

# 社会责任投资的海外发展与国内运用

兴业基金管理有限公司 辛①

## 一、社会责任投资的内涵与理论基础 1、内涵

简单地理解，社会责任投资(Socially Responsible Investing, SRI)就是追求经济效益的同时，强调企业社会责任的重要。尽管无法给出一个准确的定义，但是一个共识是：社会责任投资是一种全新的投资策略，它在投资决策中结合了经济、环境、道德、法律等方面因素。

### 2、理论基础

(1)超越而不是颠覆传统投资理念

社会责任投资相对于股东利益至上的投资策略而言，是一种进步，它把股东视为公司价值创造的一方，而不是唯一的利益相关者。除此之外，还将包括顾客、员工、供应商等在内的其他利益相关者纳入了公司价值创造的考量范围之内。

因此，社会责任投资实质是对传统投资策略的丰富和扩展，是传统投资理论的进一步拓展，其投资过程可以理解为基于多方利益相关者模型的公司价值的发现过程。发现公司价值过程也必然伴随着对各利益相关者进行全面的调研和考察，而不仅仅局限在只调研和考察股东赢利情况上。从这一点很明显看出，社会责任投资理念是对传统投资理念的超越，而不是颠覆。

其实，从复杂的经济学理论中回到现实，我们也很容易发现其实企业履行社会责任好处多多。简言之，企业社会责任投资将可能带来有形和无形的收益，从而不是削弱而是强化了企业的根本绩效。

### (2)市场非有效与社会责任溢价

而金融学家则从投资者角度以资产定价理论模型为企业社会责任提供了一个理论分析框架。正如Spicer(1978)和Shane and Spicer(1983)指出：社会责任记录好的公司能够获得投资者的信任并被认为是与那些社会责任记录差的公司相比具有更小投资风险。在风险收益范式框架内，社会责任的领导公司将比落后的公司具有更低风险，这隐含着投资者对这些公司股票需要一个更低的期望收益，而这些公司具有一个相对较低的资本成本，因为投资者对社会责任好的公司的未来预期现金流给予一个更低的贴现成本。如果风险收益范式是有效的，市场不能对企业社会责任进行有效定价。比如Hamilton et al.(1993)提出一种情景，其中，投资者对社会责任差的公司存在低估其负面消息的可能。那么，在这种假设下，社会责任好的公司的股票就会被低估，并获得更高的风险调整后收益。

各种主动性投资策略的基本金融学原理都是基于其能够利用市场非有效所提供的机会，通过投资策略驱动因子来获取超额收益。这适用于包括社会责任投资、价值投资、趋势投资等在内的各种主动性投资策略。同样，伴随社会责任投资兴起与推广，市场逐渐有效，社会责任的投资溢价将被市场充分挖掘，从而最终得以消除。而我们也乐见此结果的最终出现，因为那时社会责任投资必将如目前的价值投资理念一样被市场所普遍接受。

### 二、社会责任投资的起源与海外发展

#### 1、起源与演变

社会责任投资已经有百年以上的历史了。最早的正式化的道德投资政策就避免投资那些所谓的“违背伦理”(Sin)的股票——那些从事酒精、烟草或者赌博的公司。最早实施这种“违背伦理”筛选的基金是1928年成立的先驱基金，从1950年以来，其就为迎合基督教信徒的需要以避免涉及上述行业的投资，时至今日，该基金仍然排除烟草、酒精、赌博行业的投资。

当今的社会责任投资的兴起则是应因于1960年代以来的社会和文化剧变。伴随公民权利、男女平等、消费者权益以及环境保护和反越南战争运动的兴起，社

会、环境和经济问题以及企业的社会责任等问题引起公众的注意。

规避那些具有较差社会和环境记录的公司投资，提升更大的企业责任的诉求激励了1970年代早期第一批现代社会共同基金的成立。1980年代的反种族隔离运动为社会责任投资历史又增加了丰富的一笔，社会责任投资者和机构通过不投资于在南非做生意的公司，对种族不平等的社会体系或者对那些留在那里开展业务的公司提出抗议。

对环境变化的关心已经成为当今社会责任投资的重要议题，环境筛选的范围也不仅局限于与环境保护法规相符合。全球范围，人权、平等的就业机会、劳资关系，环境保护、消费者——产品安全以及社区影响已经成为社会责任投资者的关注问题，投资者一方面希望公司能够获取积极的财务回报，另一方面又希望其能获得强大的社会和环境绩效。

企业治理问题也是许多社会责任投资者一个评价指标，特别是在许多公司丑闻不断发生的时候。一个被实证所证明的共识是，稳定发展的公司更能适合获得较强的收益以及长期股东价值。

