

An Investigation of Corporations' Social Values: Conceptual Development and Quantitative

Assessment of the "Yili 99" Index of Chinese A-Share Corporations

by

Shuo Qin

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2020 by the
Graduate Supervisory Committee:

Hongquan Zhu, Co-Chair

Hong Yan, Co-Chair

Bin Gu

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2020

公司的社会价值研究：A 股上市公司义利 99 指数的建模与量化评估

秦朔

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
批准于二零二零年三月

朱洪泉，联席主席
严弘，联席主席
顾彬

亚利桑那州立大学

二零二零年五月

ABSTRACT

This article is a Conceptual Development and quantitative evaluation research on the social value of A-share listed companies.

In this article, the company's social value is defined as the comprehensive contribution of the company's economic, social and environmental aspects.

The research uses the original "listed company's social value assessment model" as a tool, takes the CSI 300 constituent stocks as the target, uses the comprehensive economic, social, and environmental contributions of listed companies as the content, and screens out the top 99 quantitative social value scores ranked companies, forming SV 99 ranking and the SV 99 Index.

(Yili 99)

Based on this model and the SV 99 ranking, Bosera Funds has released the "Bosera CSI Sustainable Development 100 Index" ETF product (515090).

Through back-testing analysis of the SV 99 Index and the Bosera CSI Sustainable Development 100 Index for more than five years, it was found that these companies have relatively better and more stable market performance. There is no explanation for the excess return, a significant positive α , of these two indexes by the Fama-French factor. Regression analysis also shows that the factors of the two attributes of SV can contribute excess returns, but the monthly return of stocks has a significant positive linear correlation with the index of "V", and has a relatively weaker positive linear correlation with the index of "S".

"SV 99" is an exploration of including the quantitative assessment of the listed company's contribution to the economy, society, and the environment into the model, which enables the capital market focus more on the listed companies' social value, and promotes listed companies to incorporate social value into long-term strategic arrangements.

摘要

本文是针对 A 股上市公司的社会价值所进行的模型开发与量化评估研究。

公司的社会价值，在本文中界定为公司所实现的经济、社会和环境等方面的综合贡献。随着全球和中国越来越重视可持续发展，公司的社会价值也越来越引起资本市场投资者的关注。

本研究以具有原创性的“上市公司社会价值评估模型”为工具，以沪深 300 成分股为对象，以上市公司的经济、社会 and 环境的综合贡献为内容，筛选出社会价值量化得分居前 99 位的公司，形成义利 99 榜单和指数。

基于该模型和义利 99 榜单，博时基金已经发布了“博时中证可持续发展 100 指数”ETF 产品（515090），标志着“义利 99”从一项研究变成了可交易的基金产品。

“上市公司社会价值评估模型”，将公司的社会价值分为三个方面，即目标、方式和效益。“目标”（AIM）是建设更高质量、更有效率、更加公平和更可持续的美好未来，这是公司社会价值的驱动力；“方式”（APPROACH）是指创新的生产技术、运营模式和管理机制，这是公司社会价值的创新力；“效益”（ACTION）是指公司的经济、社会和环境的贡献，这是公司社会价值的转化力。该模型也称“社会价值三 A 三力三合一模型”，简称 3A 模型。

通过义利 99 指数和博时中证可持续发展 100 指数长达五年以上的回测分析发现，这些公司作为组合有相对更好、更平稳的市场表现，这两个指数存在 Fama-French 因子不能解释的超额收益率，即具有显著的正 α 。回归分析还显示，义利两个属性的因子都能贡献超额收益，但股票月收益率与利的指标呈现显著正向线性相关，与义的指标呈现正向线性相关但关系较弱。

“义利 99”是将上市公司的经济、社会和环境的贡献纳入模型进行量化评估的探索，有利于资本市场更好地关注上市公司的社会价值，并促进上市公司将社会价值纳入长期战略安排。

随着更多上市公司更好地承担起信息披露责任，“义利 99”未来将不会局限于沪深 300，会有更广泛的应用。中国上市公司终将成为推动世界可持续发展的新动力。

目录

页码

表格目录..... vii

图表目录..... ix

章节

一、研究背景及意义..... 1

 1.1 研究的对象..... 1

 1.2 研究的背景..... 9

 1.3 研究的意义..... 15

二、文献综述..... 18

 2.1 关于公司社会责任的文献综述..... 18

 2.2 关于社会责任投资和社会影响力投资的文献综述..... 23

 2.3 关于公司可持续发展的文献综述..... 30

 2.4 关于社会责任与公司价值相关性的文献综述..... 368

 2.5 关于 ESG 的文献综述..... 39

 2.6 关于 ESG 与指数编制的文献综述..... 397

三、研究思路与方法..... 55

 3.1 公司社会价值评估的基础结构..... 53

 3.2 公司社会价值评估的三层架构..... 55

章节	页码
3.3“筛选子模型”和“评分子模型”	60
3.4 评估模型指标体系中的赋权赋值.....	65
四、研究过程.....	71
4.1 开放与众包.....	72
4.2 研究的工作机制	74
4.3 数据获取与重要时间节点.....	75
五、研究的结果.....	79
5.1 义利 99 榜单画像.....	80
5.2 义利 99 与沪深 300 的社会价值比较.....	95
5.3 义利 99、可持续发展 100 指数与沪深 300 指数的对比	105
5.4 模型验证和评级应用.....	113
5.5 指数收益率与义利之间回归关系.....	126
六、结论与下一步的构想.....	136
七、参考文献.....	143
附录	
A. 义利 99 指数编制方案	145
B. 2018 年度剔除上市公司汇总	148
C. 2018 年度 A 股上市公司社会价值义利 99 排行榜	151

表格目录

表	页码
1 可持续发展 100 指数与沪深 300 全收益指数表现对比	7
2 可持续发展相关主题指数和沪深 300 全收益指数表现对比	8
3 MSCI 对 ESG 的内涵描述.....	41
4 等权环境指数和中证 500 指数收益表比较	44
5 社会责任指数和上证综指收益表现比较.....	44
6 治理指数和上证综指收益表现比较.....	44
7 高 ESG 组合与低 ESG 组合收益比较-权益投资组合.....	44
8 汤姆逊路透 ESG 评价指标内容	479
9 汤姆逊路透 ESG 争议事项.....	50
10 筛选子模型的负面清单.....	60
1 上市公司社会价值评估评分子模型	60
12 2018 年度 A 股上市公司社会价值义利 99 排行榜.....	81
13 义利 99 与沪深 300 对比.....	95
14 义利 99 与沪深 300 的指标对比.....	106
15 义利 99 指数与沪深 300（全收益）季度涨幅	107
16 可持续发展 100 指数与沪深 300 全收益指数表现对比.....	111
17 可持续发展 100 指数和沪深 300 指数市场表现对比	112

表	页码
18 目标 驱动力分组测评结果.....	114
19 方式 创新力分组测评结果.....	115
20 效益 转化力分组测评结果.....	116
21 价值驱动指标分组测评结果.....	116
22 战略驱动指标测评结果.....	117
23 业务驱动指标测评结果.....	118
24 技术创新指标测评结果.....	118
25 模式创新指标测评结果.....	119
26 管理创新指标测评结果.....	120
27 经济贡献指标测评结果.....	120
28 社会贡献指标测评结果.....	121
29 环境贡献测评结果.....	121
30 沪深 300 上市公司社会价值评级.....	123

图表目录

图	页码
1 义利 99 指数.....	4
2 义利 99 指数与沪深 300 全收益指数的比较.....	5
3 可持续发展 100 指数与沪深 300 全收益指数净值走势图对比.....	6
4 可持续发展相关指数和沪深 300 全收益指数净值走势图对比	8
5 BrandZ 全球 100 品牌股价表现与标普 500 和 MSCI 全球指数对比	11
6 BrandZ 中国 100 品牌股价表现与 MSCI 中国指数对比	12
7 卡罗尔“公司社会责任金字塔”	20
8 可持续发展金融	24
9 联合国可持续发展 17 个目标（SDGs）	31
10 可持续投资的四个阶段.....	35
11 世界最有道德企业股价与大盘股股价走势对比	37
12 MSCI 新兴市场指数及与新兴市场 ESG 指数走势对比图.....	42
13 Tomson Reuters ESG 评分体系	46
14 义利 99 的价值链效应	55
15 社会价值核心主张的价值通约性.....	58
16 社会价值评估体系的三个层面.....	59
17 利益相关方共建模型	73

图	页码
18 社会价值评估的工作机制.....	75
19“义利 99”上市公司与中国国民经济.....	80
20 义利 99 的义利特征图.....	87
21 目标 驱动力 2016-2018 年表现.....	88
22 方式 创新力 2016-2018 年表现.....	89
23 效益 转化力 2016-2018 年表现.....	90
24 社会贡献指标 2016-2018 年表现.....	91
25 环境贡献指标 2016-2018 年表现.....	92
26 2016-2018 年“义利 99”行业分布.....	92
27 2016-2018 年“义利 99”资产规模分布.....	93
28 2016-2018 年“义利 99”营收规模分布.....	93
29 2016-2018 年“义利 99”纳税规模分布.....	94
30 2016-2018 年“义利 99”市值分布.....	94
31 2016-2018 年“义利 99”所有制分类.....	94
32 2016-2018 年“义利 99”交易场所与板块分布.....	95
33 目标 驱动力对比.....	96
34 方式 创新力对比.....	97
35 效益 转化力对比.....	98

图	页码
36 义利 99 与沪深 300 的社会贡献对比.....	99
37 义利 99 与沪深 300 的环境贡献对比.....	100
38 2018 年行业分布对比	102
39 2018 年资产规模分布对比.....	102
40 2018 年营收规模分布对比	103
41 2018 年纳税规模比例对比	103
42 2018 年纳税规模比例对比.....	104
43 2018 年市值分布比例对比.....	104
44 2018 年所有制分类对比.....	104
45 2018 年交易场所与上市板块对比.....	105
46 义利 99 指数基准对比.....	106
47 义利 99 指数与沪深指数的横向对比.....	108
48 义利 99 指数内部对比.....	109
49 “义利 99”评估模型解构对比	110
50 可持续发展 100 指数和沪深 300 指数中信行业分布	113

