



全球契约

Global Compact

有心者胜

WHO CARES WINS¹

连接金融市场与变化中的世界

Connecting Financial Markets to a Changing World

将环境、社会和治理（ESG）因素更好引入金融分析、资产管理和证券交易中的建议
Recommendations by the financial industry to better integrate environmental, social and
governance issues in analysis, asset management and securities brokerage



瑞士联邦政府外交部



联合国

¹ 由清华大学博士研究生郭沛源翻译，联系方式 guopeiyuan@hotmail.com。翻译初稿经曹宁女士校对。版权归原作者所有。

签署机构

Endorsing Institutions

这份报告由以下机构共同发起并签署²：

荷兰银行(ABN Amro)
英杰华保险集团(Aviva)
安盛保险集团(AXA Group)
巴西银行(Banco do Brasil)
苏黎世银行(Bank Sarasin)
法国巴黎银行(BNP Paribas)
卡尔弗特集团(Calvert Group)
法国国家人寿保险公司(CNP Assurances)
瑞士信贷集团(Credit Suisse Group)
德意志银行(Deutsche Bank)
高盛(Goldman Sachs)
亨德森全球投资(Henderson Global Investors)
汇丰银行(HSBC)
国际金融公司(IFC)
投资策略价值顾问公司(Innovest)
ISIS 资产管理公司(ISIS Asset Management)
KLP 保险公司 (KLP Insurance)
中国民生银行(China Minsheng Bank)
三井住友保险(Mitsui Sumitomo Insurance)
摩根斯坦利(Morgan Stanley)
德盛环球投资(RCM, ADAM 集团成员)
瑞士联合银行(UBS)
西太平洋银行公司(Westpac)
世界银行集团(World Bank Group)

注：这份报告中提到的“我们”，指上述所有机构，而非编撰报告的个人

² 所有机构的中文名称都需要进一步校对

目录

报告提要.....	4
报告背景和范围.....	7
工作组和合作机构.....	8
报告简介.....	10
原理和建议.....	11
1. 概述.....	11
2. 投资原理.....	14
3. 满足顾客的需求.....	22
4. 整合到金融分析中.....	26
5. 信息披露.....	27
6. 实现转变.....	30
结论与展望.....	32

专栏索引

专栏 1 联合国全球契约简介.....	7
专栏 2 联合国全球契约的原则.....	7
专栏 3 工作组成员一览.....	8
专栏 4 致谢.....	9
专栏 5 合作机构.....	9
专栏 6 影响公司价值和投资价值部分 ESG 因素.....	12
专栏 7 世界经济论坛计划.....	13
专栏 8 基金经理、分析师和投资关系负责人的观点.....	15
专栏 9 管理环境、社会和治理问题促进股东价值创造的驱动因素.....	15
专栏 10 环境、健康和安全管理表现：公司市场价值的潜在驱动因素.....	16
专栏 11 高盛能源、环境和社会指数（GSEES Index）.....	16
专栏 12 汽车行业的案例研究.....	19
专栏 13 基金经理、分析师和投资管理负责人的观点.....	20
专栏 14 机构投资者有关环境、社会和治理的自律行为.....	23
专栏 15 气候风险投资者网络.....	24
专栏 16 金融研究机构响应买方的环境、社会和治理研究需求.....	24
专栏 17 将环境、社会和治理因素引入英国退休金管理.....	25
专栏 18 不同行业传统问题和 ESG 问题实例.....	27
专栏 19 考虑新兴市场国家的特殊性.....	27
专栏 20 投资者计划改善制药和炼油行业信息披露.....	29
专栏 21 美国泵业和纸业信息披露的案例研究.....	29
专栏 22 证券交易所召集讨论企业公民.....	30
专栏 23 独立专业团队完全整合 ESG 因素的一种可能组织路径.....	31
专栏 24 回顾执行情况的计划.....	32

报告提要

这份报告是众多金融机构应联合国秘书长安南之邀共同完成的，目的是就如何将环境、社会和公司治理（ESG）因素引入资产管理、证券交易业³和有关研究机构提供指导与建议。共有来自 9 个国家的 20 多个金融机构参与了报告的撰写，这些金融机构所管理的资产合起来超过 60000 亿美元。联合国全球契约（Global Compact）负责协调机构间的合作。瑞士政府提供了必要的资助。

签署报告的机构相信，在全球化的今天，彼此联系更为紧密、竞争也更为激烈，如何管理好与企业有关的环境、社会和公司治理问题是引领公司取得最终成功的所有管理环节中的重要一环。企业如果能管理好这些问题，譬如恰当管理有关风险、走在有关监管措施的前面或者抢占新出现的市场，就可以为股东创造更多的价值，并促进社会可持续发展。

签署报告的机构希望通过这份报告提高金融市场所有参与者的意识，引起更广泛的讨论，从而支持在方法上有创意的行动和有见地的思考⁴，而不仅仅流于文字表述。我们还希望通过这份报告澄清金融市场上不同参与者，包括企业、监管机构、证券交易所、投资者、资产管理者、券商、分析师、会计师、财务顾问和咨询师，在这一问题上的不同角色。所以，这份报告包含了对不同角色的不同建议，力求使市场各方有关问题上达成共识，开展合作和建设性对话。

签署报告的机构承诺将进行下一步的行动，通过一系列不同层次的个体或合作努力，进一步深化、细化和实施这份报告里面所列举的建议。他们也愿意和其他利益相关者就与报告建议有关的话题展开对话。因为他们深信，只有当金融市场上所有参与者都致力于将环境、社会和公司治理因素整合到投资决策中时，整个金融界才可能取得重大进步。作为下一步的重要行动，签署报告的机构计划考察有关会计准则，接触有关职业机构、自律组织和投资者关系协会⁵，以确保他们的意图能得到全面的理解和支持。签署报告的机构将邀请联合国全球契约或其执行机构，在未来一年中，对这份报告中提出的建议的执行情况予以回顾，以评估市场参与者对这份报告中提出的各种建议的回应。

签署报告的机构深信，对环境、社会和公司治理问题的更深入的思考，最终必将有利于构建更强、更有弹性⁶的投资市场，也有利于全社会的可持续发展。

这份报告的建议摘要如下：

● 分析师（Analysts）

我们建议金融分析师可以在适当的时候，更好地将环境、社会和公司治理因素引入到他们的研究当中，并采取一种创新和审慎的方式进一步开发投资专业知识，模型和工具⁷。在当前专业知识（尤其是从那些最直接相关的行业中获得的知识⁸）的基础上，分析师的视野还应当扩展到其他部门和资产类型。此外，考虑到新兴市场（Emerging Markets）对可持续发展的重要性，分析师应对这些市场格外重视，而且其环境、社会和公司治理标准应当与其

³ 原文是 Securities brokerage services

⁴ 原文是 Supporting creativity and thoughtfulness in approach

⁵ 原文是 investor relations associations

⁶ 原文是 stronger and more resilient

⁷ 原文是 to further develop the necessary investment know-how, models and tools in a creative and thoughtful way

⁸ 原文是 in especially exposed industries

市场环境相适应。我们也诚邀各类学术机构、商学院和其他研究组织通过参与高水平的研究，共同支持金融分析师的努力。

● **金融机构 (Financial Institutions)**

我们建议金融机构在其研究和投资过程中，能系统地整合环境、社会和公司治理因素。要实现这一点，必须得到董事会或高级管理层的有力承诺。企业长远目标的确立、组织学习和变迁过程等理论的介绍、对分析师的适当培训和激励机制等问题对金融机构实现这些因素的系统整合相当重要。

● **公司 (Companies)**

我们要求公司能够在这个问题上承担领导者的角色，实施有利于环境、社会和公司治理的原则和政策，并提供更一致、标准的公司信息和报告。公司还应当指出并交流在这一问题上公司面临的主要挑战和价值驱动因素，并据此将环境、社会和治理因素按重要性次序排列⁹。我们相信，这些信息通过普通投资者的沟通渠道¹⁰能够很好地传递到金融市场。我们也鼓励，如果有相关信息的话，公司应当将这些信息明确地在公司的年报当中提及。至于外界对公司有关问题的财务研究的结论，公司应当既能接受正面的评论也能接受负面的批评。

● **投资者 (Investors)**

我们敦促投资者明确要求和奖励¹¹那些涵盖了环境、社会和公司治理因素的研究，并肯定那些很好地管理这一问题的公司。我们要求资产管理者将有关研究引入投资决策中，并鼓励券商和公司提供更好的研究和信息。不管是投资者，还是资产管理者都应该实施或推介与环境、社会和公司治理问题相关的“代理投票权 (Proxy Voting)”战略¹²，因为这样可以支持那些正在开展有关研究和提供有关服务的分析师和基金经理。

● **退休金托管机构 (Pension Fund Trustees)**

我们鼓励退休金托管机构和他们的投资选择咨询师能在履行参与者和受益者委托的信托责任的同时，在投资指令的形成和投资经理的遴选过程中充分考虑环境、社会和公司治理因素¹³。我们要求政府和跨国机构能够前瞻性地根据可持续发展原则考虑退休金的投资，从而高度体现他们对参与者和受益者的信托责任。

● **咨询师和财务顾问 (Consultants and financial advisers)**

我们建议咨询师和财务顾问应当将环境、社会和公司治理因素与行业水平的研究结合起来，以协助营造在这一问题上的更大的、更稳定的研究需求。咨询师和财务顾问还应当将其经验与金融市场参与者和公司共享，以提高他们在这一问题上的报告水平。

● **监管机构 (Regulators)**

我们恳请监管机构通过可预见的、透明度高的方式构建法律框架 (Legal Frameworks)¹⁴，这可以推动环境、社会和治理因素在金融分析中的运用。监管框架 (Regulatory Frameworks) 则应当指定公司有关环境、社会和公司治理问题的披露和连带责任的最低标准，这也可以推

⁹ 原文是 prioritize environmental, social and governance issues accordingly

¹⁰ 原文是 through normal investor relation communication channels

¹¹ 原文是 explicitly request and reward

¹² 原文是 proxy voting strategies

¹³ 原文是 taking into account their fiduciary obligations to participants and beneficiaries

¹⁴ 原文是 shape legal frameworks in a predictable and transparent way

动相关金融分析。另一方面，对于详细标准的制定，则应该依靠市场驱动的自愿行为¹⁵。我们鼓励金融分析师能更多地参与现有的一些自律行为，例如全球报告倡议组织（Global Reporting Initiative, 简称 GRI），并且根据他们需求，协助制定有关报告框架。

● **证券交易所（Stock exchanges）**

我们恳请证券交易所将与企业相关的环境、社会和治理标准详细列出¹⁶，这可以确立上市公司对有关信息进行披露的最低标准。作为第一步，证券交易所可以先向上市公司指出环境、社会和治理问题的重要性。同样，其他自律组织（如美国证券交易商协会 NASD，英国金融服务局 FSA），专业授信组织¹⁷（如投资管理与研究协会 AIMR，欧洲金融分析师协会 EFFAS），会计标准制定团体（如美国财务会计准则委员会 FASB，国际会计准则委员会 IASB），公共会计实体¹⁸，评级机构和指数制定者全都应该建立与环境、社会和治理因素相一致的标准和框架。

