社会责任方面就有可以探讨的巨大空间。而储备性的养老金是说，即使我们今天还没探讨完善，即使未来还会出现一定的这样的风险和那样的问题，不要紧。我们在完善它的同时，还有一支储备性养老金为您服务。所以社保基金的起始就是一个久期的安排，是一个社会责任的担承，是未来社会责任的担承，是全社会每个人都会受到保障的担承，这个社会责任在创立之初就表现得特别明显。

我们再看社保资金的来源，国有资产的划拨，我们看从含国有股的公司上市时融资额的10%划归社保基金用于未来，用于我们今天的投资。我们发现过去的国有企业是有责任对自己的国有职工退休以后的责任担当，划一些国有资产是这样一个社会责任的传递。我们注意在ESG当中还有一个治理，当这一部分钱划归到社保的时候我们突然发现不管原来这个公司是股份制的，或者不是股份制的，你突然在国有和民营之间的股份当中产生了不同的所有者群体，当不同的所有者、不同的股东在治理结构当中发挥出有效的治理作用的时候，国有企业在治理的结构和治理的路径当中会发生一个有效的改变，即使它是一个全国有的股东和加上一个社保的股东，也会有两个股东促使企业的治理和经营向更好的方向发展。

所以不仅是资金的来源，更多的是治理结构的改善和未来社会发展，把每一个人的未来利益和国有资产的经营再连接起来的时候，每一个经营者都会说不仅要对国有资产负责，我还要对背后每一个全民的受益人负责任，这种责任担当一定会强化治理，强化效率，强化经营。

我们再看社保基金是如何通过社保基金的发展和资本市场的发展有效的结合起来。我们今天两万多亿当中，其中有八千亿是十六年来投资收益滚动获得的。八千亿的投资收益滚动获得如果没有中国的资本市场、证券市场，包括整体的金融市场快速发展的话，我们不可能获得年化8.4%左右的这样一种收益。我们所有的收益全部滚存到社会保障基金当中去。在这当中，我们看到了证券市场的快速发展，如果我在证券市场当中十六年来做一个小量资金的快进快出的投资的话，我相信社保资金今天不会有这样好的一种投资结果。但是社保基金在证券市场中坚持了长期投资，

今天在座的好多基金是社保基金的投资管理人，特别是二级市场上的投资的基金管理者，特别是公募基金的管理者，我们社保基金的委托投资是和公募基金同步化开展的。我们在初始委托时就给基金的考核绩效是三年滚动，而不是一年。在这个过程中我们见证了全部过程。这个三年滚动是目前市场当中相对考核期限比较长的，而和市场的每一周的测评，每一月的比较，每一年的淘汰进退都是有很大的差别。这就是说坚持长一点儿、久一点儿，把市场的波动不仅能够回避过去，而且可以从长效率的角度来说获得有效投资。只有这样的长期，才在中国证券市场的发展过程之中获得了平均年化的回报在几个高度的年份和几个低度的年份当中把它平均拉平获得的有效结果。

这当中又延续到另一个逻辑，所有我的八千多亿的投资回报当中，有一份投资回报特别重要，那就是复利。如果我最初的第一年就有了投资回报，我把所有的投资回报又滚存到投资基金当中去，又去投资，这个复利结果在过程当中占到了一千多亿的数字。也就是说如果我投资的早，而且投资的长，我不断地把投资收益滚存进去就可以让这个基金在存量的和增量的复利的结果当中长期滚动。想象如果我们三十年不用，我们会有享受三十年的从起始点的不断N+1的这样一个复利结果，如果我今天用八千亿再看十年的复利结果，那是一个了不起的数字。从这样的长期数字价值来看，正好应对了中国长期金融市场当中最缺乏的机构投资者，最缺乏的长期的机构投资者，最缺乏的稳定的机构投资者，才让一个市场能够真正地追求公司的长期价值，证券市场的长期价值和人们心理的长期稳定增长有保障的收益这样一个市场逻辑之间的高度匹配。所以社保基金会感谢我们有这样的市场，正好和社保基金的成立和发展吻合在一起。

社保基金在天津开这样的会议，一定会说私募股权基金是怎么发展起来的。我们的私募股权今天在座的特别是昨天晚上到会的好多都是私募股权基金的管理人，社保基金、私募股权基金今天已经回过头来看已经有了八年历程，平均年化回报已经接近20%，应该超越了市场当中一般的投资结果。所以我们在和国外的投资者进行交流的时候，他们也感觉到中国的私募股权基金在这个时期也表现出快速的成长，以至于境外的机构也想做人民币的私募股权投资，也想做人民币私募股权投资当中的GP管理人，甚至国外的钱也想进来做人民币项下的LP。

我们从私募股权投资的这个角度，可以看两件事。第一件事，所有的私募股权投资我们会说在中国的发展过程当中它是一个长久期的事情，一般都是八到十年，如果没有长的资金，谁去做八到十年的一件事？如果我们再把投资链条往前拉，如果是VC风险投资，有可能是十年以上更长的时间，我们突然发现长期的资本发展和久期较长的直接投资和私募股权投资有着天然的血脉之间的长期价值关联。

我们投出去承诺的五百多亿，投了五百多家企业，这些企业当中不乏在中国，在国际市场当中上市的有效的明星的项目和明星的企业。还包括我们今天已经投资的还正在处在快速成长路上的这样一些企业，对中国的经济，对中国经济的结构，对中国经济的内在的成长性，对中国经济

的证券化，对中国经济的效率成长都发挥着积极有效的作用。如果我们只看到这第一个层面的逻辑的话，我们看近年来兴起的PPP，我们再看最近兴起的所有这个逻辑当中突然我们社会的不同资本如何有效地能够在LP、GP的双层架构结构之下结合起来产生一种治理结构，注意，人类历史当中的公司架构当中最初是无限责任，后来有限责任，最初只有一级市场，后来有了二级市场，当有了所有的这样一些责任后，我们发现能不能有一种治理结构把有限责任和无限责任结合起来，把LP和LP之间，LP和GP之间，GP和GP之间，所有的责任平衡找到了基金架构，这种架构可以让多方利益在相互之间清楚地认知和公平的交易，在谈判过程当中最终达到一个利益的平衡，形成了这种机制，最后把资产投资到市场当中获得最好的回报，而且回报可以在不同的收益人之间有效分配，不仅效率可以最高化，而且分配合理化。

我们从这样一种结构连接到ESG当中看到它的治理。蓦然回首，中国经济如果说股份化是中国公司制度变革有效股权多元化，并且可步入证券化的有效机制的话，进一步如果我们放到基金这个层面看，我们发现可以把现有的所有的公司制度，把现有的所有的公司制度的法律体系和工商体系、税务体系最后落实到基金架构当中，才是治理最为平衡，治理最为有效，治理最为激励之后分配平衡的有效的治理逻辑。在这里我们就有了双层架构下的二八分成，我们就有了一个不能通过有效的LP架构选择到最好的GP，能不能在GP的努力之下让它担承无限责任去推动我们的财富的增长，LP就可以得到更多的效率的分享，所有这一切的逻辑正好在中国的这个时期还可以让被投企业在有效的投资获得和投后服务的当中获得成长，当然也可以去上市公司获得基金业投资之后的有效的成长。

当我们再透视这种治理架构的时候，突然发现如果我们把这个问题放大到宏观，什么叫供给侧的结构改革，无非是把供给侧原来的单一股权、多元股权、错综股权最后全部按照基金的这样一种股权的架构去管理的话，我们都会让它即使股权每天是动态的，每天都是优化的，还可以积极有效的步入到中国的快速股权多元和快速的证券化逻辑当中，还可以让每一个参与者获得应得的贡献当中的有限回报才可以成长发展。

有趣和有效的是，全国社保基金在这当中不仅二级市场当中找了公募基金，找了券商基金，找了其他的非公募基金作为管理人推动社保资产增值，社保基金大力推行私募股权投资，使社保的另一个业务线条也获得了大力成长。如果这两块的成长奠定了社保基金权益投资的大量增长的话，是使固定收益占据全部资产40%到50%的比重的时候，还可以大幅地战胜固定收益的主要收益来源，就是这两块的权益性投资。而我们同时满足了社会责任，不仅拿来的钱担当了社会责任，投出去的钱改进了社会治理，提高了市场发展，增进了新的治理结构和治理方式的参与链和成长速度，从而使得社会的治理结构从金融，从基金，从公司的这个角度也得到了大大的发展。

我们把自己的思路再放大一点，今天中国投资市场，中国证券市场，中国所有的金融市场正

在呈现出一个规则相对频繁地发生变化，也在监管的有效的深化，但是我们突然发现，我们这个市场领域当中从 ESG 角度来去看的时候也会存在一个最主要的问题，全部市场的参与者，全部市场的搅动者，全部市场的收益者，有多少人是在信用逻辑的基础之上去发展的，有多少人是反信用或者负信用的逻辑当中去发展的，我们突然发现全社会领域特别是在金融领域当中，一个基础的问题，一个基础的社会责任问题，一个基础的治理问题，一个基础的根本维度的基础层面的东西是信用维度的构建，信用的价值化，信用的资本化，信用的成长化，负信用的成本最大化和负信用的生命相关性的这个逻辑，没有在我们金融制度当中，更没有在社会的其他维度当中展开的时候，是我们在整个的金融制度体系当中相对来说基础层面的问题。以至于我们基金业使用法律架构和金融信用角度相对其他的领域要稳定，要清晰，要有效，以至于我们这个领域当中出的问题才少一些。

如果回到今天，如果我们要监管得好，如果我们要成长得有效，如果我们要发展得快，如果我们要发展得没有曲折和挫折的话，我呼吁信用这样一个 ESG 的最基础层面的东西，一定要价值化，一定要资本化，一定要让每一个人的信用，每一个人的社会价值，每一个人自身的价值，一致性的守信用，你按照信用的逻辑做一件事情就会有信用的价值、积分、成长，就会资本化，就会信用成长，就会是一个信用资本随处可以获得收益和兑现的一个地方，如果你负信用，你就违背了社会价值，也违背了你社会价值不承担，必须私人成本最大化的逻辑，你就应该出局。我们今天如果监管当中还比较手软的话，只是对负信用还相对手软一些，罚的还不够狠，批的还不够狠，还没有让它彻底出局破产。如果我们在正信用无限价值化，负信用无限成本化当中构建起来，每一个人，每一个公司，每一个机构，任何一个方面都在信用当中构建起你心中的 ESG，我们相信美好的明天很快就会到来。

谢谢！

(以上讲话根据演讲人现场演讲整理)

可持续发展引领上市公司新方向

中国上市公司协会会长 王建宙



王建宙先生现任中国上市公司协会会长以及全球移动通信协会高级顾问，曾任中国移动通信集团公司董事长、总裁、党组书记，中国移动有限公司董事长兼 CEO。历任浙江省杭州市电信局局长，浙江省邮电管理局副局长，邮电部计划建设司司长，信息产业部综合规划司司长，中国联合通信有限公司董事长兼总裁等职。

王建宙先生拥有浙江大学工学硕士学位和香港理工大学工商管理博士学位。2007 年，王建宙先生被美国《商业周刊》评为“2006 年度全球最佳 CEO”之一。2008 年，王建宙先生受邀担任了达沃斯“世界经济论坛”年会的联席主席。2010 年，王建宙先生被国际电信联盟授予 2010 年世界电信和信息社会奖。

尊敬的阎庆民副市长、尊敬的王忠民副理事长、尊敬的洪磊会长、各位领导、各位嘉宾、女士们、先生们：

大家上午好。

首先我谨代表会议主办方之一对来自海内外的参会嘉宾表示热烈欢迎和诚挚感谢。环境(E)、社会(S)和治理(G)为核心的社会责任投资理念代表了当前国际投资和经济发展新趋势，对于推动企业长期价值的提升和可持续发展具有重要意义。中国上市公司协会一直以来都重视企业的可持续发展工作，在公司治理、社会责任、生态文明建设和精准扶贫等方面作了大量的工作，我们还是联合国全球契约组织的成员。今天，我想借着论坛，就上市公司的可持续发展分享一些想法和感受。

一、可持续发展是中国经济新常态下的必然选择，是企业“常青”的根基

可持续发展是中国国家战略，是当前经济转型升级的重要推动力量。可持续发展包括社会、生态和经济可持续发展，代表一种新的发展模式，从过去单纯以经济增长为目标转变为各方面的综合发展。中国作为世界第二大经济体，在推动经济社会的可持续发展方面一直呈现大国的责任担当，并将其上升为国家战略。早在1997年，中共中央十五大就把可持续发展战略确定为中国“现代化建设中必须实施”的战略。十八届五中全会提出创新、协调、绿色、开放、共享的五大发展理念。《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》进一步提出，五大发展是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现，必须贯穿于“十三五”经济社会发展的各领域各环节，并对绿色发展、能源气候等方面提出更高要求。2016年4月中国签署了《巴黎协定》，推动积极应对气候变化、实现绿色低碳发展。G20杭州峰会首次提出落实联合国2030年可持续发展议程制定行动计划，首次把绿色金融列入二十国集团议程。在目前经济新常态下，倡导可持续发展将不断推动经济结构调整优化和转型升级，是中国经济迈入新阶段的重要标志。

可持续发展能力是上市公司的核心竞争力，决定了企业是否能“常青”。上市公司作为资本市场的基石、国民经济的主力军，是实现国家战略，实现中华民族伟大复兴中国梦的主力冲锋队。近年来，上市公司在贯彻“五大”发展理念、推动“五位一体”总体布局方面先行表率，积极服务供给侧结构性改革、创新驱动、“一带一路”、脱贫攻坚等国家战略，在经济转型和产业升级进程中释放新动能、新活力。上市公司承担着国家责任、社会责任，必须对国家和社会负责、对股东负责、对员工负责。对于公司而言，重视可持续发展有利于提升公司的长期风险防范能力，提高回报能力和长期价值，积极影响投资。2013年哈佛商学院报告显示，可持续发展做得好的公司从长期而言股票市值和财务表现好于同行业。德意志银行2012年研究报告也提出，“100%的学术研究认同拥有较高企业社会责任和ESG（环境、社会和公司治理）评级的公司，在债务和股

权融资上有较低的资本成本”，“89%的研究显示拥有较高 ESG 评级的公司，拥有更好的股票市值表现，同时 86% 的研究显示，这些公司拥有更好的财务表现。”2015 年德意志银行以及汉堡大学对超过 2 千起的实践作了数据研究分析，提出了 ESG 标准和公司财务表现 (CFP) 之间的正相关，ESG 对 CFP 的积极影响随着时间的发展更加稳定。

我本人曾经长年在企业任职，对可持续发展是有深刻认识和亲身实践。以中国移动为例，多年以前就将可持续发展融入公司战略，规范和引导公司经营活动。2007 年我们开始申报道琼斯可持续发展指数，通过与同业“赛跑”、对标，建立内部管理闭环，逐步提升可持续发展管理水平和绩效表现。2008 年到 2015 年，中国移动连续 8 年入选道琼斯可持续发展全球指数，且为中国唯一一家入选的上市公司，不仅实现了透明、合规、规范运营，也赢得了企业自身与社会相关方的共同可持续发展。

二、中国上市公司协会将积极引导上市公司重视可持续发展，并推动开展相关工作

从国际上看，可持续发展倡议及相关工作备受国际组织和投资机构欢迎。联合国全球契约组织、全球报告倡议组织 (GRI)、OECD、国际标准化组织 (ISO)、国际劳工组织、世界交易所联合会 (WFE)、国际综合报告委员会 (IIRC)、世界可持续发展工商理事会 (WBCSD) 以及世界银行下属 IFC 等国际机构均高度重视可持续发展工作，发布了相关指引、指南、标准或报告。联合国全球契约为公司合作达成可持续发展目标提供了最大的国际性平台。按照世界交易所联合会《可持续性调查报告 (2016)》统计结果显示¹，在参与调查的全球 46 家证券交易所当中，超过 90% 的证券交易所均采取了多种形式的可持续性发展措施。很多国际商业机构也都开展可持续发展相关工作。

目前中国上市公司可持续发展相关工作还处于起步阶段，A 股上市公司情况差异较大、发展不平衡，对可持续发展总体重视还不够、未形成共识。从 2016 年年报数据来看，上市公司存在财务指标、结构调整等方面的分化。不少企业仍然处于结构调整、转型升级的进程中，传统产业与新兴产业、金融企业与非金融企业、国有企业与民营企业存在结构和发展方面的不平衡，三大板块的资产、营收和利润阶梯状分布特征继续强化。不同规模、发展阶段和行业等特征决定了上市公司当期诉求和远期发展目标的差异。一些上市公司已经建立了可持续发展的成熟体系，而部分上市公司在公司治理、环境和社会责任等方面仍存在欠缺和问题，对可持续发展存在认识上的淡薄。

刘士余主席在今年协会第二届会员代表大会上提出，上市公司协会的职责之一是“要集众智，搭平台，搞服务，促进上市公司不断提升竞争力，当好实施国家战略、提升国家竞争力的排头兵”。去年以来，中国上市公司协会将上市公司可持续发展作为一项重点工作，并成立专项工作小组积

极推进。依据协会章程，协会的宗旨之一是推动上市公司持续健康发展，增强核心竞争力和国际影响力。开展上市公司可持续发展评价等相关工作是践行协会“服务、自律、规范、提高”的基本职责。上市公司协会拟与相关单位合作，分阶段分步骤开展工作。目前在立足国情，参照国内外相关立法、研究成果和既有评价体系的基础上，我们从经济、社会与环境三个维度设计了上市公司可持续发展评价的初步框架。经济维度包括公司治理、商业行为守则、公司内控等多个二级指标；社会维度包括劳工及雇佣、社区责任、反腐败和扶贫等二级指标；环境维度包括环保管理状况、环保目标等二级指标。下一步将结合中国实践和上市公司的需求不断完善。我们的目标是通过可持续发展评价等工作，引导企业重视环境保护、社会责任和公司治理等非财务经营因素，与国际先进实践接轨，引导、倡导企业与社会共同长远发展，提升公司规范运作水平，从而提高上市公司质量，培育良好的长期价值投资理念、价值投资导向，促进资本市场稳定与发展。

可持续发展是一项系统性的长线工程，难度很大，需要各方的共同努力。对上市公司而言，可持续发展既是机遇也是挑战。也希望广大机构投资者能够积极践行 ESG 责任投资理念，摒弃短期利益驱动而损害上市公司长期健康发展的行为，从投资需求的角度与上市公司的可持续发展形成良性互动，推动可持续发展成为自发、自觉的行动。中国上市公司协会愿与大家共同打造一个可持续发展的美好愿景。

谢谢大家。

(以上讲话根据演讲人现场演讲整理)

¹ World Federation of Exchange, Exchange and Sustainability—Results of the 2016 survey of the WFE membership[R], 2016,May.

亚洲治理挑战为投资者带来机遇

亚洲公司治理协会秘书长 艾哲明



艾哲明先生为亚洲公司治理协会创始人。此前曾经任职于亚洲各大商业刊物出版社，包括经济学人和南华早报。艾先生拥有超过 29 年的出版经验，主要关注亚洲市场的经济发展议题。2001 年到 2007 年间，艾先生曾作为成员加入香港证监会成立的公众股东委员会，主要就股东权益和公司治理相关的议题向证监会提出建议。2006 年到 2010 年间，艾先生亦曾经作为香港上市委员会成员参与香港市场的新股申请审查和上市规则制定工作。

现在，艾先生的主要职责是主导协会在亚太地区 12 个市场中的研究、倡议和教育方向及组织协会活动。他同时也负责协会的集资、财务管理和市场发展。自 2013 年开始，艾先生同时也是香港政府成立的财务汇报局的理事会现任成员，主要负责审查香港市场内审计和会计相关的违规行为。

艾先生是澳大利亚公民，定居香港超过三十年。他拥有澳大利亚国立大学政治学和中文双学士学位（优等），并曾经旅居台湾两年学习中文。

谢谢主持人刚才精彩的介绍！事实上，亚洲公司治理协会非常荣幸能够支持中国 2017 年责任投资论坛。我们和中国的上市公司协会以及中国大型企业机构都有过类似合作。

我将和大家分享一下我们面临的这些机遇。这些机遇对我们来说至关重要，尤其是公司治理。公司治理，事实上是一个挑战性的问题，我们知道有挑战也会有问题，所以要以这种眼光看待公司治理。我会和大家分享一下公司治理的历史包括在全球和中国发展的历史，也会和大家分享一下环境治理、公司治理、社会治理三者间的关系，以及投资者面临的挑战，如何能够在亚洲实现更好的公司治理，另外我也想和大家分享一下投资者有哪些机会。

我们简单的看一下历史，在全球来看，要追溯到几百年前了，事实上企业公司治理是关系到公司愿景，公司发展，它并不是一个新的概念。我们相信，之前是把公司的目标设定到公司的治理里面了，当时公司的管理层面临着一定的问题，在 1770 年的时候，亚当思密斯提出了这种理念。因为公司治理是关系到公司的发展，而且他们担心管理层有没有这种能力治理好公司。在十九世纪中期我们看到在英国出台了公司法、债务法，这也涉及到公司的治理。我们知道，在二十世纪九十年代的时候华尔街遭遇了危机，当时是美国承受了这种压力，同时金融机构也都承受了不同的压力，这也是为什么延伸出了公司治理的发展。在 1990 年到 2000 年，一些公司治理在全球展现出了一些积极案例，我会和大家分享这些最佳的案例，还有这些公司遇到的危机。我们知道英国在 1998 年的时候，有一个报告，它希望能够了解亚洲，了解整个世界的公司治理的原则理念。

公司治理在不断地发展和演进，我相信这也能够促进资本市场的发展和演变。公司治理在最近的十年，二十世纪七十年代、八十年代在英国面临了一些危机，我们可以看到在这种危机的情况下，延伸出了自然而然的公司治理，它是可持续性的过程，在八十年代的时候又有一种绿票讹诈的现象，激起了养老基金的反击，这是在美国发生的事情，1992 年的时候英国出现了卡德伯利报告，在 1997、1998 年亚洲遭遇金融危机，这也是企业公司治理逐渐在亚洲，在全球开始的各时间节点。2002 年是一个非常重要的年份，人们更好地了解了公司的治理不只是关于管理合规，还关系到公司的生存，如果你的公司治理是错误的话就会延伸出风险，公司要承担这种风险，可能就会破产。所以我们认为公司的治理是一个持续性演化的过程和现象。在这个过程中我们一直在学习，没有终点，我们要不断地进步。在开始公司治理的过程中，作为投资者，作为公司，我们要知道可能最后的结果是什么，要有一定的预期，要通过一些实践来不断地学习，而且通过学习来不断地提高自己，从而提升自己的公司治理。

我们来看一下中国的公司治理，它也是在过去五十年左右开始的，在过去中国也逐渐地完善了它的资本市场，在 2000 年的时候，中国开始出台资本市场管理的法律法规，在 2001 年的时候证监会发布了一个公司管理的意见，就是关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见。事实上这些政策在大陆甚至先于香港就已落实。中国也在 2002 年发布了上市公司的治理准则，目前证监