一、研究背景及意义

1.1 研究的对象

本文是对 A 股上市公司的社会价值，通过建立模型，进行量化评估的一项研究。

公司的社会价值，是指公司为了建设更高质量、更有效率、更加公平和更可持续的美好未来，通过创新的生产技术、运营模式和管理机制等方式，所实现的经济、社会 and 环境的综合贡献；是公司在实现可持续发展方面的总体贡献。

在此先要指出的是，公司的社会价值一般会被理解为公司在社会责任方面（如捐助慈善）的价值，是公司在经济价值（如股东价值）之外多出来的价值。例如，中国证监会公告的《上市公司治理准则》（[2018]29 号）第八十七条规定：“上市公司在保持公司持续发展、提升经营业绩、保障股东利益的同时，应当在社区福利、救灾助困、公益事业等方面，积极履行社会责任。”¹这里将公司的社会责任和“社区福利、救灾助困、公益事业”更多地关联在一起，而“持续发展”则和经营业绩与股东利益并列在一起。

本文研究的公司的社会价值，准确地说，指的是公司对于社会的价值，是全面的、复合的价值。这一界定和全球对可持续发展的价值界定更为接近。例如，2002 年 8 月在南非约翰内斯堡召开的可持续发展世界首脑会议提出，可持续发展的三大支柱是：经济发展、社会进步、环境保护，明确经济社会发展必须与环境保护相结合。可持续发展在这里就涵盖了经济、社会和环境三个方面。

¹http://www.csrc.gov.cn/pub/shanghai/xxfw/gfxwj/201904/t20190418_354493.htm

在中国文化语境中，义利是一个基本的价值范畴与经济伦理。《中庸》中说“义者，宜也”。“事之所宜也”，代表的是“应当如此”的道德原则。利者，“人之用曰利”，指的是物质的、经济的利益。如何看待二者的作用和关系，这就是中国的义利观。

据此，我们在研究中将公司的社会价值称为“义利”，即义利统一、义利并举的“合义之利”。如果从管理学角度看，“义”在英文中多译为 **doing good**，“利”多译为 **doing well**，“义利”也就是 **doing good** 和 **doing well** 的统一。

本论文依托于“A 股上市公司社会价值评估”的项目而完成。该项目是由社会价值投资联盟（下称“社投盟”，一个由 50 多家机构联合创办的专注于可持续发展金融的公益平台）从 2016 年 10 月正式启动的，迄今已经有 3 年多时间。本人是社投盟主席团成员，也是项目成员、顾问、编委，本人创立的秦朔朋友圈是项目的参与机构，并与社投盟共同创立了微信公众号“社创号”，推动与公司社会价值相关的传播。

该项目基于独创的“上市公司社会价值评估模型”，从沪深 A 股市场规模最大、流动性最好的 300 家公司（沪深 300）中，评选出社会价值量化得分最高的 99 家公司作为样本股，构成一个全收益指数——义利 99 指数（Yili 99，或 **Social Value Index**），以反映 A 股上市公司的社会价值创造能力与股价走势的变动关系。该指数以自由流通市值分级靠档为加权方式，以 2013 年 12 月 16 日为基期，基点为 1000 点，2018 年 11 月 21 日已经在 Wind 金融终端上线（CI003004.WI）。

2019 年，博时基金公司根据义利 99 榜单，增加了沪深 300 中社会价值评分第 100 的公司，构建并发起了博时中证可持续发展 100 交易型开放式基金（基金主代码 515090）。该基金在 2019 年 11 月 29 日得到中国证监会批复，准予注册（证监许可[2019]2611 号），2019 年 12 月 16 日至

2020年1月13日为基金募集期，募集结束规模为14.17亿元，合同生效日为1月19日。“义利99”从一项研究变成了交易型开放式基金，实现了闭环。

在社投盟和博时基金开展合作、推动其发行基金产品后，我们就有了两组数据来源，即义利99和可持续发展100，本质上它们源于同样的数据，只有1家公司的差别。本论文中，有时会交叉使用这两组数据。主要原因是论文写作是一个过程，一开始完全基于义利99，可持续发展100是后来出现的，所以也纳入了这一部分的研究成果。两组数据的起始时间和截止时间不一样，义利99指数的基期是2013年12月16日，本文中的截止日期为2018年10月31日；可持续发展100的数据回溯区间为2014年7月1日到2019年6月30日。两个数据源的数据分析区间都在五年。在同一时间段，义利99和可持续发展100的市场表现完全一样。

义利99作为市场上第一个社会价值主题指数，如图1所示，截至2018年10月31日，其指数点位为1860.34点。在58个月的回测期内，指数整体呈持续攀升趋势，2018年1月23日出现最高点位2492.75点。

图1 义利99指数



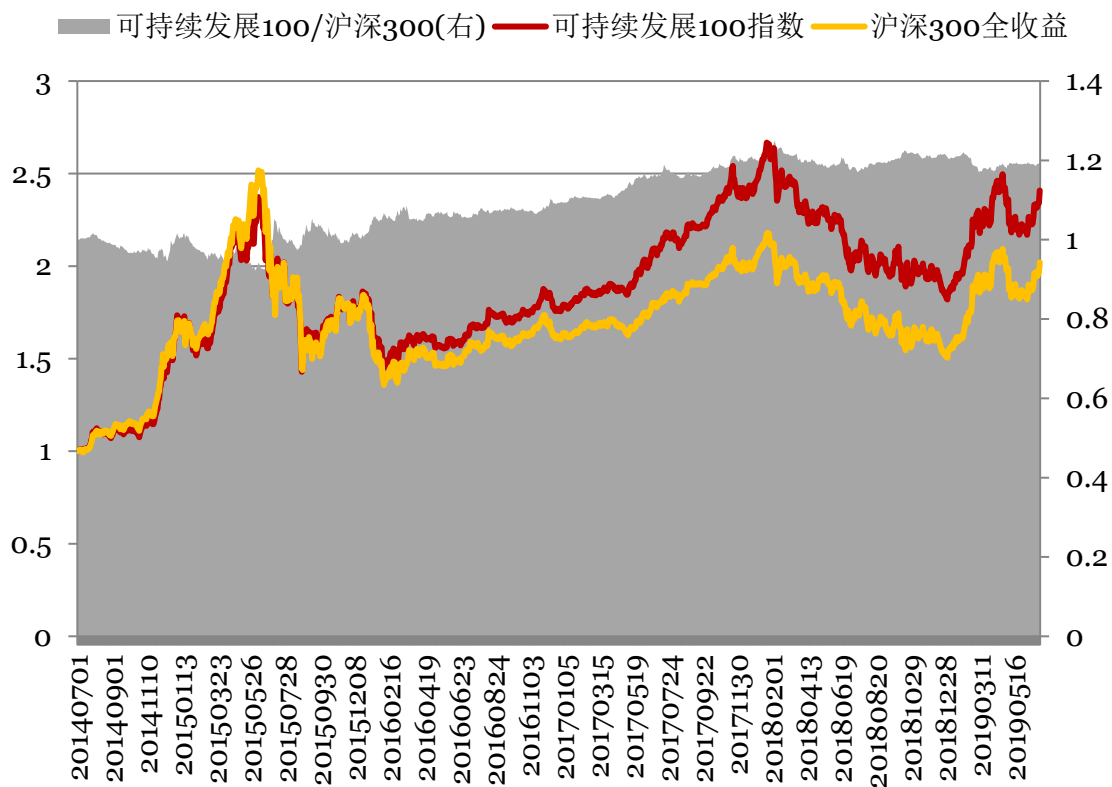
主流公募基金之所以关注义利99指数，一个重要原因是其和沪深300全收益指数进行业绩比较时显示出的优势。图2显示，从2013年12月16日期截至2018年10月31日，义利99指数的累计涨幅达86.03%，同期沪深300（全收益）的累计涨幅为48.26%，义利99指数的累计涨幅比沪深300高37.77个百分点。

图 2 义利 99 指数与沪深 300 全收益指数的比较



图 3 则显示，在五年回测期间内，可持续发展 100 指数与沪深 300 全收益指数相比，超额收益明显，最大回撤率低。

图3 可持续发展100指数与沪深300全收益指数净值走势图对比



再看表1,从2014年6月30日到2019年7月1日,可持续发展100指数总收益为140.83%,超沪深300全收益指数(总收益为102.02%)38.81个百分点;年化收益为19.22%,比沪深300全收益指数(年化收益为15.10%)高4.12个百分点;且除了不完整统计的2019年外,其余每年收益率均超过了沪深300全收益指数;最大回撤为39.76%,显著低于沪深300全收益指数的46.06%。

表 1 可持续发展 100 指数与沪深 300 全收益指数表现对比

	沪深 300 全收益	可持续发展 100	超额收益	相对最大回撤	信息比
2014	65.57%	67.16%	1.58%	-9.57%	0.34
2015	7.22%	8.48%	1.27%	-13.21%	0.08
2016	-9.26%	-2.76%	6.50%	-3.83%	1.07
2017	24.25%	36.50%	12.25%	-2.97%	2.37
2018	-23.64%	-22.94%	0.70%	-5.35%	0.23
2019.7.1	32.18%	29.84%	-2.34%	-5.13%	-1.03
总收益	102.02%	140.83%	38.81%	-	-
年化收益	15.10%	19.22%	4.12%	-	-
最大回撤	-46.06%	-39.76%	-	-	-