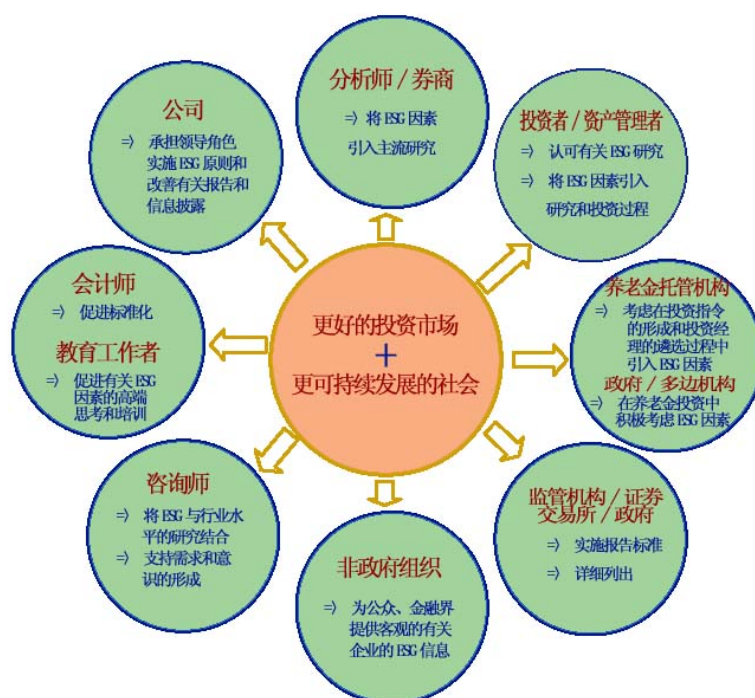
● **非政府组织（Non-Governmental Organizations）**

非政府组织也可以通过向公众和金融界提供与公司有关的、客观的信息，以促进公司实施更好的信息披露。

建议摘要示意图

总体目标：

1. 营造更强、更具弹性的金融市场；
2. 促进可持续发展；
3. 促进利益相关者的意识和共识；
4. 促进金融机构间的信任。



¹⁵ 原文是 rely on market-driven voluntary initiatives

¹⁶ 原文是 to include ESG criteria in listing particulars for companies.....

¹⁷ 原文是 professional credential-granting Organization

¹⁸ 原文是 public accounting entities

报告背景和范围

这份报告是应联合国秘书长安南邀请的金融机构共同努力的结晶，目的是就如何将环境、社会和公司治理因素引入资产管理、证券交易¹⁹和有关研究机构提供导则与建议。这些工作在联合国全球契约的协调下完成。

全球契约是由安南秘书长在 2000 年发起成立的企业社会责任倡导机构，其主要目标是实施通用的商业标准。这份报告希望通过建立环境、社会和治理因素与投资决策之间的关联，将这些因素更好地引入投资决策中，从而推动全球契约原则在商界的实施。

这份报告的必要性早已由一些在全球契约上签字的金融机构和其他公司的高级执行官反复向联合国秘书长和全球契约表达。2004 年 1 月，安南秘书长致信 55 家全球著名的金融机构，邀请他们共同参与完成这份报告。

专栏 1 联合国全球契约简介

联合国全球契约于 2000 年 7 月由安南秘书长发起成立，是将企业与联合国各类机构、劳工和民间团体联合起来，支持在人权、劳工条件、环境和反腐败等领域的十条原则的国际行动计划。通过共同努力和行动，全球契约致力于推动、塑造社会责任型企业公民（Corporate Citizenship），让他们参与解决全球化过程中出现的各种挑战。这样，私营部门就可以和其他社会阶层一起帮助实现安南秘书长的目标：一个更加稳定和包容的全球经济。

全球契约是一个自愿性的企业公民计划，已经有来自世界各地的很多企业上面签字。她有两个目标：

1. 将十条原则变为全球商业活动的主要准则；
2. 推动支持联合国目标的行动。

为实现以上的目标，全球契约通过以下多种机制来提供便利和担保²⁰：领导模型²¹、政策对话、学习、地方网络和项目。

截至 2004 年 6 月，超过 1500 家世界各地的企业承诺遵守全球契约及其原则。

专栏 2 联合国全球契约的原则

人权

- 原则 1. 企业应在其影响力范围内对保护国际人权给予支持和尊重。
- 原则 2. 企业应保证不与践踏人权者同流合污。

劳工

- 原则 3. 企业界应支持结社自由及切实承认集体谈判权；
- 原则 4. 消除一切形式的强迫和强制劳动；
- 原则 5. 切实废除童工现象；
- 原则 6. 消除就业和职业方面的歧视。

环境

¹⁹ 原文是 Securities brokerage services

²⁰ 原文是 offers facilitation and engagement

²¹ 原文是 leadership model, policy dialogues, learning, local networks and projects

- 原则 7. 企业应支持采用预防性方法来应付环境挑战；
 原则 8. 采取主动行动，促进在环境方面采取更负责任的做法；
 原则 9. 鼓励开发和推广不损害环境的技术。

反腐败

- 原则 10.* 企业应反对各种类型的腐败行为，包括勒索和行贿。

* 该原则由秘书长在 2004 年 6 月的全球契约峰会上提出。

工作组和合作机构

包括签署机构代表在内的工作小组自 2004 年 3 月初到 5 月末负责这份报告的起草工作，Lvo Knoepfel 代表全球契约办公室负责协调，Gavin Power 负责发布²²。瑞士政府为项目实施和报告编撰提供资助。

除全球契约办公室外，世界大企业联合会(Conference Board)、哥伦比亚大学商学院和联合国环境规划署可持续金融计划（UNEP Financial Initiative）也提供了支持。在此，我们向他们及其他支持过我们的人士表示感谢。

专栏 3 工作组成员一览

荷兰银行 <i>Madeleine Jacobs</i> <i>Vincent van Assem</i>	高盛公司 <i>Anthony Ling, Sarah Forrest</i>
德盛环球投资 <i>Bozena Jankowska</i>	亨德森全球投资 <i>Rob Lake</i>
茂龙基金管理公司 (Morley Fund Management) <i>Luigi Minerva</i>	汇丰银行 <i>Ivor Godfrey - Davies</i>
安盛保险集团 <i>Pascale Sagnier</i> <i>Michel Pinault</i>	国际金融公司 <i>Rachel Kyte, Dan Siddy</i>
法国巴黎银行资产管理部 <i>Eric Borremans</i>	投资策略价值顾问公司 <i>Matthew Kiernan</i>
卡尔弗特集团 <i>Steve Falci</i>	ISIS 资产管理公司 <i>Karina A. Litvack</i>
花旗集团 <i>Pamela Flaherty</i>	KLP 保险公司 <i>Ylva Lindberg</i>
东方汇理银行(Credit Agricole) <i>Séverine Deval</i>	摩根斯坦利 <i>Juan-Luis Perez</i>
瑞士信贷集团 <i>Thomas Albrecht</i>	苏黎世银行 <i>Klaus Kämpf</i>
瑞士联合银行 <i>Julie Hudson</i>	道富环球顾问公司 (State Street Global Advisors) <i>Kimberly Gluck</i>
西太平洋银行公司 <i>Martin Hancock</i>	UNEP-FI 资产管理小组 <i>Carlos Joly</i> <i>Vincent Zeller</i>
德意志银行 <i>Michael Hölz</i>	UNEP-FI <i>Jacob Malthouse</i> <i>Paul Clements-Hunt</i> <i>Philip Moss</i>
全球契约办公室	协调员

²² 原文是 It was facilitated by Lvo Knoepfel, on behalf of the Global Compact Office, represented by Gavin Power.

Gavin Power
世界大企业联合会
Meredith Whiting
David Vidal
哥伦比亚大学商学院
Bruce Usher

价值投资服务研究公司
(onValues Investment Services and
Research)
Ivo Knoepfel

专栏 4 致谢

我们在此一并对所有为我们提供过有价值的意见和贡献的人士表示感谢，他们是：
世界资源研究所的 Duncan Austin，道德投资研究服务公司(EIRIS)的 Stephen Hine，SAM Research 公司的 Alois Flatz，投资策略价值顾问公司的 Matthew Kiernan，价值投资服务研究公司的 Regula Ritter，Core Ratings 公司的 Anne-Maree O'Connor，AXA 公司的 Caroline Desaegher，ABB 公司的 Bjoern Edlund，荷兰银行的 Herman Mulder，德盛环球投资的 Felix Schnella，德盛环球投资的 Gunnar Miller，巴西银行的 Bernardo Rothe，未来论坛的 Emma Hunt，全球契约的 Jerome Lavigne-Delville，Holcim 公司的 Barbara Dubach，国际金融公司的 Glen Armstrong，雷曼兄弟的 Peter Sherratt，SustainAbility 公司的 Peter Zollinger，可持续资产管理的 Thilo Goodall，瑞士联邦政府外交部的 Peter Maurer 大使，瑞士联邦政府外交部的 Gerald Pachoud，瑞士联合银行的 Ingeborg Schumacher，AccountAbility 公司的 Mira Merne，哈斯商学院(Haas School of Business)的 David Levine。

专栏 5 合作机构

世界大企业联合会

世界大企业联合会(The Conference Board)致力于创造和传播有关管理和市场的知识²³，帮助改善企业行为，使其更好地为社会服务。世界大企业联合会是全球性的独立会员制组织，她着眼于公共利益，开展研究、组织会议、发布预测评估趋势、公布信息和分析，并将公司执行官们聚集到一起相互学习和交流。世界大企业联合会目前设有 11 个关于企业公民问题的委员会和 6 个关于公司治理问题的委员会。委员会由具有共同责任和利益的会员合作管理，共享迎接挑战的经验²⁴。

哥伦比亚大学商学院

哥伦比亚大学商学院的社会企业项目(Social Enterprise Program)致力于激励和培养在商业、非盈利组织和政府机构创造价值的领导型人才。哥伦比亚大学商学院坐落在全球金融中心，因其全球领先的课程而享有盛誉。她是世界著名的商学院之一。金融与可持续发展是由 Bruce Usher 执教的课程。该课程将会从这一项目中吸取精华，用以培养那些创造社会、环境和经济价值的未来的金融界精英。

联合国环境规划署可持续金融计划

联合国环境规划署可持续金融计划(UNEP Financial Initiative)是联合国环境规划署和全球各类金融服务领域的 239 家公司组建的全球性公私合作组织。其目标是通过合作将有关环境、社会和公司治理标准引入金融部门的运作和服务中。由 12 家金融机构组成的资产管理小组(AMWG)积极参与了这份报告的起草工作。工作小组的目标有三个：按行业

²³ 原文是 creates and disseminates knowledge about management and the marketplace

²⁴ 原文是 Councils are membership groups joining executives with common responsibilities and interests to share solutions to business challenges

细分的有关环境、社会和公司治理因素的金融分析；与机构投资者合作²⁵；将环境、社会和公司治理问题的管理作为在新兴市场投资时缓解风险的一种选择。

报告简介

世界正变得越来越复杂，彼此之间的联系也越来越紧密。在这样的变化中，积极管理好新出现的环境、社会风险和机会，并与公众对企业社会责任、公司治理的越来越高的期望结合起来，就显得格外重要。这对企业来说是一系列新兴的挑战，将会波及企业的长远利益。这一点不论对企业运作，还是对投资组合来说，都是成立的。

每家公司都在承受着为股东创造持续增长价值的压力。强化环境和社会表现正是实现这一目标的绝好商业机会。

——*Gary M. Pfeiffe* 杜邦公司首席财务官

金融行业已经开始意识到问题的重要性，并通过采取一系列自律措施在核心业务流程中改善对有关问题的管理。有的机构已经在他们的贷款业务中实施环境风险管理体系。其他公司也已采取自律措施，提高融资过程中有关环境、社会问题的责任、治理或整合。²⁶

