CITY OF LONDON

CHINA UKPACT

合作伙伴

IFS 北京绿色金融与可持续发展研究院
INSTITUTE OF FINANCE AND SUSTAINABILITY

主动参与策略的价值创造

中英绿色金融中心报告

2021年10月

目录

中英绿色金融中心简介 4

前言 5

引言 6

1、执行摘要 7

2、关键建议和转型路线图 8

2.1 投资者考量因素 8

2.2 企业考量因素 9

2.3 机构考量因素 9

2.4 合作是成功的关键因素 9

3、为什么要实施尽责管理? 11

3.1 尽责管理的概念 11

3.2 尽责管理与ESG/可持续投资的相关性 11

3.3 尽责管理工具包 13

3.4 参与和投票在各资产类别中的应用 14

3.4.1 尽责管理案例研究1:上市股票 14

3.4.2 尽责管理案例研究2:房地产 17

3.4.3 尽责管理案例研究3:固定收益 19

4、主动参与策略的价值 21

4.1 学术研究提供的证据 21

4.2 市场和最佳实践的证据 22

4.2.1 主动参与策略的使用日益增加 22

4.2.2 投资链的重要性 23

4.2.3 参与的主题 24

4.2.4 参与策略的成功和披露 25

4.2.5 参与策略 25

5、中国的大环境 27

5.1 中国投资市场结构 27

5.2 股东权利与治理 28

5.3 净零排放承诺 30

5.4 市场为中国ESG实践提供了条件 31

5.5 中国ESG实践的六大挑战 33

5.5.1 短期增长与长期价值 33

5.5.2 对ESG投资的理解偏差 34

5.5.3 主动参与实践属于新兴模式 34

5.5.4 国有企业与私营企业 35

5.5.5 接触决策者的渠道有限,可能导致对透明度的担忧 35

5.5.6 找到合适的自上而下和自下而上的方法组合 35

6、中国的尽责管理潜力 36

6.1 系统层面的价值 36

6.2 市场层面的价值 38

6.2.1 稳健的ESG市场 38

6.2.2 吸引外国投资者 38

6.3 组织层面的价值 38

6.3.1 打造中国ESG投资领袖 38

6.3.2 打造中国企业ESG领袖 39

6.3.3 让中国加入全球净零排放对话 39

中英绿色金融中心简介

中英绿色金融中心是伦敦金融城“绿色金融倡议组织”（2016年至2019年）与中国金融学会绿色金融专业委员会（下称“绿金委”）长期合作的成果。

绿色金融倡议组织和绿金委合作下的“中英绿色金融工作组”，推动并增强了绿色金融在中国发展机遇的意识，关注主流绿色投资所面临的主要监管和市场障碍。

伦敦金融城第692任市长罗威议员和中国金融学会绿金委主任马骏博士担任中英绿色金融工作组联席主席。以2016年成立的中英G20绿色金融研究小组的工作成果为基础，工作组的使命是搭建东西方的合作桥梁，特别是在协助建设绿色资本市场整合等重点领域，工作组为中英两国提供全球领导力培养，助力绿色动力向行动转变。

在英国政府加速气候转型合作伙伴计划（PACT）的支持下，这一合作伙伴关系现已正式重组为中英绿色金融中心（下称“绿金中心”）。

绿金中心的主要使命是巩固中英绿色金融合作，加速面向环境可持续性未来的全球转型。罗威市长和马骏博士分别担任绿金中心联席主席。

London Tower Bridge

前言

随着2015年《巴黎协定》的签署，世界各国承诺将全球气温升幅限制在2°C以内，并尽力控制在1.5°C以内。我们现在意识到，要实现1.5°C目标，就必须在2030年前将全球排放量减少一半。为此，全球金融服务部门将发挥重要作用。

即将在11月召开的《联合国气候变化框架公约》第二十六次缔约方大会上，撬动私人资本向实现全球气候目标的方向行动是主要关注话题之一。全球私营金融领域的从业者需要互相学习，了解低碳转型的意义并识别现有资产的新机遇。

可持续投资是全球绿色复苏的核心，同时也是维持中英和所有新兴市场增长的关键。自2017年成立以来，伦敦金融城和中国绿金委联合设立的中英绿色金融工作组推出一系列举措，旨在支持金融服务部门构建相关能力，在运营和投资中推进绿色可持续金融实践，其中包括2021年初发起的ESG领袖论坛，该倡议宗旨是为资产管理人和资产所有者搭建一个平台，将ESG整合进一步融入中英投资领域，推动两国市场之间可持续的双边资本流动。

ESG领袖论坛与中英两国全球领先的资产管理人和所有者开展对话，共同探索公共和私营部门针对投资者的主动参与策略框架和可扩展解决方案，其目标是提高资产管理人和所有者在可持续资产投资方面的知识和技能，推动实现各自市场的碳中和目标和净零排放目标。

本报告旨在支持中英两国的资产管理人和所有者开发适合各自市场的主动参与策略框架。本报告基于与牛津大学赛德商学院教授Robert Eccles领导的杰出行业专家和知名学者团队的合作，阐述了尽责管理和参与的核心价值，并指明了投资管理行业在保持增长的同时创造长期可持续价值的机遇。

可持续资产投资的挑战与中英两国的资产所有者和管理人息息相关。新冠疫情导致投资者对可持续投资的需求变得更加迫切。为满足这一需求，投资者需要采取实际行动并制定稳健的可持续性导向策略。

眼下前所未有的艰难时期为全球投资管理行业提供了推动可持续投资实践的独特机遇。在全球市场制定各自气候目标的背景下，我们应当携手合作，努力实现预期目标。

罗威议员（William Russell）
中英绿色金融工作组联席主席

马骏博士（Dr MA Jun）
中英绿色金融工作组联席主席

引言

认识到可持续投资的重要性，中英两国展开了密切合作，通过2017年成立的中英绿色金融工作组推动金融服务行业绿色及可持续金融的增长。

由伦敦金融城第692任市长罗威议员和中国金融学会绿色金融专业委员会主任马骏博士担任工作组联席主席的中英绿色金融工作组于2021年初发起中英ESG领袖论坛（下称“ESG领袖论坛”）。ESG领袖论坛是从业者主导的倡议，目的是将ESG整合进一步融入到中英投资领域，推动支持中英资产所有者和管理人实施可持续资产配置转型的最佳实践。ESG领袖论坛的第一个工作小组的研究和交流重点是“主动参与策略的价值创造”。本报告是工作小组在Robert Eccles教授的领导下完成的研究成果，阐述了主动参与策略框架的核心元素，并指出了资产所有者和管理人共同影响中国资本市场企业决策的方式。

从全球来看，越来越多的研究文献表明，企业的环境、社会和治理（ESG）绩效与财务绩效之间存在紧密的联系[1]。最近，英国财务报告理事会（下称“财务报告理事会”）发布了《2020年英国尽责管理守则》，提供了进一步证据证明ESG因素已经成为投资者的主要考量因素。新法规明确指出：“除治理之外，环境（尤其是气候变化）和社会因素已经成为投资者在作出投资决策和开展尽责管理时会加以考量的重要方面”。因此，欧美的大型资产管理人（包括管理自有资产的资产所有者在内）越来越重视主动参与策略和尽责管理活动。他们认为这是改善企业ESG绩效的一种方法，并最终改善企业和资产层面的财务绩效。

近些年在中国，可持续投资的发展势头迅猛，但对于ESG绩效与财务绩效之间的关联以及主动参与策略的意义的认识并不充分。因此，伦敦金融城ESG领袖论坛第一工作小组的目的就是针对主动参与策略如何在中国金融市场中创造价值提供一些实践经验和初步建议。项目团队专家通过与20多位中西方行业专家、学者的访谈和对话为基础，探索欧美的最佳参与实践，了解中国资本市场的ESG和尽责管理工作进程。通过对中国环境的全面分析，从全球管理实践中推断出可能对中国资本市场中有价值的经验与教训，并尝试讨论主动参与策略本土化所需要调整和发展的实践。

报告第一部分对整份报告做了详尽概述；在第二部分中，报告提出了关键建议和转型路线图，并分别列出从投资者、企业和机构的实施建议的考量因素；第三部分，报告列出了尽责管理的的概念、可用工具包以及现行实践的3个尽责管理案例；第四部分重点讨论主动参与策略价值的价值以及依据。第五和第六部分重点阐述中国环境下的尽责管理和主动参与策略对于中国资本市场而言的相关性和潜在价值。

上海浦东区

[1]请参见“投资者革命：股东开始正视可持续性问题”，Robert G. Eccles和Svetlana Klimenko，《哈佛商业评论》，2019年5-6月。

1、执行摘要

认识到可持续投资的重要性，中英两国在“中英绿色金融工作组”的框架下展开了密切合作，鼓励和推动金融服务行业发展绿色和可持续金融。本报告基于对20多位中西方投资者的访谈、与国内头部机构的对话，以及2021年7月由伦敦金融城与北京绿色金融与可持续发展研究院联合举办的公开研讨会的专家讨论与意见，对尽责管理与中国资本市场的价值展开论述。

根据国际公司治理网络（ICGN）提出的原则，我们将尽责管理定义为“负责任的资本配置、管理和监管，目的是为客户和受益人创造长期价值，从而为经济、环境和社会带来可持续效益”。我们要强调的是，尽管参与非常重要，但它只是尽责管理中的一个单一元素，需要结合严格的可持续金融和尽责管理政策、明确的ESG优先次序管理、代理投票和合作。我们列出了尽责管理活动工具包，供投资者自行制定最符合自身情况和ESG偏好的管理和投票方法。尽责管理不仅是针对上市股票的一项工具，对于实现其他资产类别中的ESG对话而言也是同样重要的概念。为强调这一点，我们提供了关于西方国家的三个成功“参与”案例的研究，重点关注上市股票、固定收益和房地产。各案例研究列出了上述资产类别“参与”的不同特征，以及与之相关的挑战。

主动参与策略的价值是围绕全球尽责管理实践争论的关键问题之一，同时也是最难解答的问题之一。本报告列出了学术研究和市场最佳实践方面的证据，探究主动参与策略实践的不同维度以及主动参与策略如何实现投资者层面、企业层面和市场层面的价值创造。我们强调，不同的参与主题和结果需要不同的“参与”策略才能取得理想的结果。尤其需要指出的是，投资者可以将四种不同的参与策略相结合，以满足不同关系、ESG任务和目标的需求。

虽然尽责管理实践正以指数式增长，但本报告要强调的是，中国有特殊国情，因此要探索符合中国国情的全球最佳实践并进行本土化调整。通过对中国投资市场结构、股东权利和治理背景情况的梳理，本报告介绍了中国的尽责管理情况。我们注意到政府的净零排放承诺、日益国际化的资本市场和开放的国际合作提高了中国对ESG的关注和重视。同时我们还注意到，中国市场的六个特点对ESG整合所带来的影响与挑战，需要在未来通过尽责管理实践来解决。中国市场有以下六个特点：

A. 中国投资者对短期收益和长期价值平衡优先顺序

B. 将ESG投资误解为一种让步而不是长期风险调整后价值创造

C. 主动参与实践属于新兴模式

D. 国有企业和私营企业之间存在的差异

E. 接触企业管理层和董事会的途径有限，可能导致民众对透明度的担忧

F. 寻找适当的自上而下监管和自下而上实践的方法，促进符合中国国情的企业可持续发展和投资者实践标准的制定

最后，本报告从机构层面、市场层面和组织层面三个层面的分析，对中国尽责管理的发展前景作以展望。从机构层面来看，地方公司治理和尽责管理守则有助于形成关于中国“最佳实践”的固定理解和基准。这将有助于形成符合ESG价值投资的、更加稳健的市场并吸引外国投资者，助力中国在全球ESG投资领域成为组织层面的领导者。在增强中国企业的实力的同时，推动并加速净零排放转型。

2、关键建议和转型路线图

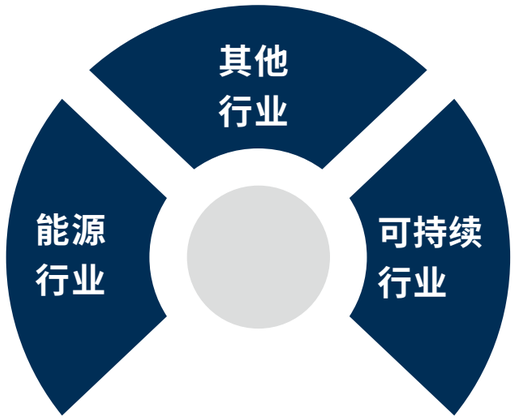
转型路线图

我们认为，通过制定“转型路线图”，全球参与者和中国等新兴市场都将从中受益，这有助于各经济体取得积极成果，确保有序转型。鉴于不同行业的特殊情况，转型路线图应按照不同属性分组，明确地概述挑战、进度和解决方案：