从以上的历史回测来看，无论义利 99 指数还是可持续发展 100 指数，不仅在成分股公司的社会价值综合评分方面优于沪深 300 其他成分股，在二级市场相对沪深 300 也具有稳定的超额收益和较低的最大回撤。当然需要指出的是，可持续发展 100 指数的过往数据不代表产品实际业绩。

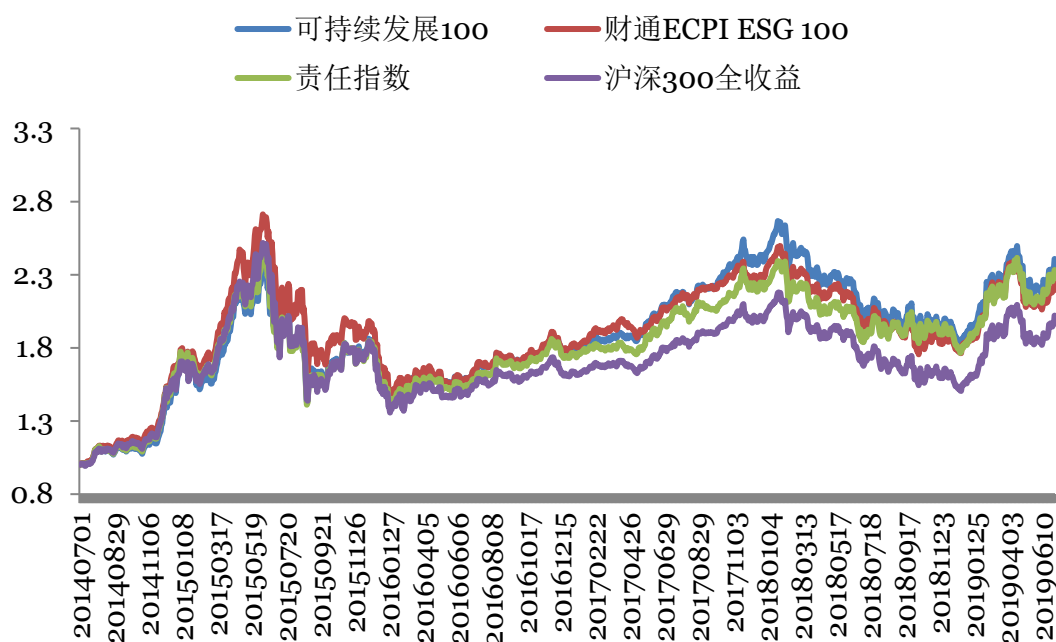
这一结果意味着什么？是管理学家所倡导的“善者得福”(doing good doing well)，证明那些义利并举、注重企业长期可持续发展的公司能够体现出更好的投资价值？抑或其适用性只是在某一特殊阶段（如股市处于非牛市阶段）呈现？无论如何，义利 99 都提供了一个真实的研究样本。

我们的研究还发现，如表 2 和图 4 所示，可持续发展 100 指数和目前市场上已发行的与可持续发展投资相关的两个指数产品（中证财通 ESG 100 指数，简称“财通 ESG 100 指数”，以及上证社会责任指数，简称“责任指数”）相比，也有着更好的市场表现，显示出“上市公司社会价值评估模型”比另外的评价模型更能筛选出市场更为认可的义利公司。

表 2 可持续发展相关主题指数和沪深 300 全收益指数表现对比

	可持续发展 100	财通 ESG 100	责任指数	沪深 300 全收益
2014	67.16%	71.81%	73.02%	65.57%
2015	8.48%	10.82%	3.80%	7.22%
2016	-2.76%	-6.08%	-3.31%	-9.26%
2017	36.50%	28.43%	26.93%	24.25%
2018	-22.94%	-22.27%	-18.47%	-23.64%
2019	29.84%	26.24%	29.82%	32.18%
总收益	140.83%	125.36%	133.29%	102.02%
年化收益	19.22%	17.65%	18.46%	15.10%
最大回撤	-39.76%	-46.02%	-42.71%	-46.06%

图 4 可持续发展相关指数和沪深 300 全收益指数净值走势图对比



综上，从研究对象的角度看，本论文内容的核心有三：一是介绍上市公司社会价值评估模型的构建；二是对通过这一模型产生的 99 家上市公司进行结构性分析，并和沪深 300 成分股进行对比；三是对义利 99 指数、可持续发展 100 指数进行回归分析，检验指数是否存在 Fama-French 因子不能解释的超额收益率，并研判到底是哪些义利因子（如经济贡献、社会贡献、环境贡献）对于超额收益率有所贡献。

通过这些研究，有可能建立起一套不同于以往主要以财务指标来衡量上市公司价值的新评估体系，从而为投资者提供新的对于公司价值的观察视角。

1.2 研究的背景

本文的研究背景是经济学诞生后就出现的一个古老问题，即企业和社会的关系问题。企业要不要承担社会责任？企业对社会应该做出什么样的贡献？

虽然这一问题没有统一的标准答案，但没有谁否认，公司应该促进社会效益，不仅为股东而且为广义的利益相关者创造价值。经济学奠基人亚当·斯密在提出“无形的手”时说，“由于追逐他个人的利益，他经常促进了社会利益，其效果比他真正想促进社会效益时所得到的效果为大”。显然，即使在这位自由主义经济学家那里，也把促进社会效益作为评价公司贡献的正向指标。而在《道德情操论》中，他更指出，“以他者为念甚于为己而谋、抑己之私而行仁于外，人类天性之完善以此构成”。“他者”，指的就是社会。

诺贝尔经济学奖得主米尔顿·弗里德曼在 1970 年 9 月 13 日发表在纽约《时代周刊》的经典文章《企业的社会责任就是赚取利润》中则指出，在自由社会中，“仅存在一种、而且是唯一的一种商

业社会责任——只要它遵守职业规则，那么它的社会责任就是利用其资源，并且从事那些旨在增加其利润的活动，这也就是说，在没有诡计与欺诈的情况下，从事公开且自由的竞争”²。

这是一个永恒的争论。但公司与社会之间关系的建立，并不是由公司自由裁量的。

首先，各国都有法律约束或非强制性倡导。2005年10月颁布的新的《中华人民共和国公司法》规定：“公司从事经营活动必须遵守法律、行政法规，遵守社会公德、商业道德，诚实守信，接受政府和社会公众的监督，承担社会责任。”社会责任作为一个专门的法律术语在中国的立法中得到了确立，中国也由此成为世界上第一个从法律上对公司承担社会责任作出明确规定的国家。中国国务院国有资产监督管理委员会在2008年发布的第一号文件，就是敦促国有企业将企业社会责任容纳到其经营管理中，并要求相应建立一个透明的汇报机制。

从全球看，2000年由当时的联合国秘书长科菲·安南提出，联合国发布了《全球契约》（Global Compact），呼吁所有公司遵守人权、劳工标准、环境保护和反腐败等十项原则，吸引了上万的全球公司参加，是全球最大的自发性企业责任举措。这说明，对于什么是公司的行为底线，国际社会正在提出更高标准。凡触犯底线的公司，将为社会所不耻。

其次，从实证角度，多年来一直有研究表明，那些和社会之间存在友好性的公司，不仅能获得口碑与声誉，也能为股东创造好的回报。在知名公司中存在大量此类案例，表明那些具有良好的使命、愿景、价值观，恪守商业道德，富有创新精神，不仅对股东而且对包括员工、合作伙伴和社区在内的利益相关者负责的企业，能够为社会创造更大贡献，同时也能为投资者创造长期的卓越回报。

² 米尔顿·弗里德曼：弗里德曼文萃[M]，高榕等译。北京经济学院出版社，1991

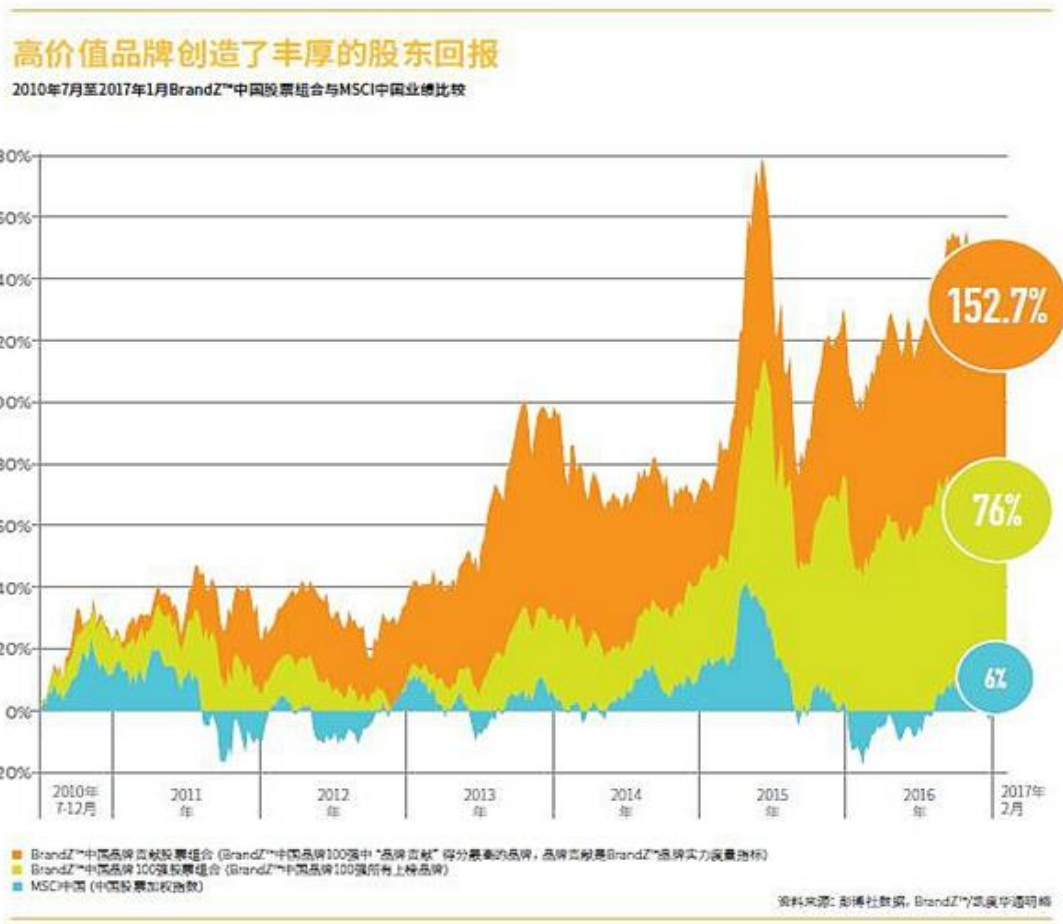
如图 5 所示，根据全球最大的广告传播集团 WPP 和凯度华通明略发布的 2017 年报告，BrandZ™全球最有价值的100个品牌的股价指数在2006年4月到2007年4月之间上涨了124.9%，高于同期的标普500指数和MSCI全球指数的涨幅，后者分别上涨了82.1%和34.9%。