不过，到目前为止，如何在资产管理、证券交易和有关买方卖方研究机构²⁷的业务中促进环境、社会和治理要素的整合，全行业尚未达成共识。造成这一局面的部分原因，是涉及的问题太复杂多样。

因为越来越多的分析师和基金经理逐渐开始尝试将环境、社会和治理要素引入，全行业的知识和意识都得到不断提高。投资者对在产品和服务中引入这些因素的需求也越来越强烈。所以，我们相信，为业界提供将环境、社会和治理因素引入投资决策的指导，当前正是最好的时机。

为了避免不同词汇、不同理解可能造成的概念混淆，我们在这份报告中避免使用诸如“可持续性 (Sustainability)”、“企业公民 (Corporate Citizens)”等词语，而更多使用环境、社会和治理因素等词语，因为这正是这份报告的主旨。

这份报告所关注的问题，会（或者可能会）对投资价值产生实质性的影响。我们对“实质性”的定义比一般的定义更为广泛，它包括长远的眼光（10 年或者更长）和影响公司价值的无形要素等。给出这样的定义以后，那些广为接受的原则和伦理准则（例如全球契约制定的全球原则）就会对投资价值产生实质性的影响。

好的公司治理和风险管理体系是成功实施解决环境、社会挑战的政策和措施的重要前提。这就是为什么我们在这份报告中选择使用“环境、社会和治理问题”这一词语的原因，我们希望以此强调这三方面的因素是密不可分的。

特别值得一提的是，我们认为，要实施这份报告提及的许多建议，尤其是关于信息披露和透明度的建议，公司治理价格体系将起到关键性的作用。良好的公司治理结构还可以使股东价值的长期驱动因素得到补偿，并改善企业责任。²⁸

²⁵ 原文是 engagement with institutional investors

²⁶ 例如，最近公布的 Equator Principles 的内容

²⁷ 原文是.....and the associated buy-side and sell-side research functions.

²⁸ 原文是 corporate governance systems can play a key role in implementing many of the recommendations in this report, particularly with regard to better transparency and disclosure, linking executive compensation to longer-term drivers of shareholder value and improving accountability.

最近公布的有关公司治理领域优秀实践的建议，例如“公众信任和私人企业研讨会委员会”公布的那些建议²⁹，提供了一个公司治理框架。在我们看来，这一框架对成功实施这份报告所列举的建议非常重要。

原理和建议³⁰

1. 概述

在为我们的股东创造长期价值的同时，确保人类和自然资源的持续稳定，是我们商业理念的一部分。

——Josef Ackermann 博士 德意志银行执行委员会主席

从根本上讲，成功的投资依靠充满活力的市场，充满活力的市场依靠健全的公民社会，健全的公民社会最终依靠全球可持续发展。因此，致力于全球可持续发展，管理好企业对环境和社会影响，是符合金融市场的长远利益的。越好地将环境、社会和公司治理因素引入投资决策中，最终将越有利于营造更稳定、更可预见³¹的市场，这和金融市场所有参与者的利益都是息息相关的。

金融市场正在或已经在某种程度上引入了环境和社会因素，但这种情况通常只有当这些因素在短期内对价值创造或风险规避造成实质影响时才会出现。而且，我们相信市场还没有完全认识到这些新的趋势（如越来越大的公司治理、信息披露和社会责任压力）的重要性，也没有完全认识到关于环境、社会和治理因素的与日俱增的信誉风险的重要性。

越来越多的观点认为，将这些要素引入投资决策，是托管机构、财务顾问、资产管理者和中介机构的责任范围。因此，这个问题必须得到金融市场所有参与者的足够重视。

我们意识到，在过去，有一系列障碍阻碍了环境、社会和治理因素的整合。例如，在世界经济论坛（WEF）最近进行的一次对首席执行官和首席财务官的访谈中³²，被访者强调关于环境、社会和公司治理的无形要素在价值创造过程中起到越来越重要的作用，但是分析师的短视阻碍了他们对这一趋势的认识。世界经济论坛的调查指出了当前面临的挑战：

- 对环境、社会和治理因素的定义问题；
- 研究和测评有关环境、社会和治理因素的案例问题；
- 信息的质量和数量问题；
- 技巧和能力问题；
- 不同时间范围的问题³³；

在过往的另外一些调查中，分析师和基金经理提到的挑战是关于诸多环境、社会和治理因素的长期属性，以及在这一领域未来监管政策的不确定性。

在这份报告中，我们将会提到这些障碍并指出如何克服。关于时间范围和监管问题在第一章中提及，关于商业案例的定义和测评问题将在第二章中提及，关于技巧和能力问题在第四章和第六章中提及，关于信息问题在第五章中提及。

²⁹ Conference Board Commission on Public Trust and Private Enterprise: Findings and Recommendations, 2004

³⁰ 原文是 Rationale and recommendations

³¹ 原文是 more stable and predictable markets

³² 世界经济论坛: Values and Value-Communicating the strategic importance of corporate citizenship to investors, 2003 首席执行官调查

³³ 原文是 Problems of differing time horizons

在一个正在变得越来越复杂的世界中，我们相信，环境和社会问题是引领公司取得最终成功的所有管理环节中的重要一环。

——高盛全球投资研究部

建议

- A. 我们深信，促进环境、社会和治理因素引入金融分析，是符合投资者、资产管理者和券商利益的。这可以使投资市场变得更好，也可以促进全球可持续发展。
- B. 我们恳请包括投资者、资产管理者、分析师、财务顾问和咨询师在内的所有金融市场参与者，提高对这一趋势及潜在影响的认知和思考。如果缺乏公司对这些问题的足够信息披露，这一目标将无法实现。
- C. 运用更长远的目光看待投资，有利于深入理解与环境、社会和治理因素有关的价值创造机制。因此，我们请投资者和金融市场的其他参与者用长远的眼光审视投资决策，以及提出对有关进展进行研究的要求。
- D. 我们敦促监管机构颁布有关环境、社会和治理的新投资条例时，对条例的属性和时间安排保持透明公开。这样可以使得法规变化更加容易被金融市场所预见和计量，也会促进在财务分析中的整合。³⁴

专栏 6 影响公司价值和投资价值部分 ESG 因素

与投资决策有关的环境、社会和治理因素随地区和部门的不同而不同。下面是对公司有较大影响的一些例子。

环境因素

- 气候变化及有关风险
- 有毒物质排放和废物缩减的需求
- 与产品和服务有关的延伸环境责任范围的新法规
- 越来越大的公众压力促使公司改善那些管理不善即招致名誉危机的行为、透明度和责任感³⁵
- 因环境服务和环境友好产品而产生的新市场

社会因素

- 工作场所的健康和安全问题
- 社区关系³⁶
- 公司的人权状况以及供应商/合同方的前提³⁷
- 在发展中国家中运营时的政府和公众公关

³⁴ 原文是 We urge regulators to be transparent with regard to the nature and timing of new regulations concerning ESG issues relevant to investment. This will make regulatory changes more predictable and quantifiable for financial markets and will support integration in financial analysis.

³⁵ 原文是 Increasing pressure by civil society to improve performance, transparency and accountability, leading to reputation risks if not managed properly

³⁶ 原文是 community relations

³⁷ 原文是 human rights issues at company and suppliers'/contractors' premises

- 越来越大的公众压力促使公司改善那些管理不善即招致名誉风险的行为、透明度和责任感

公司治理因素

- 董事会结构和责任
- 会计和信息披露行为
- 审计委员会结构和独立审计师
- 行政补偿³⁸
- 腐败和行贿问题的管理

专栏 7 世界经济论坛计划

对首席执行官和首席财务官与金融界交流的调查³⁹

2004年1月,世界经济论坛企业公民计划(World Economic Forum's Corporate Citizenship Initiative)公布了对其成员企业的首席执行官和首席财务官的调查结果。该调查的重点是企业公民和投资者、金融机构之间的交流。⁴⁰

被调查的首席执行官和首席财务官提到了很多关于投资者、分析师和金融机构对环境、社会和治理因素越来越感兴趣和越来越积极的迹象。70%的被访者“认为未来的主流投资者对环境、社会和治理问题的兴趣将与日俱增”。

但是,他们也强调他们所察觉到的主流投资者所面临的关于企业在处理环境、社会和治理问题的风险和机会时,存在主要障碍:

- 对环境、社会和治理因素的定义问题;
- 研究和测评有关环境、社会和治理因素的案例问题;
- 信息的质量和数量问题;
- 技巧和能力问题;
- 改变眼光长度的问题。

谈到主流投资者对这些问题的兴趣点,只有三分之二接受调查的公司声称“他们偶然会被问到一些关于他们的公司社会责任活动的问题,但多数情况是当公司所在的行业或者公司本身碰到麻烦的时候;或者仅仅是围绕诸如气候变化、生物多样性、肥胖⁴¹和艾滋病等‘热门’话题”。一家公司的投资关系负责人(Investor Relations Officer)的观点很有代表性,“要不是出了麻烦,这些问题是从来不会被提及的——没有人关心这些事情,除非出现了财务危机或短期冲击⁴²。”一个首席财务官评论道,“除了少数非常值得尊敬的公司,多数主流投资者很少过问甚至从来不问社会责任。当出现严重的环境/社区/政治意外、公司行为被人质疑时,他们才会想到这些问题。”

企业公民和投资计划

全球企业公民计划是由世界经济论坛与 AccountAbility 共同组织的项目,致力于如何更好地将企业公民思想、社会和环境因素更广泛地引入主流投资策略和行为,并找出这一过程

³⁸ 原文是 executive compensation

³⁹ 原文是 Survey of CEOs and CFOs on communication with the financial community

⁴⁰ World Economic Forum: Values and Value — Communicating the strategic importance of corporate citizenship to investors, 2003 CEO Survey

⁴¹ 原文是 obesity and HIV/AIDS

⁴² 原文是 unless there is a financial risk or short-term exposure

中出现的主要障碍和机会⁴³。该计划以一系列国际圆桌会议为基础，召集来自退休金、资产管理公司和监管机构等金融部门的最重要的角色，探讨怎样最好地在投资价值链的每一个环节影响信息、能力和激励⁴⁴。该计划的成果将会在 2004 年 10 月的世界经济论坛 /AccountAbility 报告中公布。

2. 投资原理

很大一部分公司价值要受到未来盈利的影响，所以环境和社会趋势引起的风险和机会对公司而言是非常重要的。

——*Martin Hancock* 西太平洋银行伦敦分公司首席运营官

为何要将环境、社会和治理标准更严格地引入金融分析中？对企业层次的案例研究可以找到答案⁴⁵。近期的企业和行业研究，更清楚地解释了管理好环境、社会和治理问题的价值驱动因素，由此可以解释环境、社会和治理因素可以为股东创造价值的原因。

此外，很多研究表明，公司管理环境、社会和治理问题的方法往往体现了公司的风险控制和管理整体水平，而这正是公司取得长期成功的决定因素。例如，高盛公司在最近公布的一份关于油气产业（Oil and Gas Industry）研究报告中指出，那些拥有良好企业社会责任记录、并对低碳市场前景（Low-carbon Future）眼光独到的公司，往往能在战略性项目（Strategic Projects）上获得较好的市场份额，从而立于不败之地⁴⁶。

环境、社会和治理因素表现良好的公司，通过对新出现的环境、社会和治理风险的较好控制、通过对有关监管法规或消费趋势变化的准确预测、通过进入新产品市场或降低成本，就能够实现股东价值的提升。成功的公司绝不会孤立地看问题，他们能对业务中与环境、社会和治理因素有关的所有问题全盘考虑，从而实现价值创造最优化。此外，环境、社会和治理因素也能够对公司价值的重要构成因素——信誉和品牌——产生重大影响，这些无形资产通常占上市公司三分之二强的市场价值，所以，很有可能在不久的将来，环境、社会和治理因素会对公司竞争力和盈利会产生巨大影响。

我们深信，企业社会责任会变得越来越重要……关注企业社会责任可以提升你遴选优质股票的能力。

——*荷兰银行资产研究部*

有意思的是，不论是投资者/资产管理者还是公司管理者，在被问到这些问题的时候，他们都不会否认环境、社会和治理等无形要素对股东价值的重要性。例如，凯捷安永咨询集团（Cap Gemini Ernst&Young）的一项调查显示，全球 500 强公司中有 81% 将环境、健康和安（EHS）问题列为公司十大价值驱动要素之一。欧洲企业社会责任（CSR Europe），德勤（Deloitte）和雅思拓公司（Euronext）的一项调查显示，40% 接受调查的基金经理和分析

⁴³ 原文是 exploring how best to improve the understanding of concrete impediments to, and opportunities for, the broader integration of the social and environmental aspects of corporate citizenship in mainstream investment policies and practices.