A. 能源行业——即化石燃料、煤炭等；

B. 其他行业——即建筑、**化工**等；以及

C. 可持续行业——即风能、太阳能等。



所有这三个分组都需要由专家委员会进行全面规划，针对相关组织列出合理且实际的短期、中期和长期目标。

实施建议

投资者、企业和机构需要考虑几个关键问题，从而协助切实落实与净零排放承诺和必要转型路线图有关的目标。

2.1 投资者考量因素

- 投资者应通过**尽责管理和投票政策**传达ESG目标，并明确可衡量的成果目标。这意味着纳入更多、更好的ESG和影响评估，并就实施与ESG相关的投资和尽责管理活动制定明确的目标。
- 投资者需要围绕ESG和尽责管理在**教育、培训和能力建设**方面进行投入，以实现：
  - 投资组合和投资层面的长期价值创造；
  - 不同参与策略和工具的有效实施；
  - （可持续）投资技术的有效利用。
- 投资者应考虑与**其他投资者合作，**支持或推动（在适当的情况下）企业向净零排放转型。气候行动100+（Climate Action 100+）等组织可以促进企业更成功的“参与”。
- 投资者应该更好、更准确地**利用投票权，**将其作为安排ESG优先事项的一种工具。这些优先事项应在投票政策中加以概述。
- **优化投资者关于ESG投资、参与和投票活动的报告**有助于识别更高质量的、“参与”中的ESG的风险信息。资产所有者可以依据授权要求披露这一信息，尤其是涉及到长期风险管理，资产管理人可以为其提供更加透明度的信息，像气候相关财务信息披露工作组（TCFD）等报告框架可以很好揭示这类风险。

2.2 企业考量因素

企业需要**改善ESG报告**以及涉及环境、社会内部的目标设立和进度评估。

- 尤其需要指出的是，**国有企业**应寻找与国务院国有资产监督管理委员会（下称“国资委”）和其他国内机构的合作机会，以便在该领域展开能力建设。
- 同时，**私营企业**应寻找与国内、国际投资者及其他机构的合作机会，以便在该领域展开能力和信誉建设。
- 国有企业和私营企业都需在ESG报告和管理领域开展**培训和能力建设**（尤其是气候变化相关的），以便其可以更好地代表中国立场参加与净零排放相关的全球讨论。
- 企业尤其需要重点**建设管理层和董事会层面的ESG能力，**以便更加有效地与投资者沟通关于长期风险战略的重要性。

- 从总体上来看，企业应通过更有效的报告（即气候相关财务信息披露工作组等公认框架）和参与策略，**加强与金融机构**（银行、保险和资产管理）**的互动**，并将这些互动关系视为可以实现如更低成本的战略机遇。

2.3 机构考量因素

- 对于实现可持续转型和净零排放目标，监管机构和中国政府的作用是不可或缺的。我们建议制定**国家和具体行业的“转型路线图”**，其中包括针对投资者的具体“转型分类法”和“转型融资指南”。中国证券监督管理委员会（CSRC）等机构是制定这类计划的关键。

- **“中国公司治理守则”和“中国尽责管理守则”**将成为定义中国视角下“良好”实践的关键指导性文件。

- **地方评级机构和股市**在推动报告和透明度方面的最佳实践，以及为特定市场设定基准方面都发挥着重要作用（例如，推动其它间接排放（Scope 3）的披露）。

- **非政府组织**在全球和本地市场中发挥着重要作用，因为这类组织有宏大的目标，并能够为无法提出自身主张的当地利益相关者发声（例如，代表性不足的区域或大自然本身）。

2.4 合作是成功的关键因素

合作是全球和中国落实切实可行的转型路线图的关键因素。具体而言，投资者、企业和机构主体应展开如下三种类型的合作：

- **地方与地方合作**：地方主体需要与其他地方市场和非市场参与者建立合作。例如，地方投资者的代理投票制度的使用和与

此类投票相关的公开透明可以促进投资者、企业与其他利益相关者之间的重要决策。

- **地方与国际的合作：**地方主体需要持开放态度，与国际主体展开对话，这些对话可能会为可持续转型的实施带来宝贵的专业知识和想法。同样地，在向国际主体解释和说明地方市场特点、惯例和最佳实践时，地方主体的发声是必不可少的。

- **地方与全球合作：**全球和国际倡议是地方与国际主体未来合作的关键。地方主体需要考虑的关键全球计划包括“联合国的“奔向零碳”倡议（UN Race to Net Zero）”和“气候行动100+”。后者对于尽责管理和参与实践的能力建设尤为重要。

3、为什么要实施尽责管理？

在21世纪，投资行业在可持续发展中发挥着至关重要的作用。一方面我们需要资产所有者的帮助，为全球的工人、养老金受益人和储户创造安全稳定的金融未来。另一方面，我们需要资产所有者和资产管理人展开透明的资本配置，以便为向净零排放转型所需的关键基础设施提供资金，实现联合国可持续发展目标，并开展后疫情时代的重建工作。

为此，投资者越来越多地同投资组合公司展开互动，针对ESG期望进行对话。他们这样做出于多种原因，但主要是为了鼓励投资组合公司改善ESG的表现和实践，以及相关信息披露[2]。多个消息来源报告称，在过去十年中，参与和投票策略的使用呈两位数的增长，根据 Eurosif [3] 的研究，在欧洲，这两项策略已经成为仅次于股票剔除的第二大负责任投资策略。随着近期《欧盟股东权利指令》和《英国尽责管理守则》的修订，西方和世界其他地区的监管机构正积极鼓励资产所有者和管理人行使股东权利。但究竟什么是尽责管理？

下文将更详细地讨论尽责管理的概念，引出它与ESG和可持续投资讨论的相关性，并探究了部分尽责管理工具及其实践现状。

3.1 尽责管理的概念

截至2021年8月，已有23个国家、区域和国际的尽责管理守则或负责任投资实践原则出台[4]，因此投资者尽责管理的定义也会存在一些细微的差异。但从原则上来说，尽责管理的一般定义是：

> “负责任的资本配置、管理和监管，目的是为客户和受益人创造长期价值，从而为经济、环境和社会带来可持续效益”[5]。

尽责管理是一种工具，根据资本市场的结构，支持资产所有者和资产管理人使用投资资金，鼓励、发展和支持那些带来可持续回报的行为[6]。例如，达到此目标的做法可以是通过参与策略鼓励被投资人满足较高的披露、公司治理和道德操守标准，或者通过代理投票和股东决议追究董事会和管理层责任。这是投资者对受益人的受托责任的一部分，尤其针对受益人是长期储户的情况，比如养老基金成员等。

3.2 尽责管理与ESG/可持续投资而言的相关性

对于可持续投资者而言，尽责管理是通过影响投资组合中企业的ESG实践和相关可持续性风险，从而实现长期价值和提升抗风险性的关键工具。鉴于剔除策略等其他可持续投资实践在影响与环境和社会问题相关的公司实践方面的效果微乎其微，尽责管理就显得尤为重要[7]。

不同的市场参与者及其关系对于尽责管理而言非常重要：资产所有者、资产管理人、企业、政府、非政府组织、指数提供商、投资顾问和代理顾问都在管理或宣传负责任资本分配方面发挥着重要作用。尤其需要指出的是，资产所有者与资产管理人之间的关系是推动尽责管理和长期投资的基石。英国资产管理工作组指出，“这种关系为投资管理者作出投资决策、担任尽责管理人和最终创造可持续价值的方式奠定了基调”。

[2] R.G.、Mooij, S.和J.C. Stroehle，2021年。有效参与的四项策略。负责任投资者。https://www.responsible-investor.com/articles/four-strategies-for-effective-engagement
[3] Eurosif，2018年。欧洲可持续和负责任投资市场研究。http://www.eurosif.org/sri-study-2018/
[4] 国家：澳大利亚、巴西、加拿大、丹麦、德国、印度、意大利、日本、肯尼亚、韩国、马来西亚、荷兰、挪威、新加坡、南非、瑞士、中国台湾、泰国、英国、美国、中国香港；区域：欧盟、经合组织；全球：国际公司治理网络。
[5] 《英国尽责管理守则》，2021年。
[6] 英国资产管理工作组，2020年11月，“有目的投资：将尽责管理作为可持续增长的核心”。
[7] Broccardo, E.、Hart, O.D.和Zingales, L.，2020年，“退出与发声”。

资产所有者、资产管理人、顾问和企业之间的问责链是有效尽责管理的关键，因为不同职责会推动问责链上不同层级的长期思考（参见图1右侧）[8]。

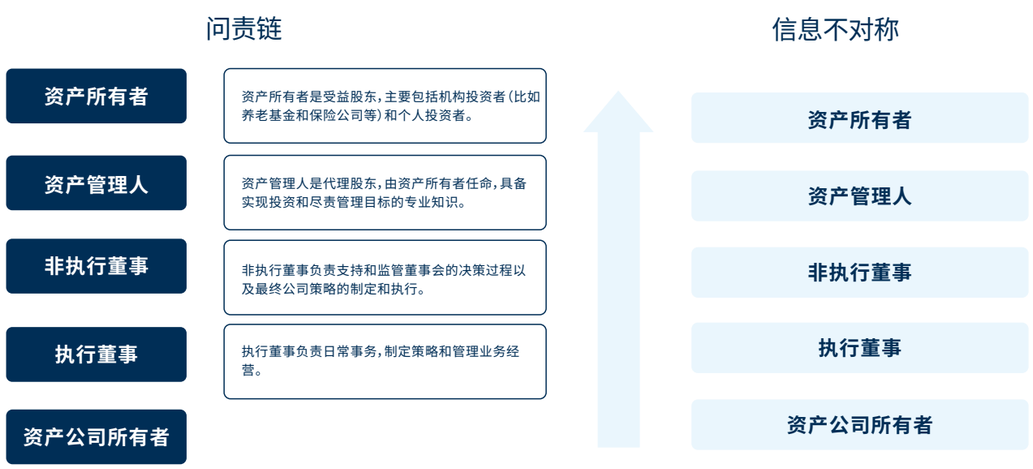
与此同时，由于企业与机构投资者之间仍然存在信息不对称（参见图1右侧），这些不同层级的问责也是尽责管理的核心挑战。尽责管理是克服这类不对称、评估管理层在执行董事和独立董事开展的监管下对企业的妥善或不当管理有关风险的一种方法，但尽责管理并非万能钥匙，因此不应被视为能够消除与被投人或发行人有关的所有投资风险。相反，尽责管理是一种工具，有助于投资者发挥作用，促进市场良好运行，解决系统性风险。

国际公司治理网络（ICGN）提出了“全球尽责管理原则”，重点指出尽责管理如何支持三个层面的可持续价值创造：

- 在单一企业层面，投资者尽责管理有助于推行可持续价值创造的较高公司治理标准，从而提高长期风险调整后回报率（……）。
- 在投资者层面，尽责管理涉及在实施负责任投资方法的过程中保持和巩固长期价值。这包括考虑更广泛的道德、环境和社会因素，以及考虑相关的系统性风险，作为受托责任的核心组成部分。
- 从广义上来讲，尽责管理巩固整体金融市场稳定性和经济增长，并（……）直接与经济、环境和社会的可持续效益挂钩”。[9]

因此，尽责管理变革理论与各主体在不同层面上积极、明确促进可持续性事业有关。这种理论超越了单纯的投资分配过程，并以多种积极所有权工具和机制为补充，利用公众影响力并拓宽机构投资者的股东权利。下文就这些工具展开了详细讨论。

图1. 通过投资链实施尽责管理



资料来源：英国投资协会，2018年11月，尽责管理实践。

资料来源：英国资产管理工作组，2020年11月，有目的的投资：将尽责管理作为可持续增长的核心。

[8]英国资产管理工作组，2020年11月，“有目的的投资”，第19页。
[9]国际公司治理网络全球尽责管理守则，2020年。

图2. 投资尽责管理工具包

注：工具包中包含最常见的活动，不代表尽责管理活动的完整清单。例如，直接加入被投资人董事会也属于尽责管理活动。

3.3 尽责管理工具包

尽责管理是一个广泛的概念，包含从内部治理和长期价值创造政策的制定到多种积极所有权工具等方方面面。对于资产所有者和资产管理人而言，建立职责明确的稳健尽责管理内部治理制度，并制定和实施尽责管理/负责任投资政策和投票政策是成功执行尽责管理的基础。这有助于明确组织内部的目标和重点，而且可以作为投资和参与决策、投票决策甚至是投资指令规范的基准。在明确尽责管理的重点和目标之后，就可以更有针对性地监控和评估被投资企业。随后，尽责管理工作可以通过多种工具展开，包括：

- 与各资产类别现有或潜在被投资人/发行人的直接参与
- 参与投资者合作，以便获取更广泛的参与
- 在股东大会上行使投票权
- 提交股东决议或提案
- 加入董事会或在董事会委员会中任职
- 利用策略诉讼

此外，尽责管理活动还包括通过透明度、利益相关者合作、宣传和策略支持，在投资过程以外发挥投资者影响力。联合国负责任投资原则[10]强调下列内容是尽责管理活动的重要组成部分：

- 与政策制定者参与互动
- 与标准制定者参与互动
- 为公共利益做贡献（例如研究）
- 支持尽责管理目标的公开对话（例如媒体）
- 投资链中服务提供商的协商和监控（例如，资产所有者与投资管理人参与互动）