不同筛选方法的出现反映出社会投资者的作用不仅在于提高企业社会责任，同时也是为企业、股东、相关利益者和其业务所在社区谋求长期财富。总之，社会责任投资是一个伴随时发展而不断发展完善并顺应潮流的投资策略，不同社会发展阶段、不同国家地域社会文化下，社会责任投资关注的焦点问题都有所不同。

#### 2、海外发展

在过去的十几年中，社会责任投资享受了高速而健康的发展，根据社会投资论坛统计数据，在过去的12年中，美国社会责任投资资产从1995年的6390亿美元增长到2007年的2.71万亿美元，增幅为324%；而同期，整个专业管理投资资产却仅从7万亿美元增长到25.1万亿美元，增幅为25%。从所占比例而言，在投资经理们的尼尔森信息目录中所追踪的这25.1万亿美元管理资产中有11%进行社会责任投资，几乎每9美元中有1美元是投资在社会责任项目。

同美国一样，社会责任投资在全球也有广泛发展，由于对社会责任投资的定义、市场因素、文化环境和收集数据的方法不同等原因，无法在全球的范围对社会责任投资进行准确的对比。社会责任包含的内容也相当广泛，比如道德投资、生态投资、可持续投资等等都属于社会责任投资范畴。全球范围内，不同国家和地区，不同发展阶段给社会责任投资赋予的内容也不同。比如英美更多强调经济议题，而欧洲大陆更多强调宗教信仰等，而每一个具体的社会责任投资基金也有其侧重，不代表会体现社会责任投资全部、完整内容。不过，整体而言，投资者对企业责任提升的关注已经成为一个全球趋势。

#### 三、社会责任投资重要力量的崛起：

社会责任投资基金

##### 1、社会责任投资基金的发展

筛选策略更容易地被共同基金所采用，因此，社会责任投资基金不断兴起。以美国为例，所有社会责任投资基金(包括共同基金、ETF基金、封闭式基金、集合理财产品以及其他另类投资)的投资总额在2007年为2018亿美元，共260只。

共同基金社会筛选基金当中的比例最大，共有1717亿美元的净资产投资于173只不同的共同基金当中，占所有共同基金规模(2007年底，美国共同基金规模为12.04亿元)的1.4%，占所有共同基金数量(2007年底，美国共同基金数量为8017只)的2.2%。

其实共同基金规模在运用筛选策略的投资组合中所占比例不是很大，其实

图1：社会筛选基金的规模和数量增长迅速

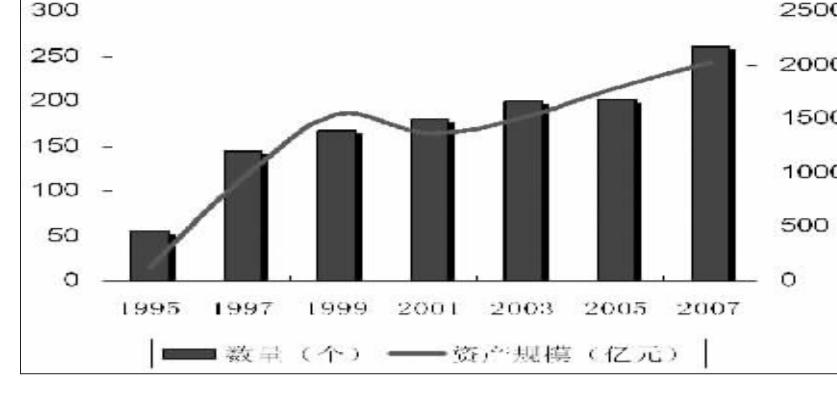
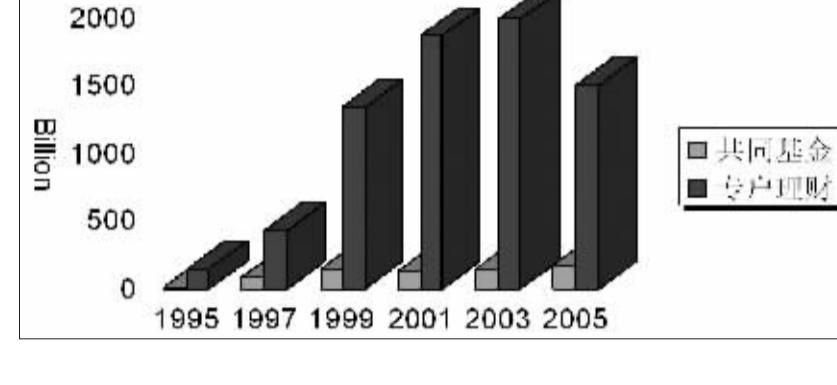