⁴⁴ 原文是 how best to impact information, competencies and incentives along the investment value chain

⁴⁵ 原文是 The investment rationale for more rigorous inclusion of ESG criteria in financial analysis rests on the business case at the level of the company.

⁴⁶ 原文是 companies with the best track record in terms of social responsibility and a long-term vision about a low-carbon future also dominate the market share of strategic projects, which is seen as a key determinant of business success.

师和超过 50% 的投资关系主管，承认无形要素在价值创造中的重要作用。

即使在同一行业中——如电力行业——因监管机构为应对气候变化而出台的政策所造成的财务风险有时候会达到 30%。

——*Matthew Kiernan* 投资策略价值顾问公司首席执行官

建议

- E. 我们呼吁金融分析师在进行研究和投资决策时，能积极验证和精炼为何引入环境、社会和治理因素的投资原理⁴⁷。我们请分析师不但要关注环境、社会和治理问题的风险及其管理，也要将其作为公司的一种潜在的竞争优势来看待。
- F. 我们诚邀学术机构、商学院和研究智囊团支持金融分析师的工作，参与前瞻性的研究、商业和投资案例研究（包括战略研究和定量研究）。

专栏 8 基金经理、分析师和投资关系负责人的观点

最近，对欧洲基金经理、分析师和投资关系负责人的一次调查⁴⁸显示，78%的基金经理和分析师表示，管理环境和社会风险对公司长期价值有积极影响。而对于一个相对短时间段（3-12 个月）而言，则只有 32% 的被访者相信环境和社会风险对市场价值有很大的影响。

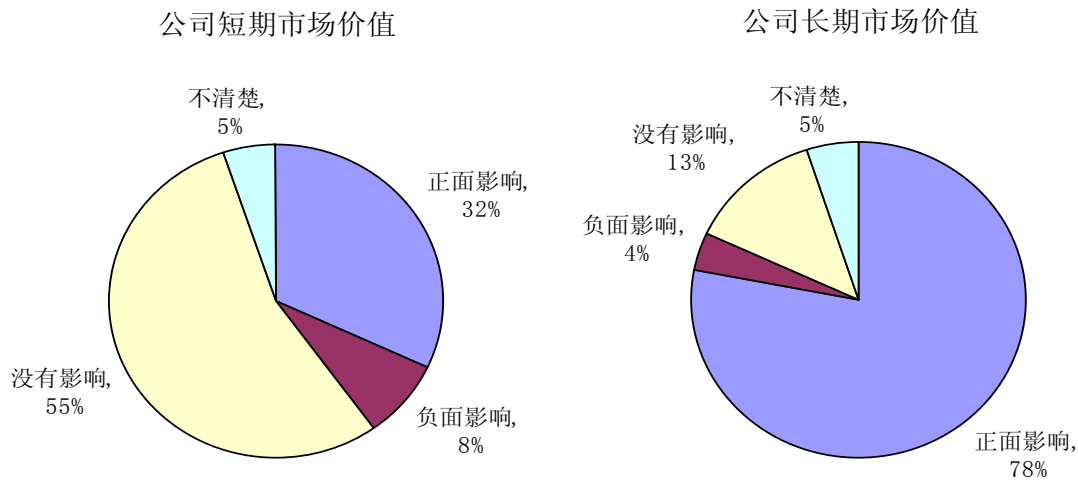


图 1 CSR Europe, Deloitte&Euronext 对欧洲基金经理、分析师和投资管理负责人的调查
请回答：据你的经验，社会和环境风险管理对公司的短期和长期价值有何影响？

专栏 9 管理环境、社会和治理问题促进股东价值创造的驱动因素

⁴⁷ 原文是 We call on financial analysts to take an active role in testing and refining the investment rationale for ESG integration in research and investment decisions.

⁴⁸ CSR Europe, Deloitte, Euronext.; Investing in Responsible Business. The 2003 survey of European fund managers, financial analysts and investor relations officers.

- 及早发现新出现的风险、威胁和管理失效；
- 新的商业机会；
- 客户满意度和忠诚度；
- 被誉为有吸引力的雇主；
- 与商业伙伴和利益相关者联盟和合作；
- 强化信誉和品牌；
- 减少监管干预；
- 节约成本；
- 获得资本，降低融资成本；
- 更好的风险管理，更低的风险水平。

专栏 10 环境、健康和安全管理表现：公司市场价值的潜在驱动因素

2004年2月，全球环境管理计划（GEMI）公布了一项最新研究报告⁴⁹，在凯捷安永咨询集团早期研究成果⁵⁰的基础上，得出以下结论：

- 50-90%的公司市场价值和环境、健康和安全管理因素相关；
- 35%的机构投资者在组合投资时的分配决策基于目标公司的环境、健康和安全管理表现；
- 81%的全球500强公司将环境、健康和安全管理因素列为公司价值十大驱动要素之一。

专栏 11 高盛能源、环境和社会指数（GSEES Index）

（A.Ling, J.Waghorn, S.Forrest, M.Lanstone, 2004年2月）

高盛公司积极响应联合国环境规划署可持续金融计划（UNEP Financial Initiative）对能源行业进行研究的号召，公布了关于能源行业的“高盛能源、环境和社会（GSEES）指数”。

GSEES的研究内容是找出那些对油气行业（the Oil and Gas Industry）企业竞争力和企业信誉可能造成实质影响的具体环境、社会因素，并且尽可能计算出这些因素对股票价格的潜在影响。研究中使用了下列8个类别的30多个指标，包括环境和社会因素：

- 气候变化
- 污染
- 人权
- 多样性的管理和激励⁵²
- 对未来的投资
- 工作环境
- 安全问题
- 透明度和眼光⁵³

⁴⁹ GEMI: Clear Advantage: Building Shareholder Value, February 2004.

⁵⁰ Cap Gemini Ernst & Young: Measures that Matter, 1996 (a survey of 300 sell-side analysts, 275 buy-side analysts, as well as interviews with portfolio managers)

⁵¹ Cap Gemini Ernst & Young: Decisions that Matter, 1999 (a survey of financial executives at global 500 corporations).

⁵² 原文是 Management Diversity and Incentives

⁵³ 原文是 Transparency and vision

基本原理

高盛认为，要想成功地迅速进军能源产业，公司必须新的区域⁵⁴，即所谓“新遗留资产（New Legacy Assets）”区域，取得胜利，然后运营一些更大、更复杂的项目。此时，竞争更加激烈，劳动密集程度更低，外部观察者更不留情面。GESSE 指数分析小组正是在这样一个背景下，探讨环境社会管理质量和成功赢得并管理新遗留资产之间的潜在相关性⁵⁵。

高盛发现，这个行业最终必将从燃油时代过渡到燃气时代，继而可能过渡到一个更为低碳的世界。高盛相信，企业要在新时代胜出，必须要认识到环境、社会因素的重要性以便使用具有社会责任的、可被接受的方法管理多样化的劳工问题⁵⁶，其眼光也要顺应从燃油到燃气过渡的变化趋势。对气候变化、公司治理的逐步重视，并增加社会责任投资和支持非政府组织的活动，是处于这一行业的公司需要管理的另外一些问题。

GSEES 指数的主要结论

根据指数计算的过程和结果，高盛的结论认为，一次性的环境和社会因素对股票价格的影响极为有限，除非该公司正遭受非议、且这些因素对公司的主要利润存在实质性影响⁵⁷。在社会和环境问题上的优异表现并不一定能保证公司股票也可以有上等表现。高盛发现，社会和环境因素对公司的未来项目有越来越重要的影响，这也会为公司带来更多的未来的回报，从而带动企业价值的提升和股票价格的上扬⁵⁸。

另外，高盛也发现，社会责任既往表现出色、并且预见到未来低碳市场潜力的公司（亦即具有最好的 GSEES 评分），占领了整个新遗产项目的市场份额，已经立于不败之地。高盛还说，“顺理成章，那些管理卓越的公司对社会和环境问题的管理也是最好的，与业界的交流也是最好的。所以他们能够像管理好其他更传统的成功因素那样管理好这些问题也就不足为奇了⁵⁹。”

具体结果

在包含给定的八项指标的矩阵⁶⁰中，两两比较并为每个公司打分，即可得到 GSEES 指数。高盛发现，在不同项目上，公司表现有显著差异，但一些公司的打分一直很好，特别是英国石油公司（BP）、皇家荷兰壳牌石油公司（RD/Shell）、Statoil 石油公司和埃索美孚石油公司（ExxonMobil）。英国石油公司和皇家荷兰壳牌石油公司的分数要比紧跟其后的美孚石油公司超出 8%。

高盛观点

当前的燃油时代，欧佩克	正在改变的产品组合	1970 年非欧佩克产量占 21%，2002 年占 42%，其中有 70% 为“新遗产资产”
	更大、更复杂的项目	新遗产区域的平均规模是 1.7bnboe ⁶¹ ，约需 40

⁵⁴ 原文是 New Regions (so-call “new legacy assets”)

⁵⁵ 原文是 The analyst team that worked on the GSEES Index set out to explore a potential correlation between environmental and social management quality and the capability to succeed in winning and managing new legacy assets.

⁵⁶ 原文是 to succeed in managing a diverse workforce in a socially responsible and acceptable manner

⁵⁷ 原文是 unless they have a material impact on the underlying returns of the company in question.

⁵⁸ 原文是 That said, GS notes that social and environmental issues are having an increasing impact on companies' future project slates. GS believes that this will have an increasing impact on future returns, and therefore valuation and share price performance.