如图 6 所示，BrandZ™中国最有价值的100个品牌自2010年7月至2017年2月股价上涨了76%，远优于MSCI（明晟）中国指数，MSCI中国指数同比只上涨了6%。

图 5 BrandZ 全球 100 品牌股价表现与标普 500 和 MSCI 全球指数对比



图 6 BrandZ 中国 100 品牌股价表现与 MSCI 中国指数对比



第三,全球对公司社会价值、社会责任、社会影响力、可持续发展的关注,于今为甚。2008 年国际金融危机后,全球各国对贫富分化、投机性资本套利、环境污染、食品安全事故等方面的声讨不绝于耳,进一步带动了对企业社会责任、社会价值的呼吁。“占领华尔街”和民粹主义的抬头,也从反面说明,公司应该追求更和谐的发展、更可持续的发展,义利并举,经济价值和社会价值相统一,才能赢得社会的肯定。

上市公司作为公众公司,无论是从“不做什么”的社会底线要求还是从“应该做什么”的社会价值要求来看,都比初创企业和一般企业更高。截至 2019 年 4 月末,中国境内上市公司共有 3627 家,

总市值约 60 万亿元人民币，市值规模居世界前列。上市公司涵盖了国民经济全部 90 个行业大类，占国内 500 强企业的七成以上。中国证监会主席易会满说，资本市场是实体经济的“晴雨表”，这个“晴雨表”功能主要通过上市公司来体现。

然而，多年来，中国上市公司在社会价值的创造方面还存在诸多问题。2017 年 A 股上市公司社会责任报告披露率达 23.7%，不足四分之一，反映出责任意识的不足。在中国上市公司协会 2019 年年会上，证监会主席易会满指出，有的上市公司心态浮躁，急功近利，盲目加杠杆扩张；少数大股东和上市公司董监高守法意识、规则意识和契约精神极为淡漠，说假话、做假账，操纵业绩、操纵并购；有的公司治理不规范，通过非法关联交易输送利益；少数上市公司偏离主业，脱实向虚，热衷于编故事、炒概念、搞不切实际的跨界并购，频繁变更融资用途；有的具备条件的上市公司常年不分红；有的大股东利用自身的控制力，把手伸向上市公司，通过违规担保、资金占用等手段掏空上市公司；有的上市公司社会责任缺失，非法排污、制销伪劣产品，影响恶劣。这些行为侵害上市公司和投资者利益，对公共利益也造成了危害，最终都被投资者“用脚投票”。

如何解决上述问题，促进上市公司做守底线、负责任、有担当、受尊敬的企业公民？由于资本市场是一个生态体系，提高上市公司质量也需要各方共同努力。自 2016 年 10 月开始，社投盟以跨界协同、智慧众筹的方式启动了 A 股上市公司社会价值评估的项目，耗时耗力，完成了模型搭建、信息库建设、公司价值评分、数据分析、市场回测、指数验证等工作，先后推出了量化评估工具、义利 99 年度榜单、社会价值评级以及义利 99 指数等等。这一研究的目的，就是试图调动投资者一方的力量，在资本市场上用脚投票，形成压力，促进上市公司更好更完整地向社会披露信息，以获得投资者的价值认可。

目前,《发现中国“义利 99”: A 股上市公司社会价值评估报告》已向社会发布了 2017、2018、2019 三个年度报告。从报告看,上榜公司有很强的一致性,2018 年和 2017 年相比,有 69 家再度上榜;从 2017 年至 2019 年,共有 51 家企业连续三年跻身排行榜。其中中国建筑、农业银行和中国神华始终保持在十强行列。尤其是 2019 年位列第二的中国建筑,在 2014 至 2018 年期间连续五年稳居榜首。此外,义利 99 上榜企业具有超强的风控稳定性,在过去三年中,从未出现任何暴雷或重大负面事件。

如第一节所示,义利 99 指数和可持续发展 100 在长达五年的时间内都体现出显著且稳定的超额收益,以及较低的最大回撤。为分析超额收益的来源,博时基金对 3A 模型的一级、二级、三级和部分四级指标进行了因子测试。其方法是将沪深 300 公司,根据各指标评分从高到低分为五组,通过比较各组收益体现指标的区分度和有效性。对 3 项一级指标的分析结果显示,目标|驱动力、方式|创新力、效益|转化力均能带来超额收益,打破了资本市场“仅有效益才能产生收益”的传统认知;对 9 项二级指标的测评结果显示,价值驱动、战略驱动、模式创新、管理创新、经济贡献、社会贡献和环境贡献均有年化收益率高、最大回撤低的特点,单调性和区分度指征鲜明;对 27 项三级指标的分析结果显示,绿色发展、披露机制、员工权益、盈利能力和成长能力等指标表现出色且稳定,使中国资本市场首次发现了非财务类的收益驱动因子。

追求社会价值和可持续发展的上市公司,有更好的市场表现。我们在沪深 300 池子里得出的这一结论,尽管只代表过去五年,但确实有助于更好地理解公司和社会的关系。

1.3 研究的意义

社会价值并不是一个新概念,可持续发展也是全球共识。富有中国特色的“义利并举”则是2000多年前就有的文化理念。但是,我们通过研发评价模型,对社会价值进行细分量化,将其应用于对上市公司的评估,并开发指数等产品以供投资者选择,则是在追求高质量发展的新时代的一个新探索。

尽管市场上已经有类似的 ESG、社会责任指数,但义利 99 不是简单地搜集一些特定指标进行打分,而是追根溯源,回到公司的源头,从引导市场主体创造可持续发展价值的角度出发,将国际共识和义利并举的中国文化传统,以及新时代发展理念打通,构建了由“目标|驱动力”,“方式|创新力”、“效益|转化力”所组成的 3A 模型,进而对上市公司的目标、方式和效益进行穿透式评估,以揭示上市公司究竟为何而存续、怎样可持续发展以及在可持续发展三大支柱领域创造了哪些价值。

这一研究的意义在于,将义与利作为公司社会价值的一体两面,不可分割,追求的是义利双升。我们尊重不同组织有不同的使命和定位,认可不同类型组织对于经济、社会和环境贡献的偏好不同。3A 模型评估的核心是量化呈现企业所创造的经济、社会、环境综合价值,评估的目的是激励上市公司通过提升主营业务能力去破解社会与环境问题,借助对社会和环境问题的破解,产生更大的经济回报。这样的研究和评估有利于推动资源配置的优化,促进上市公司向义利兼优的方向进步。

而传统的对公司社会价值的研究,往往存在着“有情怀,不专业”的误区,所以虽然能打动社会,却很难影响业界和市场。

A 股上市公司社会价值评估和义利 99 指数等工作,将“义利并举”作为企业社会价值在中国语境下的概括,在沪深 300 成分股中进行筛选,通过对选出的 99 家公司的画像分析,总结出了义利

并举公司的主要特征；通过数据回测，实证性地得出义利并举的公司市场表现相对更好、更平稳的结论。这些工作对于传统认为较难量化的公司社会价值（如正外部性）是一次突破。

传统的公司社会责任理论往往机械地将社会福祉、环境保护等“义维价值”视为公司的成本，而本研究表明，企业的社会价值有可能转化为市场价值。这一义利互转的实证结果，有利于投资界、企业家、市场、学术界、监管部门共同关注社会价值，追求价值理性，也有利于上市公司更加重视和社会价值相关的信息的披露，并真正体认到，对社会负责、努力为社会创造价值的公司，才会是资本市场的常青树。

本研究还有助于推动监管机构进一步优化和上市公司社会价值相关的政策环境，比如如提高违法成本。

本研究也是在资本市场研究中，根植中国、面向世界的一次尝试。在人类更加重视和谐发展、更可持续发展的今天，义利并举、天人合一等东方文化理念正在焕发生机。社会价值主张强调经济、社会和环境的整体性、解决方案的创新性以及目标（AIM）、方式（APPROACH）、效益（ACTION）的协同性，实现人与人、人与社会、人与自然的和谐。

2019年，在商业和社会的关系方面，全球最为醒目的一件事是181位美国著名公司CEO组成的“商业圆桌”，发布了一份新的公司使命宣言。他们宣布：股东利益不再是一个公司最重要的目标，公司的首要任务是创造一个更美好的社会。该宣言的五条承诺是：为客户创造价值；投资于员工；公平且合乎道德地与供应商打交道；支持所在的社区；保护环境。

受《财富》杂志委托，调查机构NP Strategy在2019年7月对1026名美国成年人做了一项调查。72%的受访者认为，上市公司在专注于为股东和客户创造价值的同时，应该“以使命为导向”；