会仍然在进一步地完善这一准则。

与此同时，中国的银监会在2005年的时候也发布了关于商业银行公司治理的指引和指南，在2007年的时候中国把自己的会计准则进一步向国际准则进行靠拢和对接。所以说在过去这十几年当中，中国的公司治理的结构和成果可以说是非常高效，具有成果性的。而且我们看到中国的证监会现在正在研究一些新的绩效，正在考虑对这些指导意见进行修订。还有一点比较重要的就是中国的公司治理的结构不只是遵循国际化的标准，而且也考虑到中国具体的国情，中国特色和国际特色整合在一起，从而实现更好的中国公司的治理。随着中国更好地融入了国际化资本市场，中国公司治理也需要应对更多挑战。

关于公司治理和ESG关系，实际上他们有重叠的部分，同时也是相辅相成的。公司治理方面有很多的相关问题，比如说企业披露、董事会组成，还有董事的职责和义务以及内部控制和风险、股东会等，ESG的治理包括社会管理、社会关系、员工健康和安安全、可持续性治理，也就是说包括对环境，对社会因素相关的披露和风险管理。对于公司的评价要既看公司治理又要看ESG的治理，因为ESG当中的治理并没有把公司治理当中所有的因素全都涵盖在内。

亚洲投资者面临的公司治理方面的挑战，包括公司的披露、公司的财务报告，有时公司的报告可能没有达到很好的完整性或具体性，因此公司需要对他们的财务状况进行更加全面的报道。还有公司的管理、环境社会治理报告等等，大家可以看到我们现在有很多这方面的挑战，企业还要不断地提升他们信息披露的水平。

另一个问题就是我们对于投资者的保护，我们在亚洲不同的市场的治理过程中发现，公司治理的发展和资本市场的发展是紧密联系的，有的人说公司治理是抑制了资本市场发展，甚至是一个绊脚石，实际上在短期来讲，这个情况可能是对的，如果把公司治理的标准降低的话，可能可以做更多的交易，这样会给公司带来更多的利润，但是从长期来讲，在公司治理方面表现好的公司能够不断地促进市场的表现，从而达到长期的价值增值。

另一个就是不公平的融资成本。如果能够支持企业公平的吸引资金，可以通过透明化的或者高效的方式来让企业未来的发展更好。另外一个挑战，亚洲还没有办法衡量每年股东大会的质量，信息披露较少，投票不透明，这些对全球的投资者来讲是非常重要的，他们对公司治理非常感兴趣，另外他们的股票投资也非常重要，因此要有更加透明的股东大会的制度。

我们来看一下投资者目前在组织内部所面临的一些挑战，我们无论是国有企业还是私人企业都有股权过度集中的问题，特别是有很多母公司有很多的子公司，或者是家族企业有一些是上市，有一些不是上市的，有一些还是私人的，董事会的有效性和独立性的制衡也是非常重要的一点。每一个董事的责任不同，比如有的董事是投资，有些公司的董事可能不太理解他们作为董事的职责。

比如所有的董事都要理解财务报告，董事应该有基本的财务方面的知识，但是很多情况下有一些公司的董事是不会读财务报告的。

关于投资者在亚洲的机会，他们可能会看公司治理方面提供的信息，他们会成为更加有效的投资者。我们来看一下财务报告，可以从财务报告当中得到很多的信息。其中重要的一点就是这个公司是不是支付给审计师合适的费用，如果这个审计师的费用过低或者过高，都会成为一个问题。他们应该获得他们工作应得的平等收入，如果费用方面出现问题，审计师可能在工作上会有所偏差。大家看到许多的公司治理报告，里面会有一些非常危险的信号，可能每年都在说同样的事情。很多公司没有非常严肃地对待公司治理，我们希望能够公司治理报告当中有更多实质性的信息。另外还有他们的委员会有哪些专长，他们的经验是多少，如果这些公司没有相应的专业能力，可能对于公司治理方面会有所影响。

ESG 报告，这是另外一个领域，对于投资者来讲是非常重要的。我们可以看到公司治理和 ESG 不光是关于规则还有规定，它实际上是将投资者需要注意的风险放在一个更为宽泛和长久的背景下来讨论。也就是说可以为投资者提出这个公司所面临的最大的风险。包括资源方面的风险，还有公司领导层的问题，就是说给大家一个更全面的分析，让大家可以更加了解这家公司。

我们看一下风险管理，风险管理和内部控制听起来可能是一个非常没有意思的题目，但是从过去十年很多上市公司的破产或失败可以看到，在他们破产之前那一年的年报他们都会说我们在风险管理和内部控制方面做得非常好，但是大家还是必须仔细看一下这些公司风险管理方面的情况。我们可以引以为鉴。

另外一个公司治理不断发展的方面就是投资者托管，这是一个新的概念。大家不仅仅再是被动的投资者，而应该和公司保持紧密的联系，可以让大家能够更加具体，更具有建设性的方式了解公司治理的情况。这个过程是自我不断学习的过程，这些投资者不断向公司发展和公司治理作出贡献。

这里我想给大家介绍两句引言。第一个是 Hermes 养老基金的前任掌门人 Alastair Ross Goobey 1999 年的话，同时也是我们亚洲公司治理协会一个非常资深的成员。机构投资者经常被批判不可能成为公司治理改革的催化剂，在 1999 年的时候这还是一个非常普遍的论断。他们不觉得投资者对于公司能作出贡献，有很多时候机构投资者经常被批评不可能成为公司治理的改革者而是资本家，他们不了解管理，而只是看公司的财务表现，他们不能为公司贡献些什么。尽管有这些批评，但是 Goobey 说我们也不是管理方面的专家，但是我们投资全球成千上百家的企业，单单在英国就投资了 900 家公司，而且其中有 1/3 是我们经常见面交流的。也就是说投资者能够在不同的公司当中看到他们不同的经验模式。他们如果看到一个公司出现的一个问题，比如说公司治理

的问题导致公司最后破产了等等，他们可能会把这个经验应用到其他公司当中。这里我们看到最后一句话，尽管这也许无法带给我们任何明确的有关如何赚钱的指示，但是长期的实践当中我们绝对可以发现一些标志着毁坏股东利益的具体具有警示意味的行为、征兆和其他遵循的规律。

作为资产管理者，PGGM，一家荷兰的养老基金公司，也是我们公司治理和公司责任方面的专家。他们曾经提到有关如何进行合适的风险分析，合适的风险分析也是我们需要注意的事情，也让大家能够了解到环境等相关的因素。责任投资要求妥善风险分析，包括将环境、社会和公司治理因素考虑其中，同时也要求不只是与被投资公司，还有与监督管理机构之间的积极的互动。我们可以看到，如果大家只是看公司治理，ESG 还有客户等方面的因素，我们的收获可能是有限的，但是如果我们能够看到这些信息，对这些相关信息能够更好地进行分析，那么这样就能够积极地更有建设性的来为投资的公司提出相关的建议，这对于他们在长期来讲是一个非常有价值的行为。

非常感谢大家的莅临，非常荣幸今天上午能够来到这里做这个讲话，谢谢大家！

(以上讲话根据演讲人现场演讲整理)

ESG 投资在中国的可行性研究

中国证券投资基金业协会理事、协会国际业务专业委员会主席、CFA 协会理事会理事、摩根士丹利华鑫基金管理有限公司董事长 于华



于华博士，注册金融分析师，摩根士丹利华鑫基金管理有限公司董事长。

2008 年，于华博士加入摩根士丹利亚洲有限公司，担任董事总经理、中国投资管理业务主管。同年年底，转入摩根士丹利华鑫基金管理有限公司，任公司董事、总经理。曾先后担任深圳证券交易所综合研究所所长，加拿大鲍尔集团亚太区基金与保险业务副总裁，加拿大伦敦人寿保险公司北京代表处首席代表，及大成基金管理有限公司董事、总经理。

于华先生毕业于北京大学经济系并获得比利时鲁汶大学工商管理硕士和金融博士学位，毕业后先后任教于英国及加拿大多家高校。

2008 至 2010 年，曾代表中国证券业协会出任国际投资基金业协会理事。于华先生现任注册金融分析师全球理事会理事，自 2013 年起，中国证券投资基金业协会理事，国际业务委员会主席。

尊敬的王会长、协会各位领导、各位嘉宾，上午好！

今天这个会议使我很受鼓舞。在上午前半节的发言中，上市公司协会、全国社保基金理事会以及国际方面的组织对他们在环境、社会治理等各个方面的投资实践和效果进行了介绍，并使我们可以看到在中国实施 ESG 投资的希望和可能。

中国基金业协会指导并委托协会的国际业务委员会对 ESG 投资和 ESG 标准开展了前期研究，这是在基金业协会部署下，推动实施 ESG 投资并作为资产管理行业业务发展方向的重要工作之一。通过此次研究，我们对在中国 A 股市场实行 ESG 投资原则可能产生的效果进行了分析，为我们下一步全面、系统地推进和实施 ESG 投资原则奠定了基础。今天借此机会向各位嘉宾就这项研究进行报告。

报告的主要内容分为四个部分，首先是对 ESG 定义和发展历程的介绍；其次是海外 ESG 投资的基本情况；第三是通过分析中国市场数据进而对在中国市场实行 ESG 投资可能带来的投资效果进行评估，这也是报告的关键；最后，我们在此研究的基础上，对中国资产管理行业如何实行 ESG 投资原则提出了一些建议。

一、ESG 的定义及发展

ESG 投资理念的出现是人类社会文明发展至今的必然结果。随着社会发展，投资作为经济活动的主要内容之一，已经从传统的财务投资发展到了包括非财务指标在内的综合性投资。同时，投资者也从个体的人进化到了社会的人。很多例子都印证了这一观点，包括上市公司治理的发展历程等。另外，几个关键的历史事件也充分反映了 ESG 理念的提出和被接受是社会发展的趋势。

上世纪八十年代，为了抗议南非政府把当时南非民权运动领袖曼德拉投入监狱，一些美国企业选择从南非撤出了资本，通过这样一种方式表达了他们对南非种族歧视现象的反对态度。这是企业承担社会责任的一种具体表现。

1988 年，有学者提出了社会资本的概念，并逐步发展成为当前非常普遍的“责任投资”理念。二十一世纪以来，“责任投资”理念已经越来越普及并且获得了广泛的实践，很多研究表明，ESG 策略，尤其是优化的 ESG 策略，会给投资带来额外的回报，打破了以往那种认为使用非财务的投资理念和指标进行投资决策就可能给投资带来负面影响的片面认识。

2005 年，联合国正式将 ESG 纳入了投资管理和委托责任的范畴。截至今天，根据统计数据，在 GSIA 范围之内全球可持续的投资联盟会员机构的总资产高达 60 万亿美元，采用 ESG 原则进行投资的资产也达到 20 多万亿美元。ESG 投资现在已经成为了全球主流的投资理念之一。

说到 ESG 投资，我们还需要了解它在操作实践中的演进。传统投资决策流程一般都是从数据开始分析基本面。而 ESG 投资是把 ESG 的要素纳入到投资决策的流程中去。具体如何实现有很多不同的方法，根据实践情况来看大概可以分为七种方式。其中较为简单的两种是“黑名单”和“白名单”。“黑名单”就是排除法，按照 ESG 标准把一些不符合 ESG 原则的上市公司排除到可投资范围之外。例如，部分资产管理公司就把白酒、赌博甚至军工这样的企业排除到可投资范围之外；“白名单”是另外一种方式，即按照 ESG 标准在整体投资范围内对上市公司进行筛选并纳入投资范围。除了“黑名单”和“白名单”以外，还有使用典型 ESG 标准和基本指标筛选投资标的的“基准筛选”方式。除了上述主动筛选、排除法以外，还有一些属于精选的投资决策方法：包括可持续主题投资，社区投资以及履行管理人职责的投资方式，资产管理公司在投资了标的企业后积极参与上市公司的后续管理。例如，2000 年以后很多养老金公司通过其持有的上市公司股权和股东席位，以在上市公司董事会、股东大会上投票的形式履行他们的社会责任，这是在 ESG 原则下参与上市公司管理、践行 ESG 投资的一种方式。最后一个方式是整合 ESG 因素投资方法。实践中有很多基金管理公司可能不只是考虑 E、S、G 中的某一个标准筛选投资标的，而是同时将这三种要素综合考虑，这就是整合 ESG 因素投资的理念。比较典型的案例是美国太阳能产业的上市公司 Sunedission，如果仅用 E 的标准，这是一个理想的投资标的，但这家公司因为财务造假问题受到了美国 SEC 立案调查，这就是典型的满足 E 的标准但在 G 方面存在问题的公司。而整合的 ESG 投资方式是将 E、S 和 G 三个因素综合考量，任何一方面出现问题就必须把这家企业排除在投资范围之外，所以这种方式被认为是最全面、最合理的 ESG 投资决策方式。

二、海外市场 ESG 投资概况

目前全球的整体股票资产规模大约为 50 万亿美元，固定收益类资产也有 50 万亿美元左右。而全球责任投资的范围和规模已经达到了 23 万亿美元，其中包括上市公司，也有未上市资产，可见，责任投资已经占据了非常重要的地位。

从地理分布范围看，全球责任投资资产总规模 23 万亿美元中，有不到 9 万亿美元资产分布在美国，12 万亿美元资产分布在欧洲。相比之下，责任投资资产在新兴市场的规模较小，例如亚洲的规模只有 5000 亿左右，但数据显示 2012-2016 年期间，亚洲的责任投资规模年复合增长率高达 90%，增速非常快。

再分享一个 ESG 投资的实际案例。美国诗坛基金公司旗下的主动股票型基金投资标的偏向于大盘股，同时设定了两项标准，一是必须是能够为员工提供良好工作环境的企业，二是该公司不从事石油开采、勘探、生产和提炼业务。换言之，这个基金公司选择投资标的时，对上市公司既有环境保护上的要求，也有内部治理方面的标准。公司除了具有优秀的分析投资团队外，还设置了 ESG 工作小组专门负责按照以上标准来选取上市公司纳入投资范围。事实证明，诗坛基金公司旗下的这只产品表现非常优秀，投资业绩远远超出标的指数，其年化收益率比标普 500 高出 5%。

此外，我们通过对三个指数的比较来分析 ESG 对权益投资的影响。首先，比较 MSCI 全球指数与基于 ESG 评分筛选出来的 MSCI/ESG 指数，数据显示 MSCI/ESG 指数的表现更好。第二，MSCI/EAFE 指数（除了美国之外的远东、欧洲加澳大利亚）比在此基础上的 MSCI/EAFE/ESG 指数业绩表现更好。最后是关于 MSCI/EM 指数（新兴市场）与 MSCI/EM/ESG 指数的比较，后者的年化收益率为 4.59%，相比 MSCI/EM 指数有大约 4% 的超额收益。

从上述三个比较中可以看到，在新兴市场 ESG 可能产生的超额收益要比 ESG 在全球市场更显著。其主要原因是，在于过去二十多年里 ESG 投资理念已经潜移默化地进入了发达市场的投资实践中，而这种投资原则在新兴市场上仍是新生事物，它产生的效果、带来的超额收益会更加明显。

在债券投资方面，也有相应的研究和数据分析。2016 年，巴克莱进行了关于 ESG 债券投资和非 ESG 债券投资的比较。首先通过选取一部分 ESG 的指标构建出 ESG 组合；然后根据 MSCI 对债券发行人的 ESG 评分进一步构建了高 ESG 分数组 and 低 ESG 分数组。对比两者 6 年间的超额累计收益数据，高 ESG 分数组实现了将近 2% 的超额收益。如果把 ESG 三项因素进行分解，高 ESG 债券组合和低 ESG 债券组合的超额年化收益中贡献最高的是 G（公司治理）方面的要素，达到了 0.82%，而 S（社会责任）因素可能带来负 0.17% 的影响。如果把 G 因素单独进行分析比较，高 G 债券组合对于低 G 债券组合的超额收益高达 5%。

三、中国市场 ESG 投资分析

目前中国一共有 26 个 ESG 相关指数，其中有 21 个跟环境相关，其余 5 个与社会和治理结构相关。

万得数据显示，2010 年至 2016 年，与环境有关的 21 个指数中 17 个指数比中证 500 表现更好。如果将这 21 个与环境相关的指数成分股构建 ESG 等权投资组合，其平均年化收益率可达到 11.3%，远高于中证 500 指数的 5.07%。如果进行假定分析并对投资策略进一步优化，可以构建出更为有效的投资组合。

2009 年到 2016 年间，从上证社会责任指数和上证指数比较来看，上证综指的年化收益率是 0.65%，上证社会责任指数则是 2.32%。此外，上证社会责任指数实际上对社会还带来了更多的社会贡献，因为该指数通过社会贡献值来选取指数样本股，而这里的社会贡献值包括为国家创造的税收、向员工支付的工资、公司捐赠以及扣除环境污染造成其他社会成本的结果。

公司治理因素对投资结果也有影响。比较上证公司治理指数和上证综指，上证公司治理指数也有超额收益。上证公司治理板块评选的标准包括董事会制度、管理层任命和激励以及信息披露等具体因素。

从以上三个方面的对比可以看到，E、S、G三个因素中的每个因素都能给投资带来一定的超额收益。如果把这三个因素综合考虑时会有什么样的表现？我们各选取了一个上市公司作为样本来说明E、S、G三个因素对投资带来的影响。这些上市公司可能分别与这三个要素中的某一个或同时与两个以上的要素有关。我们按照与一个要素有关打1分，与两个要素有关打2分的标准对这些上市公司进行评分，按照评分前二十和后二十分别构建高ESG评分组合和低ESG评分组合，对比这两个组合可见，前两年收益率差异不太明显，但从更长的投资期限内观察，高ESG评分组合收益率显著高于低ESG组合。

通过以上分析，我们可以得出以下结论：E、S、G某一因素纳入投资决策都会带来超额收益，而将三项因素综合考虑时则有更明显的投资收益，而且时间越长，超额收益越高。

为了验证 ESG 投资理念在债券投资中也具有积极效果，我们进行了以下样本分析：

首先是关于环境因素的分析。根据债券发行人所在行业是否与污染有关的条件，我们筛选了与污染无关行业的债券构建E组合，其余企业发行的债券列入非E组合，其中E组合里有72只债券，非E组合债券有66只，总样本规模1055亿，可以看到E组合的收益率显著高于非E组合。

其次是对社会因素的分析。我们选取2014年以前发行的剩余期限在三年以上的债券，按照募集资金的用途构建组合，比如投入到保障房建设和基础设施建设的項目入选S组合，投入一般生产经营项目的债券归入非S组合。相比之下，S组合累计收益率比非S组合高1.6%，S组合年化收益率为6.75%，同样高于非S组合的6.34%。

第三是关于公司治理因素的分析。我们仍然选取2014年以前发行的剩余期限在三年以上的债券，根据债券发行人是否入选上证公司治理指数的标准将债券分为G组合和非G组合。G组合债券的年化平均收益率为6.48%，非G组合则为6.35%，超额收益率为0.15%。

最后，我们综合上述三组样本，构建ESG组合和非ESG组合，即ESG组合样本来自E、S、G组合叠加，非ESG组合样本来自非E、非S、非G组合叠加，数据显示，ESG组合年化收益率比非ESG组合高0.3%。

以上是我们使用A股市场数据进行简单分析后得出的初步结果，把指数成分股以及已经发行的产品按照组合进行简单比较，尚未进行优化的权重分析和比较。即便如此，我们也不难发现ESG投资和非ESG投资相比的确存在超额收益，这一点在中国市场上已经得到体现。这个结果为我们接下来在资产管理行业进一步推行ESG原则和投资理念作了铺垫。

四、对中国资产管理行业的启示

资产管理人受投资人委托，担负着为投资者带来更多投资收益的责任。以往谈到 ESG 时，资产管理人可能会产生顾虑，在投资决策中注重财务因素以外的 ESG 因素，是否会导致其投资结果受到负面影响？通过我们的数据分析和研究，希望能帮助大家厘清思路，对 ESG 投资会带来什么样的结果、有无发展前景、能否为投资者带来更好的收益等问题有更深入的认识。事实上，从我们上述的分析和结果看，ESG 投资是能够给投资者带来超额收益的。

我们认为，资产管理行业在 ESG 投资领域大有可为、前景广阔。随着全球社会经济的发展，资产管理行业已经成为促进社会发展的推动力之一。因此，如何把手中的资源以合理的方式投入到对社会发展最有帮助的领域，将是资产管理人更好地履行自身所担负的社会责任的客观要求。因此，我们对资产管理行业践行 ESG 投资原则和理念提出如下建议：

首先，协会会员应当承诺尊重和践行 ESG 投资的原则。这既是资产管理人履行信托责任的重要体现，也是资产管理行业为社会发展创造的空间和维度。

第二，主动把 ESG 投资原则纳入到投资决策流程之中。具体而言，资产管理人具体用哪种方式，如被动式的排除选择还是主动的精选，应根据自身实际情况决定，但是作为一个投资理念和原则，ESG 应当被纳入投资决策的流程。

第三，积极向投资者宣传、普及 ESG 投资理念，获得投资者的理解和支持。某种程度上说，部分投资者已经比资产管理人在这方面先行一步。例如，全国社保基金理事会以及保险公司等来自其他行业的代表们已经有了 ESG 投资的实践经验。而对于人数众多的个人投资者来说，比如公募基金的客户，资产管理人无疑应当承担起积极宣传 ESG 投资原则的责任。

第四，践行和推动 ESG 投资有关的信息披露。资产管理人主动向投资者披露“我们是如何通过 ESG 投资履行社会责任”的信息；与此同时，资产管理人还应努力推动上市公司的信息披露。上市公司协会目前正在做的推动向社会和市场披露社会责任履行情况的工作计划，这一点非常重要。资产管理公司实行 ESG 投资原则的前提条件是有足够的信息，而如何获取信息就是非常关键的问题。我们在 ESG 投资中要考虑一家上市公司的环境因素、社会效益因素、公司治理因素，例如公司的内部治理结构、公司是否为员工提供良好的工作环境、是否履行了自身的社会责任等。只有获取了充分的信息，我们才知道如何来评价这家公司，进而决定是否进行投资以及投资权重。因此，基金业协会应和相关的协会、交易所一起推动上市公司完善信息披露，向社会和公众公开更多的社会责任方面的信息，从而有利于资产管理人作出对社会更负责任的 ESG 投资决策。

第五，践行 ESG 投资原则。ESG 投资的实行有很多不同的方式，但条条大路通罗马，以不同

的方式进行 ESG 投资，最后产生的效果是资本市场会出现一个新的定价公式。我们在大学里看到的定价公式很简单，只有纯财务方面因素的考量，没有考虑非财务的信息和非财务方面的因素。但是随着 ESG 的发展，这些新的因素已经进入了资本市场。假以时日，我们相信将来对上市公司的定价除了要考虑财务因素，也要考虑上市公司所作的社会贡献，在这种体系下，积极主动履行社会责任的上市公司会更加受到投资人的认可，而那些漠视自身社会责任的公司价值可能会被打折。在资本市场采用这种新定价公式的背景下，资产管理公司将发挥非常重要的作用和功能。