⁵⁹ 原文是 It is not surprising that they manage these issues as well as they manage the other more traditional success factors

⁶⁰ 原文是 on metrics within the defined eight categories

 未来的燃气时代，及其后		亿美元开发 ⁶²
	裁员——人才竞争	从 1981-1999, 美国油气行业的雇员下跌 30%, 单勘探和生产部门就下降了 55%
	日渐激烈的竞争	自 1998 年行业合并及新兴市场区域崛起后, 行业竞争日趋激烈
	自愿信息披露	炼油行业信息披露计划 (EITI) 显著改善了行业和政府之间交易利润的透明度
	NGO 和社会责任投资基金的崛起	WTO 列出 966 个 NGO, Eurosif 估计欧洲 14% 的退休金受到社会责任投资基金影响
	环境意识的提高	地方政府要求行业发展对环境更友好, 比如说 2008 年后禁止在西非暴露燃烧天然气 ⁶³
	全球化的燃气行业	燃油需求的增长不到 GDP 的一半, 燃气则超过 GDP。20 年内, 以 LNG、GTL 和燃烧电池为代表的燃气技术将完全取代燃油
	可再生能源	对碳含量进一步削减的趋势促进可再生能源如风能的发展

图 2 向燃气时代和可再生能源时代的演变⁶⁴

高盛能源、环境和社会指数

公司	气候变化	污染	人权	多样性的 管理和激励	对未来的投资	劳动力	安全	透明度和眼光
BP	23	3	11	20	6	22	21	14
RD/Shell	22	3	9	21	8	19	21	14
Statoil	18	7	11	18	5	19	18	13
ExxonMobil	13	3	8	18	8	23	23	12
Norsk Hydro	18	8	10	13	7	16	17	10
TOTAL	19	4	9	18	10	19	9	9
ChevronTexaco	14	3	10	20	8	19	13	8
BG	17	8	10	15	5	13	16	10
ENI	15	8	10	16	6	13	12	10
OMV	15	5	9	15	6	12	13	10
ConocoPhillips	12	6	9	20	7	11	8	11
Amerada Hess	14	5	10	15	2	11	11	11
Occidental	10	5	6	21	2	9	14	9
Marathon	5	3	6	20	2	15	17	7
Repsol	15	3	10	12	6	12	5	11
Petrobras	5	5	7	13	3	13	13	7
CNOOC	5	8	6	13	3	13	9	8
PetroChina	5	5	7	17	4	10	7	8
MOL	7	2	7	10	6	8	12	10
Sinopec	5	3	6	11	6	12	5	8
Yukos	7	4	7	10	2	7	5	5
Lukoil	5	4	6	12	2	8	5	4
CEPSA	5	2	5	13	2	9	5	4
平均值	11.9	4.7	8.2	15.7	5.0	13.6	12.1	9.3
最大值	25	8	12	23	10	25	25	14

⁶¹ 未知单位

⁶² 原文是 US\$4 bn in capex to develop

⁶³ 原文是 no flaring of gas in West Africa beyond 2008

⁶⁴ Goldman Sachs Global Investment Research — February 24, 2004

高盛能源、环境和社会指数评分（满分 142）

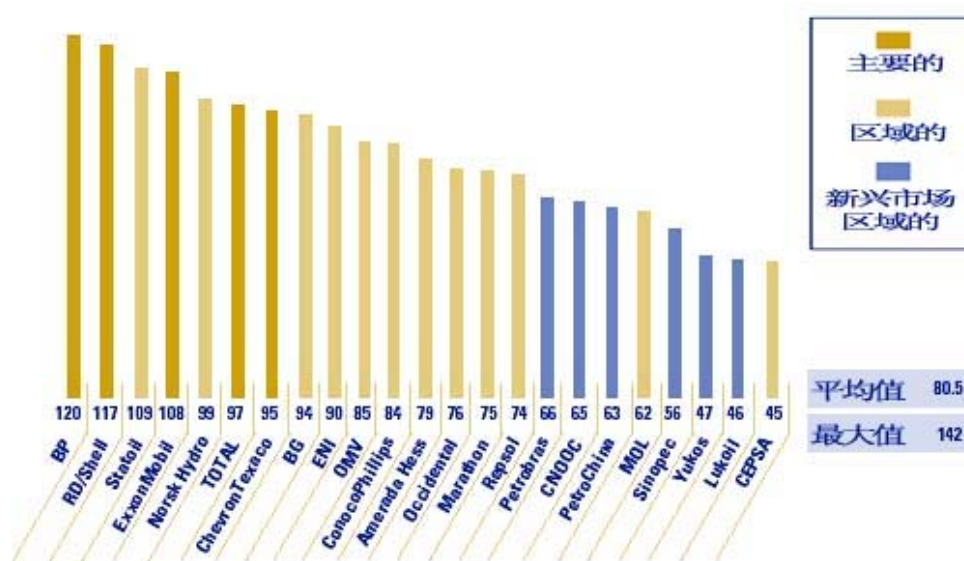


图 3 汽车公司在高盛能源、环境和社会指数中的相对排名⁶⁵

专栏 12 汽车行业的案例研究

(Sustainable Asset Management 和世界资源研究所, Changing Drivers: The Impact of Climate Change on Competitiveness and Value Creation in the Automotive Industry, 2003 年 10 月)

在 2003 年的一份报告中, SAM 和世界资源研究所 (WRI) 采用传统的股东评价技术验证了将要出台的应对气候变化的政策如何改变全球十大汽车公司未来盈利的贴现值 (Discounted Future Earnings)。

将要出台的气候政策不但可以为汽车制造商带来风险, 也可以创造机会。该报告用假想的未来监管政策和行业承诺, 分析往后十年汽车制造商可能的成本、收益的轨迹。分析将环境、社会治理因素 (如特定车型的二氧化碳排放强度), 和传统的投资数据 (如销售量和边际利润) 配对在一起。分析也明确得评估了制造商应对气候变化因素的管理措施的质量。

从和汽车行业分析人士的讨论看, 似乎当前并没有将气候变化对行业的中长期影响考虑到汽车制造商的股票定价里面。但是, SAM/WRI 的分析却表明, 根据气候变化政策定价会显著地影响盈利 (如图 4)。而且, 各个公司在这一问题上的定位千差万别, 这使得气候变化因素将成为行业内竞争的新的、额外的影响因素。

⁶⁵ Goldman Sachs Global Investment Research — February 24, 2004

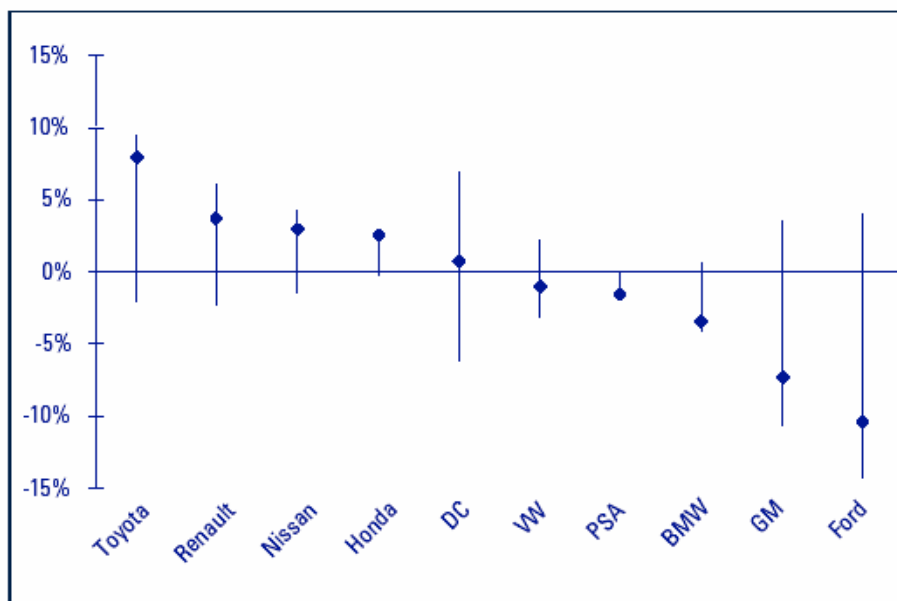


图4 气候变化政策对著名汽车制造商的潜在影响(气候变化政策定价预测 EBIT 变化百分比)
 来源: SAM/WRI, Changing Drivers, 2003 (EBIT 指付息及税前盈利)
 注: 竖线表示折现后的 EBIT 可能的变化范围, 圆点表示最有可能的预测

专栏 13 基金经理、分析师和投资管理负责人的观点

最近一次对欧洲基金经理、分析师和投资关系负责人的调查显示: 无形资产和股东价值之间的关系是金融界所公认的⁶⁶。创新能力(65%)、公司治理和风险管理能力(54%)被认为是基金经理和分析师应当系统考虑的首要因素。环境影响管理和供应链管理因为已被引入某些行业或某些公司, 排名也很靠前。这反映了按行业细分进行研究的必要性, 无论是对于公司交流方式还是财务分析⁶⁷。

⁶⁶ CSR Europe, Deloitte, Euronext: Investing in Responsible Business. The 2003 survey of European fund managers, financial analysts and investor relations officers.

⁶⁷ 原文是 This reflects the need for a sector-specific approach in terms of both the company's communication approach and financial analysis.

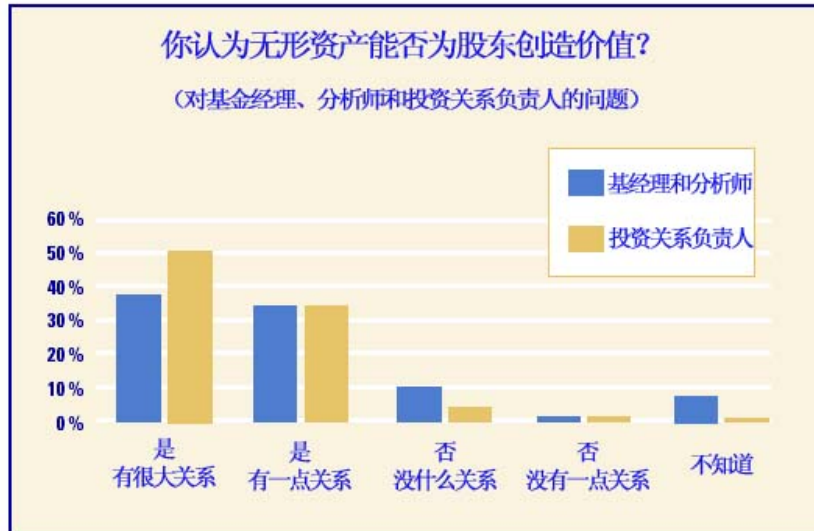


图 5 CSR Europe, Deloitte&Euronext
对欧洲基金经理、分析师和投资管理负责人的调查结果⁶⁸

当需要做出投资建议时，你会考虑哪些问题？

(对基金经理、分析师和投资关系负责人的问题)



⁶⁸ CSR Europe, Deloitte, Euronext: Investing in Responsible Business. The 2003 survey of European fund managers, financial analysts and investor relations officers.



图 6 CSR Europe, Deloitte&Euronext
对欧洲基金经理、分析师和投资管理负责人的调查结果⁶⁹

3. 满足顾客的需求

最近，机构投资者开展了一系列联合自律行动，呼吁企业加强信息披露，呼吁投资者和资产管理者在进行投资决策或者和其他公司打交道时，加强对环境、社会和治理因素的考虑。这些自律行为涉及到各种话题和行业，包括气候变化、公司治理、制药行业、政府支付的披露问题以及腐败、贿赂管理问题等。

越来越多的经验证据表明，那些最有效地管理环境、社会和治理问题的公司与其同行相比，能采取更好应对风险的财务措施⁷⁰。

——*Jean Frijns* ABP 公司首席投资官

我们十分欢迎此类行动，因为这样可以支持企业建立更好的信息披露制度，可以支持金融市场参与者将这些因素更好地引入到投资价值链。显然，客户的需求是促进金融行业转变的最有效的手段。我们相信，客户除了应当要求环境、社会和治理因素的更好引入外，还必须明确地要求并且奖励那些重视环境、社会和治理问题的金融研究和投资服务。

对社会、环境因素的考虑应当成为每个金融分析师的本能思维。这不单单是为了避险，越来越多的机构投资者客户也会提出这样的要求：更好地将这些因素整合到基金管理中。

——*Thomas Albrecht* 瑞士信贷资产管理公司研究主管

鉴于退休金在资产管理领域的重要性，退休金托管机构及咨询师通过在投资要求和潜在

⁶⁹ CSR Europe, Deloitte, Euronext: Investing in Responsible Business. The 2003 survey of European fund managers, financial analysts and investor relations officers.