图2概述了关于投资者可以利用的不同尽责管理工具。不同的尽责管理政策将引向不同的工具选择和应用。因此，并非所有投资者都会使用所有工具。一般来说，上述工具中最具影响力和被广泛采用的工具是**参与和投票**。这两种工具都可以且应该适用于所有资产类别。下一节将就此展开更详细的讨论。

[10]联合国负责任投资原则，2021年，https://www.unpri.org/stewardship/about-stewardship/6268.article

3.4 参与和投票在各资产类别中的应用

《2012年英国尽责管理守则》[11] 指出，“尽责管理不仅仅是投票”。实际上，尽责管理包括“参与企业的策略、绩效、风险、资本结构、公司治理（包括文化和薪酬）等事务”，而且就广泛的可持续性问题而言，还涵盖重大环境和社会问题。修订后的《2020年英国尽责管理守则》[12]（以下简称《守则》）反映出尽责管理自2012年以来的变化，强调尽责管理包括一系列资产的“**负责任资本配置、管理和监管**”。具体而言，《守则》强调，不同的资产类别及其投资有不同的条款、投资期限、权利和责任，因此，资产所有者和资产管理人需要考虑如何在不同情况下有效地实施尽责管理。

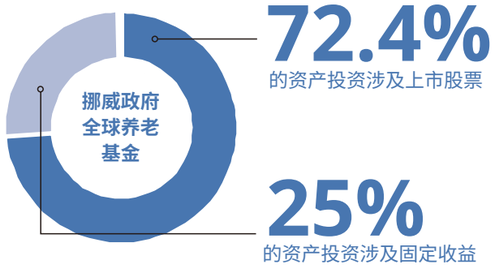


图3. 不同资产类别的特性

资产类别	上市股票	非上市股票	固定收益	基础设施	房地产
投资期限	可以是高、中或低	中长期	取决于存续期限和到期日	中长期	中长期
投票权	有，在股东大会上	取决于是有限合伙人还是普通合伙人	有，在债券持有人会议上	取决于是有限合伙人还是普通合伙人	取决于是有限合伙人还是普通合伙人
责任	投票参与	巩固管理能力、法律结构、财务	出席定期债券持有人会议并进行参与	资产的盈利水平和可持续性	资产的盈利水平和可持续性

下一节重点介绍上市股票、房地产和固定收益领域尽责管理的三个示例，说明不同资产类别中的具体实践。

3.4.1 尽责管理案例研究1：上市股票

在股东大会上行使投票权，和在会议间隔期间与被投资企业的参与是上市股票股东尽责管理职责的核心。上市股票参与实践的一个典范就是挪威央行投资管理公司（NBIM），这家公司管理着主权财富基金挪威政府全球养老基金，通常被称为挪威石油基金。NBIM是全世界规模最大的资产所有者，资产规模达1.1万亿美元（截至2021年6月30日）。72.4%的资产投资涉及上市股票，25%为固定收益，剩余投资为非上市资产。

在投资过程中整合积极所有权

NBIM通过两种机制实施尽责管理：(1) 积极所有权——通过其持有的证券行使所有权；和 (2) 观察与剔除——一旦企业疑似参与不道德或不可持续性活动时，将企业从投资组合中剔除。NBIM利用软件程序监控新闻报道以及其它涉及投资组合中企业的报告或信息来源，标记严重违反《道德准则》的企业。剔除名单将会在线发布，并供外部基金管理人使用[13]。

财政部确定环境资金管理的具体分配办法，执行委员会则针对这类投资制定投资策略。而道德理事会则会针对基金投资组合中企业的观察结果和剔除策略提出建议，这涵盖股票和固定收益投资。筛选可以基于产品或行为。

[11] https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf
[12] https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Final2.pdf
[13] https://www.nbim.no/en/the-fund/responsible-investment/exclusion-of-companies/

剔除标准根据第三方研究予以确定，比如争议研究报告、争议清单及其自身尽职调查等。根据石油基金（Oil Fund）的管理任务，基于产品的筛选不包括生产烟草、违反基本人道主义原则的武器，以及向受政府债券投资限制的国家出售武器的企业。基于行为的筛选包括严重或系统性的人权侵犯、严重环境破坏、不合规的温室气体排放和严重贪污腐败行为。

道德理事会可以通过现场面谈或其他形式的调查活动，对相关指控展开独立的尽职调查。这类调查通常由理事会直接聘请的专家执行以确保独立性。专家可以在工人受到不公正待遇的工厂外部与其展开临时面谈，并直接联系被投资企业的管理层以展开正式面谈和现场检查。

投票记录披露：未来五年内能否实现实时披露？

2020年12月，NBIM宣布将在每次股东大会前五天公布投票说明，带头实施投票披露的全球最佳实践[14]。过去，出于对市场影响的担忧，投资者对于在股东大会前公布投票意向的做法持谨慎态度。从NBIM的资产规模来看，此举意义重大。据称，NBIM平均持有全球每家上市公司1.5%的股份。这意味着它每年将公布12万项可以在线搜索的投票决策[15]。NBIM针对部分企业提供追溯至2013年的投票记录。在2021年5月的艾克森美孚年度股东大会，NBIM为所有反对董事会建议的投票提供了投票政策参考和投票理由。这项实践逐项适用于各个市场的所有企业投票。

利用ISS和Glass Lewis等代理顾问的投票平台，其他投资者也在逐步实施关于披露的最佳实践。美国教师保险和年金协会 - 大学退休股票基金（TIAA）的资产管理规模逾1万亿美元，自2014年以来提供分项投票记录[16]。第七版《负责任投资声明》（第一版于2014年发布）涵盖了一系列ESG问题，包括ESG相关股东决议的具体代理指南[17]。励正投资（Legal and General Investment Management）和安联投资（Allianz Global Investors）的资产管理规模分别为1.8万亿美元和6330亿欧元（约合7520亿美元），自2017年以来提供逐项投票记录，同时还提供基于市场和行业的统计数据和按提案类型的投票[18]。NN Investment Partners资产管理规模为2980亿欧元（合3540亿美元），自2018年以来一直披露投票记录。

对于一些投资者而言，在股东大会之前披露投票可能有一定的挑战性，但在未来五年内，在股东大会举行后展开实时披露投票记录可能会成为一种常态。

主题参与有待深化

2021年8月18日，NBIM首席执行官Nicolai Tangen和副首席执行官Trond Grande首次在Arendalsuka举行的新闻发布会上进行了现场直播，发布了2021年上半年的结果[19]。他们发布了一篇新的文章：《生物多样性和生态系统：企业期望》。这是基金积极所有权关注的第八个主题，其他主题包括：儿童权利、气候变化、水资源管理、人权、税收和透明度、反贪污腐败和海洋可持续性。

[14] https://www.ft.com/content/92bde7f0-4007-45e0-9d03-3b3b2b9065da
[15] https://www.nbim.no/en/the-fund/responsible-investment/our-voting-records/
[16] https://vds.issgovernance.com/vds/#/MTIwODY=/
[17] https://www.tiaa.org/public/pdf/ri_policy.pdf
[18] https://vds.issgovernance.com/vds/#/MjQwMQ==/
[19] https://www.nbim.no/contentassets/3d1deeb186704b97a08beda8185fddac/gpfg_press-conference_1h21_presentation.pdf

针对上述各项重点主题，石油基金NBIM宣布了期望清单及其合作伙伴，期望能改善资金部署的环境和社会影响[20]。例如，自2017年以来，NBIM和联合国儿童基金会一直在全球服饰和鞋类供应链（服饰网络）中展开儿童权利方面的合作。双方联合为企业制定了实用指南[21]和附录[22]，以便将儿童权利整合到负责任采购框架中。2021年5月，NBIM扩大了主题范围，将儿童营养和健康权利纳入其中。NBIM目前还在不断更新期望清单，作为投票和参与的透明指南。

案例研究

鸿海精密工业股份有限公司

“参与”能否增加价值？

要证明参与策略这项独立活动为财务绩效增加价值并非易事，但我们可以证明的是，引起公司行为变化的参与与股价上涨所反映的投资者信心是相关的。通过气候行动100+组织的参与计划，苹果产品制造供应商**鸿海精密工业股份有限公司**有效地解决了股东对于一系列策略和ESG问题的意见，随之股价上涨。2018年6月，鸿海公司的气候行动100+首席投资者代表在台北出席年度股东大会。完整的年度股东大会现场录像可以在YouTube[23]上观看。首席投资者代表用中英文与创始人兼董事长郭台铭先生进行了40分钟的直接对话。他们主要就环境和治理的一系列不同主题展开了对话：

关于气候变化：投资者要求董事会和高级管理层：(i) 实施治理框架，传达董事会关于气候变化风险和机遇的问责和监管；以及 (ii) 根据《巴黎协定》采取行动，减少整个价值链中温室气体排放。

关于公司治理：投资者要求董事会：(i) 公布董事长和首席执行官（由创始人兼任）的继任计划；以及 (ii) 考虑更换董事会会议出席率较低的董事。其中有一名独立董事自2016年加入董事会以来仅出席了36%的董事会会议[24]。

公司随后对此作出了回应，其中包括更换董事会会议出席率较低的董事会成员。公司网站显示（截至2021年9月4日），董事会成员出席了100%的委员会会议。审计委员会成员出席了全部13次会议[25]，薪酬委员会成员出席了全部4次会议[26]。创始人辞去董事长和首席执行官职务，但仍然担任董事。公司在次年（2019年度股东大会）任命了首位非创始人董事长。2020年11月，该公司承诺将在2050年之前实现净零排放。公司在公告中明确承诺，将根据《巴黎协定》加强气候变化治理，采取行动减少价值链中的温室气体排放。这些承诺与投资者代表在2018年度股东大会上提出的首次公开请求完全一致[27]。这项公告发布后，股价有所上涨，而且该公司与气候行动100+投资者集团建立了定期合作参与。

[20]https://www.nbim.no/en/the-fund/responsible-investment/
[21]https://www.unicef.org/media/70121/file/Childrens-rights-in-the-garment-and-footwear-supply-chain-2020.pdf
[22]https://www.nbim.no/contentassets/f332f281ef224f0ea2fb4bd461ed502d/unicef_compendium_childrens-rights.pdf
[23]https://www.youtube.com/watch?app=desktop&v=trkRMm-80LE&t=1287s. Engagement starts from 22 minutes into the meeting.
[24]https://www.hermes-investment.com/uki/press-centre/stewardship/hermes-eos-to-raise-shareholder-concerns-at-hon-hai-agm/

3.4.2 尽责管理案例研究2：房地产

ESG和尽责管理是房地产行业的关键话题。更节能的“绿色”房地产不仅可以降低运营费用支出，帮助公司赚取高位租金，并且具有空置率更低，闲置期更短，贷款违约风险更低的属性，可满足住户日益增长的需求，也可持续改善与租户的沟通、健康和员工生产力的生活和工作空间。简言之，可持续房地产有利于人类和地球，同时有利于商业发展。

为了就此展开评估，房地产投资商最常用的一套标准就是GRESB（原全球房地产可持续性基准）和联合国环境规划署金融倡议部的负责任房地产投资倡议房地产工作组（PWG）框架。各资产管理机构将选择一系列问题作为参与互动的优先事项，尽管具体问题因企业而异，但一般会包括：

- 能源和碳减排改善/目标
- 废弃物、水资源和生物多样性等领域的广泛环境/尽责管理进展
- 资本结构和配置
- 董事会和公司结构
- 管理层薪酬和激励
- 女性权利、社区参与和多样性等领域的成就
- 企业未来计划实现的ESG目标

为满足日益提高的ESG标准（如能源效率和遵守《巴黎协定》），房产的所有权、租赁权以及租赁期时限对实施改造该房产的预算影响最大。在进行风险评估和回报时，更具有前瞻性的房地产投资商在做出房地产投资决策前，通常会从整体性视角对生物多样性进行尽职调查和灭绝治理评估 。

从房地产投资商的角度来看：

新世界发展有限公司是全球首个发行可持续发展挂钩债券的房地产开发商，并与绩效指标相关联，且在不达标的情况下产生罚款。10年期2亿美元债券（票息率：3.75%）的可持续绩效目标与该公司的最新可再生能源路线图相一致[28]，该路线图承诺到2026年，大湾区出租物业在2026年前采用100%可再生能源。

这支可持续发展挂钩债券被超额认购了六倍，超过80%的认购请求来自全球资产管理人以及亚洲和欧洲地区的保险公司。交易的最终定价为T+275个基点，意味着新发行溢价为负5个基点，成为新世界至今以美元计价的公开发行债券中收益率最低的债券。

[25]https://www.foxconn.com/en-us/investor-relations/corporate-governance/committee?section=the-audit-committee
[26]https://www.foxconn.com/en-us/investor-relations/corporate-governance/committee?section=payroll-committee
[27]https://www.climateaction100.org/news/investors-welcome-net-zero-emissions-commitment-from-hon-hai-precision-industry/
[28]https://sustainability.nwd.com.hk/wp-content/uploads/2021/01/NWD-Renewable-Energy-Roadmap.pdf