64%的认为，公司的“首要目标”不仅仅是“为股东赚钱”，还应该包括“让世界变得更美好”。NP Strategy 的调查显示，在 25 岁至 44 岁的受访者中，压倒性地赞同“CEO 们应该在公共问题上采取立场”，80%的人表示他们希望为“有担当的公司”工作。³

显然，我们的研究和国际商业趋势也是吻合的。

总之，“义利 99”既是一次将经济、社会和环境纳入价值计量的科学探索，也是一次将更高质量、更有效率、更加公平和更可持续发展的新发展理念照进现实的创新努力，还是在资本市场上建立源自中国的公司可持续发展评价标准的一个新起点。

当然，上市公司社会价值评估是一项“知不易、行更难”的工作，价值链长、可变因素多、涉及面广，需要持续改进的方面很多。我们要继续秉承初心，在迭代研发中不断完善。

本论文的框架是：第二章为文献回顾，并给出本文的创新点；第三章是研究思路和方法，详细解释理论模型的构建；第四章是研究过程，介绍研究的步骤和每一步的进展；第五章是研究结果，包括对义利 99 和可持续发展 100 指数的数据描述以及相关回归分析，指出它们相对于沪深 300 指数的超额收益率的来源和结构；第六章是对研究的不足和下一步研究的说明；第七章是参考文献；最后三个附录。

³ Alan Murray: America's CEOs Seek a New Purpose for the Corporation. Fortune Magazine, September, 2019

二、文献综述

公司的社会价值是公司所实现的经济、社会、环境等各方面效益的总和。但多年来，这一概念经常和企业社会责任、社会影响力、可持续发展、ESG（环境、社会和治理）等概念混用。故此，我们通过文献综述对这些概念进行挖掘和厘清，同时对这些概念已有的评估方式以及和资本市场表现之间的关系进行梳理。

2.1 关于公司社会责任的文献综述

企业/公司社会责任（CSR, corporate social responsibility）的基本内涵，就是公司在促进股东利益、追求利润最大化的同时，负有采取措施保护和增进社会整体利益的责任。对于公司社会责任的起源，有学者认为始于18世纪末期，英国消费者抵制使用奴隶来生产蔗糖的东印度公司⁴。有学者认为始于美国对“镀金时代”（南北战争结束到19世纪末）的反思与纠偏，当时美国催生了一批极为富有的大亨，但也是贫富分化、贪污腐败、环境污染、道德失范最严重的几十年。著名记者林肯·斯蒂芬斯（Lincoln Steffens）指出，“凡能使我生意兴隆的，就都是好的”已经变成了美国的普遍价值观，他写道，“如今典型的美国公民是商人。典型的商人是坏公民，.....我发现他在圣路易斯收买受贿者，在明尼阿波利斯为贿赂者辩护，在匹兹堡策划腐蚀，在费城与党魁们分赃，在芝加哥使劲反对改革，在纽约用贿金挫败好政府”⁵。在社会压力下，特别是西奥多·罗斯福1901年就任总统后的八年中，美国开始了一场全面改革的进步主义运动，罗斯福用“公众、公众、公众”的理念回应了当

⁴付俊凤：企业社会责任浅析，《中国行政管理》，2007年第4期

⁵林肯·斯蒂芬斯：城市的耻辱。邢锡范译，中国人民大学出版社，2015

时社会舆论的口号——社会正义和社会进步。针对商界的具体措施包括：寻求工商业的道德重建，恢复自由竞争，反对托拉斯，对企业设立公益慈善基金会给予免费支持，等等。

一般认为，从学术角度首次提出“公司社会责任”概念的是英国学者奥利佛·谢尔登(Oliver Sheldon)。他在 1923 的《管理的哲学》一书中提出，企业经营与对社会的应有服务应有利于增进社会利益，“天堂不是建筑在公司的损益表上面，而是建在每个人尽责之上”。

1953 年美国学者霍华德·鲍恩(Howard R. Bowen)出版了《商人的社会责任》(Social Responsibility of the Businessman)，提出“商人具有按照社会目标和价值观去确定政策、作出决策和采取行动的义务”，这被视为企业社会责任观念构建的开始。鲍恩认为，企业被各种利益群体，包括股东、社团、顾客、劳工和员工、政府、供应者、资金提供者和其他利益集团所环绕。企业除了要为其股东赚取合理利润外，也应为各有关利益群体履行其应负的社会责任。利润最大化只是企业的第二位目标，而不是第一位目标。企业不只是对股东负责的独立经济实体，不再仅仅是经济机构，而必须建立和维持更大的社会责任。但他同时强调，企业社会责任应该自愿，承担企业社会责任的主体是大企业。

下一位重要的学者是佐治亚大学教授阿奇·B·卡罗尔(Archie B. Carroll)，他在《企业与社会——伦理与利益相关者管理》中指出，企业社会责任的基本问题可从两方面构设：企业有社会责任吗？假如有，有多少和什么类别的社会责任？在他看来，企业社会责任是社会在一定时期对企业提出的经济、法律、伦理和慈善期望(四成分说, 1979)。1991 年，他又将四成分说扩展为“公司社会责任金字塔”(见图 7)。在卡罗尔之后，利益相关者理论成为公司社会责任的理论基础，强调公司要对股东、顾客、员工、环境、政府等所有利益相关者承担责任。

图7 卡罗尔“公司社会责任金字塔”



1997年，英国学者约翰·埃尔金顿（John Elkington）在《拿叉子的野人：二十一世纪企业的三重底线》（Cannibals With Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business）一书中提出三重底线原则，即企业不是只想着如何实现盈利最大化，而是要坚持三重底线，即经济责任、社会责任、环境责任。经济责任是传统的企业责任，体现为提高利润、纳税和对股东分红。企业在保证持续经营的同时也应关注环境保护和社会公正。

2003年，世界银行给企业社会责任下了一个定义：企业社会责任是企业与关键利益相关者的关系、价值观、遵纪守法，以及尊重人、社区和环境有关的政策和实践的集合，是企业为改善利益相关者的生活质量而贡献于可持续发展的一种承诺。

还有一些知名管理学家对企业承担社会责任做过重要的评述。

德鲁克在 1973 出版的《管理：任务、责任、实践》一书中指出，企业的目的必须在企业本身之外，必须在社会之中，工商企业是社会的一种器官。

哈佛商学院教授迈克尔·波特 2003 年 2 月的《哈佛商业评论》发表了《企业慈善事业的竞争优势》，指出：“企业从事公共事业的目标，从表面上看是为了博得更多的认同和社会影响，而实质上，则应该专注于公司竞争力的增强。”

知名教材《管理学》的作者斯蒂芬·P.罗宾斯的态度比较平衡。他区分了社会责任（**Social Responsibility**）和社会义务（**Social Obligation**），认为一个企业只要履行了经济和法律责任，就算履行了社会义务，而社会责任则在社会义务的基础上加了一个道德责任，促使人们从事使社会变得更美好的事情，而不做那些损于社会上的事情。

不是所有学者都支持企业承担社会责任。也有的明确提出反对。其中最具代表性的，一位是哈佛大学的莱维特（**Theodore Levitt 1958**），他认为，社会问题让企业来解决，就必须赋予企业更大的权力，企业将逐渐演变为具有支配地位的经济、政治和社会权力中心，这是十分危险的。追求利润是企业的责任，解决社会问题是政府的责任。

另一位代表性的学者就是米尔顿·弗里德曼（**Milton Friedeman**），他 1970 年在纽约《时代周刊》发表的经典论文，反对企业承担股东责任之外的其他社会责任，认为企业利润越多，企业运用社会资源的效率就越高，对社会的贡献也就越大；如果企业承担很多社会的责任，会损害股东利益，同时由于企业的多目标，导致效率下降。

但在全球，企业社会责任越来越具有压倒性的正义性。2000年通过的联合国《全球契约》，要求全球公司坚持以下十项原则：企业应该支持并尊重国际公认的人权；绝不漠视践踏人权的行为；企业应该支持结社自由和有效承认集体谈判权；彻底消除各种形式的强迫和强制劳动；有效消除童工；消除就业和职业歧视；企业应对环境挑战未雨绸缪；主动增强环保责任；鼓励环保技术的研发与推广；企业应反对各种形式的腐败，包括敲诈勒索和行贿受贿。

2010年11月1日，国际标准化组织在日内瓦发布《社会责任标准指南》第一版（ISO26000），总结了履责的七项原则和七大主题，七项原则包括担当责任、透明公开、重视伦理、尊重相关方利益、尊重法治、尊重国际规范和尊重人权；七大主题包括治理结构、人权保障、劳工实践、环境保护、公平运营、消费者保护、社区发展。

在中国，企业社会责任是一项被明确要求的义务。《公司法》第五条规定，公司“接受政府和社会公众的监督，承担社会责任”。

2008年，中国国家领导人胡锦涛在APEC会议上提出，企业应该树立全球责任观念，自觉将社会责任纳入经营战略，完善经营模式，追求经济效益和社会效益的统一。自此，国务院国资委开始部署央企发布企业社会责任报告的工作，到2013年，央企的企业社会责任报告实现了全覆盖。

2016年，中国国家领导人习近平在在网络安全和信息化工作座谈会上的讲话指出，一个企业既有经济责任、法律责任，也有社会责任、道德责任。企业做得越大，社会责任、道德责任就越大，公众对企业这方面的要求也就越高。只有富有爱心的财富才是真正有意义的财富，只有积极承担社会责任的企业才是最有竞争力和生命力的企业。办网站的不能一味追求点击率，开网店的要防范假冒伪劣，做社交平台的不能成为谣言扩散器，做搜索的不能仅以给钱的多少作为排位的标准。希望