图2：社会筛选投资组合中共同基金的比例并不算太高，但影响深远



用筛选策略的投资组合可以分为共同基金与专户理财账户两类，两类组合除了募集对象的区别外，在投资策略没有太多区别，尽管专户理财中的社会责任管理资产规模占据了相当大的比例，但相比而言，由于共同基金的客户群体更为广泛，因此，影响也就更为深远。

#### 2、社会责任投资基金是如何进行筛选的

##### (1)消极筛选

早期的社会筛选方式是消极筛选，消极筛选投资方法基于以下事实：宗教动机驱动的社会责任投资寻求规避那些被认为是对人类社会有害的行业中获利。时至今日，这种筛选方式仍然是社会筛选基金的基本方法。

通过设定对不受欢迎的行业参与程度的比例限制，社会投资者限制了自身对酒精、烟草、赌博以及军工的参与程度。同时，希望通过这种方式来强调这些行业中特别令人担忧的方面。

但是，并不是每一位社会责任投资者对每一项消极筛选都予以关注。由于各个社会责任基金的筛选标准并不完全一致，因此，具体对那些行业采取一票否决则取决于基金本身。

##### (2)积极筛选

尽管有些基金的确只是专注于某一特定议题(比如动物权利或者环境)，但非常多数的社会责任投资基金则会考虑一家公司的整体影响。另外，消极筛选让投资者规避有害的行业，但它却不能对那些正试图改善其社会影响力的公司或行业着重强调。正是看到了上述问题，社会责任投资者已经开始注重积极的筛选。

社会投资者已经开始注重积极的筛选，这种方法倾向于投资那些比其同行有更良好记录的公司，以及那些承诺达到企业公民典范的行业。定性筛选方法不仅对那些在履行社会责任方面做出积极改变的公司加以奖励，也鼓励其它公司跟着这样做。

积极筛选基于以下原则，投资者积极寻求那些在社会和环境记录较好的公司。为了设置筛选标准以及提高企业社会和环境绩效，社会投资者运用这些积极筛选技术确定公司的行业竞争优势，这些优势有些可能是无形资产形式表现的。积极筛选法也提供一个用于日常监控投资组合的方法。

#### 3、不只是筛选

尽管社会责任共同基金主要采用筛选策略，但是越来越多的基金开始采用包括股东倡导的社会投资策略来推动企业社会责任和可持续性社区发展。来自基金公司或者被投资顾问管理的超过50家筛选基金，定期就社会和环境问题提交股东提案。另外许多基金以对话的方式和相关企业沟通有关社会环境事宜。

另外，社会责任基金在整体上较之其同行，更着重偏向于对那些社会和环境提案进行投票。在社会投资论坛机构研究2005年4月的《共同基金、委托投票以及信托责任》报告中，发现社会责任基金在整体上倾向于给出有深度的委托投票指导方针。除了以投票表决方式广泛地支持社会问题外，社会责任基金也比其普通的同行更为支持公司治理方面的提案，提案数目多出两倍。

最后，许多社会责任基金拿出部分资产进行社区投资。报告中14家共同基金中的现金与固定资产都包含了机构投资者对于社区投资的产品。

#### 四、海外社会责任选股标准与评价体系

海外的社会责任评级体系已相当完整，我们选择两个案例。其中，KLD是一家具有相当规模的，专为机构投资者提供企业社会责任调研分析，以及指数的公司。而Calvert则是美国最大的社会责任投资基金公司，该公司还构建相关的社会责任指数，以此作为基准，并直接推出社会责任指数基金。

##### 1、KLD社会责任评级体系

KLD拥有相当完整的企业社会和环境数据库(Socrate)，以网络为基础的数据仓库中收集了超过50多个国际市场中4000多家企业的社会和环境管理资料。KLD数据库的收集过程是相当严谨并且规范的，他们通过大规模的调查，从不同途径来了解一家企业，这些途径包括：直接与企业沟通、媒体、对外公告、政府部门和SRI非美国社会研究公司。

那些符合社会投资理念的企业将通过KLD从7个方面得到正负面评级，这样能够让投资者更一目了然地了解企业对于社会与环境的表现情况。7方面定性分析具体包括了环境、社区、企业管理、多元化、员工关系、人权、产品质量与安全等。分析师通过各项评估，总结出每一方面

的优点以及需关注的问题，并整理出企业社会责任的概要。KLD筛选过程(KLD Pass)是可以按照投资者的意愿或要求，灵活调整制定的多种筛选方法。客户可以选择中等以上表现的企业，剔除那些涉及反社会责任活动的企业，或者是其它多方面的考虑因素。