为实现其目标，新世界发展有限公司承诺使用综合可再生能源装置，并与中电集团等能源供应商签署长期购电协议，这些能源提供商对可再生能源进行“追溯”，提供“应急可再生能源”，并都获得过地方电力市场可再生能源证书（RCEs）。2021年3月，新世界发展有限公司承诺制定基于科学的目标，目的是支持中国香港在2050年之前实现净零排放，并支持中国内地在2060年之前实现碳中和的目标。新世界发展有限公司在2019年和2020年保持全球房地产可持续性基准的五星（最高）评级，并在2020年获得气候适应性披露全球第一的排名。

在新冠疫情期间，三菱商事株式会社与瑞银集团合资成立的资产管理机构三菱瑞银房地产公司(Mitsubishi Corp. – UBS Realty Inc.)开始通过日常电话访问了解租户的健康和业务状况。

案例研究

Federated Hermes Real Estate

建设有意义城市的影响驱动尽责管理案例：

Federated Hermes Real Estate协助起草了2018年11月发布的联合国环境规划署金融倡议部《积极影响房地产投资框架报告》[29]。该指导性文件重点关注采取措施前和采取措施后的影响，以衡量变革的意向、改善的财务状况和福祉结果。

自2014年以来，该资产管理机构承担了英国各地的八个大型城市重建开发项目，总面积达1900万平方英尺，资产价值为130亿英镑。Hermes聘请独立经济顾问Hatch在三个旗舰开发项目中展开基准研究：伦敦的King's Cross、曼彻斯特的NOMA和利兹的Wellington Place。独立顾问将下述影响进行量化，得出“参与”结果：

1）收入红利：平均工资评估显示，King's Cross、NOMA和Wellington Place业主所雇佣员工的工资比特定本地地区的平均年薪高出14%（逾4,000英镑）。这类“收入红利”反映出Hermes通过业主筛选、参与策略和有效空间打造方法实现了额外收益。

尤其需要指出的是，King's Cross再开发项目采用了“有意义城市”概念，同时也注重改善质量、支持、包容、文化和传承。

2）普惠教育：国王十字学院（King's Cross Academy）是一所特殊小学，与Frank Barnes聋哑儿童学校位于同一地区，目的是鼓励两所学校的合作和整合。这样一来，普通学校的儿童也能够有机会学习手语。

3）增强文化底蕴：20世纪90年代，King's Cross地区破旧不堪，犯罪率普遍偏高。因此，该地区的设计考虑到了犯罪和反社会行为——这是King's Cross长期存在的问题。然而，由于公众对保护数据隐私的意识和敏感性不断提高，当地警方一贯使用的公众监视方式受到了质疑。

4）遗产保护：遗产保护为Coal Drops Yard购物中心重新注入活力，该区域于19世纪建成，用于煤炭存储与分销。目前，该区域经过重建改造，华丽变身，打造成一片名为Gasholders London的高端住宅地产区域，拥有145间公寓，坐落在三组煤气储备仓之间。开发项目包括三个环形住宅街区，位于三个相互连接的煤气储备仓中间，这三个储备仓被人们亲切地称为“三姐妹”。19世纪的钢铁构造在King's Cross开发项目中经历了拆除、修复和迁移。

5）创造本地就业机会：设立在相邻社区增加30%就业的机会。为实现这一目标，项目承诺提供现场施工培训中心（CTC）以及现场技能和招聘中心（KX Recruit）。

[29]https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/11/Positive-Impact-Initiative_Real-Estate-Investment-Framework_Nov-2018.pdf

3.4.3 尽责管理案例研究3：固定收益

与上市股票相比，许多投资者对投资级和高收益公司债务发行人“参与”流程是不同的。例如，针对投资级企业债券，道富环球投资顾问公司(State Street Global Advisers, SSgA)会利用专有的ESG筛选工具识别发行人，从而执行参与。一般来说只与高收益企业债券发行人进行特定参与。

除了与企业长期可持续价值创造有关的一般性ESG主题之外，固定收益投资者一般还需要处理附带产生的具体问题。他们需要在债券持有人会议上就相关问题进行投票并与管理层对话，比如：

- 批准债务约定和/或发行条款修订
- 批准债务重组计划
- 授权已发行债务证券回购
- 批准在董事控制下配售发行未发行债务证券
- 批准拆分/兼并提案

固定收益参与、股票参与和尽责管理之间的区别

Federated Hermes可持续发展目标高收益信贷基金于2019年9月成立。除了带来积极社会影响之外，该策略目标还包括实现经常收入和资本增值。截至2021年7月31日，基金资产管理规模达4500万美元，持有超过200项的证券。2020年，共对114家企业实施了353项的“参与”行动。下面将进一步说明该信贷基金采用的方法。

1. 筛选方法：基金团队只选择满足治理门槛（如有限的争议敞口）和信用实力的公司。这为更广泛的投资领域（定义参见ICE BAML GHY指数基准）提供了第一层筛选。

   对于Hermes而言，通过选择参与策略执行不足的企业（其中一些与同行相比较落后），进一步进行参与互动可带来的回报机会包括：(1) 容易实现的目标——从可持续发展目标的角度改善现有商业活动的披露和可持续性描述；以及 (2) 通过增强影响力来推动新的商业机会和改进运营，从而提高绩效。

此外，基金团队开发了共线性模型，将企业潜力和价值与影响力和管理质量联系起来。不同信用评级的公司进行“参与”的方法是相同的。

2. 参与策略执行的时间表：就尽责管理而言，一般来说参与策略的成功执行通常需要3到5年。这在某种程度上解释了PRI负责任投资原则合作参与工作组为什么倾向于采用3年计划周期[30]，例如，2017-2019年与油气和公用事业部门开展甲烷相关的参与行动，2018-2020年开展钴负责任采购计划的合作参与[31]。气候行动100+是于2017年12月推出的五年期计划，将于2022年完成[32]。

2021年6月30日 Federated Hermes[33] 的基金情况说明书指出，基金的加权平均有效期限和证券有效期限为4.9年和7.9年。与投资管理人列出的“参与”时间相比较（图4），两者基本一致。

图4. 评估固定收益参与进展

资料来源：Federated Hermes可持续发展目标参与高收益信贷基金2020年上半年报告

案例研究

辛克莱广播集团

薄弱条款失效

辛克莱广播集团（Sinclair Broadcast Group）是一家在美国上市的区域性体育公司，有过债券持有人成功执行参与的经历。2019年，该公司出售了18亿美元的无担保债券，为收购华特-迪士尼公司（Walt Disney Co.）的地区体育电视网（Diamond Sport）提供了资金。2020年，该公司要求债券持有人以40%的折价换取以公司资产担保的债务。超过一半的债券持有联合起来阻止债务互换，并将其作为谈判筹码，但公司最后决定利用现金赎回优先股，这符合债券约定的规定[34]。

2021年6月，因为公司难以与与运输公司签署并维持的交易，而且面临疫情造成的赛事直播中断，其高收益债务跌至低迷水平。彭博社（Bloomberg）指出，其子公司Diamond Sports Group的2027年到期的债券在跌至票面价值的一半以下。无担保债务持有人是有可能与治理相关的具体目标的，比如加强债券约定、兑换成高息票的第一留置权债务。

[30]https://www.unpri.org/methane/engaging-on-methane-results-of-the-pri-collaborative-engagement/6103.article#:~:text=Between%202017%20and%202019%2C%20the,gas%20and%20utilities%20value%20chain.
[31]https://www.unpri.org/collaborative-engagements/collaborative-engagement-on-responsible-sourcing-of-cobalt/6278.article
[32]这并不意味着将停止对气候变化的关注，而是表明协作参与倡议将采取不同的形式。
[33]https://www.federatedinvestors.com/products/mutual-funds/sdg-engagement-high-yield-credit/is.do
[34]https://www.bloombergquint.com/business/sinclair-s-loose-debt-covenants-come-back-to-bite-bond-investors

4、主动参与策略的价值

投资者与被投企业之间的主动参与是最重要也是最常用的尽责管理活动之一。其重要性日益提高，学术和实践文献都对主动参与活动进行了充分的记载。但由于这是一项不断演变的实践活动，所以在对成功参与手段的理解上和投资者用来实现特定成果的策略上仍存在差距。评估参与成功的主要问题在于寻找原因，即触发公司变化的原因以及参与活动在中间扮演了怎样的角色。

下面将回顾并探究学术和市场研究所提供的依据，梳理当下关于主动参与策略的知识。随后，本报告将继续讨论基于访谈中的一些发现和来自领先实践者的指导和最佳参与实践。

4.1 学术研究提供的证据

对于可持续投资而言，参与和尽责管理的重要性日益提高，学术界对这一主题的关注也越来越多。以往关于可持续投资的学术研究的主要关注点是在投资决策中整合ESG因素是否能够获得更多财务价值。研究表明，如果企业在对财务有重大影响的ESG因素上表现突出，其表现可以跑赢市场，ESG表现优于市场通常需要长期才能体现[35][36]。此外，大家一致认为，可持续投资可以减少潜在的投资风险，识别并降低与被投企业相关的长期风险[37]。

这些研究对于支持和加快落地可持续投资实践来说意义重大，但是它们很少提及这些投资是否真正在被投企业中创造了更好、更持久的环境和社会实践[38]。在这种情况下，就需要尽责管理，尤其需要参与策略。可持续投资将ESG视为一种投入（目的是获取更高的风险调整后回报），而积极股东参与的支持者则将ESG视为一种成果。因此，投资者们会问：我们希望企业做些什么，以实现更好的环境和社会绩效，以及更好的公司治理？参与策略也被会用于信息采集和理解不一致的ESG评分[39]。这些目标拓宽了研究的重点，以及对成功的股东参与需要提出的问题。

在投资者通过参与行为产生影响这一问题上，一些研究表明，企业与投资者之间开展关于ESG的针对性对话确实可以促使被投企业实现积极的社会和环境绩效成果。例如，Hoepner等人[40]的研究展示了ESG参与策略如何降低企业的下行风险，尤其是在关注气候变化时。而Barko等人和Dyck等人[41]的研究则表明，股东参与可以提高企业后期ESG的评级。Dimson等人则以合作参与为重点[42]，表明股东同企业之间的对话可以成功实现所设定的参与目标，尤其是在主要投资者与被投者同属一个国家，且投资者们具有一定影响力的情况下。此外，学术证据表明，在关于ESG目标的参与成功之后，企业的会计绩效和治理会得到改善，机构投资者持股也会增加。[43]

伦敦塔桥

[35]Khan等人，2015年
[36]Eccles等人，2014年
[37]Friede等人，2015；Reneboog等人，[38]2008
38Koelbel等人，2020年
[39]Amel-Zadeh和Serafeim，2018年
[40]Hoepner等人，2018年
[41]Barko等人，2021年；Dyck等
[42]Dimson等人，2021年
[43]Dimson等人，2015年；Barko等人，

总而言之，投资者的参与策略能够有效推动企业采取负责任的行事方式，这是最有效的策略工具之一[44]。相比剔除策略—通常所指“退出”vs“发声”，参与策略的这种有效性尤为重要[45]。退出或剔除策略指的是，投资者从ESG绩效较低或ESG风险敞口较高的特定企业中撤资，然而这种策略对企业的环境和社会绩效影响甚微，甚至会产生相反的效果[46]。虽然欧洲投资者仍常将剔除策略用于ESG整合，但这种策略无法替代周全的尽责管理策略、知情参与和投票活动[47]。

研究表明，参与策略的成功取决于对于目标的明确程度、对特定主题的关注以及被投资企业对参与的开放程度[48]。此外，ESG参与行动的成功与否取决于参与互动过程中所产生的改革成本。相比难度较低的参与请求，难度大、成本高的请求更不容易实现[49]。最后，被投资企业的响应与意愿水平也取决于投资者的地位和其资本持有规模，以及被投资企业的总体的ESG经验和ESG专业知识[50]。

4.2 市场和最佳实践的证据

4.2.1 主动参与策略的使用日益增加

最近的从业者调查和机构投资者协会的证据亦明显表明，尽责管理活动在全球资本市场中的使用越来越广泛、重要性日益增加，尤其是参与和投票策略。例如，英国资产管理工作组的报告称，2019年1月至2020年9月期间，责任投资基金管理规模增长了119%。美国可持续责任投资论坛（USSIF）2020年的研究发现，ESG资产规模达到16.6万亿美元，自2018年以来增长了43%[51]。结合Eurosif的研究报告，参与和投票策略是目前欧洲第二大实践性社会责任投资的策略；Schroder的2020年机构投资者研究[52]发现，主动参与和尽责管理是当前全球第三大实践性策略（59%的受访者表示会使用该项战略，较2019年大幅增长了21%），有力地证明了目前流入尽责管理活动的资本规模和影响力。有趣的是，也有调查结果表明，可持续投资中使用负面筛选的频率正在减少。Schroders的调查发现，在2019年有53%的受访者表示采用筛选策略剔除某些行业（如酒精、烟草或武器制造等），但2020年只有36%的受访者表示还在使用该策，该策略的受欢迎程度从第二下滑至第五。