⁷⁰ 原文是 to deliver better risk-adjusted financial performance than their industry peers

研究⁷¹中引入对环境、社会和治理因素的考虑，也可以发挥关键作用。同样，咨询师和财务顾问也可以通过创造更大的、更稳定的对环境、社会和治理因素的需求，来发挥作用。

卖方分析师已经在过去展示了他们能够对客户有求必应⁷²。最近一个例子是联合国环境规划署可持续金融计划资产管理工作组的成员要求一个金融研究机构研究有关金融的环境、社会和治理问题。不到八个月，研究机构就完成了 11 个报告，涵盖了众多行业和议题。

建议

-
- G. 我们鼓励退休金托管机构及其投资选择咨询师将环境、社会和治理因素引入到投资决策的形成、投资经理的选拔过程中，并考虑到他们对参与者和受益者应尽的作为受托人的责任⁷³。我们相信，政府和跨国机构应该积极地根据可持续发展原则考虑他们的退休金的投资，以对参与者和受益者尽到作为受托人的责任。
 - H. 咨询师和财务顾问应该将环境、社会和治理研究与行业研究相结合，从而支持环境、社会和治理标准的在金融行业的整合，并且与金融市场的参与者和企业分享经验，提高他们有关环境、社会和治理因素的报告水平。
 - I. 我们敦促投资者明确地要求并认可那些包含了环境、社会和治理因素的研究，肯定那些对环境、社会和治理因素管理良好的公司。资产管理者则应将此类研究引入到投资决策中，鼓励券商和公司提供更好的研究和信息。
 - J. 我们鼓励券商和资产管理者能够更积极地与那些已经公开声明关注环境、社会和治理因素的、或者有意如此的机构客户建立合作关系，并提高客户有关环境、社会和治理因素的投资意识。
 - K. 我们请投资者制定“代理投票”指南，用以声明他们在环境、社会和治理问题上的立场。这会支持资产管理者和分析师开展有关研究和实施代理投票战略。

专栏 14 机构投资者有关环境、社会和治理的自律行为

- 碳披露项目 (Carbon Disclosure Project)，呼吁公司提供与投资相关的缓解温室气体排放的信息；
- 机构股东委员会原则 (Institutional Shareholders Committee Principles)，由一些有实力的机构投资者联合发布，呼吁基金经理能够更积极地接触那些考虑了环境、社会和治理因素的公司；
- 制药行业股东集团 (Pharmaceutical Shareowners Group)，呼吁制药行业实施良好的信息披露措施；
- 炼油行业透明度投资者宣言 (Investor's Statement on Transparency in the Extractives Sector)，致力于提高炼油公司向政府部门或政府关联机构支付款项的透明度；
- 美国气候风险投资者网络 (U.S. Investor Network on Climate Risk)，由美国一些州、市财政部门⁷⁴和托管机构组成的团体，他们负责托管部分美国最大、最有影响力的退休金和劳动基金⁷⁵。最近，该机构呼吁大投资者关注气候变化的风险和机会；

⁷¹ 原文是 in investment mandates and the underlying research

⁷² 原文是 Sell-side analysts have in the past demonstrated their preparedness in effectively responding to an explicit request by clients.

⁷³ 原文是 taking into account their fiduciary obligations to participants and beneficiaries

⁷⁴ 原文是 State and City Treasurers

⁷⁵ 原文是 pension and labour funds

- 英国气候变化机构投资者集团（UK Institutional Investors Group on Climate Change），和美国气候风险投资者网络具有类似的目标；
- 这里还要提到，从 2001 年 1 月到 2003 年 6 月，在美国，与环境、社会和治理问题相关的股东解决方案也增加了 15%⁷⁶。

专栏 15 气候风险投资者网络

2003 年 11 月，联合国在美国召开了一次机构投资者峰会，讨论气候变化风险。这些投资者一共管理着超过 10000 亿美元资产，其中还包括一些州、市审计部门⁷⁷。此次会议成立了气候风险投资者网络，并公布了十点行动宣言，包括⁷⁸：

- 证券交易委员会（SEC）强制公司对气候变化引起的有关风险进行信息披露；
- 温室气体的主要排放行业（如汽车、电力等）的公司要向股东报告气候变化对盈利的影响——包括有关监管政策和行业竞争造成的盈利影响；
- 投资经理应当将气候变化纳入到他们的分析框架中。

加利弗利州审计官 Phil Angelides 在峰会上发言指出，“全球变暖问题，正给美国经济和退休金带来巨大的风险，而到目前为止华尔街却仍视而不见。过去几年来有关公司的丑闻已经使投资者清楚意识到，要更多关注影响企业长期价值的行为。作为受托人，我们必须承担责任，指出我们持股的那些公司所面临的新的环境挑战，并要求这些公司提供更多信息，责成公司实施应对挑战的必要行动。”

在英国，气候变化机构投资者集团包括 19 个基金，一共管理着总值 4500 亿英镑的资产。该集团主要关注气候变化引起的投资风险和机会，并已经完成了关于航空和发电行业的报告，分析了在向低碳经济（Low-carbon Economy）过渡时的投资问题。在每一个报告中，分析结论均表明，这些行业将会受到（气候变化）的显著影响，但不同公司受到的影响各异。报告还明确指出行业的权重和股票的选择⁷⁹。

专栏 16 金融研究机构响应买方的环境、社会和治理研究需求

联合国环境规划署可持续金融计划的资产管理小组（AMWG），由 12 个机构投资者组成，一共管理着约 16000 亿美元的资产。他们最近邀请全球知名的金融研究机构提供按行业细分的研究报告，并要求这些报告能够：

- 指出特定行业中可能对企业竞争力和信誉造成实质性影响的具体的环境社会因素；
- 指出这些因素对股票价格的潜在影响，并且尽可能地量化。

这些行业报告及其关于环境、社会和治理因素的思考将会在另外一份报告中叙述，并呈送 2004 年 6 月召开的联合国全球契约峰会。等待 AMWG 成员正式批准后，在 2004 年第三季度将会发出第二份邀请⁸¹。很多金融研究机构响应了 AMWG 的要求，并为此付出了努力。这些机构和他们提交报告的题目如下：

⁷⁶ 原文是 To be noted is also a 15% increase in U.S. shareholder resolutions relating to ESG issues from January 2001 to June 2003

⁷⁷ 原文是 including several state and city treasurers

⁷⁸ Association of British Insurers, Risk Returns and Responsibility, Author: Roger Cowe, Feb. 2004

⁷⁹ Association of British Insurers, Risk Returns and Responsibility, Author: Roger Cowe, Feb. 2004

⁸⁰ 原文是 with clear implications for sector weightings and stock selection

⁸¹ 原文是 Pending approval from the AMWG members, a second invitation will be launched in Q3 2004.

- 德意志银行全球资产研究：在数字后面——公司治理：对投资者的启示；
- 德意志证券南非资产研究：尚未有证据表明市场份额和良好企业公民的关联⁸²；
- 东京日光花旗集团（NikkoCitiGroup）日本资产战略：环境技术燃点新的成长⁸³；
- 高盛全球能源：高盛能源、环境和社会指数简介；
- 荷兰银行资产（英国）：制药行业；
- West LB 银行资产市场泛欧资产部：保险和可持续发展：玩火⁸⁴；
- Nomura 日本资产市场：非寿险行业的企业社会责任；
- 汇丰银行：欧洲电力；
- 瑞银集团全球资产研究：欧洲排放交易机制利大于弊⁸⁵；
- Dresdner Kleinwort Wasserstein 银行欧洲资产部：电力市场排放交易⁸⁶；
- Dresdner Kleinwort Wasserstein 银行英国欧洲资产部：交通航空排放-另一种需要负担的成本⁸⁷。

专栏 17 将环境、社会和治理因素引入英国退休金管理

英国保险协会最近的一份研究报告指出⁸⁸，退休金托管机构对环境、社会和治理因素的认知和兴趣均持续上升。报告引述了研究机构 EIRIS 最近对 70 家英国退休金的调查。结果显示，托管机构对环境、社会和公司治理标准持续关注，但多数还依赖于基金经理的带头行为⁸⁹。

据 2000 年生效的退休金修正案规定，如今的托管机构被要求在其投资原则宣言（Statement of Investment Principles）中提出，投资决策在一定程度上（如果不是全部）对社会、环境和伦理负责的。研究表明，很多托管机构已经开始积极地响应此项要求。持有接近 900 亿英镑退休金的英国资产公司现在都服从于一些社会责任投资政策，几乎相当于该行业规模的四分之一。当然，这一数字只是按照公司的投资原则宣言统计的，在很多实际情况下，这种宣言还没有引起公司投资行为上的实质性变化。

70 家对 EIRIS 研究做出回应的公司中（几乎都来自私营部门），90% 说他们的投资战略是对社会、环境和伦理（Social Environmental and Ethical, 简称 SEE）负责。调查结果也证实，退休金越来越多地将社会、环境和伦理因素引入基金管理：

- 59% 的基金说他们在投资经理的任命或重新任命时会考虑其社会责任投资方面的资历和表现；
- 54% 的基金的退休金经理/托管人都接受过有关社会、环境和伦理投资战略的培训；
- 59% 的基金说他们已经让投资经理在评估每个公司的风险和回报时，考虑社会、环境和伦理因素对公司盈利的影响；
- 11% 的基金实施某种形式的根据社会、环境和伦理因素进行投资筛选或权重选择的投资策略；
- 87% 的基金说他们实施有关社会、环境和伦理因素的投票权。

⁸² 原文是 Deutsche Securities South African Equity Research: No Evidence to Link Share Ratings with Good Corporate Citizenship... Yet

⁸³ 原文是 NikkoCitigroup Japan Equity Strategy: Environmental Technologies Fuelling Zones of Growth

⁸⁴ 原文是 Insurance and Sustainability: Play with Fire

⁸⁵ 原文是 European Emissions Trading Scheme-Bonanza or Bust

⁸⁶ 原文是 Utilities-Emission trading - Carbon Derby Part II: And they are off

⁸⁷ 原文是 Transport-Aviation emissions: Another cost to bear.