广大互联网企业坚持经济效益和社会效益统一，在自身发展的同时，饮水思源，回报社会，造福人民。

习近平这段讲话的核心，就是义利统一。

本人长期致力于对企业社会责任的研究，也撰写过许多文章。我的基本观点是，自工业革命以来，企业在创造了前所未有的财富和价值的同时，也带来了前所未有的社会问题。与此同时，企业有强大的资源和动员能力，有条件为弥补对社会成本的占用，解决社会问题，提供具有建设性和创新性的新方案。而全球社会和经济发展的现实（如贫富分化、机会窄化、环境恶化），也对企业履行社会责任提出了更高需求，企业社会责任应朝着主动战略型而不是被动响应型的方向努力；用“义利同源、双轮驱动”的企业观，超越“先利后义”的传统企业观，用创新方式真正解决重大的社会问题，由此实现社会价值和经济价值的内在统一。企业承担社会责任，不仅仅是像 20 世纪初的卡内基和洛克菲勒那样，通过基金会制度回馈社会，更重要的是要在自身经营过程中，植入可持续发展的基因，将社会价值全方位融入企业的所有行为之中，从而在创造经济价值的同时，也能创造出更为广阔和宏大的社会之善（social good）。这是对传统企业社会责任的一种升华。

2.2 关于社会责任投资和社会影响力投资的文献综述

传统的财务投资只注重财务回报，忽视企业的社会效应和环境效应，逐利忘义，在全球范围内正呈现收缩之势。最近几十年，投资领域开始逐步增加义的维度的考虑。如果以完全财务投资作为一段，以非财务指标的慈善作为另一端，则中间的这部分区间，也就是既考虑财务汇报又考虑社会价值的投资，总体上可以称为可持续发展金融，这是目前全球发展最快、日益成为主流的投资形式。

图 8 可持续发展金融



如图 8 所示，可持续发展金融大致包括了责任投资、可持续投资、影响力投资三大部分，而始终贯穿其中的一个重要因素就是 ESG，即企业在环境、社会和公司治理上的表现。公司治理在某种意义上也可以理解为义的因素。

本节先对可持续金融中的社会责任投资（Socially Responsible Investing，简称 SRI）和社会影响力投资（Social impact investing，又称影响力投资）进行文献梳理。

社会责任理念的创始人之一埃米·多米尼在《社会责任投资》一书中认为，社会责任投资源于过去 200 多年以宗教为基础的投资决策。卫理公会教派创始人之一的约翰·韦斯利（1703-1791）劝告他的信徒，不要在物质上伤害邻居（比如通过赌博、有损于他人的借贷和不公平的商业往来），不要在身体上伤害邻居（比如通过酒精经营），不要在精神上伤害邻居（比如不从事容易使邻居直接或间接趋于放纵的商业经营）。他还敦促信徒们避免从事污染河流的行业，如皮革加工。

这些古老的责任理念在现代一次次复苏。雷切尔·卡森《寂静的春天》(1962)列举的杀虫剂“屠杀”大自然的实证资料,和韦斯利关于不要污染河流的告诫何其相似!20世纪60、70年代接连发生的工业灾害、核电站泄漏、油轮泄油以及环境污染,促使越来越多投资者,特别是为长青资金做投资的机构投资者,把社会责任纳入投资决策中。

埃米·多米尼也是多米尼400社会指数的创立者。多米尼400社会责任指数自1990年5月创立到2000年4月,平均收益率为20.83%,超越标准普尔500指数(平均收益率为18.7%)。她的社会责任投资方式有三个:一是在社会、道德考量的基础上选择股票,只购买那些不在“臭名昭著”行业中的公司,最好是那些表现优异的企业公民;二是和公司管理层积极对话,对于涉及“血汗工厂”等情况和管理层一起寻求问题的解决方法;三是支持主流框架之外的小型社区信贷,因为它们往往在帮助那些贫困的群体。

显然,从社会责任投资的缘起来看,它是基于社会道德标准,通过负面筛选的方式避开某些股票;利用自己的股东身份说服公司管理层做出积极改变——从环境保护到人权维护;投资于所在社会,改善当地环境。这三种方法也成为社会责任投资的三类投资策略:筛选(Screening,最初是负面筛选,避免投资于对社会造成伤害的公司,后来也加入了正面筛选)、股东主张(Shareholder Advocacy)和社区投资(Community Investing)。

从事社会责任投资的基金又称为伦理基金、道德基金(Ethical Funds),有私募性质的,也有公募基金。埃米·多米尼在接受中国记者采访时指出,社会责任投资者在选择公司时会考虑这家公司履行社会责任的方方面面,如使用可再生能源、替代能源,对污染的控制,对人权的尊重,反行贿、反洗钱,与供货商的合作,供应链中的多样性是否能够得到保护,还有给员工的培训和工会组织的

合作,等等。每个行业都有具体的有针对性的考虑目标,如有的行业对于员工的身体会造成职业病,社会责任投资者会监督公司让他们注重员工的安全,对于食品行业,则希望含碳量要低,比如包装材料要尽量少。

随着时间的发展,社会责任投资在全球获得了巨大的成长,其内涵也更加广泛。欧洲成为社会责任投资规模最大的市场,亚太地区成为发展最快的市场,许多政府基金选择了社会责任投资。

2006年,深交所发布了《上市公司社会责任指引》,将社会责任引入上市公司,鼓励上市公司积极履行社会责任,自愿披露社会责任的相关制度建设。该《指引》共七章 38 条,要求上市公司应当在追求经济效益、保护股东利益的同时,注意履行相关责任,促进公司本身与全社会的协调、和谐发展。

《指引》明确,上市公司作为社会成员之一,应对职工、股东、债权人、供应商及消费者等利益相关方,承担起应尽的责任。为此,上市公司在经营活动中应当遵纪守法,遵守商业道德,维护消费者的合法权益,保障劳动者的健康和安全,并积极承担保护环境和节约资源的责任,参与社会捐献、赞助等各种社会公益事业。

在股东权益保护方面,《指引》强调,上市公司应当制定长期和相对稳定的利润分配政策和办法,制定切实合理的分红方案,积极回报股东。

在环境保护与可持续发展方面,《指引》要求,上市公司应当根据其对环境的影响程度制定整体环境保护政策,指派具体人员负责公司环境保护体系的建立、实施、保持和改进,并为环保工作提供必要的人力、物力以及技术和财力支持。

2007年，20多家上市公司根据《指引》自愿性地发布了社会责任报告。深圳证券信息公司于当年12月与泰达股份联合推出了国内资本市场第一只社会责任型投资指数——泰达环保指数。

兴全基金公司2008年翻译了埃米·多米尼的专著《社会责任投资》，并在2008年4月30日成立了国内首只社会责任基金——兴全社会责任混合型证券投资基金，采用两维ESGF筛选评分体系进行股票筛选（ESGF，即ESG加上经济因素“Finance, F”的投资策略）：除了传统关于企业财务状况的经济因素外，还要考虑涉及绿色产业的环境因素、涉及股东外其他利益相关者权益维护的社会因素和涉及公司内部治理和外部治理表现的治理因素。其投资策略是以消极剔除为主。消极剔除的选股方式，是设立“限制风格库”与“禁止投资库”。对“禁止投资库”中的上市公司禁止投资；对于“限制风格库”中的公司按一定比例限制投资，在处罚期超过一定时间后，可做相应调整。以限制投资库为例，筛选标准如下：

限制投资	筛选标准
诉讼	上一年度诉讼案标的合计金额占当年主营业务收入比例超过50%，且诉讼案标的合计绝对金额大于2亿
证监会处理	最近半年被证监会及派出机构处罚的公司、被证监会立案稽查、调查的公司

2009年8月5日，上海证券交易所与中证指数有限公司发布上证社会责任指数（000048），该指数从已披露社会责任报告的上证公司治理板块样本股中挑选100只每股社会贡献值最高的公司股票组成样本股，基日为2009年6月30日。每股社会贡献值定义为：股东每股收益+年内创造的税收+年内支付员工的工资+向债权人给付的利息+对外捐赠等-环境污染等造成的其他社会成本，即公司为其股东、员工、客户、债权人、社区以及整个社会创造的价值。

该指数具体编制方式是，以上证公司治理板块披露社会责任报告的公司为样本，剔除样本空间中近一年日均成交额排名在沪市后 20%及 ST 股的股票之后，对剩下股票计算每股社会贡献值，选取排名最高的前 100 名股票作为样本股，流通市值加权。

由于上市公司社会责任的信息披露数量较少，质量不高，导致该指数截至 2020 年 2 月 11 日的五年年化收益率为 2.77%。这也说明，只用是否披露社会责任报告作为衡量公司社会价值的前置标准，过于单调刻板，而义利 99 采用的是针对沪深 300 公司，通过综合的信息收集和挖掘进行社会价值评价，这更为现实，也更具包容性。

接下来我们对社会影响力投资进行文献回顾。

根据全球影响力投资网络（GIIN）的定义，影响力投资是公司、组织和基金会在获得经济回报的同时，产生可衡量的社会与环境影响为目的的投资。换言之，影响力投资是能够兼顾社会效益和经济效益的投资方式，在取得投资回报的同时，也对社会产生正面影响。

2007 年，洛克菲勒基金会首次提出社会影响力的概念。2010 年，摩根大通和洛克菲勒基金会在《影响力投资：一种新兴的投资类别》中，将其界定为一种区别于传统投资方式的新兴投资类别。

本文作者在旧金山的洛克菲勒慈善咨询机构交流时得知，影响力投资是商业和慈善之间的一种平衡，提供一系列广泛的选择。如一些策略在寻求造福社会时强调经济回报，另一些则以社会和环境影响为优先，可以接受从低于市场回报率到仅仅收回投资本金之间的不同程度的经济回报。一项对美国富裕家庭的调查发现，尽管只有 12%的家庭实际进行了影响力投资，但 50%的被调查家庭有兴趣了解更多有关影响力投资的情况。