伦敦市

119%

2019年1月至2020年9月期间，责任投资基金管理规模增长了119%

USD 16.60 万亿

美国可持续责任投资论坛组织（USSIF）2020年的研究发现，ESG资产达到16.6万亿美元

[44]Broccardo等人，2020年；Koelbel等人，2020年；
[45]Hirschmann, A. O .（1970年）。退出、发声和忠诚：应对企业、组织和国家的衰落。哈佛大学出版社：麻萨诸塞州剑桥。
[46]Atta-Darkua等人，2020年
[47]Eurosif，2018年。
[48]Eccles、Mooij和Stroehle，2019年；Wagemans等人，2018年
[49]Barko等人，2021年
[50]Eccles、Mooij和Stroehle，2019年；Koelbel等人，2020年
[51]美国可持续责任投资论坛组织，2020年，美国可持续责任投资论坛组织趋势报告执行摘 https://www.ussif.org/files/US%20SIF%20Trends%20Report%202020%20Executive%20Summary.pdf
[52]Schroders，2020年，机构投资者研究。https://www.schroders.com/en/hk/institutional-service/insights/institutional-investor-study-2020/sustainability/https://www.schroders.com/en/hk/institutional-service/insights/institutional-investor-study-2020/sustainability/

4.2.2 投资链的重要性

资产所有者、资产管理人、顾问和公司之间的报告和问责链是有效尽责管理，特别是主动参与活动的关键驱动因素，市场的证据也进一步支持了这一观点。资产所有者与资产管理人之间的关系常常被强调为尽责管理中的关键一环。资产所有者根据资产管理人提供长期可持续回报的能力来挑选资产管理人，这在实现尽责管理和参与活动方面发挥着关键作用[53]。《英国尽责管理守则》也强调了这种关系的重要性，

> 资产所有者“定下尽责管理的基调，可以影响行为变化，使资产管理人和公司的尽责管理情况得到改善”。资产管理人则“负责投资管理的日常工作，并能够很好地影响公司的长期绩效”[54]。

21%

企业主动参与和尽责管理的策略在2020年增长幅度

36%

2019年第二大受欢迎策略，在2020年依旧使用的机构占比

[53]投资协会，2018年11月，尽责管理实践——投资者协会尽责管理实践。https://www.theia.org/sites/default/files/2019-04/Stewardship_survey2018_FINAL_3.pdf
[54]财务报告理事会，《英国尽责管理守则》，2012年。

因此，英国投资者协会（IA）2018年的尽责管理实践调查结果表明，资产所有者向资产管理人清楚表明尽责管理的期望是最好的方式。调查发现，英国约三分之二的资产管理人表示，有75%或以上的机构客户对他们所持资产的尽责管理工作（特别是参与和投票）有正式的期望。这表明，资产所有者不仅是在挑选外部管理人时重视尽责管理，在其资产的内部管理方面也越来越重视尽责管理。

2020年的ISS资产所有者尽责管理调查结果也为这一观点提供了支持。调查[55]发现，在150名受访的资产所有者（主要位于北美）中，绝大部分（78%）的受访者直接参与和/或指导管理人对公司进行参与。其中，14%的受访者表示，他们同投资组合中公司的高管和董事有直接进行参与；43%的受访者会敦促外部管理人代表他们对公司进行参与；22%的受访者表示上述两种做法他们都有采用。只有22%的调查对象表示完全没有使用参与策略。代理投票方面也发现了类似的趋势。大多数（57%）的资产所有者表示会支持代理投票，或者向他们的投资管理人给予投票指示。另外有三分之一（32%）的受访者表示会将投票责任委托给外部管理人；只有8%表示不会支持代理投票。

4.2.3 “参与”的主题

投资者希望参与投资组合公司的议题有很多，具体受调查地区和样本而定。总的来说，各种研究发现，股东参与的两项最重要议题是环境问题（尤其是排放和气候变化）和公司战略。例如，Schroders[56]发现，至少58%的投资者在参与过程中涵盖了这两个议题中的一个或两个。在一般性事务参与中，讨论的重点经常放在会计质量、财务绩效、资本配置、领导力和高管薪酬上[57]。在ESG的具体参与中，围绕性别多样性和员工健康安全的议题已上升至参与议程的首位，这可能是由于新冠肺炎疫情引起了人们对社会问题的关注。新冠肺炎疫情还导致一些投资者优先考虑某些行业，如医疗保健行业[58]。人权、数据隐私和网络安全也是经常讨论的议题。

[55] ISS，2020年11月，资产所有者尽责管理调查——结果总结。https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS-2020-Asset-Owner-Stewardship-Survey.pdf
[56] Schroders，2020年，机构投资者研究。
[57] 投资协会，2018年11月，尽责管理实践——投资者协会尽责管理实践。
[58] ISS，2020年11月，资产所有者尽责管理调查。

Schroders的研究表明，不同地区关注的主题可能不尽相同。研究发现，环境问题是欧洲投资者参与议程中的首要问题，而北美投资者则尤为重视网络安全和多元化等问题。据美国可持续和责任投资论坛（USSIF）的研究显示，除网络安全和多元化问题之外，美国投资者也开始特别关注企业政治行为。亚太地区的投资者则对劳动者权利表现出特别的关注。

4.2.4 参与策略的成功和披露

“参与”中最具挑战性的部分是如何定义和衡量它的成功。据ISS调查，约有三分之一的受访投资者表示，会衡量尽责管理活动中取得的进展，也有约一半的投资者表示并不满足于现阶段的衡量工作。总体而言，投资者认为，他们缺少适当的工具和数据来有效衡量参与策略的成功与否。虽然行业普遍认为，参与策略往往可以帮助作出更好的投资决策，并积极改变投资者与公司之间对话的性质，但很难衡量具体哪些参与活动可以带来这些好处。

服务供应商，例如代表许多机构客户的Hermes EOS，他们经常使用里程碑制度，不仅用来确定公司是否遵循客户请求，也用于衡量公司在合规方面的进程。例如，Hermes的里程碑包括：1、对目标方（被投资方或发行方）提出问题，2、目标方确认问题，3、目标方采取行动解决问题，4、目标方“参与”圆满成功。虽然里程碑十分有益，但是只能反映出“参与”取得的“有形”成果，无法反映“无形”成果。因此，报告的透明度和证据常被视为“参与”的有形成果是否取得成功的关键因素，但还有一个更为软性的因素，是指一种良性关系及与所收集信息的有用性。

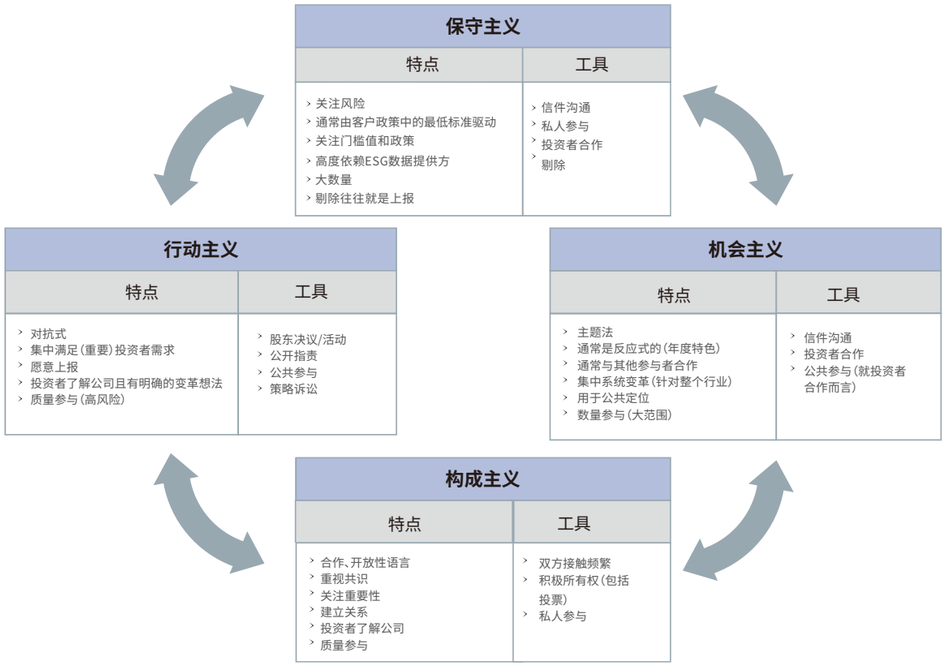
Schroder调查发现，投资者还将参与策略看作是实现充分知情的重要事项，例如一致投票反对公司推动变革、通知剔除策略的执行以及在必要时作出有关公司的公开声明（“公开谴责”）。此外，我们自己的研究也发现，公司和投资者都认为参与策略具有重要的无形价值，并特别强调关系和建立信任的重要性。因此，衡量参与成功的最佳方法应当包含两方面，一是对“参与”结果采取衡量标准，二是重视软性成果的空间和实践，如取得可持续关系和积极案例研究等。

如果能够衡量“参与”情况，投资者便能够提高其尽责管理活动的透明度——例如，《英国尽责管理守则》就特别强调了这一要求。虽然有关参与和投票的实践报告在不断增加，但仍有很大进步的空间。例如，ISS在2018年调查发现，只有31%的受访机构在当时会交流他们的投票和参与活动，而约一半的受访机构表示不会交流他们的活动。缺乏透明度的原因往往与缺乏能力和平台限制有关，以及对利益相关者责任审查和担忧。

4.2.5 参与策略

在对被投资公司或发行公司进行参与时，投资者可以选择多种不同的参与策略。最重要的是，投资者可以在私人参与策略、公开参与策略和协作参与策略之间进行选择。

图5. 股东参与的四项策略



资料来源:Eccles、Mooij和Stroehle,2021年,有效参与的四项策略,摘自:负责任投资者。

根据High Meadows Institute的报告[59],私人参与是机构投资者最常用的途径。这种做法可以依靠各种推广和沟通工具(如图4所示),但与公司保持沟通并就结果和目标达成一致意见。公共参与的形式包括提交股东提案、公开谴责公司,或采用积极的尽责管理[60]。最后,在合作参与中,投资者结成联盟,集中资源和影响力,处理共同关注的主题。最大且最具影响力的投资者参与联盟是气候行动100+组织,该联盟联合了615名投资者,他们管理的资产超过55万亿美元,共计167家公司参与,这些公司的碳排放量占全球工业排放总量的80%左右[61]。根据联合国负责任投资原则(UN PRI),如果各方能够顺利合作并共同参与,可以"提高投资者的影响力,帮助他们建立专业知识,并通过分担工作量和成本提高参与过程的效率"[62]。投资者应该避免在没有兴趣主动参与的合作项目上投入过多,因为这可能会被视为"漂绿"。

对于特定机构而言,不同的尽责管理目标、基金结构和任务可能需要采用不同的参与形式组合。Eccles、Mooij和Stroehle[63]的一份报告概述了西方市场中资产管理人和资产所有者广泛使用的四项参与策略。它们要么侧重于自上而下系统性问题(保守主义和机会主义),要么侧重于自下而上的实质性问题(构成主义和行动主义)。图5给出了这些策略的概述。通常,投资者会根据其尽责管理和负责任投资的重点,选择如何运用这些策略组合。

[59]High Meadows Institute和KKS Advisors,2016年,将ESG考量因素纳入参与实践
https://static1.squarespace.com/static/5143211de4b038607dd318cb/t/5910794ce58c62a5ff783f54/1494251871486/ESG-considerations-engagement-practices.pdf
[60]Mastagni, A.、Eccles, R.G.和K. Jenkins,2020年,积极尽责管理导论。哈佛法学院公司治理论坛。https://corpgov.law.harvard.edu/2021/03/01/an-introduction-to-activist-stewardship/
[61]气候行动100+,2021年8月,https://www.climateaction100.org/
[62]联合国负责任投资原则,2013年,开始协作参与——机构投资者如何在与公司的对话中进行有效协作。https://www.unpri.org/download?ac=4156
[63]Eccles, R.G.、Mooij, S.和J.C. Stroehle,2021年6月,有效参与的四项策略。负责任投资者。https://www.responsible-investor.com/articles/four-strategies-for-effective-engagement

5、中国的大环境

中国是世界第二大经济体[64],同时也是世界上最大的温室气体排放国之一[65]。正因如此,中国参与可持续发展目标议程和成功实现零排放的重要性不言而喻。然而,中国的环境有别于西方国家,需要探索符合国情的可持续金融和尽责管理工具,才能将ESG更广泛地纳入其资本市场。下一节内容将讨论了中国环境的特殊性、中国市场建立本地ESG实践的方式以及中国市场与全球可持续发展议程的关联性。

5.1 中国投资市场结构

市场结构

中国股票市场的两个主要交易所分别是:上海证券交易所和深圳证券交易所。截至2021年9月3日,上海证券交易所和深圳证券交易所的总市值达86.99万亿元人民币。目前已有4000多家公司在这两个交易所上市。

2021年9月2日,中国国家主席习近平宣布,中国将设立北京证券交易所,并将其打造成创新型中小企业(SME)上市的基地。因此在可预见的未来,国内上市的公司数量将继续增加。

国内投资者仍以散户投资者为主,机构投资者次之,外资小规模参与。根据上海证券交易所的年度报告,该交易所每日的交易量中,有85%来自个人投资者,只有15%来自机构投资者。尽管交易量巨大,但个人投资者的账户规模大多在50万元人民币以下,远远低于机构投资者。