最后，关于资产管理行业 ESG 的标准问题，我们在研究过程中也有体会，利用这个机会向协会提出以下建议。

首先，建议基金业协会为会员如何践行 ESG 提供一个方向性的指引。

其次，建议基金业协会为会员实行 ESG 投资制定参照标准。例如会员是否对投资范围进行了控制，对投资决策流程进行了优化，是否在投资环节中作出了系统性安排。

第三，建议协会鼓励会员积极努力，提升自身内部管理能力，扩大 ESG 投资原则在公司内部实施的范围和深度，以符合协会制定的 ESG 投资标准。

第四，建议协会对会员是否持续达到 ESG 投资标准进行回顾，并要求会员内部定期进行回顾，使符合 ESG 投资标准成为协会对资产管理人的持续性要求。

第五，建议协会采取多种激励措施来支持和鼓励会员主动、持续、高标准地满足 ESG 投资标准。

第六，建议基金业协会加强与其他相关协会的沟通，共同推进 ESG 投资在国内的认可和实践。ESG 投资是一个全行业、整个国家乃至全世界共同的事业，资产管理行业是 ESG 投资的环节之一，在这个事业里各个行业环环相扣、彼此促进，上市公司、资产管理人、投资者（包括保险公司、社保基金等）的共同努力才能促成 ESG 投资理念在中国生根落地。如果上市公司能够积极披露有关信息、投资人鼓励资产管理人采用 ESG 投资理念并将此作为选择资产管理人的标准之一，将极大地激发资产管理人推动和实施 ESG 投资的动力。

按照协会的指导和要求，我们从今年 3 月份起进行了 ESG 的相关研究，虽然已经有一些成果，但还需要再进一步深入研究并且细化。我们将研究的结果向大家进行报告，希望为我们未来的 ESG 投资发展提供一些启示和参考。在此，感谢基金业协会以及协会国际业务委员会对我们工作的指导，同时也得到了特许金融分析师（CFA）协会提供的很多资料和帮助，在此一并感谢，谢谢大家！

（以上讲话根据演讲人现场演讲整理）

上市公司 ESG 评价体系理论框架

国务院发展研究中心金融研究所所长 张承惠



国务院发展研究中心金融研究所所长、研究员，中国社会科学院研究生院博士生导师，享受国务院特殊津贴。

2011年起任国务院发展研究中心金融研究所所长，1994年进入国务院发展研究中心工作，历任宏观经济研究部副研究员、研究室副主任，技术经济研究部研究室主任、副部长，金融研究所副所长。毕业于中国社会科学院研究生院，获经济学博士学位。

各位领导、各位嘉宾，大家上午好！

很高兴参加今天的论坛，责任投资在中国非常重要，对未来中国资本市场的发展一定会产生深远的意义。下面就上市公司 ESG 评价体系课题研究与大家分享。

今年的3月份，国务院发展研究中心金融研究所、中国证券投资基金业协会及中国上市公司协会就责任投资展开讨论，就这个课题做了很多工作，包括收集资料、召开会议征求意见等。虽然时间比较短，但还是尽可能地在本次论坛上把我们研究的初步框架向各位做一个汇报。

这个研究框架大体上包括五部分，第一部分是ESG的定义和研究意义，第二部分是国际上的ESG评价的具体情况，第三部分是国内的ESG评价体系研究的一些现状，第四部分是构建中国的上市公司ESG评价体系的初步框架设想，第五部分是一些相关政策建议。

关于ESG的定义，目前国际上还没有形成一个特别权威的定义。比较早的是高盛在2006年一个研究报告中，首次把环境、治理和社会三个要素整合在一起。之前在环境、社会责任和公司治理方面都有分别研究，直到2006年前后才把三个要素整合在一起，提出了一个完整的ESG概念，进而开始形成ESG理念和ESG相关的投资风格。最早ESG实际上是从E开始的，由于经济的快速发展带来了非常严重的环境污染问题，所以环境污染和对资源的过度滥用引起了社会公众的不满，形成了一些有社会影响力的国际运动。这些运动逐渐扩大，就被一些国际组织和有责任心的投资机构所关注，逐渐把ESG理念从E扩大到ESG整体，然后向投资的实操渗透。

进行ESG体系研究具有重大意义。第一，有助于贯彻落实新发展理念，更好地处理经济、自然、社会之间的关系。习近平总书记提出了五大新发展理念，ESG是落实这五大新发展理念当重要的工具和抓手。

第二，有助于深入推进供给侧改革，缓解当前中国经济中存在的一些突出矛盾和问题。这两年中国一直在大力推进供给侧结构性改革，主要的原因就是中国经济运行到了今天出现了一些重大的结构性失衡，这些结构性失衡反映在金融领域的一个重要方面就是金融的脱实向虚。金融脱实向虚在具体的操作上，在具体金融市场的投资行为上就表现为大家过于追求短期利润而忽略了长期的可持续发展。过于注重财务指标，忽略了应该承担的环境责任和社会责任，这是造成结构性失衡的一个重要因素。推广ESG的理念可以促使金融机构和上市公司更好地践行ESG理念，有助于缓解经济运行中不合理、不科学、不正常的行为。

第三，有助于资本市场健康发展，提高金融服务实体经济效率和支持经济转型能力。资本市场中最最重要的两块组成部分，第一是上市公司，上市公司是资本市场的基石，上市公司的质量好和行为导向在很大程度上决定了整个产业、整个经济的未来发展方向。第二是机构投资者，机构投资者的行为在很大程度上可以影响上市公司的行为，而且对落实可持续发展目标有重要作用。构建ESG评价指标体系可以促使上市公司和机构投资者为推动资本市场的健康发展作出努力。

因此，国务院发展研究中心金融研究所和中国证券投资基金业协会合作开展这个课题研究，我们的目的就是在这三个方面，从支持国家的可持续发展、落实五大理念入手，研究的基点和重心与商业性机构还有一些差别。

下面介绍国际上ESG理念和评价体系的主要情况。ESG的理念与社会责任、绿色金融以及责

任投资有一些差别，社会责任更多的是强调企业，包括上市公司，在获取经济利益的同时不能忽略对社会的贡献；绿色金融更多的是从金融的角度来强调绿色发展理念，落实绿色发展理念；责任投资主要是强调机构投资者投资行为在资产配置中要更多关注社会责任。而ESG理念体系更多的是提供一个统一的评价框架，把E、S、G三个维度统一起来，明确企业、机构投资者全方位的关注和承担环境责任、治理责任以及社会责任。

在ESG社会评价体系方面，第一是各国际组织和交易所制定了各自的ESG信息披露的原则指引，第二是国际主要评级机构对企业ESG履行情况进行分析和评级，第三是主要投资机构发布的ESG投资指引，同时在投资过程中按照指引去配置资产。国际组织和交易所制定的ESG披露的原则框架指引是一个基础前提条件，主要评级机构对ESG的评级是依据指引作出的具体的评级，而责任投资者的投资行为又是依据前两者框架和评级作出的对具体投资行为的指引和指导。

目前我们看到，大体上有三大国际组织对ESG的投资提供了指引，有五家全球评级公司和十二家国际交易所规定了ESG的评级披露信息，当然这个是不全面的。据了解，全球三十多个国家和地区的投资者对ESG理念非常重视，不同程度的在落实ESG里面理念方面采取了行动，出台了各种各样的指引，也有很多评级机构和投资机构在这方面作出了努力。在ESG环境、社会、治理三大领域下又各自设立了差别性的子领域，即子域，而在每个子域里面又设定了一些具体的指标。所以，国际上ESG评级体系通常包括三级甚至四级指标，每个领域的指标有很多，在做评价的时候也相当复杂。

从计算的方法上来看，基本上是按照各个指标的加权平均为主，并根据不同的行业分别制定不同指标，分配不同的权重。从国际上ESG评价体系的特点来看，第一是披露、评估和投资是不可分割的整体，彼此之间相互关联。在国际组织的框架之下进行信息披露是前提条件和基础，在信息披露的基础上进行评估又为后面的投资提供了指引，而后面的责任投资就是落实前面ESG理念的具体的操作，这是一个互相衔接、不可分割的整体，虽然由不同的市场主体来操作，但最终的结果是相当一致的。第二特点是国际组织提供了一个框架和基础，而各国的交易所起到了带头的作用，这一点是非常突出的。第三个特点是注重信息披露，而且强调信息披露的全面性、完整性，这是全球的共同特点。第四，ESG评级机构自身也有不同的关注点，各评级机构没有非常统一的可比较的评价体系，各自有不同的侧重点、关注点和特点，最后设计出来的指标体系也有很大差别。第五，ESG理念在投资方面，在国际上已经取得了相当的成就。

我们还注意到在国际上ESG评价体系还存在一些问题。第一，ESG整个评估指标体系和指数的披露度不够，深度披露不够，透明度不够。通常披露的都是ESG评价的结果，或者是指数测算的结果，没有指标计算的过程、权重的分配和采用的信息，信息披露高度不透明。当然，这属于市场评级机构的商业秘密，但总体上来看确实存在这个问题。第二，评估过程中标准化的程度不够，没有统一的架构和标准，很难进行横向的跨国性的对比。第三，在ESG评估过程中有一些机构缺乏独立性，既做ESG评估，同时可能也承担了对企业的咨询服务，存在潜在的利益冲突。由于利益冲突的存在，在一定程度上影响了评价结果的独立性和公信力。第四，很多企业不愿意

披露 ESG 信息，所披露的信息不一定能够真实地反映 ESG 的执行情况，所以最终的评价可信度并不高。

接下来汇报上市公司 ESG 国内评价情况。目前国内还没有专门出台信息披露的法律法规，香港联合交易所 2012 年发布了环境社会和治理指引，上证侧重社会责任，另外还有一些研究机构出具了社会责任报告，而没有发布 ESG 的责任报告。因此，当前的 ESG 研究存在几个问题。

一是缺乏系统性的研究，现有的评价体系大多是对 E，或 S，或 G 的单项的评价，很少有结合中国国情来具体界定阐述 ESG 的内涵、外延，评价指标体系的研究深度不够。

二是现有社会责任评级和研究认知和市场影响力还不够。第一是研究相对分散；第二是只公布结果，不公布评价过程依据，整个评价的过程缺乏透明度；第三是缺乏长期的跟踪研究，现有研究连续性不够；第四是很多评级往往照搬国际的评价指标，缺少根据中国国情的独立判断。评价方法不一致，权重设计主观性强，在相当程度上限制了造成社会影响力。比如在引用国际指标方面，中国很多指标的内涵和国际上是有差异的，在环境方面，国际上对绿色的定义和中国的定义是不一样的，国际的绿色定义将化石能源统统排除在外，而中国在相当长的时间内还要使用化石能源，我们关注的是如何节能，如何在使用化石能源中减少污染和排放，所以这个内涵是有差异的，不能简单套用国际指标。

从国际和国内经验来看，对构建中国的 ESG 指标体系，有几点重要的启示。

第一，需要根据中国国情界定 ESG 内涵和外延。第二，需要区分综合和分类研究，从监管机构和行业协会的角度来看，综合指标可能更加有意义，而对投资机构来说一定要做分类研究，以便指导具体的实践。第三，还要处理好有一些争议指标，有一些指标很难进行 ESG 的归类，中国有一些研究机构和社会组织、市场机构的指标体系，对指标的分类不同，有的指标放在 S，同样的指标到另一个评价体系被分为 G，所以要谨慎设置，同时履行好法定责任。第四，要做好引导，一是引导企业，二是引导投资者，三是服务政府和监管机构，使得政府部门和管理组织能够更全面地把握企业风险以及 ESG 三个层面的风险，同时更加全面地评估企业的经营绩效。

对于 ESG 的设计思想大体上有三个方面。对于 E 的设计，既考虑正面因素，也考虑负面因素，正面因素主要是强调绿色增长，包括绿色投入的情况，对于改善环境有正面的积极的作用；负面因素主要是能耗、污染，对环境的影响，特别是如果出现了重大事件，比如说安全事故、环境事故，这些事件要在负面的因素里面给予相当的权重。在 S 社会领域中，我们强调的是企业价值创造和持续改善的能力，从经济和社会两个层面进行价值创造的衡量。在 G 领域，更加关注利益相关者，包括股东、客户、债权人、所在社区等各个层面的利益相关者之间达到平衡和协调。具体指标是设计了三级指标，在具体的评价体系中会有更加细化的指标，也要经过专家进一步的讨论，并反复论证它是否合理、是否准确地把握 ESG 的内涵。

关于 ESG 评价体系建设我们有一些相关的政策建议。第一，需要提升全社会特别是政府部门

对 ESG 评价工作重要性的认识。ESG 在国际上已经成为一种潮流，在中国也有一些市场机构和行业协会组织关注到 ESG 的重要性，但是总体上中国 ESG 的研究还处于起步阶段，全社会的认知度不高，《中国上市公司社会责任能力成熟度报告(2016)》蓝皮书指出，我国上市公司社会责任能力建设水平低下，高达 98% 的公司社会责任能力成熟度得分低于 60 分，而这个履行能力的欠缺在很大程度上由认知和理念决定，需要提升对评价工作重要性的认识。

第二，要对上市公司和投资基金率先推行 ESG 评价体系，这种推行是从一种自愿型逐步过渡到半强制的，再过渡到强制性的评价，需要有一个过程。可以参照香港交易所不披露就解释的原则，提供指引或标准；或者可以选择一部分上市公司，如高污染、高消耗的行业，进行半强制或强制性的 ESG 评估；也可以选择一些规模比较大的公募基金进行 ESG 评估。

第三，需要进一步完善配套设施。ESG 不仅仅是市场行为，也不仅仅是资本市场管理，资本市场监管部门和相关政府部门都应该认识到推行 ESG 评价体系的重要性。应考虑是否可以采取一定的措施，在自然环境和污染方面提供更多的信息来弥补披露不足的缺陷；对 ESG 评价高的上市公司和评价高的投资基金是否应该采取一些激励措施，对绿色信贷在招标、政府采购和税收等方面给予一定的鼓励和支持；而对 ESG 评分低的上市公司可以采取一些约束性的措施。这需要各个政府部门包括财税部门、环境部门、证券监管部门以及相应的行业协会密切配合、加强沟通，共同推动建立起一个完整的 ESG 的评价体系。

谢谢各位！

(以上讲话根据演讲人现场演讲整理)

主题讨论一

公司治理策略在投资中的应用 ——推动企业价值增长

艾哲明：感谢各位专家到场共同与我们讨论今天下午的话题，也就是“公司治理策略在投资中的应用——推动企业价值增长”。每位发言人都都有自己的发言和 PPT 展示时间。首先，他们将介绍自身具体情况，然后我们会展开讨论。如果时间允许的话，我们会有问答环节，首先邀请李文董事长，李董是中国证券投资基金业协会副会长，也是协会合规与风险管理专业委员会主席，同时也是汇添富基金管理股份有限公司董事长，下面请李董为我们介绍。

李文：尊敬的洪磊会长、各位领导、各位嘉宾，感谢艾哲明秘书长的介绍，非常荣幸能参加今天的论坛，并借此次机会祝贺中国证券投资基金业协会成立五周年。我本人是基金业协会的副会长，而汇添富自 2008 年起就是亚洲公司治理协会的会员单位。今天看到双方联合主办这个论坛，我感到特别的高兴和荣幸。

今天上午各位领导和专家就 ESG 投资发表了非常精彩的演讲，对我启发很大。ESG 投资包括环境、社会和公司治理三方面，下午的第一个专题是关于公司治理。很难说这三个方面哪个更为重要，因为在整个责任投资中，这三个方面相互关联，都要进行评估。按照洪会长的观点，责任投资的核心价值观是可持续。公司治理关系到公司可持续发展，所以在这三者当中是责任投资的核心。对于一个企业来说，良好的公司治理意味着长期的经营理念，一致的利益诉求，高效的决策机制以及完善的风险管理，同时，充分的信息披露也会让企业获得投资者的信任，带来更低廉的资金成本，所有这一切都会促进公司价值的提升。无数的案例也警示我们，如果一个企业没有良好的公司治理，它的经营风险是很大的，包括我们所熟知的 2001 年安然事件以及国内万科股权之争等都暴露出公司治理的一些问题，所以在责任投资当中，公司治理策略非常重要。

对于公募基金行业来说，公司治理策略尤为重要，这里有三方面的考虑。首先，这是公募基金行业的本质要求。公募基金行业经过十九年的发展，凭借制度优势和专业投资能力已经成为普惠金融的代表，也成为社保、养老金等机构客户的投资主力，上午王理事长对我们行业在社保方面的投资能力给予了充分的认可和高度的评价。作为公募基金行业，它的本质要求是必须坚持长期投资、价值投资和责任投资，这是要重视公司治理策略的原因之一。第二，公募基金作为机构投资者具有比个人客户更突出的专业能力和影响力，可以通过代理投票、股东提案等方式促进上市公司治理的改进，从而提升上市公司的价值。第三，机构投资者对公司治理策略的重视，会提升投资收益率，上午于华董事长讲到公司治理策略的投资效益是非常明显的，有利于增强投资者的信心，从而形成良性循环，这对资产管理行业和公募基金的发展是非常有利的。

国外的机构投资者对公司治理策略非常重视，我前段时间去美国拜访了一些主要的资产管理机构，重点了解了他们在公司治理策略和社会责任投资方面的实践，比如说美国一个主动管理非常领先的机构，设立了由三人组成的 ESG 投资部门，还有一位高管专门负责 ESG 投资，它有八个特定风格的 ESG 投资产品，今年年初他们长期重仓的富国银行因为没有通过他们的 ESG 评价体系标准，于是选择果断卖出，退出了前十大流通股股东。在 MSCI 的 ESG 评价模型里面，他们特别重视公司治理，并对公司治理设置了一系列的评价指标。他们谈到所有的行业都需要关注公司治理，但并不是所有的行业都会关注到 E 和 S，比如对于金融机构，G 就是特别重要的一个因素。

学习借鉴海外实践，我们资产管理机构、公募基金也应该高度重视和应用公司治理策略，但我们目前仍处于起步阶段。洪会长和中国证券投资基金业协会高瞻远瞩，在协会年度工作计划中把责任投资作为一项重点工作来推进，另外一项工作是养老金，这两项工作都非常具有前瞻性和战略意义。

当前，在具体推进责任投资过程中，我们仍面临很多困难和问题，比如说大家提到的国内上市公司治理本身存在的问题，这可能是由于我国资本市场发展所处阶段以及我们独特的股权结构所导致的，同时机构投资者，包括公募基金，由于缺乏外部约束和内部激励，在公司治理策略的应用上也并没有很强的意识。机构投资者往往和散户一样，遇到公司治理问题的时候采取用脚投票的方式，没有真正发挥机构投资者应尽的责任，但是我们也可喜的看到，我们已经提出 ESG 投资的概念，已经将 ESG 投资列入到议事日程中。

比如说中国证券投资基金业协会最新发布的对 2016 年公募基金行业在对上市公司投票的统计当中，有 101 票的反对票和 52 票弃权票，很多反对和弃权的事项都涉及到公司治理以及相关的责任投资内容。我相信随着各方的共同推进，这种状况一定会越来越好。结合上午各位领导和专家的经验分享，我作为公募基金行业的一名代表，就如何推进公募基金行业在公司治理策略的应用方面提几点建议：

首先，我们要加大宣传力度，今天的论坛就是非常成功的一个宣传责任投资和公司治理策略的形式。通过各方宣传让上市公司增强对公司治理重要性的认识，强化责任主体意识，同时让投

资者认识到公司治理策略和责任投资的重要性，树立长期投资理念，并在实践中坚持责任投资，促进责任投资文化的形成。

第二，要加快政策法规和相关指引的推进。上午各位领导专家都谈到了，从上市公司层面、机构投资者层面等都需要推进一系列的工作。

第三，发挥自律组织的作用。中国证券投资基金业协会和中国上市公司协会是两个都与公司治理相关的自律组织，一起举办这个会议已经代表双方对此项工作的重视。整个行业在协会的领导下形成合力，通过代理投票、提出议案、信息披露等一系列的措施，强化机构投资者对公司治理策略的应用，共同促进上市公司治理的改进。

第四，作为机构投资者的公募基金要把责任承担起来。首先是要坚守价值投资、长期投资的投资理念，这个理念的坚持与责任投资和公司治理策略的应用是一脉相承的，我们不仅要讲，而且要真正的做到。第二是要尽快建立评价体系，包括评价标准、评价流程等。第三应该鼓励公司建立专门的 ESG 投资管理部门，包括高管的亲自参与等。第四是考核，对基金和研究员的考核要充分体现对公司治理策略和责任投资方面的关注，将考核与理念和流程保持一致。第五是发挥股东作用，积极参与到上市公司治理活动的改进过程当中。第六是产品开发，应用公司治理策略开发产品，综合体现公司治理策略的理念、方法和流程。最后是加强和客户的沟通，尤其是和高净值客户的沟通，并不是每个机构都像社保理事会这样拥有非常好的投资理念，我们要加强和投资者的沟通，让投资者和市场理解我们的投资理念，得到市场的认可。

责任投资和公司治理策略的应用是未来的发展方向，任重道远，但我坚信只要出发就可以到达，只要我们坚定目标、信念，在协会的领导下一起齐心协力，我们一定会回归本质，成为坚定的责任投资者，在为投资者创造可持续收益的同时，发现和创造伟大的公司，以更好的服务实体经济，为社会创造可持续价值，谢谢。

艾哲明：这里非常高兴看到您所表现出来的信心。高明华教授是公司治理方面的研究专家，他多年来一直致力于理论和实践研究，下面有请高教授。

高明华：非常感谢中国证券投资基金业协会的邀请，使我有机会能和大家做一些交流，今天场合很大，上午很多专家讲了很精彩的观点，受益匪浅。我对 ESG 的概念有些不同的认识，我认为公司治理包括社会责任，而社会责任包括着环境，所以总体而言公司治理已经把前两部分涵盖了，所以 ESG 这个概念就不成立了。当然，公司治理（G）把 E 和 S 涵盖在内进行研究，可能稍微宏观一些。如果把 E 和 G 独立出去可能更细化一点，但我认为 E 和 S 确实是公司治理的重要内容。

今天因为时间的关系，我不可能把我的指标体系给大家罗列出来，我只能简单地介绍一下我的几个评价结果。刚才我谈到我们做了 11 年的公司治理评价，我们叫分类评价，我认为总体评价很难做，因为某一个指标既属于这个维度也可能属于另外一个维度，总体评价会顾此失彼，也使企业看不出自己的问题到底出在那个方面，所以我做分类评价，我做了六类公司治理评价，分别是中小投资者权益保护指数、董事会治理指数、企业家能力指数、财务治理指数、自愿性信息披露指数，还有高管薪酬指数，我们正式出版了 15 部公司治理评价报告，如果说大家有兴趣的话可以看看我们的这些报告，关于公司治理的评价指标体系和评价标准，上面都有。

首先看看中小投资者权益保护指数，相对于 2014 年，2015 年国有控股上市公司中小投资者权益保护指数略有上升，非国有控股公司也上升的，而且升幅高于国有控股公司。

再看董事会治理指数，国有控股上市公司这几年都是下降的，我们需要反思，我们的国有企业改革是成功了还是失败了？为什么董事会治理水平在下降，而非国有控股公司在 2014 年下降之后，2015 年则有所上升。

接着看企业家能力指数。国有控股公司和非国有控股公司的企业家能力指数都是连续下降，国有控股公司的企业家能力指数低于非国有控股公司。我们这里企业家能力指数是对总经理或者 CEO 的评价。中国 CEO 不独立，受制于董事长，他即使有能力，也往往发挥不出来。总经理和董事长的关系没有理顺，董事长干了很多属于总经理的工作，但是总经理却要承担责任。因此，董事长和总经理之间的矛盾可能会很大。在这种情况下啊，企业家能力指数下降是正常的，不管是国有还是非国有，都是下降的。