##### 2、Calvert双重选股标准

为了对基金的未来投资进行评估，Calvert基金采用两层分析法，他们称之为双重尽职研究过程，一个严格的财务分析过程再加一个全面的企业社会责任评价，只有同时符合上述标准才进行投资。

首先的一个过程就是深入的财务分析，财务分析是其首要的选择标准，如果不能满足相应的财务指标将不予投资。其次，Calvert的社会研究分析师将帮助确定那些有着坚实管理和长期前景的公司。他们采用七个标准，如果公司没有满足任何一个基本社会标准，他们将不予投资。具体如下：公司管理和道德规范、劳资关系、环境保护、安全和产品影响；国际运营和人权；少数民族权利和社区关系。

在进行投资时，Calvert首先对公司进行两方面的分析，即在对其财务状况进行深入研究的基础上，再通过以上“7个标准”对公司进行社会责任方面的筛选，只有具备“双重绩效”的公司才可投资。

因此，多数社会责任基金都是综合考量公司的财务指标和社会指标而进行筛选的。基金自行决定是否先进行财务筛选，再进行社会筛选，或者两者同步筛选，但无论如何，追求经济和社会绩效的双重绩效的实现是最终目的。

#### 五、国内发展展望

##### 1、社会责任投资理念将逐渐被正确理解和广泛认可

社会责任投资在国内属于新生事物，很多人还可能将社会责任基金中提到的社会责任简单理解成公益捐赠等，从而容易产生对社会责任基金的认识误区：有人会质疑社会责任投资基金是否是“公益基金”，社会责任投资是否没有赚取尽可能多的钱，投资者往往会产生疑虑：社会责任投资为了价值观一致而放弃某些特定行业的投资机会，比如烟草等行业。凡此种种问题，都反映了国内目前的社会责任投资并没有被正确理解和广泛认可的现实，相信伴随社会责任投资基金的推出，社会对社会责任投资的重视程度的提高，这一状况将逐步得以改观。退一步而言，从投资学角度，如果市场持续低估社会责任好的公司的价值，那么投资于这些公司将最终获得长期超额收益，出于逐利的目的，社会资源也会向社会责任投资领域集中。

##### 2、将出现不同的社会责任投资形式

社会责任投资在国内的发展尚处于初步阶段，更多地是停留在理论探讨和意识普及阶段，许多上市公司社会责任报告陆续发布，社会责任投资论坛也不断推出。目前，兴业基金管理有限公司在国内首推的社会责任基金算是在投资实践领域迈出第一步。该基金属于一只普遍意义上的社会责任基金，并致力于采用积极筛选法选择社会责任相对优异的公司，获取经济和社会双重回报。

我们相信伴随社会责任投资在国内的顺利发展，国内社会责任投资将呈现出细分化和专业化趋势。所谓细分化一方面是指更多的绿色基金、可持续基金、道德基金、公司治理基金等社会责任基金将陆续推出，另一方面是指除了开放式基金形式外，集合理财、专户理财等多种形式的社会责任投资将不断涌现，尤其是专户理财形式，可以量身定做更符合客户价值观的产品，因此，预计不久的未来将获得飞速发展。完善化是指除了运用筛选投资策略的基金或者专户

理财产品出现外，运用股东倡导和社区投资的投资形式也会适时推出，当然由于目前国内缺乏社区金融发展机构这一金融形态，因此，以社区投资形式还有较长的路要走。

##### 3、积极筛选更有实际意义

由于社会责任投资的历史沿革缘故，使得对此略有了解的投资者，一提起社会责任投资就等同于对烟草、酒精等几个被早期社会责任投资者所规避的行业进行投资。尽管消极筛选没有过时，因为多数社会责任基金仍采取设定限制业务比例的方式规避部分行业，但其实，在海外社会责任投资的积极筛选已经成为重要投资策略，进一步，已经出现了只强调积极筛选策略，而并没有刻意强调消极筛选策略的某些基金，比如AHA社会责任基金。积极筛选通过大量的定性分析为全面、合理的评价一家公司的社会责任情况提供了全景视角，比较而言，消极筛选则显得过于僵硬和固执，往往纠缠于某一方面细节，而忽视从改善社会影响力的角度对公司进行积极推动。由此可见，积极筛选更有实际意义，换言之，社会责任投资的利益相关者分析框架其实质必须通过积极筛选分析过程来实现。