中国债券市场也在金融业改革中也发挥着至关重要的作用。2020年7月,中国人民银行宣布,中国债券市场余额为108万亿元人民币,位居世界第二。截至2021年7月,中国债券市场余额增至124.6万亿元人民币。债券托管余额中,政府债券和金融债券占63%,公司信用类债券约占24%。

[64]https://worldpopulationreview.com/countries/countries-by-gdp
[65]https://www.c2es.org/content/international-emissions/

市场主体

据中国证券投资基金业协会（AMAC）统计，截止2021年第二季度末，中国证券监督管理委员会（CSRC）授权的公募基金共计8320只，分别由151家基金公司管理，资产管理规模（AUM）达23.03万亿元人民币。

RMB 23.03 万亿

中国基金公司拥有的资产管理规模（AUM）

- 截至2021年第二季度末，私募基金亦持有大量股权，现有24476私募基金管理人，其中61%为私募股权或风险投资基金管理人，其余为投资公开市场的私募基金管理人。全国共有108848只私募基金，资产管理规模达17.89万亿元人民币。

- 保险公司的资产也在快速增长。根据中国保险资产管理业协会（IAMAC）2021年6月发布的调查结果，截止2020年底，中国有205家保险集团（控股）公司和保险公司，资产总额超过20万亿元人民币。在保险资产管理人的资产配置中，固定收益资产占比最大。债券、金融产品和银行存款位居资产前三位，合计超过15万亿元人民币，占总资产的近70%。上市股票占9%，非上市股票占8%。

主要监管机构

- 中国人民银行（PBoC）是中国国务院领导下的宏观调控部门，负责制定和实施货币政策、维持金融稳定并提供金融服务。

- 中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）是负责监管证券和期货行业的主要监管机构。

- 中国银行保险监督管理委员会（以下简称“中国银保监会”）负责监管银行和保险业。

5.2 中国的股东权利与治理

质询权和建议权是中国企业股东的固有权利。近年来，中国不断加强对投资者权益的保护力度。《中华人民共和国证券法》规范了证券的发行和交易，并保护投资者的合法权益。2019年12月28日，《中华人民共和国证券法》由中华人民共和国第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议修订通过，自2020年3月1日起施行。该修正案非常重视对投资者的保护，并针对证券相关欺诈诉讼（包括集体诉讼）规定了新的机制。

《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）旨在规范公司的组建和行为，并保护公司、股东和债权人的合法权益。现行版本于2018年10月26日予以修订并通过。《公司法》第97条明确定义了股东的质询权，为投资者在中国开展尽责管理实践奠定了法律基础。

中国人民银行

> 《公司法》第97条规定：“股东有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。”

中国金融业监管框架由“一行两会”（即中国人民银行、中国证券监督管理委员会和中国银行保险监督管理委员会）组成。在国务院的领导下，中国人民银行作为宏观调控部门，制定和实施货币政策，维持金融稳定，并提供金融服务。中国证券监督管理委员会是负责监管证券和期货行业的主要监管机构，而中国银行保险监督管理委员会则负责监管银行和保险业。

2018年9月，中国证监会发布了修订后的《上市公司治理准则》（以下简称《准则》）。修订后的《准则》新增了“机构投资者及其他相关机构”章节，鼓励机构投资者通过行使股东权利（包括投票和质询）参与公司治理。

> 《上市公司治理准则》第78条规定：“鼓励社会保障基金、企业年金、保险资金、公募基金的管理机构和国家金融监督管理机构依法监管的其他投资主体等机构投资者，通过依法行使表决权、质询权、建议权等相关股东权利，合理参与公司治理。”

此外，中国还在逐渐加强对上市公司的ESG信息披露要求。新《准则》最新修订版要求上市公司披露与环境、扶贫等企业社会责任履行相关的信息，但是对披露信息的形式和重要性没有提供详细指导意见。

2019年3月上海证券交易所发布的《科创板股票上市规则》规定，上市公司应在其年度报告中披露特定的社会责任相关信息并酌情发布可持续发展报告。2021年5月，中国证监会修订《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》，新增了“环境和社会责任”章节，涵盖对上市公司年度报告和半年度报告的格式指导性意见，鼓励公司自愿披露其在碳减排、扶贫、乡村振兴方面作出的努力。

同年9月下旬，生态环境部就《企业环境信息依法披露管理办法》[66]公开征求公众意见，该管理办法要求企业披露有关碳排放的信息，但在此之前，生态环境部还没有针对企业披露温室气体排放量化数据出台具体要求。为解决这一问题，总部位于上海的金融智库上海新金融研究院也正在与两家证券交易所、资产所有者、资产管理人、上市公司和其他市场参与者的代表一起开展一项雄心勃勃的项目，目的是以全球报告倡议组织（GRI）、可持续发展会计准则委员会（SASB）和气候相关财务信息披露工作组等最为广泛接受的国际标准为基础，建立ESG披露框架。

5.3 净零排放承诺

2020年9月，中国国家主席习近平在联合国一般性辩论上向世界承诺，中国将力争在2030年前实现碳达峰，在2060年前实现碳中和[67]。作为全球最大的二氧化碳排放国之一，中国的行动对全球实现净零排放至关重要。中国的《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称“十四五”规划）是未来10年的规划蓝图，将带领中国人民实现2030年碳达峰目标。“十四五”规划设定了单位GDP二氧化碳降低目标，呼吁设立碳排放上限，并倡导出台地方碳政策，助力中国在2060年前实现碳中和。此外，中国国务院还颁布了《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》[68]。

> “绿色创新发展中心联合创始人、北京绿色金融与可持续发展研究院执行院长胡敏表示：“中国最新发布的五年计划中提出的中国净零目标是可以实现的，但这取决于行业和地方在气候方面的坚定领导[69]。”她指出，“……到2035年，重点行业和重点产品的能源和资源利用效率预计将达到国际先进水平。”胡敏补充道：“2019年，中国工业部门的碳排放占碳排放总量的65%以上。因此，该行业需要更积极地脱碳，帮助中国实现大部分的减排目标。”

[66]https://www.mee.gov.cn/ywgz/zcghtjdd/sthjzc/202109/t20210924_953309.shtml
[67]https://www.reuters.com/article/un-assembly-climatechange-idUSL2N2GJ105
[68]http://www.xinhuanet.com/english/2021-02/22/c_139759271.htm
[69]《联合国气候变化框架公约》，2021年3月，https://racetozero.unfccc.int/chinas-net-zero-future/

此外，要实现2060年目标，还需要交通运输行业采取行动（比如《新能源汽车发展路线图》），以及对主要能源中非化石燃料的份额作出承诺。作为领先的可再生能源技术生产国和出口国，中国可以获得各种经济机会，同时可以助力全球实现净零。

由于新兴市场转型成功与否将会影响全球实现净零的能力，所以仍需要更好地定义诸多与之相关的目标。而要实现这种转型，就需要缩小承诺与现状的差距，通过明智的行动实现目标之间差距。为此，我们建议全球市场参与者和新兴市场领导者（如中国）制定“**转型路线图**”，推动自身取得积极成果，并确保各自经济体的有序转型。

考虑到不同行业的特殊情况，转型地图应提供一个大概的路线图，并至少包括以下三个行业领域的挑战、进展和解决方案：

A. 能源行业——即化石燃料、煤炭等

B. 其他行业——即建筑、化工等

C. 可持续行业——即风能、太阳能等

主动参与和投票在这三个领域都需要发挥作用，这不仅需要以当地和全球的积极成果基准为驱动，更加需要以为社会、企业和投资者创造价值的建设性意愿为主导。

鉴于气候变化是人类、国家和地球面临的最大挑战之一，我们建议优先考虑那些最容易受环境风险影响的重点行业，注意社会风险、环境和社会外部性的相互作用、以及治理的重要作用，使环境能力和社会能力得以充分实现。

通过对标准普尔全球评级的分析，我们可以从环境和社会风险敞口的角度来看待全球前13个行业。这项分析表明了能源转型的重要性（定义见上面的A部分），并概述了其他哪些行业（上面B部分中称之为的“其他行业”）是实现向净零转型的关键，即：

- 化工
- 技术硬件和半导体
- 汽车/运输
- 农业综合企业、食品和大宗商品
- 建筑材料
- 消费品
- 零售

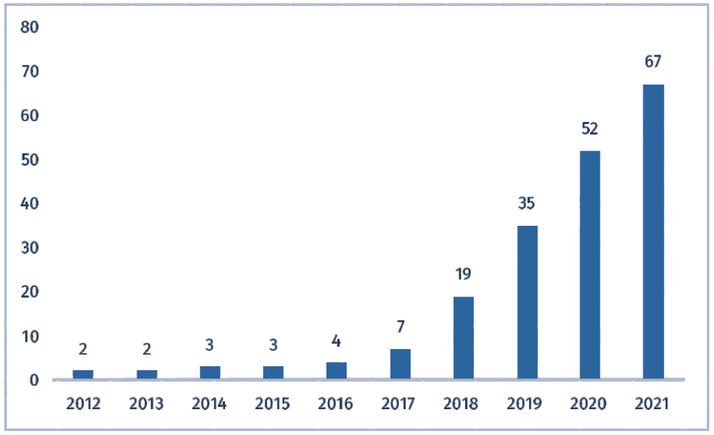
国有企业和私营企业必须积极发挥转型作用，帮助推动实现中国的净零承诺。例如，国有能源巨头企业的转型尤其重要，因为仅前五大电力公司就占中国电力产能的一半，因此要实现这些企业的转型目标对中国实现净零目标而言是不可或缺的。胡敏院长表示，虽然某些大型国有企业已承诺在2025年前实现排放目标，但其他企业还只是刚开始制定碳中和计划的研究。

2021年3月1日，国家电网发布“碳中和行动计划”，这是中国国有企业首次发布此类行动计划。

5.4 中国市场为ESG实践提供了条件

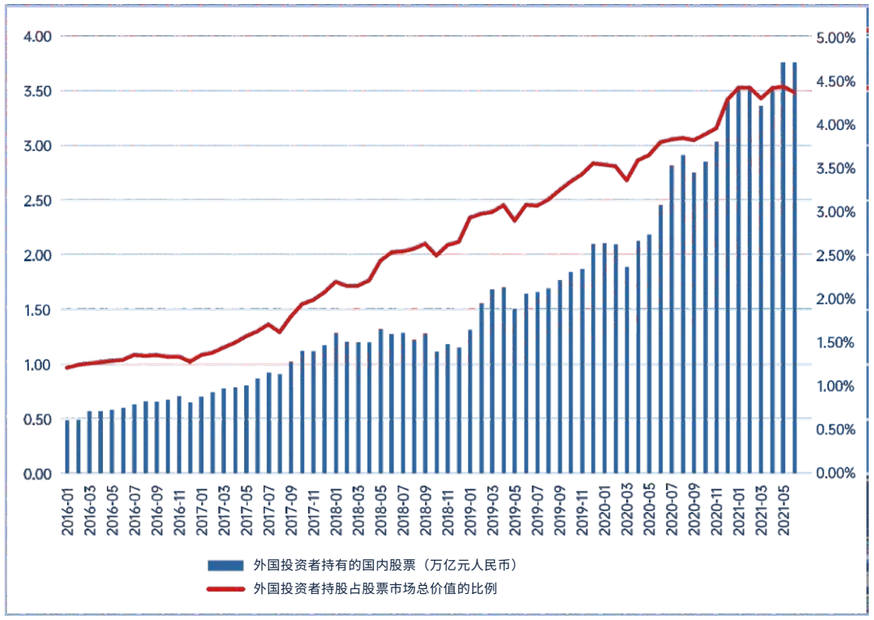
随着ESG投资理念在中国资产管理行业中得到广泛认可，签署《负责任投资原则》（PRI）的中国机构的数量也在迅速增加。截至2021年7月31日，67家中国机构签署了《负责任投资原则》，包括3个资产所有者（请见图6）。这是中国机构向全球市场发出的一个重要信号——他们愿意且能够参与有关ESG投资实践的对话。

图6.《负责任投资原则》中国签机构数量（截至2021年7月）



资料来源：《负责任投资原则》，2021年。

图7. 外国投资者A股持有情况



资料来源：外国投资者持有A股的信息，由中国人民银行提供；总股票市场价值，由中国证监会提供。

随着全球资本市场一体化进程的不断深入，A股市场的外国投资者比例不断上升，进一步推动了中国市场实施ESG投资的进展（见图7）。2018年和2019年，A股被正式纳入摩根士丹利资本国际新兴市场指数（MSCI Emerging Markets Index）、富时全球股票指数系列（FTSE Global Equity Index Series）和标普道琼斯指数（S&P Dow Jones Indices）。2019年9月，中国取消了合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）配额限制，向外国机构投资者全面开放中国资本市场。与此同时，进入中国市场的渠道扩宽，包括“沪港通”、“深港通”等。所有这些举措都有助于外国投资者更容易进入中国市场。截至2021年6月，外国投资者在中国持股市值约占A股总市值的4.36%。