继续看财务治理指数。最高的时候是 2012 年，然后 2014 年下降，2015 年略有提升，基本上也是一个下降的趋势，国有控股公司和非国有控股公司都是如此。所以，我们也要反思，我们的财权配置、财务控制、财务监督、财务激励等方面，问题究竟出在哪里？我们的上市公司为什么有那么多的财务造假、内控紊乱、价格欺诈？

再来看自愿性信息披露指数。原来我们也对强制性信息披露进行评价，后来不做了，因为既然是强制性的，公司基本上都会遵守，分值都很高，所以没有评价的必要。但是，强制性信息披露远远满足不了投资者理性投资的要求，他们需要更多的信息披露，这些属于自愿性信息披露。2013 年以来，自愿性信息披露指数，不论是国有控股公司，还是非国有控股公司，都出现较大幅度的下降。原因很简单，由于属于自愿的，所以企业大都不愿意披露，但这些信息对于投资者非常有必要。我经常说一句话，我们的企业，“能不说就不说”；而在市场发达和法制健全的国家，则是“能说都要说”，因为企业不说，只要投资者认为对自己的权益造成了损害，他们就会发起集体诉讼和索赔，但中国还没有这样的制度。

高管薪酬指数评价的是高管的薪酬与其贡献的吻合度。2013到2015年，三类国有控股公司（国有绝对控股公司、国有强相对控股公司和国有弱相对控股公司）的高管薪酬指数，都远远低于两类非国有控股公司（国有参股公司、无国有控股公司）。由此不难判断，这几年我们的国有企业为什么会大量的人才流失了，就是激励不足。

除了高管薪酬指数外，其他五类指数都是百分制。从数据可以看到，这五类指数的平均值都很低，大都在50分左右，尤其是企业家能力指数更低，平均值只有30分多一点。加之，高管薪酬指数反映的薪酬与贡献的不吻合，不难得出结论，中国的公司治理是很不规范的，这种不规范导致了很严重的结果。我从五个方面来分析一下。

第一，投资者权益不平等导致国企改革风险加大，进而导致改革进程缓慢。我们国有企业要搞混合所有制，就要吸引非国有资本进入，吸引非国有资本进入的一个重要前提就是平等保护各类投资者。但是由于我们过度强调严防国资流失，导致非国有资本不敢进入，担心进入以后自己的权益得不到保证。那么，判断国资流失用了什么样的标准？对于上市公司而言，就是国有股份交易价格不能低于公告之前一个月平均股价的90%，低于这个90%就是国资流失。这个价格规定有一个很重要的前提，就是二级市场价格和公司的绩效是吻合的。其实这个假设不成立，中国资本市场还不成熟，二级市场价格会受到各种因素的干扰，包括政策市场、人为操纵等，导致二级市场价格偏离公司的真实价格。由于这个二级市场价格和公司绩效在很多情况下不吻合，因此交易时就容易出现风险。如果交易成功了，往往是低价的结果，即低于公告前一个月平均股价的90%，于是就会认定国资流失。这种风险很多不是个人追求私利造成的风险，而是制度造成的风险。我们认为不应强行规定国资交易的价格，不能总是盯着短期账目，国资交易的成效要立足于长远，因此我们的规定应该着重在受让方应该具备什么样的资格、信息披露达到什么程度、采取什么样的竞价方式等等。

第二，董事长和总经理职责不清加大了企业风险。董事长和总经理职责不清加大了企业风险。董事长和总经理职责不清在中国是一个很大的问题。中国在政策文件中明确地把董事长列为公司的一把手，这就势必导致总经理和董事长的矛盾，甚至内斗。从公司治理规范来说，董事长就是董事会和股东大会的召集人，而不是公司的一把手，董事会是没有一把手的，只有召集人，只有经理层才有一把手，这就是总经理。董事会需要独立，经理层也需要独立，经理层的独立并不意味着董事会放弃对经理层的监督，向经理层授权的不是董事长，而是董事会。由于经理层不能独立，导致经理层即使有能力也发挥不出来。就像我们对企业家能力评价所看到的，企业家（总经理）能力的很低，平均值不到35分。原因在于把董事长确定为“一把手”意味着董事长变成了高管，其后果一是使总经理为首的经理层失去了独立性，动力受挫，潜能难以充分发挥；二是总经理成为“二把手”，非独立性使得总理想方设法要成为董事长，矛盾由此产生；三是日常决策失误责任由总经理承担，但决策又往往是董事长干预或参与所致，也激发矛盾；四是董事长“一把手”

地位，可能使其独断专行，增加董事长犯罪风险；五是总经理谋求董事长职位，可能铤而走险，增加总经理犯罪风险。

第三，偏重于行政化的外部监督加大了企业风险。中国对于公司很少重视法律监督和经济监督，而偏重于行政化的监督。我们目前出台的国有企业改革文件中明确列出来的国有企业外部监督机构多达 15 个，他们的职责很多是重叠、交叉。在行政监督体制下，行政处罚可以讨价还价，从而滋生“关系摆平”心理。缺少法律监督，包括：（1）法律缺失，无法可依；（2）执法不力，有法不依；（3）处罚过轻，无威慑力；缺少经济监督，主要就是缺少激励，从而滋生非正常获利，如“59 岁现象”、“新 59 岁现象”等。

因此，一方面，要整合监督机构和职权，强化法律监督和经济约束。另一方面，要通过法律强化自我约束，但自我约束不会自动发挥作用，需要具备三个条件：一是责任者“犯错”被惩罚的力度足够大，这里的“犯错”不仅包括违规违法，还包括决策和监督失误甚至错误；二是责任一定要明晰到个人，且能够明确责任大小；三是要有足够的激励力度。惩罚力度大和责任清晰，会使责任者犯错和违规的成本极大提高；激励力度大，则会使当事者做不好的损失太大。对于自我约束来说，上述三个方面缺一不可。

有了健全的自我约束机制，其作用可能比外部约束要大。

第四，董事会监督缺失加大了企业风险。刚才我谈到，我们的监督更多是外部监督，而董事会的独立性几乎丧失了。我们绝大多数政策文件中都没有明确董事会对经营者有监督职责，只是明确它有决策职责。在 G20/OECD 公司治理准则中，非常明确地列出了董事会两个职责，一个是战略决策职责，二是对经营者的监督职责。决策是你做出来的你才有动力去监督，但是把监督职责剥夺了。董事会不独立以及目前主要由执行董事构成的董事会，导致董事会对经理层的监督缺失，为经营层犯罪提供了可能。例如：经营者选择，董事会不是实际决策者，就可以不承担选错的责任，而政府也往往不承担责任，造成监督真空。尽管有监事会的监督，但由于他们不具有战略决策权，其监督动力偏弱。

需要注意的是，强化董事会监督，并不意味着董事会越位干预经理层的日常决策，我前面谈到，经营者必须独立，但这种独立要有约束条件：一是遵纪守法；二是服从董事会的战略决策，在此约束条件下，其经营权可以无限大，但同样要对自己行为独立承担责任。

第五，职业经理人市场不健全加大了企业风险。我们一直在强调职业经理人市场，但是到现在为止也没有真正建立起来。我们需要从市场上聘请真正职业化的经理人。职业经理人市场有两个要素，其一是职业化，就是企业家才能具有专用性，其特殊才能最适合做经理人或企业家，转移做了别的职业，成本很高，是人才资源浪费，这就是职业化。其二是信息要完备，信息完备包

括这样几个方面信息：一是潜在能力信息，如教育水平、工作年限和经历等；二是实际能力信息，如关系网络、社会责任、对企业的实际贡献等；三是成功的信息，如被聘为独董、担任人大代表等；四是不成功信息，如贷款诉讼（未按期偿还）、投资者低回报或无回报、员工收入增长过慢或不增长、被监管机构谴责等。这样的职业经理人市场可以为企业广泛筛选、鉴别经理人能力的平台，能够使企业拥有在发现选错经理人后及时改正并重新选择的机会，而经理人市场的相互监督机制，也容易预警企业家犯罪。

现在的猎头公司都是公布好信息，不公布坏信息，容易导致选的人尽管可能有能力，但没有信用，或者连能力都是假的。信息完备是职业经理人市场很重要的要件，但是我们不具备，所以我们需要加大力度建立职业化的经理人市场。现在政府动力不足，因为职业经理人市场与目前的国企负责人任命制有些矛盾，聘任者和被聘者都不愿意披露完备信息，因为这样可以逃避责任，但却进一步加大了企业家犯罪风险。

艾哲明：谢谢高教授。非常感谢您刚才给我们做的介绍，相信高教授在北师大的课一定会非常受欢迎的。下面我们有请夏青先生。

夏青：各位领导，下午好，今天非常荣幸能够有机会在这里分享我们关于量化投资的研究成果。我是摩根士丹利华鑫基金量化投资部总监夏青，在量化投资方面，我们重点研究的是基于长期投资理念的量化投资产品。我们公司现在公募量化基金资产规模约 70 个亿、共有 6 个基金产品，可以说，量化投资已经成为了公司的特色和优势。

我本人最早是在摩根士丹利纽约机构证券部从事量化相关的工作，涉及股票、衍生品等策略，以及一些套利策略，离开纽约后回到中国做量化投资。今天的会议主题是探讨中国社会责任投资，所以今天我想和大家分享的是，如何把基于 ESG 的投资理念和量化投资框架进行结合，形成一个新的投资理念。

今天上午会议提到，公募基金应该在社会责任投资范畴当中更多地起到行业引领者的作用，我本人也希望从执行层面来更多地贯彻这一投资理念。上午各位领导、专家都已经谈了关于什么是基于 ESG 的投资理念，相对而言，传统投资理念更多是关注一些财务性的指标，诸如业绩、PB、PE 这些指标，而 ESG 投资更多是关注一些非财务的核心指标，以及投资的可持续性。根据责任投资的原则框架，它考虑的更多是三个方面的因素，第一个因素是环境的因素，即 E，第二个因素是和社会相关的因素，即 S；第三个因素是公司治理相关因素，即 G。

首先，环境因素方面，上午各位领导、专家和同仁都谈了如何从宏观的范畴来看这个问题，

那么接下来我们将从更微观的角度进行考量。对环境相关的因素通常我们更关注的是什么？诸如：生物的多样性、能源利用、废物回收等，我们可以把这些理论性的指标和框架与投资实践过程中的投资主题相联系，诸如绿色环保、低碳健康、垃圾发电、污水处理，还有节能、食品安全等，其实这些概念都和我们的日常民生、身体健康、生活质量息息相关。

其次，社会因素方面，通常更多是社区、福利、扶贫这些概念，联系到我们说的投资主题，切身相关就是现在习主席在倡导的，证监会和协会也在强调的一带一路、丝绸之路等具体项目，可以从这些具体的投资主题中选择符合 ESG 投资理念的投资标的，在这个基础上结合量化的方法，最终构建一个有效的投资组合，同时注重公司的长期发展和绩效。

最后，公司治理方面，它其实是最早提出的 ESG 投资的框架之一，更多关注的是包括董事会的股权结构、商业道德等范畴，我们可以把这些理念和想法运用到一些相关的投资主题上。基于公司治理的量化投资策略就是要从公司治理的角度出发，选择一些符合高公司治理水平要求的企业构建我们基金产品的投资组合。同时，还可以在此基础上挖掘得更深、更广，我们可以通过国企改革、工业 4.0 和 PPP 这三个主题进行具体的分析。

首先，通过实证分析发现，公司治理水平的高低和股票长短期收益有一个完全的正向相关性。从本质上讲，国企改革是为了从根本上提高企业的效率，高效的企业内部治理水平也会为投资者创造更高效的投资环境，从而得到更长期的投资成果。

其次，工业 4.0，这是德国政府在 2013 年最早提出的核心国家战略，并在此基础上提出了德国 2020 发展纲要。中国也响应了这个号召，在 2015 年提出了中国版 2020 和中国制造的发展战略，这也是第四次工业革命的一个理念。工业 4.0 带给我们更多的是，技术跃进基础上带来的公司管理模式和运作模式的提升，最终会提升整个企业的内部运作效率，为投资者带来长期的收益预期。

最后，是 PPP 主题。它是全新的项目参与模式，即政府引导社会资本参与项目融资的方式，但这不仅仅是一种融资的方式，更是一种融资的机制改革和变革，包括许多行政上、融资机制方面的改革，社会资本由于得到了国家或者说监管机构的指引，也间接地提升公司本身的运作和治理水平。

对于与公司治理相关的投资主题，我们进一步来研究和分析其实际投资运作的效果。

根据公司治理指数可以发现，在这个指数具有一定超额收益，这是一个基于白名单形式来筛选标的做投资的方式。我们如果把 ESG 的长期投资理念和量化的投资理念结合起来会有怎样的效果？

我们先把符合公司治理的这些投资标的选出来，在这基础上做一个量化权重的配置，一般分为高配和低配。研究结果显示，高配后的业绩表现相比中证 500 指数的年化超额收益可以达到 10%，收益超越指数，并且达到这样的超额收益水平，是非常不错的表现。

上述量化投资模式已经运用在市场中很多基金的管理上，包括我公司的基金产品。在超过五年的投资实践中，它的长期投资绩效是非常显著的，我公司旗下的产品也因此获得了包括金牛奖在内的三年期、五年期的奖项。我们现在把这样一个有效的投资理念和 ESG 投资理念结合起来并做进一步的优化。

具体而言，在筛选出符合公司治理的投资标的的基础上，遴选出在 ESG 相关概念指数中起显著解释作用的因子，并按照成熟方法对其进行评价、赋权，就可以筛选出 ESG 相关股票池中表现可能更为突出的股票。在这个投资框架下，我们得到一个业绩曲线，它的绩效四年内年化超额收益可以达到 19%，如果细分到每个月度的效果，可以实现超过 69% 的月度超越中证 500 指数的表现。

我们展示了公司治理理念相关的量化投资效果，并在此基础上还做了环境以及社会治理相关的量化投资研究。其中，环境和公司治理理念相关的投资业绩较好，相对来说，社会治理理念的投资业绩稍逊一筹。

通过以上的研究分析，我们可以发现，社会责任理念投资并不是费力不讨好的事，它不仅在投资实践中有正向的收益，而且对整个社会贡献有正反馈效用。所以，我们希望像之前基金业各位领导、同仁提到的，应该在整个投资界倡导这样的投资理念，在日常投资中实践这个投资理念。也许十年后回头来看，这个峰会会是我们中国 A 股投资界关于 ESG 投资的一个跨时代的里程碑事件，谢谢大家。

艾哲明：感谢，下一位发言人纪沫。

纪沫：今天我想把我对全球宏观经济的判断跟公司治理以及 ESG 联系起来，让大家从另外一个角度看一看我们应该怎样思考这个问题，而且用什么样的方法去最好地运用它。我们公司东方汇理资产管理公司是欧洲最大的资产管理公司，我们在全球排名第八，管理 1.4 万亿美元，在欧洲也是非常的领先尤其在 ESG 这个方面。

其实关于 ESG 都有很多的评判方法，但是其实我觉得最重要的是我们现在全球经济面临着一种什么样的形势一种什么样的危机。我一直认为全球宏观其实有很多误判，误判包括对中国经济接下来什么样的走势，误判包括美联储何时加息，误判包括全球贸易如何增长，误判包括全球通

货膨胀的趋势，误判当然也包括各个国家政局的变化、领导人的更替等等。所有这些误判当中其核心是源于从2001年中国加入世贸组织之后，全球的经济忽然间变成了因为中国经济高速增长，全球经济在2006年左右的时候每个国家、每一个国际组织都在过高地估计每个国家的潜在经济增长，所以导致了我们的08年危机，导致这个之后到目前为止我们也没有真正地走出危机。

接下来问题是，在危机之后中国产生了很多的讨论，中国应该转换经济增长的模式，全球也要转换，问题在于中国接下来是应该消费导向还是投资导向？事实上我们认为中国接下来应该是需求导向，全世界也应该是需求导向，其实需求包括两个方面，一方面是消费，另外一个方面是投资。投资的话我们具体来看一下，其实你上过美国你知道，美国的基础设施很落后，如果像我去年去印度一样，印度的基础设施更落后，如何投资全球的这些基础设施建设成为全世界面临一个很大的问题，包括中国在内，中国的基础设施难道不需要投资吗？需要的，什么样的投资是最好的投资？其实这是今天我想讲的一个主题。

这个主题的话就是说全世界在进行全球性的基础设施建设的时候，我们更需要的是用绿色债券这种方式，绿色债券好在哪里？事实上流动性更强，同时的话我们也可以给它评级，事实上绿色债券在全球的基础设施投资建设过程当中接下来对于资本的移动会起到非常非常重要的作用。中国应该做什么？事实上我们可以看到，在整个全世界的话，过去五年当中绿色债券的发展是每年都以前两倍的数字在增长，中国的增长更是令人瞩目的。但是新兴市场国家其实是非常缺乏绿色债券的，事实上的话现在在亚洲主要就是中国跟印度，但是发展的空间是十分巨大的。如果我们在接下来全球的基础设施建设过程当中以更大的力度投入到绿色债券上来讲我们可以知道它的空间是十分无限的。所以最近东方汇理资产管理公司在世界银行下属国际金融公司选了16个竞标人当中东方汇理胜出，有20亿美元完全针对新兴市场国家的绿色债券。我会觉得说对于当前我们处在全球宏观经济误判的大的背景之下，这是中国最好的时机，为什么？川普脱离巴黎协定，非常好，中国应该起的作用是什么？就是应该做一个领袖，而且应该在现在就要去行动，为什么中国要参与这样一件事情？其实很简单，我会认为中国参与的结果就是会让我们知道你如果说想去发绿色债券，你的这个评级很重要，质量很重要，其实也就是我们平常用英文讲你到底有多绿色？其实如果中国非常核心的金融机构在现在这个时点如果参与，参与的结果会做一个非常好的领袖的作用，会给中国在下一步成为全球气候谈判的合作者、领先者一个非常负责任的大国，起到非常好的作用。

所以，我会说事实上接下来全球发展还是需求导向的，需求包括消费也包括投资，投资很重要，中国需要、全世界也需要，绿色债券是非常重要的一个很好的一个应用。谢谢大家！

艾哲明：谢谢！我们也祝福各个企业取得成功。下一位周尚颐。

周尚颐：今天很多嘉宾说了很多关于 ESG 的内容大概是怎样的，我今天就注重一点、集中一点讲两个案例。一个是大众汽车的爆炸门我们公司做了什么样的事情，另外一个就是韩国的三星我们是怎么看的。

讲案例之前还要简单地说一下我们公司怎么看 ESG，因为今天早上艾秘书长已经说了，我们 Hermes CEO Alistair Goobey 90 年代初的时候已经在看治理方面的事情，当时我们看 ESG 包含的内容也在演示幻灯片上面，看到是比较初步的，现在 2017 年，ESG 已经是一个整体的、合并的一种看法了。你可以看到在右面的战略和风险管理其实已经跟我们看 ESG 的实行结合在一起，包括的是资本效率、业务的战略跟 ESG 是分不开的。下面是我们公司的一个小小的背景，我就不仔细地谈了，你可以看到从 1993 年开始我们慢慢地从先看治理到现在 ESG 量化里面也有自己的一个模型和体系。

公司在自己的投资组合发掘在股票投资方面治理不好的公司；它其实会在投资表现中体现出来。我们的研究 (<https://www.hermes-investment.com/ukw/wp-content/uploads/sites/80/2016/09/ESG-investing.pdf>) 发现从 2009 年 -2016 年，治理不好的公司每个月有三十个基点跑输大市；在债券方面我们也有一些报告，在网上可以看到的 (<https://www.hermes-investment.com/ukw/wp-content/uploads/sites/80/2017/04/Hermes-Credit-ESG-Paper-April-2017.pdf>)。

在 2005 年的时候大众汽车其实已经有一些关于贪污的事情发生，当时我的同事已经在它的股东大会发言，跟当时的董事会成员交谈，但是结果并不是很正面，往后的大概十年，我们也继续的去跟踪这个公司，我想提到这个部分其实是要突出一点，那是一个公司治理不好，不是说我们就不买它的股票，但是我会跟踪它的风险，ESG 的好处就是它可以给我们一个比较总体的、整合的风险管理体系。到了 2015 年，第一季度的时候，投资同事问我们，说为什么我们三十多个不同的 ESG KPI 指标都在下跌，问我们这个公司究竟发生什么事情？就是因为我们长期跟这个公司沟通，我们可以很明确地跟同事说明企业文化的演变是怎么一个情况。到 Q2 第二季度的时候，我们的同事说现在的风险太高，风险调整回报不合标，要卖掉这个股票。到 8 月的时候我们卖掉所有大众汽车的股票，9 月份爆炸门发生了，其实我们没有什么特别的资料了解中间这个事情，只是知道治理方面有问题，我们看不清楚，这个时间当时真的是比较荣幸了，但是长期的监督和跟公司的交谈最后是为了我们带来好的投资表现。

在座很多都是投资专家，你的投资表现好不好，很多时候不是因为你投了好的公司，其实是你没有投特别差的公司，是吧？

下面是我们公司一个量化分析报告，刚刚提到我们有好几十个不同的 KPI，但是重点是什

么？定量指标对我们来讲其实是一个开端，不是一个结果，我们是用交谈、沟通这样的方式把整个公司的故事明确起来，可以把那些定量指标更有效地去了解。

第二个案例就是三星了。在 2013 年的时候它有一个员工健康和安全的問題，这个时候我们开始和公司交谈，也不是很成功，我们继续问他，你为什么觉得你自己是一个可持续发展的公司？他们说我们拿了 140 多个奖项，为什么不好？这就是一个投资人觉得不是很适当的一个回答，为什么？你拿奖项知道不知道自己为什么拿到这个奖？我们希望能看到公司它可以很清晰地解释为什么他们做的好还是做得不好，做得不好的话你哪几个方面可以改进；我们希望看到一个前瞻性强的公司。到了去年 4 月的时候我们发觉这个公司开始有一些改变，它的改变是它的态度，它是慢慢地改过来，比如说他会问我们要治理做的好，大概哪几个方面要注意，以前是没有这样的，我们就觉得这个时候开始慢慢改变，但是要是跟董事局对话是非常非常难的，幸好有艾秘书长帮助我们集合了一个小组的投资人去跟他们了解探讨，我们就觉得比较有信心了。到了这个时候新的政府已经上台了，新的政府也有他自己的一些新的策略，所以我上个星期就过去南韩了解一下究竟市场未来的方向是怎样的，跟公司沟通是必需的，但是了解整个商业生态系统的演变，和政府部门沟通怎样看 ESG 是重要的。

最后我希望提到的就是下面几个点。第一尽职治理对企业表现有长期的影响，我讲大众汽车就是很实际的例子。第二，设定一系列相关的主要表现指标将帮助持续监督并有效加强分析的基础。跟公司的互动对谈是可以把我们量化的一些指标提出一个相关背景资料，加强我们的见解。最后，正向的干预结果可以为公司和股东带来双赢的结果。谢谢大家！