⁸⁸ Association of British Insurers, Risk Returns and Responsibility, Author: Roger Cowe, Feb. 2004

⁸⁹ 原文是 but relying largely on fund managers to take the initiative

4. 整合到金融分析中

如今，将环境、社会和治理因素纳入金融分析的努力已经开始在特定行业流行开来，例如能源、炼油、汽车、电力、制药和化工行业。这类公司往往被认为与环境、社会和治理因素有更直接的关系。专注这些行业的分析师已着手搜集更多信息，深化他们对环境、社会和治理因素的理解和分析技巧。他们的经验对其他行业有非常重要的参考价值。

我们相信，通过“额外金融分析”（Extra Financial Analysis）的方式，对公司治理、环境和社会责任进行系统评价，可以更好地分析投资风险和机会。

——Philippe Lespinard 法国巴黎银行资产管理公司首席投资官员

最近，金融机构开始从更系统的角度、从全行业或不同的资产类型的角度，考虑环境、社会和治理因素的整合。尽管环境、社会和治理因素对资产分析显得尤为重要，这些因素对其他资产类型，如固定受益（Fixed-income）、私募基金（Private Equity）和房地产投资，也同样重要。这些资产类型也需要同样需要环境、社会和治理因素的整合。

考虑到新兴市场对全球增长的重要性，此类市场应该得到特别关注，环境、社会和治理标准也需要和这些市场的特殊情况相符合。新兴市场国家会变得越来越重要，因为他们可以带来持续的经济增长，可以让投资者实施多样化的投资组合，也可以在可持续发展中起到非常重要的作用。

交易中的环境和相关的社会因素正成为我们风险分析的一个组成部分

——David Bushnell 花旗全球投资银行风险管理总监

为了更好地将环境、社会和治理因素引入金融分析，对当前分析模型和工具进行相应改动是必需的，尤其要将有关定性分析纳入公司竞争优势框架或纳入新风险影响评估框架⁹⁰。

建议：

- L. 在主要行业对有关环境、社会和治理因素现有认识的基础上，金融分析师应当将有关的知识和分析扩展并应用到其他行业中。
- M. 我们支持分析师有见地、有创意的做法⁹¹，同时我们也鼓励金融机构积极探索如何将环境、社会和治理因素更系统地整合到金融研究中。我们鼓励分析师根据不同因素对财务价值的不同影响、不同因素对不同行业的不同影响，将环境、社会和治理等因素按主次排序。在每个案例中，任何时间跨度上的问题，只要有关联，都应该加以分析⁹²。金融机构应该通过提供必要的培训、资源和工具，支持分析师的工作。
- N. 金融分析师应该加深他们对新兴市场的理解，进一步将环境、社会和治理因素引入新兴市场。他们应该考虑到有关标准和方法必须与新兴市场国家特定的情况相适应。

⁹⁰ 原文是 In particular, including qualitative information on competitive advantages of well-managed companies or on the impact of emerging risks must be improved.

⁹¹ 原文是 supporting a thoughtful and creative process led by analysts

⁹² 原文是 In each case the time scale over which issues might become relevant should be analysed.

- O. 我们请金融机构打开其对环境、社会和治理整合问题的视野，应该将其扩展到受环境、社会和治理因素影响的其他资产类型上，而不仅仅是资产管理。
- P. 我们鼓励分析师更进一步完善评价方法，以更好处理与环境、社会和治理因素相关的定性信息和不确定的影响。专业技术，如情景模型（Scenario Models）、期权定价（Options Pricing）等，也有可能得以运用。

专栏 18 不同行业传统问题和 ESG 问题实例⁹³

行业	传统问题	新出现的问题
油气行业	<ul style="list-style-type: none"> ● 汽油泄漏 ● 二氧化碳排放 	<ul style="list-style-type: none"> ● 社会经济影响 ● 政府公关和利润共享
食品工业	<ul style="list-style-type: none"> ● 食品安全 ● 品牌和信誉风险 	<ul style="list-style-type: none"> ● “功能食品”法规 ● 营养价值，尤其在低收入人群膳食结构中的营养价值
制药行业	<ul style="list-style-type: none"> ● 生物安全 ● 动物福利 	<ul style="list-style-type: none"> ● 在国家医疗体系中的角色 ● 专利权 ● 化合物的环境影响
汽车行业	<ul style="list-style-type: none"> ● 安全要求 ● 二氧化碳排放 	<ul style="list-style-type: none"> ● 流动性和社会经济影响 ● 低排放法规

专栏 19 考虑新兴市场国家的特殊性

与发达国家相比，从金融本质、信誉管理和良好的企业公民的角度来看⁹⁴，新兴市场国家的企业环境、社会和治理问题是同等重要，甚至可能是更加重要的。这是因为：

- （新兴市场国家）法规和执行情况往往较差；
- 世界上很多最具经济意义的不可再生资源 and 可再生资源都分布在发展中国家；
- 发展中国家也是全球环境和社会问题最紧迫的地方；
- 一般来说，（新兴市场国家）公司更直接地参与塑造市场，更直接和政府对话，承受公众的期望。⁹⁵

因此，在新兴市场国家支持能力建设，通过当地公司和金融市场更好管理环境、社会和治理问题十分重要。请记住，这一过程需要一段时间，也需要结合当地文化和经济的现实。联合国或一些投资者领导的自律计划在这一领域将起到重要作用。总部设在香港的亚洲可持续发展投资协会（ASrIA）就是其中一个例子。

5. 信息披露

如果公司对有关问题缺乏足够的信息披露，金融市场要将环境、社会和治理因素整合到金融分析和投资中的努力是不会成功的。因此，信息披露是促使金融市场在这一问题上发挥

⁹³ Arthur D. Little and Business in the Community, Speaking the Same Language, 2003

⁹⁴ 原文是 in terms of financial materiality, reputation management and good corporate citizenship

⁹⁵ 原文是 Companies are in general more involved in shaping markets and more exposed to government and societal expectations.

效用的重要元素。

在投资者会议上，这些问题被提到的次数越来越多，并且问题的提出越来越富有内涵和专业味道。

——Anthony Trahar Anglo American Plc 首席执行官

最近几年，不论从数量上说还是从质量上说，公司对环境、社会和治理因素的报告迅速增加。毕马威会计师事务所（KPMG）指出，对这些问题的报告正逐渐走向主流。在《财富》杂志的全球 250 强中，45% 的公司对有关信息进行披露，相比之下，1999 年只有 35%⁹⁶。

另一方面，当基金经理和分析师被问到他们是否满意从公司所获得的信息时，超过 55% 的被访者都会回答“不满意”⁹⁷。由此可见，公司和金融市场在这些问题的沟通方面，某些机制仍然不健全。分析师也承认很多信息是可以获得的，但是这些信息并非通过一致的、有意义的方式予以披露，并且披露方也没有解释清楚所披露的信息与公司核心业务之间的关系。也难怪分析师对此类信息往往不抱有太多的兴趣。

这种状态必须改变。我们欢迎联合国全球契约的建议，这些建议涵盖了与投资者“良好沟通行为”的四个方面：

- 沟通领导层致力于价值管理的承诺⁹⁸；
- 强调核心业务对社会的贡献；
- 研究有关企业公民的可信的和可供测评的商业案例；
- 以一致、连贯的方式沟通公司的变化。

我们也相信，监管框架规定公司有关环境、社会和治理因素的信息披露责任的最低要求非常重要，这样可以提高数据资料的可获得性和可比性，从而促进将这些因素引入金融分析。例如，证券交易所可以详细列出公司环境、社会和治理标准。自律行为和基于市场的监管行为，对于改善信息披露都同样必要，两种方法都需要有足够的弹性，允许披露方法和披露人的多样性，而不仅仅依赖于非常严格的文字描述。

我们也相信，国内外会计团体、评级机构也是重要的参与者，他们可以研发更好的有关环境、社会和治理信息的标准、提高信息质量、改善信息可用性。非政府组织也能通过为公众和金融界提供与公司有关的环境、社会和治理因素的客观信息，促进更好的信息披露。

建议

- Q.** 我们请公司能够担当领导的角色，实施环境、社会和治理原则和政策，更一致和、更标准地提供有关环境、社会和治理问题的信息和报告，并解释清楚这些问题与公司价值创造的相关性。我们也请公司指出并交流这一过程中面临的主要挑战和驱动因素，并据此列出环境、社会和治理因素的先后次序。我们相信，这些信息通过普通投资者的沟通渠道⁹⁹能够很好地传递到金融市场。我们也鼓励，如果有相关信息的话，将这些信息也收入到公司的年报当中。
- R.** 我们鼓励公司和资产管理者、分析师就这些问题进行建设性的对话，并希望公司不论是得到正面意见还是负面批评，都能欣然接受。
- S.** 分析师应该进一步理解公司环境、社会和治理因素和公司价值创造之间的关系，

⁹⁶ KPMG International Survey of Corporate Sustainability Reporting 2002, The Netherlands, 2002.

⁹⁷ CSR Europe, Deloitte, Euronext: Investing in Responsible Business. The 2003 survey of European fund managers, financial analysts and investor relations officers.

⁹⁸ 原文是 Communicate a leadership commitment toward values-based management

⁹⁹ 原文是 through normal investor relation communication channels

并且更积极地和公司沟通这些问题。

- T. 我们相信，监管框架应当规定公司有关环境、社会和治理因素的信息披露责任的最低要求，但在制定更详细的标准时，则应当依靠市场驱动的自律行为。
- U. 我们鼓励金融分析师更多地参与已经开展的自律行为，例如全球报告倡议组织 (Global Reporting Initiative)，并且帮助他们形成其报告框架。我们也鼓励全球报告倡议组织能够与国内外的金融分析师协会并肩合作。
- V. 我们鼓励证券交易所详细列出对公司的环境、社会和治理标准，因为这样可以明确上市公司所需要达到的有关信息披露的最低标准。作为第一步，证券交易所应该和上市公司沟通，提高他们对环境、社会和治理重要性的认识。同样，其他自律机构（如美国证券交易商协会 NASD，英国金融服务局 FSA），专业机构（如投资管理研究协会 AIMR，欧洲金融分析师协会 EFFAS），会计标准团体（如美国财务会计准则委员会 FASB，国际会计准则委员会 IASB），公共会计团体、评级机构和指数制定者都应该建立有关环境、社会和治理的一致标准和框架。

专栏 20 投资者计划改善制药和炼油行业信息披露¹⁰⁰

2003 年 3 月，12 家机构投资者发起了一个制药公司合作框架计划，以改进其年报或社会报告中关于“新兴市场公共健康危机”的内容，重点是关于人们能否享用受专利保护的药物等问题。参加这个计划的投资者相信，“行业对这一危机的反应可以影响到股东的长期价值，这一行动可以加深他们对公司怎样应对这些问题的理解。”

2003 年 5 月，管理着 70000 亿美元的一些机构投资者聚集在一起，发布声明以支持炼油行业信息披露计划 (EITI)。EITI 是在著名的矿业和能源公司、非政府组织支持下，由英国首相布莱尔于 2002 年 9 月成立的，该机构致力于提高炼油行业的公司对政府机构或政府关联组织支付款项的透明度。机构投资者声明支持 EITI 的推广，肯定了参与计划的公司和政府所付出的努力，并呼吁更多新公司加入，也邀请其他投资者参与该声明。

专栏 21 美国泵业和纸业信息披露的案例研究

一直以来，阻碍将环境、社会和治理因素纳入主流金融分析的主要障碍，是公司披露的有关环境方面的财务信息质量不高并且数量有限。

虽然，信息披露在一般意义上得到了改善，但公司为金融分析师所提供的可用信息仍不能满足需要。最近对美国泵业和纸业的上市公司的研究发现，尽管实施环境、社会和治理因素对成本和未来收益都有实质性的影响，仍然只有极少公司向他们的股东充分披露环境、社会和治理问题对公司财务风险和竞争力的影响¹⁰¹。同样，在 2002 年，世界资源研究所分析了 16 家著名的油气公司，其中就有 11 家没有在他们的年报上提到气候变化将是一种商业风险，尽管气候变化作为该行业的重要问题已经被油气公司广泛认知。

缺少了这些信息，对于投资者而言，他们不便于、甚至不可能准确评价公司的价值。事实上，隐瞒对财务有实质性影响的环境信息可能触犯安全法律。

¹⁰⁰ World Economic Forum: Values and Value — Communicating the strategic importance of corporate citizenship to investors, 2003 CEO Survey