更早的社会影响力投资实践，应该源于哈佛商学院 1993 年成立的社会企业行动部（**Social Enterprise Initiative**），他们研究如何用商业的基本逻辑、手段以及管理方式做有社会效益的事。哈佛商学院校友也有许多致力于发展社会企业和社会影响力投资，比如首次提出“社会债券”的 **Ronald Cohen** 公爵。

如果说社会责任投资的常见形式是负面筛选，是“不作恶”，如规避烟草、军火、赌博等，影响力投资则是积极行善，其本质是运用资金，并获得预期的财务回报，但不是财务回报至上或越高越好，是恰当就好；影响力投资的成功与否，取决于是否达成解决社会问题或需求的既定目标。

2013 年 6 月 6 日，时任英国首相的卡梅伦在伦敦举行的 **G8** 社会影响力投资会议上，发表以“影响力投资的威力”为题的主题演讲，指出影响力投资能“解决即便连政府都感到束手无策的社会棘手问题”。就此而言，影响力投资和 **ESG** 也很不同，**ESG** 并不以行善本身为目的，但影响力投资天然带有行善（**social good**）的色彩。

上海高级金融学院邱慈观教授指出，影响力投资的作用主要发挥于环境和社会两大领域。投资人为了保证“求善的意向”的落实，愿意降低一定的投资回报率。例如荷兰 **Triodos Bank** 发行的一只微型金融共同基金，将投资人的债权及股权资金，引入发展中国家的微型金融机构，以强化低收入户的金融渠道；又如美国非营利社会投资基金 **Root Capital**，将资金引进非洲及拉美地区的贫穷农村，目标客群是被现有金融系统漏掉的“中间层”，如小农合作社。⁶

⁶邱慈观：影响力投资。《陆家嘴》杂志 2015 年 11 月号

哈佛中心(上海)负责人、投资家黄晶生指出，社会影响力投资需要考虑地理、人群和行业三个维度。在地理上，社会影响力投资关注发展程度较低的地方；在人群上，关心的是弱势群体；在行业上，聚焦的是医疗卫生、健康、教育等有正面社会效益的行业。

全球影响力投资网络（GIIN）发布的 2018 年度报告指出，影响力投资有财务及社会两方面回报。它透过资本市场的力量，驱动民生需求行业的发展，特别是弱势人口所需者，如平价住房、小微金融等。按照 GIIN 的统计，近八成影响力投资的实践组织认为其财务回报符合预期，而实际回报率的多寡则视投资人类别（影响力优先或财务回报优先）、投资市场（发达经济体或新兴经济体）及投资工具（股权、债权、担保等）而定。

2.3 关于公司可持续发展的文献综述

1987 年，布伦特兰夫人领导的世界环境与发展委员会（WCED）向联合国递交了调查报告《我们共同的未来》，首次使用了可持续发展概念，指“既能满足当代人的需求，又不对后代人满足其需求的能力构成威胁的发展”。

在推进可持续发展过程中，联合国发挥了重要作用。1992 年 6 月，178 个国家代表在巴西里约热内卢参加联合国环境与发展会议，通过了《里约热内卢宣言》、《21 世纪议程》等多项文件。中国在同一年编制的《中国二十一世纪人口、环境与发展白皮书》中，将可持续发展战略纳入经济与社会发展的长期规划中。1997 中共十五大上，可持续发展战略的内涵范围扩大到了社会、生态和经济三个层面。

1997 年 12 月，《联合国气候变化框架公约的京都议定书》条约在日本京都通过（即“京都协定”），2005 年 2 月 16 日强制生效，到 2009 年 2 月 183 个国家通过了该协定，它们的碳排放量占全球的

60%以上。2000年9月，191个国家代表参加了联合国千年首脑会议，通过了《2000-2015 联合国千年发展目标》(MDGs)。

2015年9月25日，全球可持续发展峰会在联合国纽约总部召开，193个成员国正式通过《2030年可持续发展议程》，将无贫困、零饥饿、良好健康与福祉、优质教育、性别平等、清洁饮水和卫生设施、经济适用的清洁能源、体面工作和经济增长、产业创新和基础设施、减少不平等、可持续城市和社区、负责任消费和生产、气候行动、水下生物、陆地生物、和平正义与强大机构、促进目标实现的伙伴关系17项目标(Sustainable Development Goals, 简称SDGs)、169项子目标和300多项指标，作为千年发展目标的延续。这些可持续发展目标旨在以综合方式彻底解决社会、经济和环境三个维度的发展问题。

图9 联合国可持续发展17个目标 (SDGs)



在 17 项旨在以综合方式破解社会、经济和环境三个维度问题的可持续发展目标中，聚焦经济领域有四项：体面工作和经济增长（目标 8）、产业创新和基础设施（目标 9）、可持续城市和社区（目标 11）以及负责任消费和生产（目标 12）；

聚焦社会领域有八项：无贫困（目标 1）、零饥饿（目标 2）、良好健康与福祉（目标 3）、优质教育（目标 4）、性别平等（目标 5）、经济适用的清洁能源（目标 7）、减少不平等（目标 10）以及和平正义与强大机构（目标 16）；

聚焦环境领域有四项：清洁饮水和卫生设施（目标 6）、气候行动（目标 13）、水下生物（目标 14）、陆地生物（目标 15）。

为使世界各国协同推动可持续发展，增加了促进目标实现的伙伴关系作为目标 17。

在《2015-2030 年可持续发展目标》实施四年后，2019 年 9 月第 74 届联合国大会期间，秘书长安东尼奥·古特雷发布了《达成可持续发展目标的融资路线图》，成为以可持续发展金融推动可持续发展的全球行动指南。

联合国开发计划署成立了“可持续发展影响力指导委员会”（又称“十人委员会”），由联合国副秘书长、开发计划署署长阿希姆·施泰纳担任主席，聘请全球十位来自金融和企业界的领军人物和思想领袖担任委员。社投盟常务主席马蔚华应邀加入了十人委员会，并在 2019 年就职会议上明确表示，社投盟愿意开放数据库、建模手册和研发案例，以全力支持在联合国框架下建立可持续发展价值评估标准。

2015 年 10 月，中国提出了创新、协调、绿色、开放、共享五大发展理念，与可持续发展理念深度契合。2016 年 9 月，中国发布《中国落实 2030 年可持续发展议程国别方案》，回顾了中国落

实千年发展目标的成就和经验，分析了推进落实可持续发展议程面临的机遇和挑战，明确了中国推进落实工作的指导思想、总体原则和实施路径，并详细阐述了中国未来一段时间落实 17 项可持续发展目标和 169 个具体目标的具体方案。

2016 年 12 月，中国国务院出台《中国落实 2030 年可持续发展议程创新示范区建设方案》，明确了“中国落实 2030 年可持续发展议程创新示范区”的推进思路和目标。2017 年 8 月，中国发布了首份《中国落实 2030 年可持续发展议程进展报告（2017）》，系统梳理了中国落实 2030 年议程的进展。

在可持续发展成为全球和全国的发展目标后，企业家也纷纷行动起来。2018 年 3 月 5 日，中国企业家论坛第十八届年会在亚布力召开。由华泰保险王梓木（社投盟主席团成员）发起，联想柳传志、阿里马云等 50 多名中国企业家联合发布了《社会企业家倡议书》，清晰阐述了“企业家的社会职责不仅是创造社会财富，还要推动社会进步……追求社会价值最大化”。这与 17 个月后美国 181 位大企业 CEO 联合签署并发布的《公司宗旨宣言书》异曲同工，都认为公司的首要任务是“创建一个更美好的社会”。

推进可持续发展目标，既是机遇也是挑战。联合国贸易和发展会议公布的《2014 年全球投资报告：投资可持续发展目标的行动计划》显示，在绿色农业、健康养老、公平教育、清洁能源等方面，SDGs 关乎 3.8 亿个新就业岗位和价值 12 万亿美元的市场机遇；另一方面，为达成 SDGs，全球每年需要 5 到 7 万亿美元的资金投入，其中发展中国家需要每年 3.3 到 4.5 万亿美元，主要用于基础设施、粮食安全、应对气候变化、健康和教育领域。从资金来源看，发展中国家的公共财政仅能覆盖 1.4 万亿美元，尚有 2.5 万亿美元的年度资金缺口亟待市场投资。

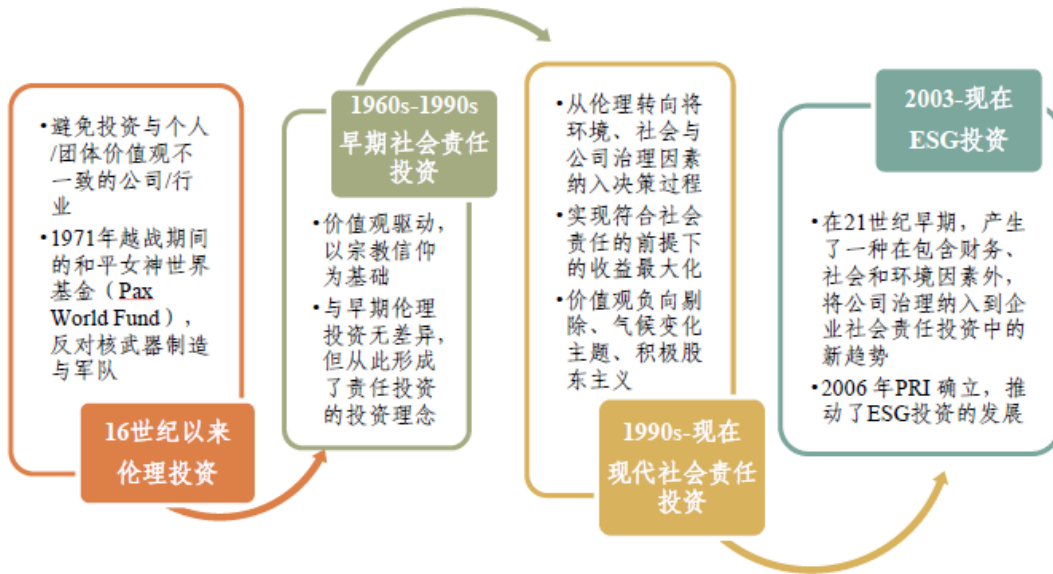
因此需要发展可持续发展金融，来填平投资鸿沟。可持续发展金融的目的是推进全球可持续发展目标达成，创造经济、社会和环境综合价值；作用是以资金配置为核心，以投资者的货币选票激发经济主体对经济、社会和环境价值的创造；形式现阶段仍以股权、债券、信贷等产品为主，但将迅速关联到全部资产、负债、中间业务，并激发新一轮的金融产品和服务的跨界创新；主题涵盖了所有产生社会和环境正向外部效应的金融服务，如普惠金融、绿色金融以及责任投资、ESG 投资、可持续投资、正向筛选、负向筛选以及影响力投资等。