艾哲明：感谢周尚颐的介绍。周总有时候在中国有，时候在日本，也是到处飞的空中飞人。她在亚太地区非常活跃，非常了解这一地区所面临的挑战。我们下面是 Melissa Brown，Melissa Brown 在投资领域从业经验非常丰富，在公司治理以及 ESG 方面也颇具经验，有请 Melissa Brown。

Melissa Brown：非常感谢大家，非常感谢我们的主办方让我今天能够有机会和大家分享我的观点。今天的发言人在公司治理领域都是非常强的专家，我一直在关注亚洲的企业，譬如说亚洲资产管理的情况。我在过去十五年当中一直进行研究，可以说作为投资公司的老板，大家都面临着非常巨大的挑战。我们今天的讨论给大家一种感觉是好像还有很多工作要做，如果要非常坦率地来回答这个问题，我想说我是一个乐观主义者，这里我希望大家能够更好地去了解三个重要的问题。

对于所有的金融业的从业者来说，无论你是做哪个领域甚至是领导者或者战略官，提升公司

治理在竞争当中都是非常重要的，这是对于我们来说非常重要的一点，也就是说如何组织公司的思维，培养最好的团队，获得最好的投资机会。这里我给大家简单地说一下，如果以亚太地区来说往回看十年的话，当时在责任投资当中最好的案例是在什么时候，我们把这些国家和市场当中的公司表现比较差到比较好的一一列举出来。从宏观来讲，上层的政府导向可以说是一个非常重要的催化剂。马来西亚就是一个非常好的例子，马来西亚面临着很多的挑战，有非常非常困难的治理环境，很难提升企业的表现，这里我们可以说很多问题在中国的环境当中也是同样的。如果政府希望找到表现最好的投资经理，相信不会很难找到。但是对于中国政府目前的状况来讲，公司治理以及社会责任似乎在将来比今天更重要，这里主要的背景是在投资领域，我个人十分愿意在这方面和大家打个赌。

今天的讨论当中比如刚刚说到的指标问题，它一直存在而且是非常重要的，我们在五到十年之后又会回过头来看这个问题，相信这个问题在十年之后会比现在更为重要，在三年之后也会比现在更为重要，但在今天我们认为它的重要性已经比两年前大很多，也就是说它的重要性是不断提升的，这里有一些好的原因，也有一些不好的原因。市场快速的发展让我们离不开投资者，如果没有投资者的参与是很难做到好的公司治理的，这就是在说马来西亚政府的教训。在两次金融危机之后，马来西亚政府变得非常的系统化，这两次危机让马来西亚从根本上改进了政府组织的情况，变成了在公司治理方面非常强劲的领导者，同时也是全球的领导者——规定一些标准需要强制地执行，在管理层凭借政府的推动和监管然后在董事会通过执行。我们从马来西亚的例子就可以看到政府所扮演的角色是多么的重要。我们在寻找资本的同时其实也是在寻找提升公司治理的催化剂。

第二个我想要说的问题是企业战略的重要性，最好的投资经理是能看到市场的新环境，考虑如何从强大走向更加强大的。这里我们看到新加坡的投资经理在长期表现来讲是非常好的，他们对于消费型股票非常的关注，同时他们其中一些已经成为了公司治理的专家。他们通过对于企业表现的分析，然后进行股票的选取，非常集中的关注那些高增长和高发展前景的行业。他们当中的很多人可以说是在投资企业的这种供应链中的专业人士。

另外，很多新加坡的投资经理可以讲出一些他们投资的企业中的具体的问题，比如说棕榈油以及棕榈树种植园的整体情况。可以说他们普遍对于他们所投资的行业都是非常了解的，比如甚至他们很多对渔业也有非常深入的了解。最为重要的是，他们在构建投资模型的时候，主要是以ESG因素作为重点的一项指标。这个用他们的话来说叫做战略指导，他们是基于什么呢？比如一家公司是如何制定和实施战略的，它短期，中期和长期的目标分别是哪些，这家企业是集中式管理还是松散式管理，以及它的业务情况如何，资金主要是来自小型的投资者还是利益相关的投资方，还有对于未来的研究发展的投入等等。这些也是我们公司一直在考虑的，是一个非常好的投资和研究的领域。

这里我想讲一个小例子，是日本的Nikko资产管理公司，它是最早的以零售业为主的绿色基金。Nikko本身对零售业是非常感兴趣的，最终它的投资也是非常成功的。在投资过程中，Nikko的投资经理运用了经验的叠加来不断地加深他们对于零售行业的理解，他们并没有吹嘘自己是这方面的专家，而是非常脚踏实地进行研究。值得注意的是Nikko在2010年的时候和世界银行联合发布了一个绿色债券的产品，并且在之后一直在做专业的投资产品。

我对于Nikko上面的案例有两个评价。首先，从他们的网站当中可以看到他们在责任投资方面所做的工作，这里面他们有很多是从基本的商业操作的角度出发的。更重要的是他们是从自身经验来讲结合公司背景与其他的日本资产管理公司进行交流，也就是说在公司治理方面，他们的信息是向行业内公开披露的。另外一点就是今天其他几位发言人也提到了Nikko目前已经发出了这样的信号，就是我们在寻找资本的效率，这里可以讨论的是任何的投资实际上和公司产生的真正连接绝不仅仅是把钱投进去。Nikko也曾经在2016年11月的时候公开表示他们对于管理和公司治理方面做的不好的公司是一定会投反对或否决票的。

最后我要强调的是公司治理是非常重要的，如果大家能够很好地利用自己投资人的身份并同时监督被投资公司保证他们有良好的公司治理的话，投资环境将可以得到大幅改善。对于投资公司来说我们需要注意的就是培养投资团队当中成员的耐性，多和被投资公司交流，并且培养他们成为某个领域的专家。这对于我们来说实际上并不是很难做到的，我们可以落实这些战略，只是对于我们最重要的投资战略大家一定要坚持。这是我能够从我的个人还有职业生涯的经验来给大家最好的建议，相信十年之后大家会看到我这番话的效果。非常感谢。

艾哲明：非常感谢Melissa Brown。这里我可能不会和您打赌，因为我同意您的观点。我来问李先生一个问题，中国的监管机构可以制定怎样的政策或指引，从而推动公司治理策略在投资中发挥更大的作用？

李文：关于公司治理策略的应用，需要投资者有内在的责任感和驱动力，也特别需要有来自于外部的约束和激励机制，政策指引的制定能够推动整个责任投资和公司治理策略的应用，可以从几个方面进行推进：

首先是完善上市公司自身治理，可以结合《证券法》、《公司法》等的修改，进一步完善《上市公司治理准则》，解决准则在执行中暴露出的问题，通过公司治理准则的完善推动上市公司治理的改进，特别是信息披露等。

第二是机构投资者方面，公募基金行业可以借鉴联合国关于责任投资的原则，还有近年来亚太国家在责任投资方面的实践，制定《机构投资者参与指引》等，进一步优化公司治理策略应用的原则、标准、流程，明确责任和义务，克服机构投资者存在的动力不足和利益冲突等问题。

第三是投资者本身也需要去关注公司治理，比如我们前面谈到的社保非常注重长期投资、价值投资，我们也呼唤更多的投资者树立这样的投资理念，特别是随着养老金制度的发展，公募基金将成为整个养老金的投资主体，我们在做好投资管理的同时也要思考制度建设中如何强化养老金对受托人在责任投资方面的要求。

第四是评级机构，外部评级机构要进一步完善评级制度和体系，强化基金管理人在公司治理策略方面的应用，包括可以设置责任投资奖项等。

第五是审计机构，可以结合外部审计对公司的内控评价，增加公司在践行公司治理策略、坚守责任投资方面的制度、体系和执行情况的评价等等。

法规体系的建立与完善需要循序渐进，现在我们刚刚起步，还需要各方面环境的逐步完善。谢谢。

艾哲明：非常感谢李董。高教授，您给我们在屏幕上面展示了一些数字，也就是说中国的国企还有私企，它们似乎在进一步完善公司治理方面还有很长的路要走，根据您在调查中所看到的数字，国企在自我约束或者是缺少动力压力方面，您认为分数比较低的原因是什么？

高明华：我们采用的评价标准是国际上先进的公司治理规范，包括《G20/OECD 公司治理的准则》这样的世界上通行的公司治理准则，当然，也考虑了中国的国情和法律。在评价时，我们对国有控股公司和非国有控股公司，没有区分不同的指标体系，指标体系是一样的。这种评价，不仅反映出国有控股公司和非国有控股公司之间的差异，更反映出它们距离国际先进的公司治理规范还存在很大的差距。刚才我们看到，中国上市公司中小投资者权益保护指数、董事会治理、企业家能力指数、财务治理指数和自愿性信息披露指数的平均值基本上都在 50 分左右，其中国有控股公司的各类治理指数总体上呈现一种下降趋势。那么，国有控股公司和非国有控股公司有怎样的区别？对于国有控股公司，来自于政府的行政管制比较强，尤其是把一些不规范的东西，强加给公司。公司治理靠什么？主要有两个方面：一是经济治理，靠经济手段来实现治理；二是靠法律治理，靠法律和规则来实现治理手段。但中国国有企业这两方面的治理都偏弱，市场化不足，资本市场不成熟，法律有很多空白和缺陷，所以主导的方式还是行政手段，即把政府的意志强加到了公司治理上。

这方面的例子很多，比如，董事和总经理的委任制、决策的报批制度，股东大会和董事会成了橡皮图章。再比如，党组织参与公司治理问题，现在政策文件中明确规定，要确立党组织在公司治理中的法定地位。这怎么理解？理解出问题，很容易回到行政治理的老路上去。毫无疑问不能靠修改公司法，因为公司法适合于所有公司制企业，它不是国有公司的公司法。怎么办呢？人们瞄准了公司章程。国有独资公司修改公司章程很容易，国有绝对控股公司修改公司章程也不难。但是国有相对控股公司，尤其是那些国有股比例尽管最高但绝对比例并不高的国有控股公司，比如国有股比例是 20%，又如果是上市公司或外资参与的公司，修改公司章程可能并不那么容易，因为非国有股份加起来远超过国有股比例，而公司章程一定要通过股东大会的才能具有法律效力。国企发展混合所有制，引入民间资本，也同样会遇到这种问题。这些公司修改公司章程，很有可能通过不了。公司章程修改不了，或者即使通过了，但是靠强权通过的，那么，即使有了党组织，即使党组织进入到了公司治理中，也难保它能够发挥作用，弄不好还会引起民资撤资，混改失败等大家不愿看到的问题。

更重要的问题是党组织参与决策问题。党组织参与决策没有问题，但如何确定决策失误或错误的责任却存在问题。如果是集体决策，决策参与者越多，就越不能明晰责任，责任越不明晰，决策的随意性就越强。所以，在党组织参与决策时，必须要明确一个责任问题，谁参与了决策谁都应当承担相关的责任，包括法律责任、民事责任和行政责任。如何明确？尤其如何把责任明晰到个人，这是我们下一步需要做的很重要的一个工作。

再比如国有企业的高管薪酬，十八届三中全会以来，靠行政手段一刀切地降低了高管薪酬，就像我们看到的高管薪酬指数，国有控股公司高管薪酬指数大大低于非国有控股公司，薪酬与贡献不吻合，结果国有企业很多人才流失了，这不符合市场原则。还有信息披露问题，我调查过很多国有企业，有的已经是上市公司了，但在信息披露时，必须先向国资委汇报，得到国资委审查和许可后，才向其他投资者发布。这就有失公司治理的基本原则了。

所以，我们怎么去淡化行政手段，强化法律的和经济方面的治理，应该是我们重点解决的问题，需要认真研究。

艾哲明：谢谢您高教授，我觉得我们的时间已经差不多到了，我这部分就要结束了，非常抱歉刚才两位发言人没有说话，但是我觉得刚才几位都谈到了非常好的观点，包括企业管理，我也希望大家可以带走一些信息回到自己的企业当中，有助于提升自己企业的管理，我们来感谢今天所有的参与专家，谢谢他们！谢谢大家！

主题讨论二

环境保护策略在投资中的应用

——推进可持续成长

王遥：今天非常荣幸能够作为主持人来参加这样一个非常有意义的论坛，首先自我介绍一下，我是王遥，来自中央财经大学绿色金融国际研究院，我们研究院的团队从2008、2009年开始就在做气候金融、绿色金融相关研究。今天重点是ESG，而我们的环节是环境保护策略。首先我们从国内来看，我们目前非常严重的环境问题，水、土地污染以及资源利用非常的低效，而且从国际层面上来看，国际减排的压力，因为我们作为最大的碳排放国，即使在美国退出巴黎协定的状态下，中国依然要坚守我们的责任，就是坚持我们的承诺的目标，所以这个其实都是未来会面临到的风险。

在这种情况下，我们怎么把环境保护策略能够应用到投资决策当中，我想是一个非常重要的一个问题，因此今天我们所请到的这几位专家有来自国内最大的公募基金管理之一的华夏基金汤晓东总经理，也有来自国际荷宝基金的缪子美缪总，还有来自证券公司资管的华融证券董事长高鹤，还有学者也是中央财大绿色金融国际研究院的专家施懿宸教授，还有MSCI的陈凯总，首先让五位专家从他们各自单位的角度如何把ESG策略尤其是环境保护策略在考虑到他们日常业务过程当中，然后我们才会问几轮的问题，所以我想请各位专家控制好你们讲的时间，每个人8-10分钟，首先有请汤总。

汤晓东：尊敬的洪会长、王院长，非常荣幸今天能够在这里和大家分享一下华夏基金在责任投资，特别是在环境策略方面的一些实践，也希望大家能够批评指正。

2017年3月，华夏基金作为境内公募基金第一家，加入了联合国责任投资组织（UNPRI），开始进行一些ESG方面的实践。UNPRI在全球已有1400多家机构参与，主要是一些追求长期回报的大型主权基金、养老金等，这些机构对他们的投资管理人要求。我们开始接触UNPRI团队，起因也是在我们的境外客户委托我们投资A股市场的洽谈中，很多国际大型养老金机构询问我们是否加入或实践了ESG投资。有些国际机构表示如果没有的话，就不与我们进行后续交流了，或者说等我们加入UNPRI之后再与我们谈判。实际上我们加入UNPRI一开始也是从商业角度考虑，但是加入了UNPRI后，在基金业协会大力倡导责任投资的推动下，我们也渐渐感受到：第一，国内ESG投资方面有很大的需求，第二，ESG投资也有非常大的发展空间，特别是在今天我们这个主题即“环境”方面，这是整个ESG里面最容易先走一步的领域。

ESG投资与华夏基金长期以来倡导的长期投资、价值投资、专业投资都是非常契合的，上午王忠民理事长讲到社保这么多年的投资回报非常好，一个主要的原因就是社保的考核周期是三年，是国内最长的，长期投资的要求能够促使我们基金公司的基金经理把握一些长期投资机会，而不是在短时间内追涨杀跌，长期来讲收益回报反而比较好。

前段时间基金业协会做了一个研究，自基金公司成立以来到现在，股票型基金的平均收益是16%左右，这个收益率非常不错。但是基金持有人的平均收益只有7%-8%左右，为什么他们没能获得另外10%的收益？主要是因为持有人往往在短期内追涨杀跌，丧失了长期持有带来的机会和收益。

对于我们公司在ESG，特别是在环境策略方面的实践，我举几个例子。第一个方面的实践是我们的行业基金、主题基金。比如7月份我们马上要发行的华夏节能环保基金，它的投资范围主要是前端的清洁能源、中端的节能降耗和后端的治理机会，我们这只行业基金专注于节能环保的投资，股票投资比例为80-95%，其中节能环保方向的投资比例不低于非现金资产的80%。

另外，前几天我们刚刚完成华夏能源革新基金的募集。大家知道最近中国A股市场股票比较低迷，但是我们也募集到了近15亿元人民币的规模，在这样低迷的市场中，一只纯股票基金能募集到这么大的规模，第一是表明大家对华夏基金投资管理能力的认可，但我想更重要的还是大家对能源革新、环境方面投资理念的认可。我也简单介绍一下，华夏能源革新的股票投资比例为80-95%，其中投资能源革新主题相关证券的比例不低于非现金基金资产的80%。这只基金投资第一个领域是新能源产业，包括新能源汽车、太阳能、光伏、核电等；第二个领域是受益于能源革新的行业，比如一些从传统行业向新能源行业逐步转型、从产业升级消费模式的转变中受益的上市公司；第三个领域是受益于新能源推广以及服务的公司，比如说为新能源行业提供融资服务的上市公司，或者为新能源产品销售提供支持的商业贸易及物流公司等。

我们在行业基金领域的ESG实践上做了一些布局，内部我们建立了自己的环保指数，涵盖了节能环保行业等大约70多家上市公司，按照市场的市值权重加权。自2013年以来，该指数与沪

深 300 指数相比有比较明显的超额收益。此外，我们在产业链内进行了一些深度细分，找出领域中高成长、低估值的一些细分行业。我们认为，就目前而言，ESG 投资中“环境”应该是最容易获得超额收益的，这是一个既做了好事，又能获得很好收益的投资主题，所以我们加大了对这方面的研究。

第二个方面的实践，是刚才向大家介绍的，我们服务于境外主权基金、养老基金的 QFII 团队的实践。我刚才看摩根士丹利华鑫基金，还有其他的兄弟公司都介绍了自己的方法，我们从行业配置到个股选择也都有自己一些不成熟的做法。比如行业配置，我们对每个行业的配置可以有一定的偏离，我们的研究团队、基金经理对某个行业在指数中的比例配置是可以不一样的。在这个基础上，我们又加入了一些 ESG 的考量，对于一些受到环保政策压力或者存在潜在治理成本、未来可持续盈利能力受影响的行业，我们可以进一步进行根据 ESG 进行配置比例调整。个股方面，我们也会按照 ESG 和一些系统的研究机制进行评估。比如对于低估值、高分红、成长性强的 VPS 投资策略，在这一策略中我们除了用传统方法选股外，在加入了 ESG 考量后，我们会对投资标的进行重新排序，重新调整投资比例。

我们主要用两种方法对单只股票进行调整，第一种方法是把它的环保治理成本纳入公司盈利的计算中，参见左边的这种调整方法。第二种方法是在传统的 DCF 的方法中调整折现率，我们根据三个不同因子进行打分，调整后得到一个新的折现率，用这个折现率来进行估值计算，这样希望能够达到像上午于华董事长介绍的，通过 ESG 对上市公司估值评价进行一次新的调整。

通过 ESG 筛选后，我们把标的分成三个不同类别，A 类是最终可以纳入投资标的的个股，B 类是暂时还不能纳入的个股但存在一些可发掘价值的机会，C 类是最后被排除的个股。对于 B 类股票可以做很多事，比如说基于基金经理对资本市场的见解，为这些公司在环保、社会责任，特别是公司治理方面提供一些建议，可以通过股东大会的途径与公司进行沟通，协助这些公司释放价值，最后还是能够获得超额收益。

最后给大家介绍一下我们未来在 ESG 责任投资方面的一些布局。第一，还是新产品的研发。我们意识到中国 A 股市场中广大投资者对环境、社会责任、公司治理方面非常关注，比如刚才我提到的能源革新基金发行就得到了很大认可，大家都很关注很认可这方面的投资机会，我们将来还会开发新的产品投资于相关领域新的投资标的。我们还希望设计一些新产品，将其管理费收入的一部分投入到绿色环保的公益事业上来。另外，在投研方面，我们将进一步深入研究 ESG 投资的有效性，上午摩根士丹利华鑫基金提到他们已经做了比较全面研究，我们也希望做进一步更深入的论证和研究。

第二，我们将引入一些新的分析方法和打分评估体系。目前 MSCI 在 ESG 方面有自己的指数，SP 公司也有，我们觉得这些分析方法在与中国本土融合方面还有一定空间。一会儿陈凯先生会介绍，

这些分析对同时在 A 股、H 股上市的公司表现非常不错，但是对于只在 A 股上市的公司，MSCI 可能还只是刚刚布局，所以我还是希望呼吁能有一个被整个行业接受的 ESG 评估体系供投资人参考。

最后，是根据客户的需求引入第三方指数。比如，我们将与国际和国内有影响力的指数提供商进行合作，为在海外有影响力的我们的客户提供基于 ESG 投资的主动投资和被动指数投资的产品。

以上就是华夏基金在践行 ESG 投资方面一些小小的实践，也希望大家批评指正，谢谢大家！

王遥：汤总刚才给我们介绍了华夏基金不仅是他们目前已经有相关的产品，而且还把 ESG 也纳入到了估值评价之中，而且也提了一些很好的建议。下面想有请华融证券的副总高鹤总，想请你从证券的资管业方面讲讲你们是怎样来把 ESG 策略融入到你们的投资决策当中的。

高鹤：尊敬的洪会长、张会长以及在座的各位领导，很高兴能够有机会来参加这个论坛，和大家一起来探讨 ESG 投资理念或者说可持续投资。借助这个机会，我报告一下我们华融证券关于可持续投资的想法，以及我们在投资过程当中的一些实践。分两个方面，一个是关于可持续投资我们是怎么看的，然后在可持续投资方面我们做了哪些事。我们认为可持续投资是真正的以价值发现和价值创造为核心的投资。大家都知道，投资实际上是把有限的资源分配到不同的行业、不同的领域的这么一个过程当中，以达到资本的增值的目的。在分配这种资源的过程当中，你把 ESG 考虑进来那就叫做可持续投资，这个时候实际上是你在做投资的时候是要选择这家企业是否是真的为社会创造了价值，是否真的为体现公平性，考虑了社会的可持续发展等等这些因素，实际上基于这个理念构建出来的投资组合就具有财务性和社会性的这么一个特征。所以我们认为可持续投资是真正的一个价值创造或者是价值发现的这么一个过程，这样如果你有了这么一套理念，这么一套逻辑思维来考虑你的投资，你自然而然就会建立起相应的自己的白名单和负面清单。

实际上，我们的基金业协会在引导证券行业证券公司做投资的时候就有这样一套理念，比如说资产管理的八条底线，就有一条，严禁投向两高一剩行业，这也是践行可持续投资的一种理念。还有可持续投资有它自身的社会影响力，能够引导社会资源投向正能量的行业。另外，你一旦践行了把 ESG 纳入到整个投资考评评估体系当中去，自然而然要走一个长期型的投资逻辑，追求的是一个长期回报，可持续的股东价值，所以在我们的理念当中，可持续投资它实际上就是一个价值投资，是价值发现和价值创造的过程，这是第一点。

第二点我们认为可持续投资是保证投资取得理想财务的关键之一。我们知道，党中央提出中

国经济的发展方向是绿色、创新、协调、开放、共享，上午很多领导也都提到这个，这个绿色、创新、协调、开放、共享是经济发展的内在要求，投资是要符合经济发展方向的，是要符合社会发展的要求的，而经济发展的内在的要求就是必须做这种可持续的投资，还有一点你只有真的把这种环境保护、社会责任、公司治理等等这种表现良好的企业纳入到白名单当中，你才能够真正地起到规避风险的作用，所以 ESG 可持续投资是我们规避风险的一个有效手段。

如果一个企业它在环境保护方面做的不好，在社会责任方面做的不到位，缺乏透明的公司治理，那你投资这种企业有可能就会碰到黑天鹅等等各种事件，所以说你只有遵循这种可持续的投资方式和理念，才能够真正做到风险的规避。