¹⁰¹ World Resources Institute, Pure Profit: The Financial Implications of Environmental Performance, March 2000

专栏 22 证券交易所讨论企业公民议题

2004年3月15日，全球契约召集了全球证券交易所和主要联合机构¹⁰²的高级代表在纽约联合国总部召开了一次会议。会议是应联合国秘书长安南的要求举行的，主要是探讨证券交易所和全球契约的合作可能。

很多与会者意识到，基于全球公认的原则，将全球契约和企业责任、企业公民的概念予以推广，有利于建立社会信任，而这正是证券交易所考虑的首要问题。

在会议上，约翰内斯堡（JSE）证券交易所的首席运营官 Parsons 女士介绍了 JSE 交易所关于企业责任（或者说三元价值 Triple Bottom Line）的方法。她列举了 JSE 公布的公司治理政策，并强调如何将引入与社会、环境和经济要素相关的社会责任投资理念。Parsons 女士还讨论了 JSE 交易所社会责任指数（SRI）的实施，这是第一个新兴市场的社会责任指数，也是第一个由证券交易所制定的社会责任指数。

会议之后，巴西圣保罗（Bovespa, Sao Paulo）证券交易所和雅加达（Jakarta）证券交易所宣布了参加全球契约的决定，承认全球契约十项原则。其他证券交易所也积极地和全球契约共享其有关上市公司的信息。

6. 实现转变

环境、社会和治理问题具有战略属性，牵涉到客户、监管机构和其他利益相关者¹⁰³，所以分析师和基金经理的工作必须得到金融机构的董事会和高级管理层的强力支持。长远目标的设定、组织学习和变迁过程等理论的介绍、对分析师和基金经理适当的培训和激励机制对实现环境、社会和治理问题的整合格外重要。

每一个机构都应当根据其结构和文化选择适合自己的路径，并没有一个单一的最优方案。这样的路径可以包含所有各式各样的战略，比如购买外部研究，聘请专业环境、社会和治理团队支持金融分析师和基金经理的工作，对分析师和经理进行培训和调整盈利测评和激励机制，最终实现将环境、社会和治理因素引入核心业务流程的目标。

如果所有市场参与者都能够团结起来，更好地理解 and 整合投资中的环境、社会和治理因素，这样的目标是可能实现的。金融分析及其在投资决策中的应用，很大程度上是取决于所有市场参与者对有关问题、时间范围和价值的感知。也就是说，金融分析师和职业投资者应该起到领导者的角色，这是因为，要展示环境、社会和治理因素如何影响公司和投资价值，他们是最理所当然的专家。

建议

- W. 金融机构应该寻求他们各自的路径，以实现在这一问题上的组织学习和变化，并认清公司的长远目标、组织学习和变迁的过程。
- X. 金融机构应该将那些具有实质性影响的环境、社会和治理因素整合到盈利测评和激励机制当中，以支持分析师和基金经理的工作。
- Y. 金融机构的高级管理人和董事会成员应该清楚地看到他们在有关环境、社会和治理问题上的领导作用，并应当做出承诺。

¹⁰² 原文是 world's exchanges and principal federations

¹⁰³ 原文是 Because of the strategic nature of ESG issues, involving relations with clients, regulators and additional stakeholders

专栏 23 独立专业团队完全整合 ESG 因素的一种可能组织路径¹⁰⁴

从研究和投资过程中不考虑环境、社会 and 治理因素到完全整合这些因素的过程中，很多组织通过不同的阶段得以实现，这些阶段往往包含了专业的社会责任投资功能和团队的运用¹⁰⁵。有意思的是，完全将这些因素整合后，往往又回归到初始的组织结构，即专门的环境、社会和治理知识和团队被重新整合和完全嵌入到普通的研究和基金管理功能中。如图 7。

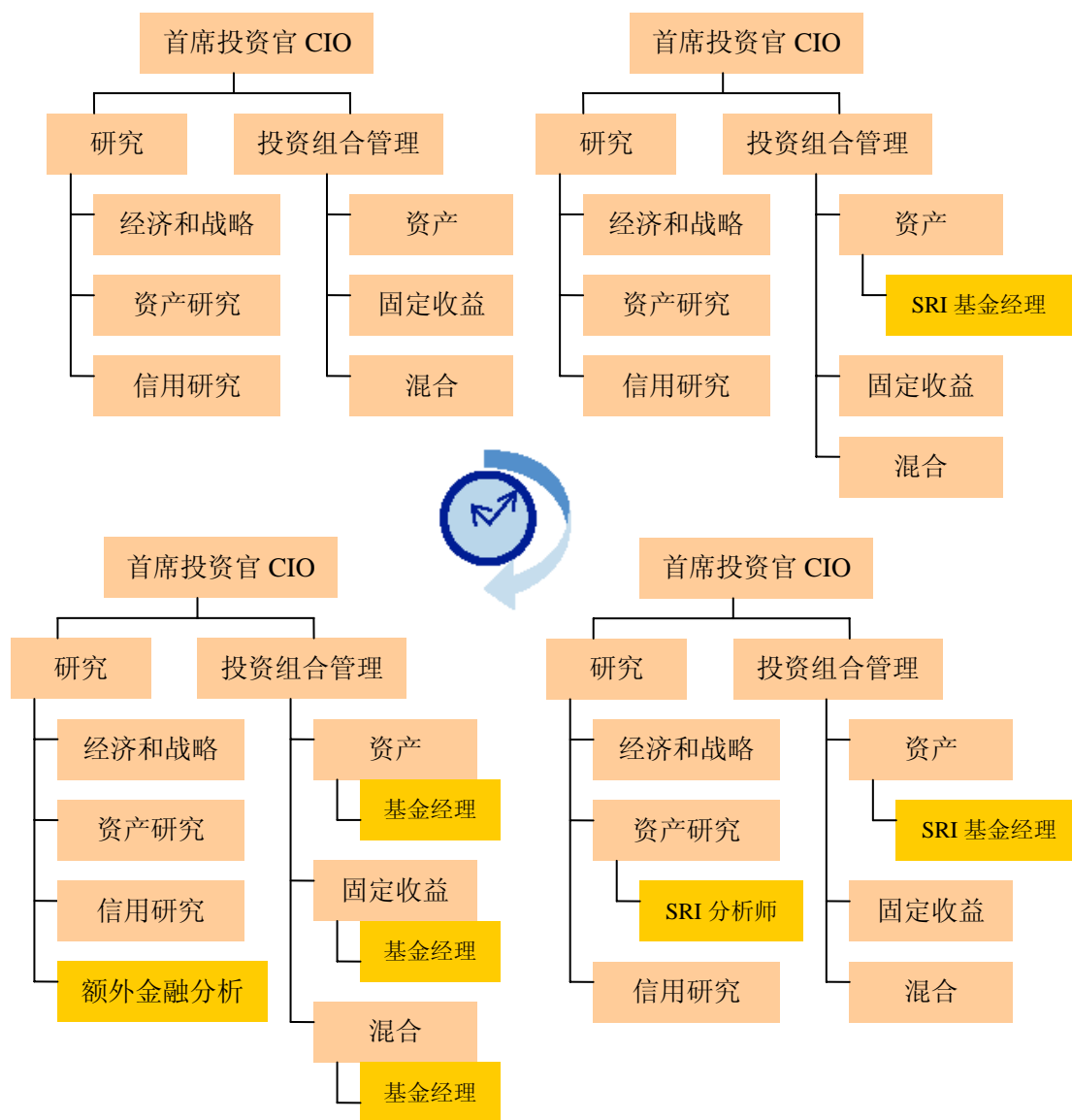


图 7 上图是众多组织路径中的一个
从主流（左上），到第一代筛选（右上和右下），到对不同资产类型的部分 ESG 整合（右下），再到在研究和组合投资管理中的完全 ESG 整合（左下）¹⁰⁶

¹⁰⁴ 原文是 A possible organizational path leading from separate specialist teams to full integration of ESG issues

¹⁰⁵ On their path from a research and investment process not including ESG factors to full integration of ESG issues, many organizations go through different stages often involving the use of specialist Socially Responsible Investment (SRI) functions and teams.

¹⁰⁶ Eric Borremans, BNP Paribas Asset Management, Presentation at the meeting of the Financial Sector High-Level Initiative on “Best-Practices in Financial Analysis”, Zurich, 4 March 2004

结论与展望

完成这份报告的机构，承诺将启动下一步，以进一步深化、细化和实施这份报告中列出的建议。这些行动可能会以不同的层次出现，并且会包含个体和共同的努力。

作为重要的下一步，我们计划考察有关会计标准团体（如 FASB, IASB 等），职业和自律组织（如投资管理与研究协会 AIMR，欧洲金融分析师协会 EFFAS，纽约证券交易所 NYSE，纳斯达克证券交易所 NASDAQ，美国会计准则 FAS 等）以及投资者关系协会（如美国全国投资者关系协会 NIRI，德国投资者关系协会 DIRK 等），以确保我们的意图能被完全理解和支持。

我们也计划利用各种自律机构（如联合国环境规划署可持续金融计划、世界大企业联合会、世界经济论坛和其他机构）提供的平台和这份报告中提到的主要利益相关者（包括投资者、公司、监管机构、证券交易所、会计师、咨询师和非政府组织）开展深入的对话。我们非常愿意倾听他们的观点，并且有意启动交流和相互学习的进程，以实施这份报告提出的建议。

我们会和我们的客户接触并评估他们对关于环境、社会和治理因素研究的兴趣和需求。我们承诺，在对我们的客户提供的研究和投资服务中，提高对环境、社会和治理因素的考虑。

我们会鼓励我们的分析师，通过个人和合作努力，开发和完善将环境、社会和治理因素整合到金融分析里面的所需要的专业知识和工具。我们的目标是启发更多的方法上的创意和多样性，实现这一领域的革新。我们承诺通过提供必要的资源和培训，支持分析师的工作。

我们邀请全球契约或其执行机构，在未来一年中，对这份报告中提出的建议的执行情况予以回顾，以评估市场参与者对这份报告中提出的各种建议的回应。这一评估还应当描述更好地将环境、社会和治理因素引入金融分析、资产观和券商服务的概念如何与时俱进，并在必要的时候修改建议。

专栏 24 回顾执行情况的计划

联合国环境规划署可持续金融计划已经做好充分准备，回顾并评估全世界有关报告建议的进展情况。该计划的资产管理小组初步列出了十个评估指标，包括：

投资者：

- 投资者指出他们关于环境、社会和治理问题的代理投票指南；
- 托管者和他们的投资选择咨询师，将环境、社会和治理因素引入投资决策的制定和投资经理的选择的过程中，从而履行他们对参与者和受益者的信托责任；
- 政府和多边机构的退休金开始在投资问题上考虑可持续发展原则，从而履行他们对参与者和受益者的信托责任；

资产管理者：

- 高级管理层和董事会承担领导角色；
- 资产管理者明确要求和认可有关环境、社会和治理标准的研究；
- 买方、卖方和新兴市场投资研究团队能够适当地将环境、社会和治理因素引入基本的公司研究；
- 分析师在环境、社会和治理因素方面的研究表现和激励机制¹⁰⁷；

资本市场：

¹⁰⁷ 原文是 Analyst performance and incentive systems rewarding ESG research

- 证券交易所详细列出对公司的环境、社会和治理标准，和/或（与公司）开展关于环境、社会和治理重要性的交流；
- 会计团体和评级机构将环境、社会和治理因素纳入其框架；
- 全球报告倡议组织和区域的国际的金融分析师协会互动。