我们认为国内社会责任的标准应该随着社会的进步不断完善提高，而不应该一成不变，更不应该照搬国外。不断发展的社会责任标准并不意味着概念上的模糊，对于某些对社会进步和发展积极作用不显著，或者对于身心健康以及社会发展没有太多积极作用的行业公司，国内的社会责任投资完全可不予投资，比如对于未来可能出现的烟草和赌博行业等等。但是对于某些行业，比如酒精和武器等，就不必完全对此进行摒弃，毕竟，适当的饮酒(尤其是葡萄酒等非烈酒)有利健康，同时武器生产对于国内的国防和保障人民生命安全的作用毋庸置疑。本质上，社会责任投资的精髓是普遍意义上的，但是选择标准的具体确定则取决于发展阶段、客户价值取向和社会共识。

##### 4、逐渐形成一个关注社会责任投资的社会氛围

社会责任研究最为紧要的问题是数据的准确获得，通常，这些数据的获得是从公司以外的渠道获得，这主要是基于多数公司不愿意透露其真实的社会责任情况。逐渐地，要求公司主动披露相关信息的需求越来越大，越来越多的社会责任优异的公司也乐于主动公布此类信息，由此，出现了以社会责任报告形式向投资者阐述公司在报告期社会责任的履行情况。

另外，借鉴海外社会责任投资民间团体的成功经验，国内民间团体应逐渐成为社会责任投资发展的重要力量。民间团体的作用不仅在于监督公司社会责任情况，其在社会责任信息搜集以及便利运用筛选策略、以及股东倡导和社区发展方面都发挥着空前巨大的作用。

目前，国内在社会责任报告发布方面已经有相当的进展，深交所已经发布了《上市公司社会责任报告指引》，以督促上市公司自愿发布社会责任履行报告，而越来越多的公司陆续发布了相关报告。尽管有一些社会责任投资的民间团体已经出现，但是还没有发挥出其应有的巨大力量。进而，第三方独立社会责任评级以及相关指数编制在国内尚属空白。

等等诸多因素，严重制约着国内社会责任投资的发展，因此，我们呼吁更多的第三方机构加入到推动社会责任投资的队伍中来，各尽其力，共同把国内的社会责任投资做好，为构建一个人与自然、经济与社会和谐的世界而努力。

## 基金投资也要讲社会责任

——访国内第一只SRI基金经理刘兆洋

道德责任。经济责任指公司生产、盈利、满足消费需求的责任，其核心是公司创造利润、实现价值的能力；持续发展责任指保证企业与社会持续发展的责任；法律责任指公司履行法律法规各项义务的责任；道德责任指公司满足社会准则、规范和价值观、回报社会的责任。上述四个标准都有详细的定量和定性指标，在具体投资和选股都有具体而严格的限定。

刘兆洋坦陈，之所以将经济责任作为第一选项，是因为一般社会责任基金的多采用双重标准选股，一方面是因为社会责任好的公司其长期业绩表现必然好，任何社会责任表现好，必然最终表现在经济责任好上；另一方面，经济责任相对选择标志量化的成分多，定性的成分少，便于基金投资的初步筛选。另外，这样的做法和海外的

经验是一致的。但不同于海外的基金投资之处在于，兴业基金的四维选股模型不僵化地采取一票否决制度。在股票精选的同时，将强调以下两个原则：(1)关注行业内社会责任的相对表现；(2)辅以优化行业配置策略调整最终的股票投资组合，以避免过高的行业配置的风险。“这样做的目的在于避免海外同类基金将不同的社会责任指标都采取相同权重的做法，毕竟每一类社会责任指标对于企业的长期绩效的影响并不是完全一致的。”

刘兆洋笑称，“我们不做完全理想主义的社会责任追求者，我们的目标是做符合适内发展现状和未来的社会责任理念的倡导者。”他指出，以环境保护为例，中国仍是一个发展中国家，对于某些环境的污染问题已经相当重视，但是我们从一个历史的角度看，不

可能要求国内企业一下子在环境保护上面做的像西方发达国家那样，在发展的基础上进行强调环境治理是一个比较现实的选择，因此，体现在具体的行业公司选择上，我们更多强调企业对于环境治理的重视程度，尤其是相对的行业比较，选择那些在环境治理上有突出表现的公司，而不是盲目的对存在污染的行业一律不予投资。一个典型例子是，韩国60-70年代在朴正熙总统的带领下，提出发展重工业以强盛的战略，其中，浦项钢铁(现为POSCO)为韩国的经济发展做出重大贡献。因此，我们的逻辑是应该看到那些对国内经济做出积极贡献的一面，不应该一味地强调其是否存在污染，然后就一票否决。

谈及投资者普遍关注