也有许多中国公司选择去香港或美国市场上市，以便在全球范围内融资。截至2021年8月31日，共有272只H股和171只红筹股在中国香港上市，总市值达11.64万亿港币，占香港交易所总市值的24.95%。许多来自重点“转型行业”的中国龙头企业（不包括金融机构）同时在A股和H股上市，这意味着国外和本国市场投资者在进行ESG相关风险和收益回报的分析时，会更加关注这些企业。

这类企业代表了理想的目标受众，对他们来说，主动参与能够、也应该创造积极的投资回报，并对社会及环境产生积极的影响。那些已经进行主动参与的公司可以帮助同行提高能力，了解如何开展主动参与。我们通过采访可以看出，相比参与环境和社会效益明显的行业，主动参与“转型行业”要难得多。不过，投资者意识到，这些参与从长远来看可能更有意义、更有影响、更有回报。

表1. 截至2021年9月3日的中国上市公司数量

类型	上海	深圳	合计
A股	1976	2493	4469
主板	1644	1478	3122
创业板	/	1015	1015
科创板	332	/	332
市值（单位：万亿元人民币）	50.16	36.83	86.99
类别	**中国香港**		
H股 （在中国内地成立并在中国香港上市的公司）	**272**		
红筹股 （在中国境外注册、香港上市、主要业务在中国内地的公司）	**171**		
市值（单位：万亿港元）	**11.64**		

类型资料来源：A股数据由上海证券交易所和深圳证券交易所提供的A股数据；H股和红筹股数据由香港证券交易所提供。

5.5 中国ESG实践的六大挑战

通过采访中国资产所有者、资产管理人和其他主要的利益相关方，我们推断出可以定义中国当前ESG实践的六个特征，也可以用来解释中国可持续投资的挑战和特殊性。这些特点同以下因素相关：

1. 短期增长高于长期价值
2. 对ESG投资的理解偏差
3. 主动参与实践属于新兴模式
4. 国有企业的重要性及其与私营企业的区别
5. 接触决策者的渠道有限，可能导致公众对透明度的担忧
6. 需要寻找符合中国国情的自上而下和自下而上实践方法，促进长期、可持续投资实践的制定

5.5.1 短期增长与长期价值

我们的采访结果表明，在中国，人们对长期投资的理解还有一定的改进空间。由于中国受传统股东价值最大化的驱动，对短期效益的考虑往往优先于长期回报。这表明，围绕系统层面的挑战，从长期益处方面来说，将ESG风险纳入尽责管理和投资决策方面，我们有必要，也有潜力开展相关能力建设和学习积累，要支持这一发展趋势，就必须先对中国资本市场进行更深入、更学术和更市场化的研究。

从积极方面来看，我们的采访还突出表明，中国政府对净零排放的公开承诺可以正向激励公司和投资者作出更长远的考虑。如果能够在资金如何进行长期投资方面提供公开指导意见，那么这将可能对中国的机构产生巨大的影响。在这方面，加强投资者在国内外的合作，以及资产所有者强有力的领导，都是必不可少的。从资产所有者到资产管理人，在投资委托中纳入长期目标，将有助于解决目前短期目标造成的紧张局面。

5.5.2 对ESG投资的理解偏差

为了解中国从业者的投资实践，以及中国证券投资经理和金融分析师在股票和信贷分析中纳入重大ESG问题的频率有多高，CFA协会开展了一项调查[70]。结果显示，只有10%的受访者表示他们经常或总是在分析中纳入ESG问题。此外，在证券投资经理和分析师中，使用ESG信息来调整估值模型的情况似乎很少见，只有9%的受访者表示经常或总是这样做。该调查还发现，只有13%的股票投资者和17%的固定收益类投资者将ESG整合视为其受托责任的一部分。不到四分之一的受访者认为ESG是可能创造超额收益（alpha）的工具。

通过这些数字明显可以看出，中国投资者普遍对ESG和可持续投资的理解存在一定偏差。因此，ESG通常不被视为能够创造价值增值（财务或非财务方面），而是一种风险管理工具和合规操作。一位受访者告诉我们，“传统上，资产管理人只关注内部控制系统，现在也仍是如此”——因此，外部环境影响是行业需要考虑的一个全新领域。不过，这种观念正在改变。众多大型资产管理公司告诉我们，他们“真正相信ESG不仅是一种公共服务，而且有利于实施投资策略，最终有利于获得回报。”教育、培训和能力建设将是将ESG观念从受惠策略转变为长期价值策略的关键。

5.5.3 主动参与实践属于新兴模式

在中国，参与公司治理是一种新的、被动的、通常独立于单个部门的活动，没有相应传统，因此在组织内部也没有自然的归属。与国外资产管理行业比较，中国的资管行业总体上相对年轻，尤其是在ESG领域，无论是公司还是投资者都缺乏相关资源与渠道。

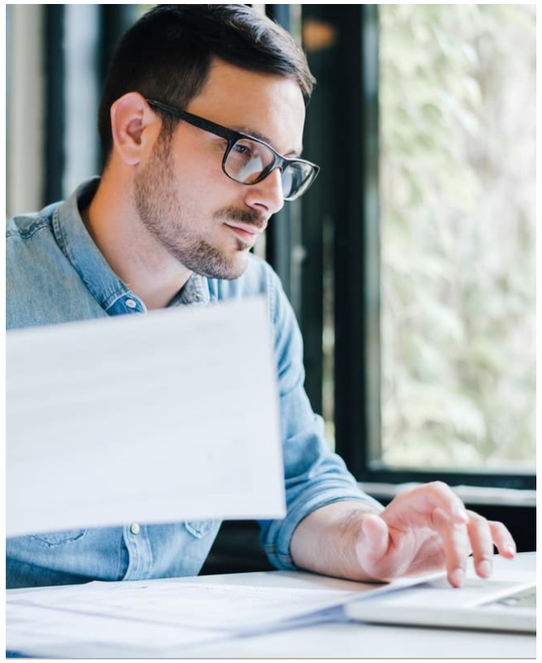
另外，“中国企业更喜欢与他们已经认识的人交谈，他们喜欢用中文交谈。” 这也是不利于开展有效“参与”的实践原因之一。因此，开展能力建设和协作来解决这些短板，可以显著推动尽责管理的发展与实践。此外，使用现有的全球框架并将其转化为符合当地情况的做法也很有前景。一位受访者告诉我们，“根据国际标准，西方企业相对规范，中国企业仍在对接国际规则与制度，发达国家的部分标准对中国企业来说往往是新的要求。”因此，围绕现行标准与中国市场的关联性进行能力建设非常重要。

投票和投票政策制定在中国仍处于起步阶段，这一方面与中国投票制度的结构有关，另一方面与文化相关，人们担忧负面投票会冒犯管理层。一位资产管理人告诉我们，“我们与代理投票服务商交流过，以了解他们如何在全球范围内提供服务以及为何他们在中国的服务效果不理想。原因在于，中国的结算过程与西方国家是不同的。例如，在美国，你可以委托你的代理人为你投票，你的代理人可以找托管银行进行投票。在中国，证券交易所在代理投票过程中扮演着非常重要的角色。如果资产管理人想投票，他们会向证券交易所发送相关指令，然后交易所又会将该指令发送给公司。”这种结构从两个方面抑制了战略性投票：首先，它禁止了代理投票机构的参与，而代理投票机构往往会建议将ESG纳入考量因素；其次，它导致代理投票对投资者而言耗时且成本过高。为解决这个问题，希望在其投票策略中使用ESG考量因素的资产管理人现在越来越侧重于制定代理投票政策，这意味将负面投票从一种敌对行为转变成一种单纯的合规行为。

[70] CFA协会，2019年，亚太地区的ESG整合：市场、实践和数据。https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/esg-integration-apac.ashx

5.5.4 国有企业与私营企业

由于中国资本市场的结构有别于西方发达国家，围绕尽责管理和参与的策略需要针对中国公司的不同类型和特质进一步细化。转型路径和投资者影响的差异一直是私营企业与国有企业之间最重要的区别。在采访中，我们发现，“中国国有企业有自己与投资者互动的原则和方式”，这可能与上市公司遵循的逻辑不相同。要想加入与他们进行有意义的对话，投资者之间的合作可能是接触国有企业、将机构投资者的声音捆绑到一起的有用途径。尽管气候行动100+等组织取得了一定的成功，但其成果也是有限的。



私营企业，尤其是为外资集团所有的私营企业，为了降低资本成本和促进市场公平，“一定对吸引更多国际资本更感兴趣”。对于对ESG感兴趣的投资者来说，这些是可以开始进行参与的“唾手可得的出发点”，以便更多地了解行业现有转型计划。根据我们的访谈，资本成本和市场公平是在国有企业参与中不太常用的激励手段，因为“这些决策（往往）是在不同的管理层作出的。”

5.5.5 接触决策者的渠道有限，可能导致对透明度的担忧

由于管理层和董事会能力有限，以及ESG报告不完整，投资者通常很难判断和评估公司的可持续性表现，也很难评估他们的参与和尽责管理活动的有效性。一位受访者表示：“我们面临的最大挑战之一是获取的数据有限，因此我们必须参与公司的治理，以便了解公司层面正在发生的事情。这就是为什么参与和尽责管理从一开始就被纳入了我们的策略。”

要开始有意义的参与，接触管理层和董事会是关键，但这通常很难。本地资产管理人可以利用现有的关系来开始有关ESG的对话，并从中获益。例如，一个大型资产管理人告诉我们：“好处在于，我们是中国本地的机构，我们已经与公司建立起关系了。我们利用这种关系，开始关于MSCI评级以及它如何反映国际市场的简单对话。这引起了公司ESG负责人的兴趣，他随后同意与参与气候行动的人交流。最终，我们在2019年举行了私下的双边会议，围绕碳排放与公司正式建立关系。”总体而言，我们的受访者指出，长期关系的长度和强度、持有的规模以及用中文进行参与的能力是与中国的公司进行有效参与的三个关键因素。

5.5.6 找到合适的自上而下和自下而上的方法组合

中国市场很可能会受益于自上而下和自下而上相结合的方式，由政策制定者和组织机构的共同参与，从而提高ESG能力和实现向净零转型。一些受访者表示，自下而上的方式和活动需要有相关监管机构指导，但现有大多数的指导意见主要是针对公司（而不是投资者）且在很大程度上是自愿的。特别是，关于“良好公司治理是什么样的”社会共识需要从制度领域得到指导。受访者同意，投资者合作等自下而上活动需要以中国监管机构自上而下的要求为指导，例如，通过中国公司治理守则和中国的尽责管理守则。

6、中国的尽责管理潜力

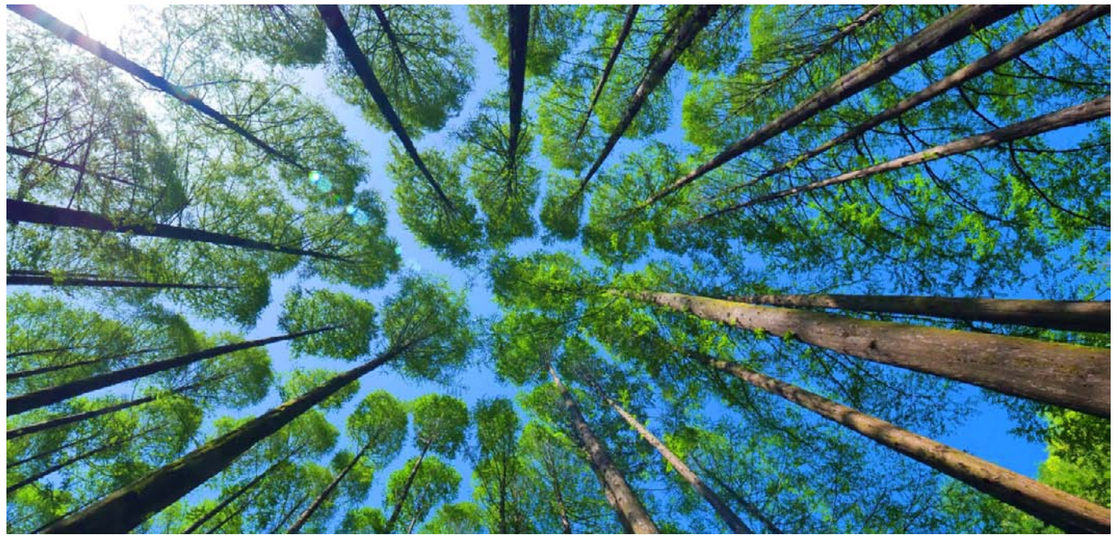
本报告在前文概述了尽责管理和主动参与的概念，以及它们如何在全球的资本市场中创造价值。我们也进一步阐述了，中国的环境有其独特性，在中国进行可持续投资对实现净零至关重要，但必须依赖于对尽责管理的本地化理解。基于我们与全球和中国本地投资者、关键利益相关者和专家的访谈和交流，下文讨论了尽责管理可能为中国资产市场创造价值的三个层面：系统层面、市场层面和组织层面。我们概述了这些作为我们对话带来的思考素材的领域，并进一步讨论了资本市场及其参与者如何成为支持中国实现净零的一股有益力量。