另外，可持续投资领域规模巨大。因为我们这个板块讨论的是一个环境与可持续投资，我们也做了一个初步的梳理，现在中国的 A 股上市公司中一共有 93 家环保类的上市公司，总市值已经达到一万亿左右，所以说这个领域实际上是巨大的，这是存量。实际上，增量，在环保领域的投资，未来我们是认为有过万亿的投资规模，这里面也会有足够好的标的进行选择。以上是我们关于可持续投资的想法，一是价值发现和价值创造的过程，二是保证取得良好回报的关键因素之一。

在实践方面，我们现在华融证券资产管理业务现在管理的整个资产规模是三千亿，我们基本上是坚守研究 + 投资，通过研究来发现价值；投行 + 资管，就是基于 ESG 发现了具有成长价值的标的，然后通过投行的手段来整合提升价值，通过赋能式的投资，改善公司治理协助企业创造价值，基本就是基于这样一个逻辑和投资理念来做投资，主动管理现在规模大概是 1800 亿左右。

这是我们的一些荣誉，不做过多的介绍。实践案例，我们在 2016 年和北京环交所做了一个碳排放的交易，实际上碳排放领域就是典型的环境交易策略，现在全球一共有 30 多个碳排放市场，中国从 2013 年开始已经 7 个省市开始试点这种建立了碳交易所，根据世界银行的研究，到 2020 年，整个碳排放交易的市值可以达到 3.14 万亿美元，会超过石油，成为世界上第一大的交易商品。中国是 2013 年碳排放交易量已经达到了 97 亿吨，占碳排放的 27%，全世界的 1/4，基于这个巨大的市场，2016 年我们和北京环交所搞了一个蓝天碳交易项目，参与北京地区的碳配额交易，这个在中国刚刚起步，效果非常好，我们是去年 6 月 2 号开始做的，到今年正好差不多一年的时间，我们通过协议转让、线上交易等开展了多笔的二级市场的碳配额，现在年化收益率有 20% 多。所以，碳排放领域坚持价值投资的理念还是可以获得丰厚的回报的。

第二，在选择服务对象的时候也是基于将环保、社会治理、财务因素结合在一起选择我们的服务对象，这里面给了两个我们的例子，一个是我们参与定向增发的，在选择这家企业就是因为企业进行主业的转型，由一个医药企业变成太阳能，以太阳能为主业的这么一家公司，它当时有配套融资。还有两个就是一个在工业环保，还有资源利用方面的承包商和工程商，我们为他提供股票质押和过桥融资等等这方面的服务。

基本上我们在做这些事情的时候有一个发现，当把这个 ESG 因素考虑进来，来考评这个企业的运营，基本上会让你的投资变得风险可控，收益可获。就简单介绍这些，谢谢大家！

王遥：谢谢高总，特别高兴听到他说他们已经有基金在去购买二级市场配额，要知道中国的碳市场最大的问题就是流动性，没有太多的投资者在进行平台的交易，因为今年开始要健全全国碳市场，希望华融继续成为全国碳市场的投资者。下面我们请施懿宸教授来给我们介绍一下受绿金委的委托我们环境压力测试，资管业的环境压力测试，请施教授。

施懿宸：首先自我介绍一下，我来自于中央财经大学绿色金融研究院，我在绿色金融研究院主要负责两个项目，第一个项目就是环境压力测试，第二个项目就是绿色股票指数，等一下会跟各位做一点介绍。

首先我们要非常谢谢绿金委的马骏首席经济学家，他给我们这样一个机会可以做这一份我们觉得非常有意义的环境压力测试报告，然后还要感谢中国证券投资基金业协会洪磊会长，给我们这个机会把我们的报告在这里做一个展示，大家手上拿的这份报告是基金业协会帮我们印的，如果我介绍的不清楚的部分可以看你手上的报告，还有一个三页纸的单页介绍，那是因为我们刚从欧洲回来，我们去欧洲跟一些机构做介绍压力测试和指数的时候他们的机构法人比较喜欢看一张纸的介绍，所以我们写了英文的介绍进而变成中文。

首先跟各位介绍一下环境压力测试的重要性。今年在德国汉堡召开的 G20，核心主题就是两个，环境信息披露和环境压力测试。我们发现现在国际上有关环境压力测试大都注重在银行业的信用风险，对于资管业的资产组合的价格风险，也就是市场风险的研究非常少。所以我们做国内资产管理业的压力测试是非常有价值的。

现在资产管理业在考虑资产的收益率的时候很少考虑环境风险，即使考虑环境风险可能也都是定性的，也很少量化到所谓的我们在学术上的资产定价理论，也就是说很难量化环境风险对资产收益的影响到底是多少。所以我们的方法学解决的是当你在做投资决策、建立、资产投资组合的时候，你应该如何考虑环境风险。

我们稍微定义一下所谓资产管理业的压力测试的方法学，这方法学主要两大部分。第一大部分最主要是在资产的定价模型里面纳入了一个环境风险，也就是把环境风险量化在资产的定价模型里面，在模式里找到影响收益的因子；二是通过把环境和财务的专业性结合到一起，对环境风险进行精准定义和量化。第二是模型与方法学要正确，要做量化模型，不是打分模型，所以它的实证结果数字要非常的精准，它用到很多统计学的方法、计量的方法。

所以，第一个敏感性分析就是拿着一些历史的资料去建模，然后所谓的环境压力测试现在在国际上最常用的就是假设未来的情景。他们跟我们最大一个差异就是他们没有先建模，他们假设未来的情景有可能是比如说旱灾发生、碳价格上升，把它做现金流量折现 (Discounted Cash Flow)，国际上最常用就是这个方法但是这个方法的重大问题，它的折现率怎么调整？如果你今天没有纳入环境风险，基本上你的折现率是错的，也就是说你的现金流考虑的环境成本，但是折现率风险没有考虑，但是如果你已经在分母已经纳入了环境风险，基本上你已经做了环境风险的量化，所以现金流量折现基本上是一个延伸的产物，不是一个最原始的产品，所以我们最原始的产品是先建模再找未来的情景分析，然后有可能对于股票债权股权价格变动对它未来可能最大损失做所谓的这个衡量。

我们应用什么样的模型计算未来情景可能损失的风险，如果各位对银行的压力测试很了解的话，银行的压力测试最主要用的就是一个风险值 (Value at Risk)，这也是我们最后我们的方法学是可货币量化，也就是到底可能的最大损失是多少钱。

为什么要做这件事情？因为其实在国际上大家很常见的一个名词叫做搁浅资产，所以只要油价大跌自然有搁浅资产，所以这个当然还有一些例如说在国内最常见的就是最近这两年的钢铁业，这两年钢铁业都大跌，基本上这就是在政策或者是环境风险产生的时候所产生的搁浅资产，因环境风险大跌。

我们的创新主要三点。第一点就是真的在国内没有做所谓的资产管理业的环境压力测试。第二点是我们的方法学最主要强调的是资产价格的波动也就是价格风险，而不是现在所谓国际上的信用风险和比较难处理的现金流量折现。第三是结合了敏感性分析与所谓的情景分析，用历史资料建模，再假设未来的情景算出它最大可能的风险值。这是我们简单的模型架构，用沪深 300 数据，未来我们还可以做富时指数与沪深 300 指数做比较。

在我们的报告里面最主要做了三个环境风险，第一个环境风险就是碳市场。第二个环境风险是水压力测试。第三个是环保的处罚，未来环保会加强察核，所以这个风险会升高，另外没有在报告里面的是大气风险，上周刚刚做完。下面我们看一下模拟沪深 300 的实证结果。我们发现碳上涨一倍，沪深 300 的市值下跌 10% 的可能性有 5%。但这个 5 个百分点机率可能很多人会没有感觉。因此我们模拟了 20 百分点、30 百分点、40 百分点所产生的风险值，同时假设碳价格上涨十倍，为什么十倍？其实十倍是保守的，2016 年世界银行报告认为如果要达到所谓的巴黎协定，2030 年碳价格一吨至少要 80 块美金到 120 块美金。国内现在的碳市场平均价格一吨大概 20 块人民币，基本二十几倍，但是我模拟的是十倍，在十倍的时候基本上你会看到十倍的话有 20% 的可能性沪深 300 市值下跌 17 个百分点，30% 的可能性下跌 10.35 个百分点。

接下来是水压力的部分，实证发现一样会造成沪深 300 市值的下调，但很有趣的是，有些股

票收益率是上涨的。我们的方法学不是只能衡量投资组合，个股也可以，所以个股的收益率每个人的贝塔值是不一样的，水旱灾的时候指数会上涨，水资源里面有很多股票我不具体举例子了。

再一个就是环保部分，环保部分基本上对所有的股票都是下跌的，基本上这个部分我们也做了环境压力测试的部分，很快最后提一点也就是环境压力测试的意义在哪里？就是让所谓的资产管理公司了解自己投资组合的环境风险，了解你的风险以后你可以什么都不干，但是如果你觉得环境风险太高的时候，你想要从比较棕色的资产转为比较绿色的资产，这时候怎么办？这时候我们做另外一个东西就是有关绿色股票的指数，我们有一个方法学，等一下有机会和各位提一下，基本上我们也编制了沪深 100，也就是沪深 300 挑出沪深 100 的绿色股票，这个从 2011 年的 9 月到 2016 年的 6 月，因为回测的结果到去年 6 月，沪深 300 的一块钱到 2016 年的 6 月是 1.3 元，当我们选出来的叫沪深 100 的绿色领先股票基本上是接近于 2.6 元，基本上高于沪深 300 指数的收益率将近一倍，你问我为什么，最主要的原因就是在沪深 300 里面有 52 家是两高一剩的股票，过去这两年绩效是非常差的，而且因为政府政策支持绿色项目所以绿色收益率是节节上升的，所以这个结果也不能不让人家意外。

之后会做深港通的部分，这部分已经在做，等一下有机会介绍一下我们的方法学。展望未来，我们想做什么事？第一个，做完的沪深 300 帮华夏做了一个投资组合，我们其实想要做的就是行业压力测试，在我们与一些基金公司的投资总监聊的时候，他们其实除了在意风险之外，他们更在意的是投资机会，所以其实现在的行业报告是没有放进环境风险的，但是环境风险是两面的，所以我们想做行业报告，针对水资源的股票。当然这部分我们这个方法学除了对股票以外，我们稍微调整一下可以做私募的股票，但是私募因为有数据取得的困难，所以也欢迎各位在座如果对我们的方法学有兴趣，我们其实可以帮你做一个私募的环境压力测试。

研究的进展就是最主要的绿色股票指数的这一个方法学，现在只做沪深 300 和深港通的部分，因为这个方法学最主要想推到国际上，在国际上它非常在乎的很重要的几件事情，沪深 300 和深港通可以买到，在 ETF 之间可以做对冲套利，对短期投资人是很重要的，我们不希望做对冲，希望绿色投资人是可以长期持有的。第二个是他们希望是要透明度高的，沪深 300 和深港通是透明度最高的，第三个是流动性，这个也是流动性最高的。

第三个就是 ETF 产品的多样化，所以基本上可以做反向的 ETF，所以这是我们目前已经做好的部分。下一阶段想做什么？下一阶段基本上希望把上市的三千家公司，如果我们可以顺利地用我们方法学把它评完，基本上我们就可以给上市的 3000 多家公司给它做一个绿色评级，但目前就我们在英国跟 S&P 聊的过程里面，他们很难把绿色评级放在信用评级里面，他们其实也没有什么竞争优势，因为他们的竞争优势在信用风险的评级，绿色评级基本上他们也刚开始而已，所以中财绿金院希望可以做这样的学术上的研究。

王遥：谢谢施教授。下面有请荷宝基金的缪总介绍一下荷宝在责任投资，特别是环境保护策略方面的举措。

缪子美：谢谢，各位嘉宾、各位朋友，我想简单介绍一下荷宝。荷宝是公募基金，也是一个百年的老店，我们的全球管理规模约两万亿也是全球资产管理管理的十大品牌之一。1999年开始，我们已经将ESG纳入基金的投资流程当中。2006年，荷宝作为创始的会员加入了联合国的责任投资原则组织。今天我主要介绍一下荷宝在责任投资方面的实践和我们的一些见解。

有关绿色投资，我认为首先，绿色投资充满投资机会。我们看到中国在新能源汽车、可再生能源、环保方面、污水处理、大气处理这些领域都在高速增长，中国政府也给予了许多国家的政策红利，投资机会很大。

第二，将ESG纳入了整个投资流程必须要有一个信念，就是通过引入ESG可以带来投资正回报。那么我们是怎么样将ESG纳入我们的管理里面？有三个步骤。

第一步是找到最有效的信息。我们就通过一个姊妹公司做了一个规模很大的数据库，目前已经开发了三千家公司的数据，中国有大约300家。第二步是将ESG的分值纳入投资流程。第三步是我们对公司进行持续跟踪，进行密切交流。有关建立数据库，在左图可以看到我们一个公司在三个维度，E、S、G三个维度都有很大的评分的机器，得到每一个公司的评分，然后将这个评分和同行比较，也跟其他国家的同行比较。然后，通过这样的一个分析，我们就可以了解到有什么需要改善的地方，而且就是每一个行业也有它独立的一个特定的一个特征，我们是考虑进去的。这是化工行业的一些特点，我们将ESG因子通过两个维度来进行分析，第一个就是ESG因子对它的影响程度，第二就是影响的可能性，通过这两个维度的分析，我们发觉在化工行业，环境管理是最重要的也是影响最巨大的一个ESG因子。所以，我们就将我们的精力放在这里做调整。

这里，就是我们整个数据库里面中国的企业和全球的企业在ESG方面的评分是怎么样的，可以在这里看到中国的企业平均来讲落后于其他全球企业25%，而且在环境保护因子里面其实我们的评分是比其他更低超过50%的，这一方面是有很大的改善空间。

我想也通过介绍我们的一个案例，这个就是我们最后一步就是跟公司进行沟通，跟公司很直接的沟通。在全球的范围内，譬如说在欧美大企业都已经很习惯跟投资者进行ESG方面的沟通，但是在中国无论是一个很大型企业，我们过去几年有做ESG的企业都蛮多的，譬如说三大油公司，还有就是电信行业的龙头。这些企业里面也有互联网公司的一些龙头，我们都有跟他们做过深入的关于ESG的一些交流给他们我们的一些意见，其中这样的例子就是有一个石化公司他们发生了意外，但是很可惜公司领导层在发生这个意外以后没有很透明地解释这个是什么问题，我们作为股东在发生这个事情的时候直接与公司的管理层沟通，告诉他们我们提供一些资料给他们，在一个全球

范围内如果有同样的事情发生的话，其他的国际公司是怎么样处理的，是有什么样的跟股东的交待。经过很多次的交涉以后结果这个公司就听取我们的意见跟投资者有直接的沟通，提供了很多的信息，然后在他们的内部风控还有信息披露方面都有一定的改善，自此以后这个石化公司在投资回报方面给了我们很好的回报的，这个例子就可以令我们就是相信在中国其实可以引入 ESG，第一就是要引入的话我们总结有三个重点，第一就是要长期地投入，我们已经在 ESG 方面的投资有 18 年的经验，然后慢慢积累了一些经验和数据帮助我们做更好的投资。

第二点就是我们认为在 ESG 方面如果引入投资的流程的话可以带来正回报。第一就是集中在一些绿色有关的行业，第二就是引入一个投资的流程。第三我们觉得只有将资料信息化、量化，不能停留在概念的讨论，要建立一套完整的系统才可以推进 ESG 投资的发展，我们希望通过在中国的参与能够推动 ESG 在投资方面的运用，谢谢各位。

王遥：谢谢缪总。

汤晓东：我觉得在国内做 ESG 投资最大的一个难点就是跟投资人去解释这到底有没有超额收益？因为我们的投资人还是很实际的，我们与他们沟通的结果很多人就说投资人资产管理人你们做你们专业的事情到全市场去找超额的收益，而至于社会责任的履行是由我们自己来做的，你帮我赚钱然后我自己用赚来的钱去做决策和社会责任做慈善工作，这个逻辑是非常清晰的，也是无可厚非的。

所以，这里面就是最难的解释就是说如何又能够践行 ESG 投资，同时给投资者带来超额的收益。上午于华董事长也介绍了在 A 股市场社会责任方面有一个负的回报，但是在 ESG 里面我们认为环境是最容易又能够履行 ESG 环保的社会责任，同时给大家带来超额收益的，因为环境保护成为中国的国策包括去年国务院年底的时候发了十三五生态环境保护的规划，以及今年的政府工作报告都对环保提出了新的要求，那样在这些环境保护标准包括设备的更新，新的技术方面非常好的投资标的优秀的上市公司，在整个中国增速放缓的这种环境下面，它还是有很好的这种增长空间的，所以我们是觉得至少在环境保护和环境保护相关的这些行业里面的话在短期能够把这些业绩做出来。

王遥：高总您有什么见解？

高鹤：在中国的短期化收益和我们这种走价值投资也好、长期投资好是一个长期稳定的收益，但是中国在这个资金环境、资金端的包括投资者的教育这方面都还是还有一个过程，资产管理人压力最大的在这里，你可以按照 ESG 的方式去选择优秀的投资标的，但是优秀的投资标的都需要一个长期的相对稳定的，但是资金端希望短期、高额的回报这是我们面临的压力。

王遥：我想请问缪总，我去年3月份的时候我参加过一个以主权基金为主的研讨会，当时我问了一个问题，因为他们都是要减碳以减碳为目标未来做相关的投资，但是我问了一个问题就是各位在他们的投资组合当中有多少比例是投向可持续投资的？或者说责任投资也好绿色投资也好，但是当时没有一家机构能够给我一个确定比例，您从一个国际老牌的资管机构来看，不管是国际来看、中国来看这里面的问题是什么？

缪子美：首先我们在投资管理方面设有一些等级，我们有一些基金就是完全按照 ESG 的投资的方法流程和理念来设计的，然后也有另外一类大多数就是将 ESG 作为其中一个讨论的标准。我管理的基金就是这样的，就是将 ESG 容纳到经营管理的整个流程当中，我们遇到的问题是怎么样？第一就是现实，在中国虽然我们覆盖大中华地区覆盖 300 只股票，但是在中国有这么多股票，然后信息的提供不是很完整，所以要改善的话可以就是从不同的参与者来解决，第一就是监管，在海外很多的监管机构都会规定有 ESG 的报告和披露，第二就是投资人我们作为一个投资人要推动关注 ESG 的一些问题。第三就是媒体和社会都会要做一定就是对公司有一定的监督。

王遥：好！我们的专家回答的都是非常言简意赅直击要点，施教授，其实刚才各位业内人士都谈到了我们在做 ESG 投资的时候是需要有超额收益的，事实上现在我们如果说要推动绿色转型的话，我们其实还是确实有大量的绿色类的项目，事实上可能是在短期内是没有超额收益的，如果是这样的话，这个问题怎么去解决？也就是说可能这个问题再扩展一点，我们的政府、我们的机构资管公司也好、发行人或者投融资的需求方以及中介机构或者甚至是我们的学者都应该要去做一些什么，让大家知道有超额收益的责任投资应该去支持，同时没有超额收益的投资也是应该想办法支持的。

施懿宸：我大概提两点。第一个就是如果高起的方式政府应该鼓励绿色投资，最好的就像地上的社保基金如果做多一些 ESG 绿色投资基本上它会把市场带起来。另外一个就是不管是 ESG 或者是绿色，基本上都有信息不对称，所以投资的可能不是对绿色或者 ESG 那么了解，所以我们基本上需要多一些，不要说教育投资人，而是应该提供更多信息给投资人，这样子的过程里面其实

不管是 MSCI 的陈总还是其他人，我们为什么要做一些绿色的方法学的指标体系？或者是之后可能做 ESG 的指标体系？基本上就是希望有一个第三方提供一个相对独立的专业性，然后给不管是资产的管理者做投资也好或者是投资人也好，可以去了解这些股票到底是不是 ESG 表现比较好，或者真的是绿色表现比较好，然后在这个过程里面要让它了解这个收益的长短级的差异，还有一个很重要的就是我觉得刚刚缪总提的很好，ESG 是一个风格投资，基本上它其实就是一个聪明的贝塔，所以如果你在 ESG 里面找到一个 ESG 交易策略，基本可以提供一个相对比较好的收益点，我觉得这个是可能要在投资人做一个推广。

王遥： 还有其他专家对这个有所补充吗？像汤总，您觉得呢？对于没有超额收益但是这些投资事实上很值得倡导的，比如说我们一些周期相对比较长的，而他们所带来的回报可能短期内也不会很高，从这个角度来讲我们的政府或者其他机构可以做一些什么？

汤晓东： 我觉得刚才 MSCI 的陈总讲的非常好，这里面有一个长期投资，就是投资周期的这么一个问题追求短期收益的话可能在社会责任方面短期做的很好也不会给很好的收益，长期来看在社会责任做的比较成功的一个企业实际上是一个可持续发展的这么一个企业，那么对于长线资金长期稳定的资金比如说社保的资金、企业年金的资金，协会正在倡导的个人养老的资金都是非常长线的资金，这些长线资金的话是很适合投资于这些社会责任、公司治理比较好的标的，通过这种长期可持续的发展给投资人带来这种超额的收益。

王遥： 好！高总您的观点呢？

高鹤： 我觉得从政府的角度还需要解决的一个问题其实要严格，当然我们这种社会从投资界建立这样相应的投资体系和投资标的，但是确实存在，短期里面某些企业会利用环境代价甚至包括这种不脱贫的方式，这些方面需要整个政府的执法完善，这一点很关键，否则的话要真正地推动 ESG 的这种投资模式，没有相应的执法到位，没有相应的社会评估体系的到位就会有企业不去做这些事，然后短期还可以获得超额收益，资金是逐利的，从投资者的角度会有可能优先选择这种模式，这可能是政府或者是协会希望再进一步推进的一个重要的工作。

汤晓东： 我想补充一下刚才高总讲的非常有意义，就是执法在环境保护方面一些惩罚，包括一些其他政策比如说将来按照巴黎协定，如果碳价格五倍、十倍的增长，这些都是有可能的，这就是为什么华夏基金愿意参与中央财大的压力测试，因为这些事情的话不是说离我们很远，有可能离我们非常的近，因为随着刚才我在讲环境保护已经纳入国策了，从政策层面的话很有可能就比

如说对环境污染的处罚力度会非常的大，比方说对水资源的需求要求可能是水的资源价格会提高，包括碳排放的价格会增长的很厉害这些都有可能从政策层面制定出一些细则，那么一旦出现这种情况的话，我们需要知道因为我们也想建立一个百年老店，所以我们也想知道这种政策层面的不同的压力测试情况下，我们现有的这些投资组合是否会有受到影响？受到什么样的影响？所以我觉得王院长你们做的这个压力测试确实非常的有意义，而且对我们来讲的话是第一次，因为我们知道是有影响的，但是到底影响多大？到底是碳价格涨了十倍影响大，还是环保处罚的力度增加多少倍对我们的影响大？这是第一次让我们通过一个量化的框架能够知道哪些风险对我们的影响是有多大有多少。

王遥：非常感谢。

缪子美：我有补充，其实在中国也有一些好的进展的例子，就是在造纸的行业，我记得十年前很大的企业都会犯一些环保的问题，因为当时就是犯法的成本太低了，过去两三年整个造纸行业发生很大变化，原因就是政府抓紧了环保方面的要求，很多的小企业退出市场就是因为环保成本太高，然后留下来的都是大企业，然后这些大企业因为过去犯了一些错误受到一些惩罚现在也不犯，他们就成为了这些行业更好的标准。

王遥：非常感谢各位专家刚才提的很好，还要感谢汤总对我们的肯定，我们也希望有更多的公司能够认可我们的这个方法学来跟我们一起合作。我们其实今天已经进行了蛮充分的讨论，但是事实上专家们肯定还有很多的观点没有充分地沟通到，我们在后面还可以再进行交流，我想我作为主持人稍微做一个简单的总结。

我们要推动责任投资，目前我们还需要做什么？第一首先认识到我们要让投资者意识到投向这个领域，投向绿色低碳的领域是有收益的。另外就是现在还缺的是信息，我们信息披露是不够的，所以希望我们的政府部门能够推动强制的环境信息披露，另外还有就是要构建一个行业的标准，所以这是我们协会目前正在做的事情，当然很重要的一点就是目前我们的环境违约成本太低，正因为很低无法成为把它内生化为我们考虑投资决策的一个风险，所以说需要法制体系的完善以及整个社会评估体系的到位。

今天我们第二个环节就到此结束，感谢各位专家，谢谢各位！

主题讨论三

社会正义策略在投资中的应用 ——推动企业健康经营环境建设

陈春艳：尊敬的各位来宾，非常高兴大家欢聚一堂讨论 ESG 投资，刚才张小艾副会长已经介绍了在座的几位嘉宾。本轮由我来主持，请允许我在主持之前，首先介绍基金业协会最近一个关于公募基金履行社会责任的实证研究分析。由于时间关系，我只做简单介绍，欢迎大家指正。

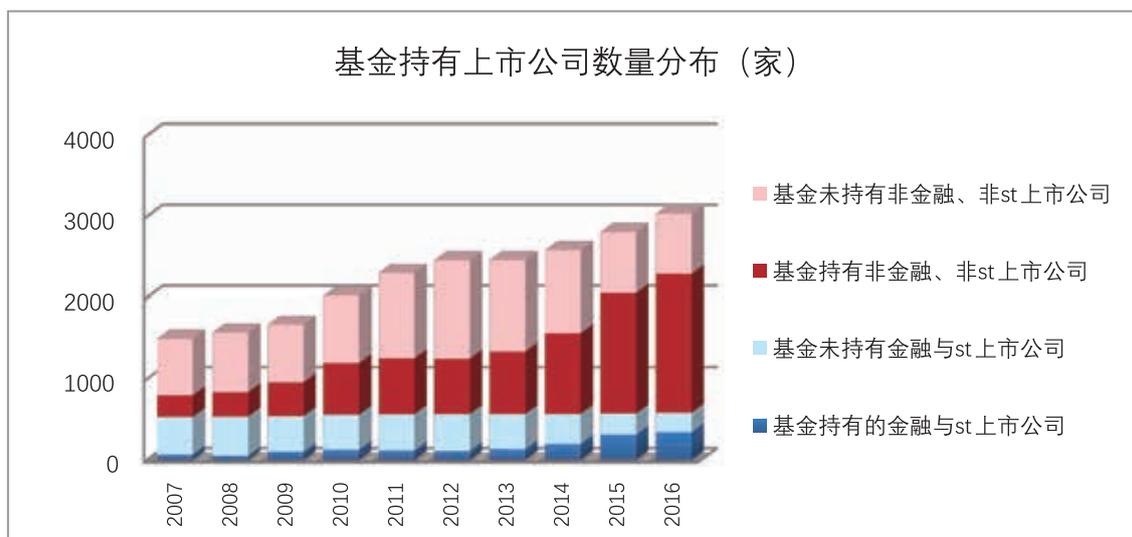
我主要从五个方面进行简单阐述。一是 ESG 发展概况，今天的会议已经对 ESG 发展做了一定的总结和精彩发言，主要境外机构也已经对 ESG 进行了非常详细的研究，基于前面的背景铺垫，进入到我们这个环节，主要是讨论 ESG 在投资方面的应用，因此协会进行了公募基金 ESG 的实证分析。从前面研究可以看出，绝大多数金融机构在进行“社会 S”议题的责任投资时，使用的主要指标体系还是一些非财务指标，主要考虑劳工、健康和安安全、人权和社区、产品责任、人力资源等几个方面。从国际发达国家的情况来看，公司治理结构比较完善，信息披露、投资者保护等各项机制比较健全，因此对人权方面的重视程度更高；而且 ESG 的发展主要依赖投资者自下而上的市场自发性行为，在这种背景下，“社会正义 S”的标准更加强调企业经营的社会外部性以及对人的重视。

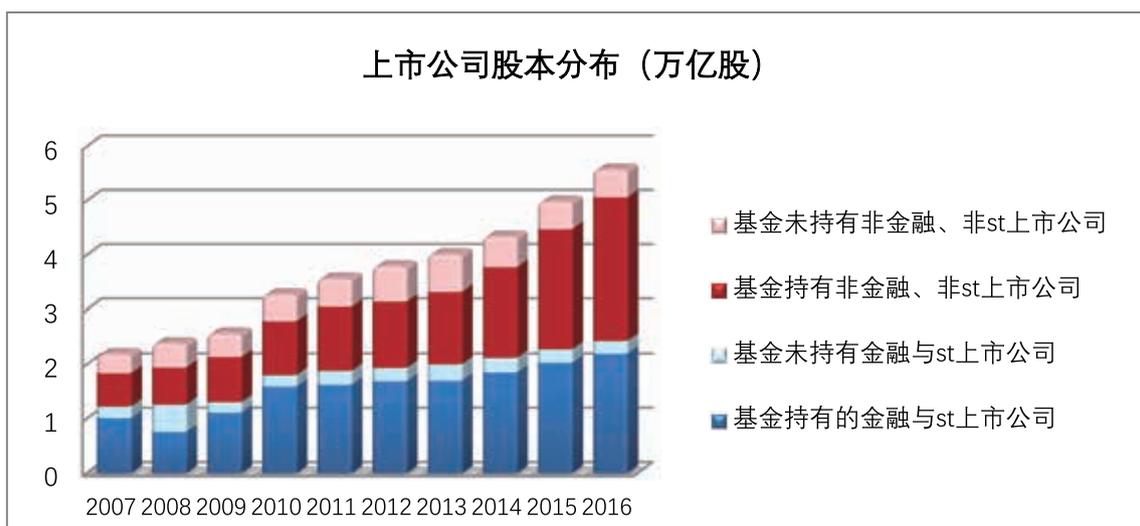
但是，我国的资本市场与国际发达国家相比，还有一定的差距。当前，我国尚处于社会主义发展的初级阶段，经济发展处于调整转型时期，ESG 发展的外部环境有待改善，有关 ESG 方面的信息披露有限，信息披露质量不高。在这种大背景下，我们做“社会 S”议题的研究时，除了考虑国际惯例中的非财务指标，还希望引入一些财务指标，以适应我国现阶段社会环境、资本市场结构的特性。在我国散户化特征明显、尚不成熟完善的资本市场机制体制下，企业要履行“社会正义 S”方面的责任，首先面对的群体应该是广大投资者，特别是中小投资者，只有企业自身经营良好，实现正常分红，为社会带来投资价值，才能为更高层次的“社会正义”贡献力量。所以协会进行公募基金履行社会责任的研究是从以下几个方面入手的。

首先我们引入了三个财务指标。第一个财务指标是投入资本回报率，第二个指标是现金分红，第三个指标是企业自由现金流量，这三个指标可以反映企业的经营状况以及对内外各主体、对社会的价值贡献大小。如果上市公司这几个指标表现良好，就说明企业对社会责任贡献度大，而基金公司选择指标表现良好的上市公司进行投资，就说明基金公司体现出了社会责任投资，这是我们研究的一个前提和逻辑。

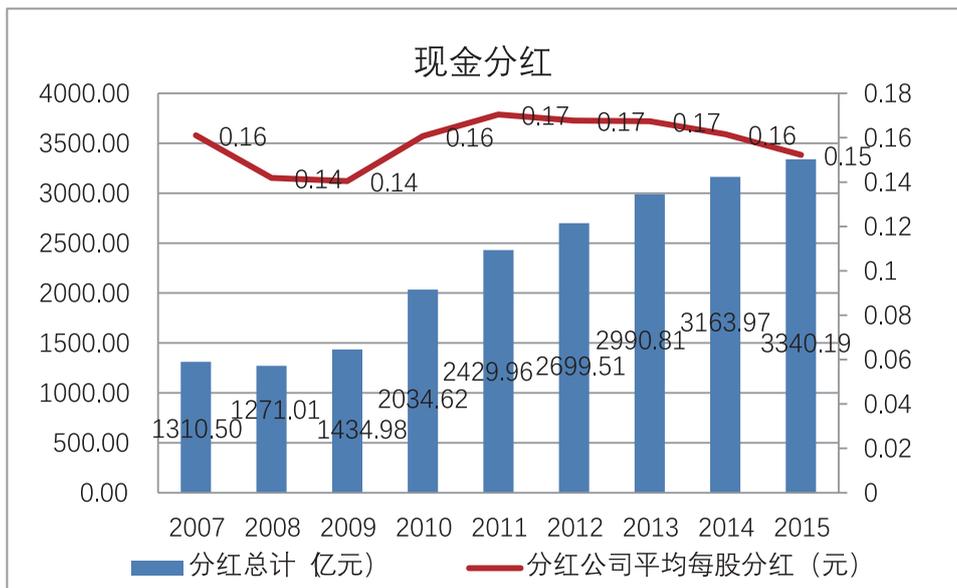
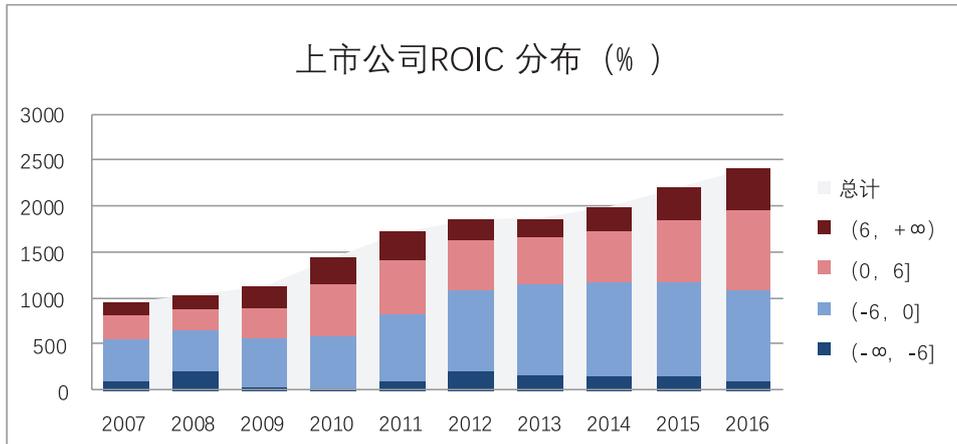
接下来是实证研究分析。主要数据来源于万得数据库，研究对象除去了金融类公司和ST公司，三个研究样本包括全体上市公司、基金持有的上市公司（公募基金公司披露的基金持股前十大上市公司股票）和基金没有持有的上市公司。我们希望通过实证研究得到以下预期结果：公募基金投资的上市公司的三个指标表现优于整体上市公司的三个指标表现，整体上市公司的三个指标表现又优于公募基金未投资的上市公司的指标表现。

从公募基金持有上市公司的数量情况看，红色表示非金融类和非ST上市公司，蓝色表示金融类和ST类上市公司，基金持有的上市公司历年数量占比（深红色+深蓝色）从不足25%到70%。从基金持有上市公司的市值来看，基金持有的上市公司历年市值占比（深红色+深蓝色）达80%左右。从基金持股比例来看，基金持有的上市公司历年股本占比（深红色+深蓝色）从07年的75%增至90%左右。从数量上来看，我们这个研究的样本是比较充分的，也体现了基金公司分散化的投资理念。



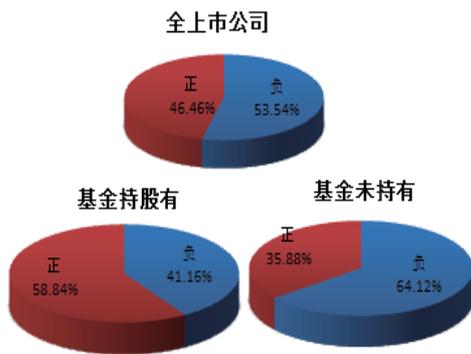


下面进行三大指标的实证分析介绍。首先看经过调整后的投入资本回报率，上市公司经过07年到2016年快十年的发展，其回报率主要集中在6%—6%之间，这个回报率是经过调整后的，即减去了当年5年期贷款利率。我们看到，有一半的上市公司其投入资本回报率超过了贷款利率。再看现金分红指标情况，上市公司每年平均每股现金分红基本不变，在0.14-0.16元/股之间。再看自由现金流指标，国内应用这个指标较少，我们应用它进行分析，主要是因为这个指标对企业价值评估更科学，体现了企业在不影响持续经营发展的前提下、对资本供应者的现金流贡献。

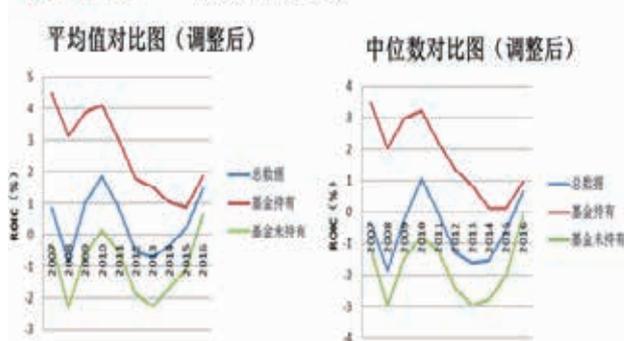


经过实证研究和数据分析，我们看到，基金持有的上市公司的平均投入资本回报率高于全体上市公司，更高于基金未持有的上市公司的资本回报率；从分红指标来看，基金持有的上市公司的分红家数和分红比例均高于全体上市公司，也更高于基金未持有的上市公司；前面讲到，自由现金流指标还有待进一步研究和探讨，但整体上来看，基金持有的上市公司的自由现金流也高于全体上市公司，更高于基金未持有的上市公司。

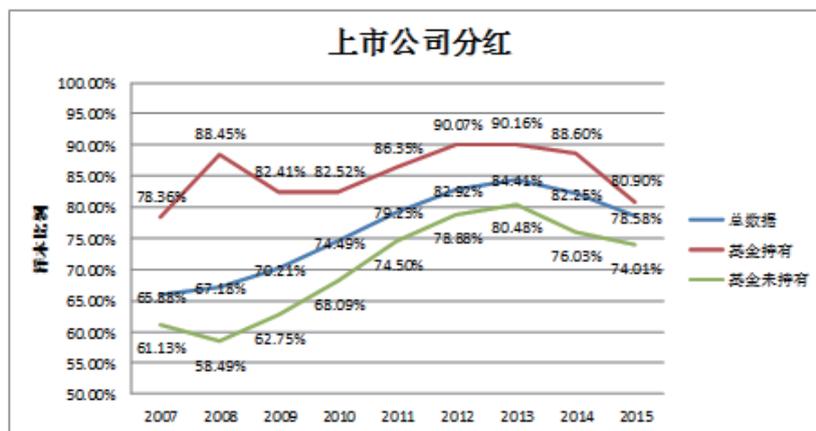
投入资本回报率——ROIC为正的上市公司家数比例分析



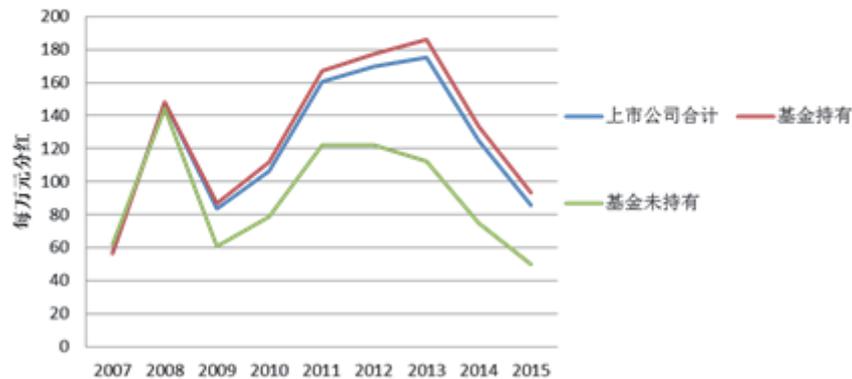
投入资本回报率——平均值、中位数比较



现金分红——当年进行现金分红的上市公司家数百分比



现金分红—上市公司现金分红与市值（每万元）的比例
上市公司分红加权平均数



因此，经过我们的实证分析可以得出，公募基金作为基金管理人的重要组成部分，其投资持有的上市公司具有更加稳健的真实价值创造能力，对投资者的持续回报能力更强，公募基金投资时体现出了社会责任投资价值。

接下来我们想请张总跟我们来分享一下关于私募基金这一块如何来践行社会责任，有请。

张志洲：各位嘉宾、各位朋友大家下午好，刚才大家了解了公募基金在参与责任投资方面的一些实证的研究，下面我作为中国私募证券投资基金行业的一员介绍一下关于私募证券投资基金参与责任投资的一些思考。

大家都知道，今年6·1儿童节发生重大的事情，美国的川普先生退出了巴黎气候协定。这两天还发生另外一件事情，一家评级机构下调了中国的主权评级。我们想象一下如果把ESG纳入到一个国家自身发展和治理的话，我相信该下调评级的一定不是中国，很有可能是美国。特别是，这几年作为一个参与积极主动管理的私募基金管理人在国内参与投资的实践过程当中，我们非常明显感觉到中国无论从宏观、中观、微观实体的角度，有越来越多的力量和机制在向ESG的方向努力。给大家举一个最新的例子，2016年10月份中共中央深化改革领导小组提出的一个叫做“河湖长制”，这已经在若干地区实行和推广，在研究员到这些地区研究和考察的时候，发现河湖长制在水污染治理方面给相关的主体带来的倒逼机制是越来越大。我们今天下午第一部分的发言里面，有一位嘉宾发言说十年之后我们回头看现在做的事情可能会产生很重大的影响，我非常认同这个观点。十年之后我们再回头看发现中国在ESG领域的实践，很多重大的拐点就在此时此刻已

经发生了，只要我们坚持不懈地努力下去，我们一定会在 ESG 这个领域的探索和实践在全球产生具有重大意义的影响和我们中国人应有的贡献。

下面，我希望和各位分享一下关于私募证券投资基金探索和实践责任投资的两点思考。中国私募证券投资基金探索和实践责任投资，我认为主要有两个方面的事情需要做。第一，打铁还得自身硬，要先做好私募证券投资基金自身的社会责任建设。第二，大家说中国的资本市场是政策市，但对政策市的理解有偏颇。最大政策就是未来一段时期中长期的宏观政策、产业结构政策取向以及未来的经济转型方向。作为新兴的机构投资者一员，我认为私募证券投资基金未来一定要结合中国经济社会发展的大环境和趋势，积极参与到中国的经济转型升级的大潮。

关于第一点，要做好自身的社会责任建设，首先向大家介绍两组数据的对比。截止到2016年底，全球机构投资者管理的资产规模超过60万亿美元。OECD很多国家机构投资者所管理资产规模已经大大超过本国GDP总额，最高的接近300%。全球25家最大的资产管理机构所管理资产规模中，最大的已经超过4万亿美元。作为重要主动管理者的全球最大对冲基金资产管理规模也已经达到1,700亿美元。股票市场里面，扣除掉量化投资以外的最大的积极主动投资的对冲基金现在每天这一家机构的交易量已经占到了纽交所和纳斯达克交易所了4%-5%。

自2013年6月新基金法生效，2014年2月第一批私募基金管理人登记以来，私募证券投资基金行业快速发展。截至2017年4月底，中国证券投资基金业协会已登记私募证券投资基金管理人7,717家，备案私募基金27,282只，实缴规模23,996亿元。

私募证券投资基金只用了非常短的时间就实现了公募基金将近十年才实现的股票二级市场的主动投资管理规模。作为新兴崛起的重要机构投资者，私募证券投资基金理应在投资过程当中发挥更重要的作用。从规模和发展速度来说应该发挥越来越大的作用。但是对中国私募证券投资基金要客观看待他现在的自身的发展状态，由于发展阶段不同，包括中国资本市场相对于欧美市场所面临的挑战不同，因此在探索和参与责任投资的这个实践也会有所不同，特别是由于私募证券投资基金行业自身仍处在发展的初期阶段，因此首先要做好的还是自身的责任建设。

一方面，尽管私募证券投资基金行业资产管理规模自2013年以来大幅增长，但是基金管理人数量多而不大。其中，资产管理规模在10亿美金以上的机构100家左右，绝大多数机构管理规模在1亿人民币以下。与此对应，海外管理规模在10亿美元以上的机构占据全球对冲基金资产管理规模的80%。很难想象，众多资产管理规模偏小、仍在生存线上挣扎的基金管理人有能力处理好自身的治理和管理问题，进而积极地参与到外部的责任投资。其次，和海外对冲基金的客户多数为专业机构或者超高净值客户相比，中国私募证券投资基金的投资人50%以上为个人投资者。这样的投资人结构会使得私募证券投资基金参与外部公司治理的积极性、受到的激励都有所不同，甚至动力不足。最后，即使在那些资产管理规模在一定水平以上（50亿人民币以上），已经具备

进一步发展壮大基础的私募证券投资基金当中，也有不少公司存在着重视投资，不重视公司自身治理建设、制度建设以及风控内控合规制度建设的现象。

鉴于此，为了能够在责任投资中发挥越来越大的作用，私募证券投资基金必须像中纪委制作的反腐电视专题片《打铁还需自身硬》所说的那样，从自身做起，特别是从两个方面做起：

第一个方面，必须将私募证券投资基金打造成治理结构科学合理、权责清晰、风控内控合规制度机制健全有效地的基金管理人。要实现这一目标，首先：基金管理人在企业自身的治理建设上必须有内在的要求和自我约束。另外，也需要监管机构和行业自律组织营造适宜的外部环境推动它。特别是，监管机构在对私募证券投资基金行业按照“扶优限劣”进行“差异化监管”的过程中，将基金管理人自身的治理情况、管理水平、制度建设和执行落实情况充分考虑进去。同时，逐步推动社保基金，养老金和其他一些参与责任投资相对积极的机构投资者加大投资私募证券投资基金产品的力度，在投资者结构的源头上激励私募证券投资基金更多地参与责任投资。

第二个方面，通过制度建设、激励机制设计、环境营造和企业文化建设，将企业对员工的社会责任履行好，真正把私募证券投资基金自身打造成学习型组织，使得员工能够在工作中不断学习进步，提升自身价值。只有将企业自身的治理做好，将对员工的社会责任履行好，才有可能真正参与到更广泛的责任投资中去。这就像日本著名企业家稻盛和夫先生所说的那样：“敬天爱人”。这里的“爱人”就是“利他”，“利他”是做人的基本出发点，利他者自利。对于企业来说就是“利他经营”，这个“他”狭义是指客户，广义的客户则包括顾客、员工、社会和利益相关者。