6.1 系统层面的价值

对于资本市场而言，系统层面是设定基准、激励措施和确定规则的关键。在中国更是如此，因为监管框架被视为激励和指导的主要来源——在这一点上中国市场远比其他市场明显。关于对中国尽责管理实践的激励，支持中国实现其净零目标，可以通过两项立法来帮助从亚洲的角度分享良好和可持续公司实践的相关对话：中国公司治理守则和中国尽责管理守则。以下将进一步简要阐述这两项立法各自的价值。

依据国际金融公司（IFC）的说法，公司治理守则可以“鼓励私营部门致力于良好的公司治理和追求更高的标准。它可以为财务和非财务信息披露、利益相关者关系提供指导，并促进小股东更好地参与。它还可以进一步明确经理和董事的角色”[71]。目前，已在实施的公司治理守则的国家有140个，此外还有若干区域性（如欧盟、经合组织）和国际性（如国际公司治理网络）组织对最佳实践的建议作补充。虽然在大多数情况下，这些准则是通过“不遵守就解释”原则实施的，公司可以灵活应用这些守则，如果不这样做，则可以对其决定予以解释说明，其它替代模式也越来越普遍。例如，在南非和其他一些国家，公司治理守则采用“应用并解释”方法实施的——这意味着公司必须遵守该准则，并解释和报告它们是如何遵守的。

在中国，中国证券监督管理委员会2018年颁布的《上市公司治理准则》是适用于上市公司的公司治理指导性文件。新准则强调了绿色发展和创新，确立了环境、社会责任和公司治理（ESG）信息披露的基本框架。此外，还加强了对控股股东约束，保护中小投资者合法权益，并鼓励机构投资者参与符合法律法规的公司治理[72]。新的准则鼓励企业可持续发展的管理和报告，对非财务信息披露框架、股东参与活动和董事会的作用的给出了更明确的指导方针和监管，这些对促进可持续企业实践、ESG投资和尽责管理奠定了基础。如前文所述，明确投资链的问责、与关键决策者的接触以及明确的报告目标都是促成主动参与成功的关键因素。



另一方面，尽责管理守则是最近才出现的一套准则，旨在指导机构投资者如何最佳履行其受托义务，做好资本的管理者，并为其受益人创造长期、可持续价值。2010年，英国制定了第一部尽责管理守则，自那以后，世界各地的监管机构和行业组织纷纷跟随这一趋势，发布此类准则。据CFA协会称，“尽责管理守则采用若干最佳实践原则的形式，并附有对如何遵守每项原则的描述。几乎所有尽责管理守则都涵盖以下一些原则：

- 建立并披露尽责管理政策
- 有管理利益冲突的政策
- 监控并与被投资公司接触
- 披露所采用的投票政策和采取的投票措施
- 向客户和受益人报告尽责管理责任

然而，尽责管理的有效性取决于不同文化规范的巨大差异，因此，制定国家规范至关重要。例如，在中国，与其他市场相比，法规必须更加重视集体主义、社会规范、等级制度和现行监管指导原则。中国尽责管理守则可能还必须关注国有企业与私营企业之间的差异，以及地方组织与全球组织之间的差异。

在我们的访谈中，投资者对于制定中国尽责管理守则反复强调的观点是，它将赋予投资机构和公众就ESG相关的话题与公司进行接触的权利。此外，它还将定义中国最佳实践应该是什么样的，并为能力建设和教育培训提供明确的路径，以实现最高水平的中国尽责管理实践。因此，该准则的关键价值在于，促进市场和组织层面的最佳实践，通过以下方式实现可持续、长期的价值创造：

- 在规模上实现更好的参与
- 改进投票活动和提高投资者一致性
- 明确良好治理和尽责管理在中国环境下的定义
- 在全球尽责管理辩论中代表中国声音
- 促进与国际投资者的对话

[71]国际金融公司，2021年8月，https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/topics/codes+and+scorecards
[72]汤森路透，2021年，“中国公司治理和董事职责：公司治理趋势综述”，https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-502-3042?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true#co_anchor_a589077
[73]CFA协会，2020年，尽责管理2.0：亚太地区尽责管理守则的意识、有效性和进展。https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/stewardship.ashx

6.2 市场层面的价值

在中国公司治理准则和尽责管理守准则的明确指导下，界定的最佳实践将有助于在中国建立稳健、可持续的投资市场，进而吸引更多外国投资者。

6.2.1 稳健的ESG市场

在公司层面和投资组合层面对ESG绩效进行清晰评估时，缺乏稳健和可比较的衡量标准，仍然是可持续投资和尽责管理面临的最大挑战之一。建立公共基准（例如，通过设定减排目标）并围绕环境和社会绩效及长期价值创造增加报告和透明度（例如，通过制定公司治理和尽责管理守则），可以有助于创造在中国进行可持续投资的更稳健实践。

此外，ESG也是一个时代的主题。在许多市场，长期、可持续投资和影响力投资是受年轻一代人的主导，在中国可能也是如此。然而，稳健的市场还依赖于创建可持续发展、非财务信息衡量以及可持续金融方面的专业知识。随着公众对建立可持续投资市场表达了强烈的意愿，制定相应的能力建设项目来解决这些需求将得到大力支持。

6.2.2 吸引外国投资者

全球大型机构投资者的领导者们目前纷纷呼吁主动参与和尽责管理。早在2016年，全球最大投资者贝莱德的董事长兼首席执行官Larry Fink 就在其中一份年度信函中明确表示，投资者目前“要求每位首席执行官每年向股东提出一份长期价值创造战略框架。此外，因为董事会在战略规划中起着关键作用，所以我们认为，首席执行官应该明确确认其董事会已审阅这些计划。贝莱德的公司治理团队在与各公司接触的过程中，都会寻求这种框架和董事会审查”[74]。在此后他的所有信函中，他反复强调了这一观点，并在2021年明确指出：“对创造长期价值而言至关重要的问题，包括资本管理、长期策略、目的和气候变化（……）等，为你的所有利益相关者创造长期、可持续的价值。[75]”

此外，全球范围内的大型养老基金正越来越多地推动其资产管理人将长期投资纳入其中。2020年3月，全球最大的三家养老基金——加州教师退休基金（CalSTRS）、日本政府养老金投资基金（GPIF）和英国最大的养老基金高校退休金计划（USS）的时任领导人发表了一封公开信表示：“如果我们纯粹追求短期回报，我们将会忽略我们投资组合中存在的潜在灾难性系统性风险”，并强调“对于我们来说，那些只是纯粹关注短期的财务指标，忽视长期可持续发展相关风险和机会的资产管理人，并不是具有吸引力的合作伙伴”[76]。

综上所述，这些都有力地表明了全球大型投资者不仅越来越关注ESG，也越来越关注ESG如何成为他们资产配置的一个基本元素。如果中国将自身定位为可持续投资领域的领导者，那么自然会吸引对ESG和可持续投资感兴趣的外国投资者。

6.3 组织层面的价值

在组织层面，尽责管理可以为公司和投资者创造许多内部和外部的正面机会。

6.3.1 打造中国ESG投资领袖

我们之前对参与策略的研究表明，参与和尽责管理活动若是进展顺利，也会为投资者创造巨大的价值。虽然实证研究发现，参与可能增加公司的ESG评级和财务价值[77]，但是我们的访谈也发现，参与可在公司和投资者之间建立起有价值的关系，从而对信任和沟通产生长期影响。投资者积极评价这些关系，因为它们促进了实体之间的最佳实践分享，就创新性解决方案和学习进行开放交流，并在战略层面上增加了深度对话，而不是只专注于离散和有限数量的目标。

要实现尽责管理的效益，机构投资者需充分理解和了解可持续金融目标、治理和领导层面的负责人、这些目标如何与投资策略相结合及其与其他倡议和合作活动的关联性[78]。为此，投资者应该有一个明确的可持续投资和尽责管理政策。尤其需要指出的是，明确的代理投票准则对促进中国资本市场的投票活动非常重要。尽管投票在中国不像在其他市场那样普遍，但投票政策可以帮助说明某一特定投资者为什么会投票反对被投资方。这可以帮助投票被视为不那么敌对、更受合规驱动，最终，甚至可能被视为一种财务和非财务回报的来源。投资者层面的其他重要前提是资源管理、符合可持续投资政策的投资优先以及建设关于如何有效利用关系的内部能力、知识和专长。

稳健的尽责管理市场活动常被视为资产管理行业的新兴浪潮：没有哪个投资者可以通过参与和投票做出改变，但是，尽责管理必将是中国投资市场不可或缺的组成部分。

6.3.2 打造中国企业ESG领袖

此外，对于公司而言，参与带来了许多机遇。关于参与的以往研究表明，公司特别重视与投资者的知识交流以及与他们建立关系的机会。在知识交流方面，公司可以增强投资者对公司的地位和挑战的看法，从投资者那里收集信息，以了解市场趋势和投资者的优先事项，并利用收集到的信息通知内部利益相关者。在关系建立方面，公司也可以受益于与投资者的长期关系。这有助于公司更好地理解投资者的成功标准，促进更开放、更坦诚的对话，了解现有的误解，创造互相理解和谅解的平台。

但是，为了能够从尽责管理创造的价值中获益，公司也需要建设内部能力。很多时候，人们对于可持续发展如何融入公司的战略目标往往知之甚少。董事会层面最缺乏这种理解。因此，有的投资者认为，董事会“低估了其职务的重要性”。因此，在董事会和核心领导层建立更强的可持续性能力是公司在组织层面实现尽责管理效益的关键。基于实践的关于董事会在可持续性方面的作用报告有助于构建最佳实践，如Enacting Purpose Initiative[79]发布的相关报告。

6.3.3 让中国加入全球净零排放对话

总之，明确的可持续投资和尽责管理中国议程将使中国更加有效地在关于净零排放和可持续转型的全球对话中发表自己的观点。中国专家需在全球对话中发挥重要作用，强化其发言权和亚太地区的利益。由于该等对话和关于系统层面挑战（比如基于自然的解决方案、水资源分配、全球健康问题）的其他对话对于全球市场参与者而言更加重要，所以中国专业人士应参与讨论，为代表所属地区的观点发声。

中国长城

[74]贝莱德, 2018, https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-commentary-engaging-on-strategy-purpose-culture.pdf
[75]贝莱德，2021年，https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter
[76]日本政府养老金投资基金，2020年，https://www.gpif.go.jp/en/investment/Our_Partnership_for_Sustainable_Capital_Markets.pdf
[77]Barko等人，2021年，其他。
[78]Lachance和Stroehle，2021年。
[79]Enacting Purpose Initiative，2021年。http://www.enactingpurpose.org/

鸣谢：

感谢下列组织为本报告 作出的贡献（按字母顺序）：

- 安本标准投资管理
- 安大略省教师退休基金会
- APG
- 贝莱德
- 博时基金
- 易方达基金
- Federated Hermes
- GAM
- Generation Investment
- 嘉实基金
- 华宝基金
- 汇丰环球资产管理
- 华夏基金
- 建信理财
- 中国平安保险
- 英国高校退休基金（USS）
- 英国环境署养老基金
- 银华基金
- 英杰华投资
- 银润投资股份有限公司（BNY Mellon）

感谢下列人士为本报告的付出和贡献（按字母顺序）：

- 霍蓉蓉，晋达资产管理公司执行董事（ESG领袖论坛英方联席主席）
- 黄小薏，华宝基金管理有限公司首席执行官（ESG领袖论坛中方联席主席）
- Judith C. Stroehle博士，牛津大学赛德商学院高级研究员
- Robert Eccles教授，牛津大学赛德商学院（项目牵头人）
- 王德全博士，鼎力公司治理创始人兼首席执行官
- 周尚颐博士，汇丰环球资产管理部主管

此报告向罗杰爵士致敬（Sir Roger Gifford），他于2017-2021 年担任中英绿色金融工作组联席主席。我们缅怀并感谢罗杰爵士多年来对中英绿色金融所做出的杰出贡献，以及他对ESG领袖论坛的这一倡议的慷慨指导与支持。

本报告仅供用作讨论依据。虽然我们尽力确保本报告所载资料的准确性和完整性，但伦敦金融城不就此提供任何保证，亦不对使用或依赖本报告或本报告所载信息造成的损失或损害承担任何责任。

© 伦敦金融城版权所有，PO Box, Guildhall London, EX2P 2EJ.

报告设计：Landelion言灵

关于伦敦金融城政府：

伦敦金融城政府是“一平方英里（Square Mile）”的管理机构。伦敦金融城政府致力于建设一个充满活力、欣欣向荣的金融城，支持多元化和可持续发展的伦敦，助力伦敦获得全球成功。

我们的目标是：

- 为社会的繁荣做出贡献
- 为经济的繁荣提供支持
- 为卓越的环境贡献力量

通过增强金融城的互通、实力和特点，让伦敦和英国为在这里生活、工作和旅游的人们创造福祉。

www.cityofondon.gov.uk
www.theglobalcity.uk

CITY OF LONDON

CHINA UKPACT

IFS 北京绿色金融与可持续发展研究院 INSTITUTE OF FINANCE AND SUSTAINABILITY