私募证券投资基金参与责任投资要结合当下和未来一段时期中国经济社会发展的大环境和趋势，积极参与到中国经济转型升级的大潮。以环境、社会和治理三个维度的责任投资有其在地域上和时间上的普遍适应性。但是，在中国当下及未来一段时期探索和实践责任投资，需要很好地结合宏观环境背景和趋势。从某种意义上来说，我认为未来相当长一段时期是在中国探索和实践责任投资的重要机遇期。

大家都知道2016年12月14日至16日的中央经济工作会议对“如何看待”大环境和主趋势，以及“怎么做”给出了全面的概括总结。经济发展进入新常态是“如何看待”的出发点和总依据。新常态意味着全球经济增长动力匮乏，经济发展只能朝着更高质量、更有效率、更加公平、更可持续方向前进。“更高质量、更有效率、更加公平和更可持续”这四点要求，本身与ESG所追求目标的本质相一致。

落实到具体操作实践上，就是坚定地贯彻和执行供给侧结构性改革的“三去一降一补”五项重要任务。举个例子说，2011年至2015年持续时间长达5年的大宗商品价格下跌，使得钢铁等产能过剩行业的承受了巨大调整成本和阵痛。去产能过程已经使得较多存在过剩产能的制造业行

业开始出现行业集中度上升、优胜劣汰，进而“剩者为王”的积极变化。这些成功剩下来的企业绝大多数是通过告别粗放式的经营，依靠提升效率，推进产品转型升级而实现的。作为参与资本市场的重要机构投资者，私募证券投资基金在开展投资业务过程中将供给侧结构性改革的要求和目标作为重要的投资决策依据尺度，本身就是很好地践行责任投资，参与推动经济发展朝着更高质量、更有效率、更加公平、更可持续方向前进。

2013年巴菲特先生曾经说过一段话，说自己是出生在1930年代的美国是一件很幸运的事情。这对他现在的成功打下重要的基础。从这个角度来看，我认为从中国经济发展状况和未来趋势的角度来说，私募证券投资基金现在从自身做起，积极参与到中国转型升级的过程当中，特别是用自己的投资实践参与到责任投资实践当中也是非常好的机遇。非常希望能够通过大家一起的努力，更加有效地推动中国的责任投资建设，谢谢大家。

陈春艳： 谢谢张总

陈春艳： 接下来有请 Ross Mcskimming 为我们介绍分享境外如何做社会责任投资，Ross Mcskimming 是标准人寿股票投资专家，他对不同区域市场的社会责任有独到的见解，欢迎。

Ross Mcskimming： 大家好，我叫 Ross McSkimming，在标准人寿投资公司担任全球股票投资专家一职，今天很高兴看到有很多不同的专家在这里讨论 ESG 投资的话题，而且它已经渐渐深入到了中国的资本市场，在座的各位嘉宾如果有不了解我们标准人寿投资的话，请允许我做一下简短的介绍。标准人寿投资公司是英国标准人寿集团的全资子公司，为全球客户管理的资产约达 3435 亿美元，覆盖多种资产类别，ESG 融进了我们集团整个投资流程已有二十多年了，而且卓见成效。

ESG 投资在有关社会职责、社会意识方面应该说自从有上市公司之时就已经有这个概念了，最早可以追溯到 1602 年的荷兰的东印度公司，当时在阿姆斯特丹股票交易市场也就是在他们上市之后第一年、第二年就有一些教堂团体要求股东卖掉该公司的股票，因为该公司的股价攀升源于在亚洲的垄断经营和殖民掠夺带来丰厚利润，可见 ESG 在资本市场的影响已经存在很长时间了，并不是什么新生事物。很高兴看到今天的中国企业开始采用 ESG 策略并考虑运用到每日的运营中。

标准人寿投资在 ESG 考量方面参考联合国全球影响力准则的其中四个支柱，即：劳工、环境、人权和反腐败。我刚才提到 ESG 策略已经融入了我们公司的整个投资流程中，我们有一个专门的

13 人团队加总在一起有超过 150 年在 ESG 方面的相关经验，在不同的领域里面我们觉得融合是非常重要的，通常来说我们的投资组合经理专注传统意义上的金融市场中股票的风险和估值，ESG 专业团队会辅助基金经理鉴定出股票在 ESG 方面的因素并会根据这些因素的来分析出长期的一些积极或者消极的影响。

今天，我将会重点从社会责任的角度来讲一两个工业事故的例子。健康与安全也是另外一个问题，我们要花很多时间来考虑到如何能够让公司更好地处理这些问题，在英国健康与安全被传统的包含在日常行政中，但现实生活中如果这方面有所疏漏，将会对公司日后盈利产生不良的影响，甚至会减少上市公司的股东利益，对大家来说都是损失。

我来给大家举一个例子，BP 英国石油公司，多年前他们出现事故造成 11 人的死亡，罚款高达数十亿美元，而且也产生了巨大的负面影响。从公布的调查报告看，该公司相关人员在几个月前，就发现了不少异常的情况和安全隐患，但为什么没有及时的检查、研究和应对，及时地排查和解决，说明 BP 公司对安全问题还是不够重视，安全责任也没有落实到人，也没有一套真正有效的安全事故排查机制，最终酿成了这样的灾难。企业还是要从根本上对安全问题重视起来，从企业制度上来约束和引导重视安全问题，让安全责任落实到人，并形成一套有效地安全隐患排查和预防机制以避免对环境产生负面影响。

分析这些公司时，我们会考虑到整个员工的情况，是否存在健康与安全的问题，比如我们在分析一家证券公司时发现他们对于员工施加很大的压力，还有他们开始逼着员工只有通过犯罪才可以完成业绩，我即使他们业务的表现出色，最终由于以上的隐患我们也不会投资该公司的股票。另一个例子，就刚才这位女士提到的大众汽车事件，我们曾持续的关注他们的企业发展计划，在过去的这些年中我们早就知道他们的最高的领导层让工人有很大的压力来提高他们在汽车方面的统计数据，我们的分析师经持续的观察与沟通发现了这些不确定因素，在丑闻爆发很早以前我们就已大量减持了该股。

当调研潜在被投公司的股票时，我们采取积极主动的与该公司管理层实际接触或到该公司的所在地进行实地考察的方式，大家如果不用积极地方式来和公司互动很难选出好的投资组合标的，我们可以看到有一些企业商业模式非常的好，但是从社会责任的角度来看他们对工人是怎样的呢？他们的劳动者权益是怎样的呢？他们有没有在他们组织当中让员工感到开心呢？我们股票团队每年与各家被调研公司召开三千多场会议，旨在从多角度来了解这些企业和他们经营的状况，这其中就包含了 ESG 方面的考量。把 ESG 融合进投资流程中，可辅助我们制定不同的策略以满足不同投资者的需求。早在 1970 年我们就已经有一个含有 ESG 元素的产品，那时还是一个雏形，之后我们有不同的系统来从 ESG 的角度更加完善的评估这些股票可持续性增长的潜能。把 ESG 方法融合进投资，使我们能够在新的领域如影响投资发挥能力。我们的 ESG 投资组合所投资的公司在产品

和服务方面以联合国 2030 可持续发展目标（SDG）为指引在 SDG 的指引下，投资者在寻求股票方面的投资时，除了经济回报之外还有其他诸如环境和社会方面的一些积极回报，希望他们既能在投资组合上面有收益，又能在经济和社会方面创造价值。

这里我做一下简短的总结，把 ESG 融合进投资流程中有助于我们为投资者带来良好的绩效和超额收益（alpha）。我们相信这种做法是值得采取的，也是我们的投资者希望我们做到的。我非常幸运经常到全球各地拜会客户，一些市场例如荷兰、北欧的市场、他们比英国在这方面发展的超前很多，他们现在已经对环境和社会责任进行相应的报告，在 ESG 投资这方面做的特别好，英国可能还有很多要和这些国家进行学习的地方。总的来说，全球的大趋势显示 ESG 投资会给投资创造可持续的价值。

陈春艳：谢谢 Ross Mcskimming，刚才 Ross Mcskimming 先生为我们介绍了境外的社会责任投资的指标，通过案例分析他们如何来在投资当中实现社会责任投资，接下来我们再有请第二位外方专家 Martijn Oosterwoud 为我们介绍，Martijn Oosterwoud 是瑞银资产管理有限公司的资深经理，他在实际工作当中也践行了社会责任投资，在他的投资组合当中有很多涉猎到贯彻 ESG 的理念，有请。

Martijn Oosterwoud：我们的管理规模达到了 6500 亿美元左右，可持续投资对于瑞银来讲是非常重要的一个部分。去年世界经济论坛上，瑞银的总裁和董事会主席都提出了我们会把 50 亿美元的客户资金直接投入到可持续的发展目标当中。瑞银把自己看作公司金融需求和投资者之间的中介机构，要把投资者的投资投向非常有意义的和他们喜欢的领域，同时这些投资还要盈利。企业如果不盈利是无法立足的，这也是企业对于经济的贡献和他们的价值。

瑞银认为可持续的发展是指我们的投资能够在经济、环境、社会以及公司治理方面创造长期的成功的商业模式。瑞银通过投资活动告诉企业哪些市场行为才能在市场上长久存在。从环境上看，投资者必须关注企业的商业模式是否能够保证其利润可以覆盖环境成本，是否有环境方面的优势。同时，我们也要看政府是如何保证让企业在保护环境的同时还能继续运行。不同地区环境方面的规定以及相关市场情况决定企业在环境方面的行为可以达到何种程度，因此可持续发展要考虑到当地的因素和具体的情况，这也是我们投资决策因素之一。

从治理上看，投资者和公司管理层是通过公司治理连接在一起的，治理实际上就是可持续

发展之母。一个公司管理层是不是能够承担起可持续发展的责任，是否有相应的战略来应对这些挑战？公司所有的股东是不是对公司的规划有同等的影响力，小股东是否有同等的机会？这些都是非常重要的。

从社会上看，公司涉及的社会因素应当包括四个元素，一是人的权利，公司是否有助于民众的自由。二是顾客的保护，从客户端来讲公司未来是否能够在降低成本方面走一些捷径，会不会对顾客造成影响？三是劳动力实践，我过去是西门子的经理，经常说70%的公司风险是在供应链上，公司运营是否在全供应链，包括供应商，考虑了员工的健康和安全，从而保证供应链不断裂的问题。最后是人力资本开发，公司为员工付薪酬的方式也会影响到公司的发展，也决定了公司的成败。人力资源的财富在战略过程中是非常重要的，一个公司必须有吸引或者培训新人才的投入。

以上这些就是瑞银在开发产品时看待可持续发展的综合视角，让我们的投资者能够将资金投入非常好的，具有社会责任感的产品中是瑞银的传统。

陈春艳：刚才 Martijn Oosterwoud 先生不光从 S 的角度，他结合自己的实际投资分享投资经验。接下来有请长江养老保险股份有限公司副总徐勇来分享他们在投资当中如何履行社会责任。

徐勇：各位嘉宾、各位朋友、各位同行，下午好！非常感谢大会邀请我作为长江养老保险公司的代表参加这样一个论坛，并且有机会分享关于责任投资的一些想法。其实像长江这样的公司正好是责任投资必须的一个实践者，所以下面我就从三个方面来简单地跟各位报告一下，作为中国养老投资行业当中一员，在实践和坚定推进责任投资的过程当中我们的几个想法。

正如前面所说，长江养老作为养老保险行业一员，也是责任投资一个非常重要的部分。首先，中国养老金管理、年金业务的实行是以《信托法》为基础的，我们是受人之托代人理财，养老保险公司的利益和委托方的利益是一致的。第二，养老保险公司一直坚持受益人利益优先原则。我们这样一些公司在公司章程当中明确地标识出我们在股东、员工利益、委托人利益发生冲突的时候，我们是坚持受益人、委托人的利益为优先的原则。这两方面因素共同建构了养老保险公司责任投资的坚实基础。

下面我介绍一下我们养老保险公司在责任投资当中的实现路径，共分四个方面。

第一个方面是养老金坚持“金融服务实体经济”的本源。养老金的特点就是规模大、期限长、稳定性高，所以在对接实体经济上是有多方面优势的。一是这些特点跟实体经济发展及我们国家倡导的重大的战略工程、重大的基础设施建设项目、重大民生工程匹配度较高，通过引导养老金支持在重大工程、民生工程，我们都找到了自己能够直接发挥作用的空间。二是我们在改革中能够积极的作用，可以实现责任投资理念，包括在不断推进和深化国有企业机制体制改革，推动长期激励政策的实践，以及推动上市公司和非上市公司员工持股计划等方面。三是我们通过创新产品能够有效整合和盘活地方经济社会发展中一些资源，比如我们通过资产支持计划创新融资需求实现方式。

第二个方面就是发挥市场稳定器作用，促进金融市场稳定。养老金用于投资的部分现在有两大块，一是企业年金，到去年年底为止企业年金在一万一千亿的规模，还有就是正在推进实施的基本养老基金的委托投资管理，我们现在七个省市第一批应该有 3600 亿的资金用委托给全国社保进行运营管理，由全国社保来选择合格的投资管理的人来进行管理，第一批委托有 1000 多亿元，如果说按 30% 的比例来看，我们也有相当部分的资金可以在资本市场上发挥作用，为金融资本市场充实血液。

同时，养老金追求长期利益。我们是资金规模大、期限长，追求长期价值，所以要求减少投资波动，追求风险调整后的收益。这非常有利于金融市场的稳定，不仅成为压舱石，而且还可以引发大家对于金融市场的进一步信任，带动更多资金加入这个市场，进一步促进市场的健康成长。

第三个方面是坚持价值投资的理念，追求养老金资产的稳健增值作用。大家有一些共识，要发挥或者说坚持客户需求导向，但同时也要结合客户利益给客户一些引导，在尊重客户的利益和诉求的前提下更多地引导客户尊重和认识养老金投资的规律，包括长期获利和风险调整后的投资收益等特点，使委托人、受益人能够更加以长期的眼光看待养老金的管理工作，同时平衡长期收益和短期波动。还有就是处理好坚持绝对收益和相对收益的关系平衡问题。从我们长江的十年实践来讲，我们就是强调养老金管理一定要从追求绝对业绩收益基础上的相对收益，这个理念也帮助我们取得了比较稳健的投资业绩，波动也小，也得到了客户的认可。

在这个过程中还有一个非常重要的就是我们要发挥好投资研究和投资实践的互动，坚持“深度研究发现价值、投研互动实现价值”，依托宏观策略研究和跨周期资产配置能力，以系统化、多维度、数量化的投资研究方法和研究模型，注重全球视野下的资产配置，为资产配置提供前瞻、严谨、灵活、风险可控的决策依据，保证养老金稳健增值。

最后一个方面就是坚持合规稳健经营，积极防范风险。这是运营最关键的部分，也是客户特别关注的地方。

最后我想介绍一下我们在实践中的一些案例。

首先是大力发展另类业务，积极助力实体经济。专业养老公司如我们长江养老公司发行大量的债权计划，支持高速公路建设、不动产、棚户区等等这些改造，目前规模其实已经达到了八百亿，每年注册资金规模也在3个亿。

第二是稳健投资理念实现养老金收益稳步增长。养老金管理是长跑，我们更加追求长期的投资业绩，07年至今我们的养老金管理在稳健投资的理念下实现了一个比较好的稳健度，超越了很多标准，客户得到了很好的收益。长江养老保险08年到现在十年间实现了累计50%以上的收益。

第三个是大力推动产品创新，积极助力国资国企改革。员工持股计划、薪酬福利计划、中长期的薪酬年付等产品和平台能够与我们国资国企改革的相结合，加上企业年金的账户管理职能，能够很好地支持企业人力资源部门提高工作效率。

最后是丰富养老金管理业务内涵，积极投身社会公益。我们积极设立很多公益项目，与不同行业一起努力为我们社会的事业、社会健康发展践行我们自己的责任，谢谢大家！

陈春艳：刚才几位专家分享他们在实践当中的研究和投资经验，也非常受启发。接下来我也想问一下几位嘉宾，首先我想问一下张总，作为私募基金公司的带头人，在投资门槛为一千万元的情况下，合格投资者对投资的要求也很高，如何平衡ESG投资理念与投资者预期收益率之间的关系？

张志洲：谢谢。我是这么考虑这个问题的。我们的私募证券投资基金以追求绝对收益，主动管理为风格，投资策略和投资理念是核心。我们非常积极地与投资人就投资理念和策略进行沟通，会把我们对目前中国宏观经济金融市场环境和未来发展等问题与他们做充分的沟通。我们的确是发自内心地认为中国的供给侧结构性改革本身就是朝着一个更高质量、更可持续、更高效率、更加公平的方向发展，那么在这个过程中能够胜出的企业本身就是符合ESG的，它也能给投资人带来回报，也能够使得基金管理公司自身在这个过程中做大业务，所以很重要的一点就是自己的投资理念要知行合一的贯彻，同时与投资人做积极沟通。

当然还有一点就是作为私募基金管理人，我们不是被动地被客户选择，我们与客户是双向选择的过程，我们了解客户的风险偏好，客户认同我们的投资理念。谢谢。

陈春艳：谢谢张总。接下来我想问一下 Ross Mcskimming 先生，我曾经参加过标准人寿在爱丁堡的培训，标准人寿在全球都有很多投资，前面很多专家都表示过，ESG 投资在不同国家的社会背景文化下有不同的标准和实践，在投资决策中也会碰到一些障碍。从全球角度看，ESG 投资的主要阻碍或障碍来自于哪些方面？

Ross Mcskimming：这是一个非常好的问题，ESG 投资障碍有几个方面。首先，公共政策，比如总体调控政策等等，不同的国家有不同的政策和标准，一些政府非常地重视 ESG，要求所有的管理者都要向政府来报告他们 ESG 的活动，那么有一些国家可能就不这么重视，还有一些公司不会报告他们的 ESG 活动情况。第二是 ESG 整合。大家对 ESG 投资有不同的想法和定义。第三是有很多人对于 ESG 有误解，认为 ESG 投资可能要放弃一些收益。但是实际上我们不需要放弃收益，我们可以保证收益的情况下来践行我们的社会责任和环境的责任，这证明 90% 的 ESG 投资实际上并没有负收益，可能在过去的这些年当中通过我们的研究也发现，践行 ESG 能够给大家带来正收益，第四是报告和数据问题，不同国家和地区 ESG 报告的质量有非常大的区别。最后，我们认为 ESG 必须得到公司全部高级管理层的支持，才能调动有效资源，将 ESG 真正融入到公司的管理过程中。公司高层一定要坚信 ESG，甚至把它作为他们最为基本的经商之道。

陈春艳：谢谢，接下来我想问一下 Martijn Oosterwoud 先生，因为我刚才听你的这个讲话当中，你已经实践经验有十年，中国还是在一个发展的阶段，从我们了解的经验，境外 ESG 的发展主要是自下而上的自发性力量，而中国还处于初步发展阶段，目前包括基金业协会都是在进行自上而下的推动。从实践经验看，结合中国情况，有什么方法或力量来促进企业和投资者进行主动的、自下而上推动 ESG 发展？

Martijn Oosterwoud：我认为需要让投资者了解，中国在开放的过程中，可持续发展方面可能还需要有很长的路要走，但是政策制定者有强大的动力来推动可持续性经济发展中国和其他的一些国家相比规则政策更容易实现。比如说考虑到美国在环境标准方面，在不同的州之间都会有不同的规则的差异，在中国不会有这样的问题，中国在这方面真的是遥遥领先于其他的国家的。从政府的角度来讲，很多国家的政府很难把一个政令贯彻执行，但是中国就不存在这样的问题。

陈春艳：谢谢！最后一位，我们就是请徐总，关于社会责任投资，在保险行业中是否也开始做 ESG 评价的有关研究？或者是否有保险公司在投资决策中也会有一些量化指标来进行 ESG 投资？

徐勇：我们养老保险公司在价值投资当中已经建立了一些相应的体系和标准，其中很重要的就是我们将基础资产的特性作为重要的参考指标之一。我们会考虑基础市场所在的行业是否符合国家鼓励发展的行业，国家重点推进的行业，或者在创新发展当中的一些行业，这是我们认为比较重要的。

第二个就是说项目本身的属性是否属于绿色产业，或者属于鼓励发展的一些重要的项目，或者在一些重要的发展地区当中的一些关键性的项目。

第三个就是说实施这个项目的企业治理情况。企业治理结构情况如何、社会责任履行情况如何、既往业绩情况等等都是我们所关注的。

陈春艳：谢谢徐总，因为时间的关系，我们这个环节可能刚才有几位专家结合自己的投资领域，刚才通过这个提问我觉得我们对于 ESG 的理念还是包括投资决策、投资经验都有一个比较全新的认识，其实还有很多观点，包括刚才两位境外专家其实有很多东西可能还没来得及与我们分享，这一块我们以后可能还有其他的论坛再继续来去探讨，我们这个环节可能就进行到这儿，非常感谢各位嘉宾的精彩的演讲，谢谢！

主持人：感谢第三组嘉宾的精彩分享，2017 年的责任投资论坛就即将结束了，按规定我做一个总结，我是听了一天会有很多感受，我就简单地给大家也汇报一下。

我们知道资产管理行业经过多年的高速发展已经走到了一个转型升级的十字路口，在经济进入新常态、行业在资产化、低利率、去通道、降杠杆、强监管、治理金融乱象，整理金融秩序防范突出金融风险的大背景下，我们的资产管理行业、资产管理人也面临许多困惑，未来的投资理念是什么？投资方向或者投资机会在哪里？我想我们今天的论坛给我们提供了一个全新的视角，那就是责任投资 ESG 投资。

我们也知道资产管理行业具有引导和配置社会资本的职能，在社会和经济的长期稳定发展中扮演着重要角色，业绩投资不仅能够将资金引导和配置到环境友好、社会和谐治理完善透明的公司五大发展理念，营造更健康的环境和更有生机的社会实现人类的可持续发展，而且大量的实践实证研究证明 ESG 投资还能带来长期稳定的超额回报，实现财务收益和社会贡献的双重目标，实现社会责任和速度责任的双重统一，有机统一。

ESG 投资还是国际上的全球的发展趋势，是国际通用的商业语言，我们华夏基金的汤总也提到他们在开展国际合作当国际同行也要求他们践行 ESG 投资，他们加入联合国责任投资原则，

所以说我们看 ESG 投资不仅有名，而且有利，是有名有利的，所以说我们何乐而不为，所以我想我们今天的论坛是嘉宾和专家交相辉映给我们奉献了一个 ESG 的思想的盛宴，我们借此论坛的机会希望有关各方能够进一步地凝聚共识、坚定信念，共同推进 ESG 在中国的实践，让 ESG 今天在中国落地生根，五年十年以后在中国遍地生花、欣欣向荣。

各位领导、各位嘉宾，2017 年中国责任投资论坛到此结束，再次感谢各位的光临和坚持，祝大家身体健康工作顺利，谢谢大家！



中国证券投资基金业协会
官方网站



中国证券投资基金业协会
官方微信



中国证券投资基金业协会
Asset Management Association of China

地址：北京市西城区金融大街20号交通银行大厦B座9层 邮编：100033
Add: 9th Floor, Building B, Bank of Communications Plaza, 20 Jinrong Street,
Xicheng District, Beijing, 100033, P.R.China
电话 (Tel): 86-10-66578250