除了联合国的目标之外，还有很多国际组织的准则和标准也体现了可持续发展的要求。如 1976 年由经济合作与发展组织（OECD）制定的《跨国公司行为准则》，要求更加保护利害相关人士和股东的权利，提高透明度，并加强问责制。2000 年该准则重新修订，更加强调签署国政府在促进和执行准则方面的责任。SA8000（Social Accountability 8000）于 1997 年问世，其主要内容有：童工、强迫性劳动、健康与安全、组织工会的自由与集体谈判的权力、歧视、惩罚性措施、工作时间、工资和管理体系等。

具体到金融领域，按照全球影响力投资管理项目（IMP）的分类，可持续发展金融可以分为 ABC 三类，A 是“资本不作恶的投资”（Avoid harm），狭义的社会责任投资（主要进行负面剔除）属于 A 类；B 是“资本惠及利益相关方的投资”（Benefit stakeholders），可持续投资属于 B 类；C 是“资本贡献解决方案”（Contribute to solutions），影响力投资属于 C 类。

德意志银行的 Climate Change Advisors（DBCCA）在研究中将可持续投资的发展分为伦理投资、早期社会责任投资、现代社会责任投资和 ESG 投资的 4 个主要阶段。如图 10 所示。

图 10 可持续投资的四个阶段



根据联合国贸易和发展会议 2019 年 6 月 12 日发布的《2019 世界投资报告》，2018 年末，全球可持续发展融资的金额为 55.13 万亿美元，比 2016 年增长 33.36%。

2003 年 6 月，国际金融公司（IFC）发布了用以确定、评估和管理项目融资过程中涉及到的社会和环境风险的金融行业标准，称之为“赤道原则”。“赤道原则”要求银行对一定规模的项目融资活动进行审查和分类，评估该项目对环境和社会的影响；要求项目融资方制定环境和社会管理行动方案，与受项目影响的利益相关方开展沟通与磋商，披露环境影响报告，设立投诉机制，接受公众投诉意见并加以改进，等等。

近年来，中国金融业对绿色金融的参与有明显的加强趋势，尤其是在绿色债券的发行以及资管行业对 ESG 责任投资的关注方面。2016 年，中国绿债发行额居全球之首。

世界交易所联合会《可持续性调查报告（2016）》统计结果显示，在参与调查的全球 46 家证券交易所当中，超过 90%的证券交易所均采取了多种形式的可持续性发展措施。

最后要指出的是，努力践行社会责任的公司更有可持续发展的可能，按照可持续发展目标和规范运行的公司本身就在承担社会责任。

Carrasco & Buendía(2013)认为，企业通过将企业社会责任融入文化，能够在实现文化创新的同时为企业带来产品和流程的创新，进而增加企业利润，促进社会可持续发展。Hill & Jones(2001)认为，企业是由资源持有者签订的一系列契约组成的，企业履行社会责任不仅可以与各利益相关者保持长期合作关系进而获得资源与支持，还是一种“既利己又利他”的双赢机制。企业通过履行社会责任能够在吸引潜在利益相关者的同时，积累在利益相关者组织与管理方面的经验，进而获取独特的“社会责任资源”，提高“模仿壁垒”，获取先行优势。

追求可持续发展的公司都非常重视内部控制和公司治理，内部控制的终极目标也是实现企业可持续发展。通过对企业发展战略制定与实施流程及风险的控制，能降低盲目发展、过度扩张风险，避免发展战略的频繁变动，进而增强企业可持续发展能力。中国学者陈汉文、程智荣(2015)的研究发现，企业内部控制质量越高，股权成本越低，而这一相关关系对处于成长期和成熟期的企业尤为显著。干胜道、胡明霞（2014）提出，内部控制通过对企业投资流程及其风险的控制，并保持与利益相关者间的信息沟通，能够有效抑制上市公司过度投资行为，提升投资效率。

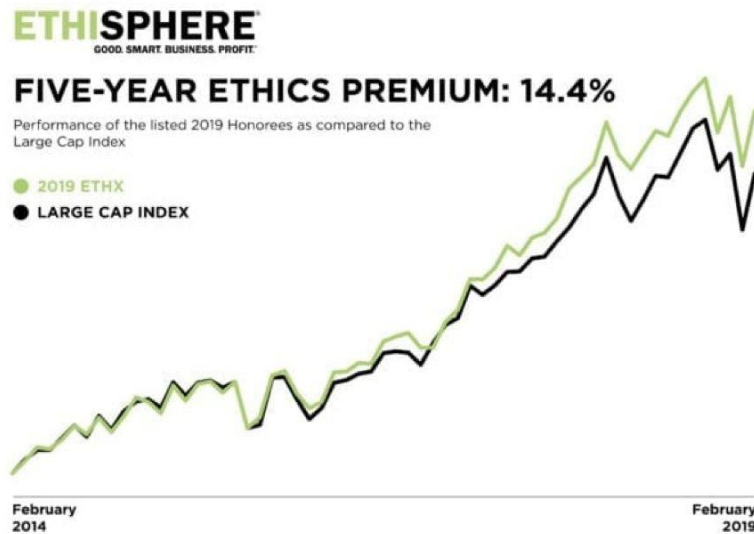
2.4 关于社会责任与公司价值相关性的文献综述

以上对社会责任投资、影响力投资与可持续发展投资做了解析。那么，当一个公司承担社会责任、追求可持续发展的时候，对其公司价值，特别是资本市场的价值之间是什么关系呢？（由于影

响力投资优先追求社会和环境效应，对于财务回报可以选择低于市场回报甚至保本回报，和上市公司必须追求更高股东价值的要求并不一样，所以这里不做介绍。)

很多和社会责任投资、可持续发展投资有相关性的机构，给出的结论都是承担责任、追求可持续发展的企业，在资本市场也有更好表现。图 11 显示的是美国智库机构 Ethisphere Institute 评选的“世界最有道德企业”（World’s Most Ethical Companies）的股价表现。该机构的理念是“好道德才有好公司”（Strong ethic is good business）。该机构 2019 年评出的全球 100 多家最具道德企业，其股价和美国大盘股指数进行比较，在 5 年内优于大盘股 14.4%，在 3 年内优于大盘股 10.5%，被视为“道德溢价”。

图 11 世界最有道德企业股价与大盘股股价走势对比



而从学术角度展开的研究，结论则相对多元化。坚持上市公司承担社会责任和股票平均回报率之间是正相关关系的代表有 Lee(1971)、Moskowitz(1972)、Bowman 等(1975)、Cochran P.等(1984)。如 Moskowitz 的实证研究显示，样本公司履行社会责任越多，股票平均回报率越高；Bowman 等

通过美国食品行业的企业社会责任指数,发现社会责任信息披露与企业价值之间具有正相关性。Lee (1971)认为,企业承担社会责任有利于企业长期利益的最大化。Griffin 和 Mahon (1997)认为,企业社会责任与财务业绩两者成正相关关系,企业履行社会责任虽然需要付出一定资金成本,但相对于这种行为的效果来说微不足道,责任行为的结果将使利益相关者的利益受到保护,企业的后续发展能得到各个方面的支持,从各个方面导致企业价值的上升。Ruf (2001)等的研究也发现,企业社会责任与企业价值存在正相关关系。

但结论相反的研究也有不少。Vance 和 Holman(1975)进行了一项实证研究,他们将 Moskowitz 研究样本的一个子样本和纽交所部分上市公司进行对照,得出了履行社会责任越多、股票回报率越低的结论。Alexander (1978)等人借用前人的样本数据发现,经过风险调整后的股票市场回报与企业社会责任不相关。Holman 和 Walter R.(1985)的研究发现,企业过多承担社会责任,会增加负担和成本支出,令到利润下降,公司价值下降。Soana (2011)单独以银行业为研究对象,验证了企业履行社会责任与企业价值无显著相关性。

还有一些学者提出,企业社会责任与公司价值之间不存在相关性,如 McWilliams 等(2001)的研究。

进入 21 世纪之后,中国学者对于公司价值与社会责任相关性的研究不断增多。如陈玉清和丽丽(2005)对上市公司履行社会责任所引起的市场反应进行研究,发现两者相关性强,但不同行业之间价值相关性有所不同。李正(2006)以 2003 年市 521 家上市公司为样本,发现企业当期承担的社会责任越多,企业的价值越低。姚海鑫等(2007)研究发现,企业履行社会责任有利于增加股东财富。温素彬和方苑(2008)研究发现,企业社会责任表现对公司当前财务业绩影响为负,但长远看对

财务绩效影响为正。田虹(2009)以中国通信行业的经验数据为样本,分析了通信行业上市公司企业社会责任与企业绩效呈现显著的正相关关系。王建琼和何静谊(2009)通过研究制造业企业,发现企业的社会责任表现与经济绩效相关性较弱。陈煦江(2009)用沪深两市 2003—2006 年的面板数据,研究发现企业社会责任表现与企业价值之间存在或正或负的相关关系。张兆国(2013)等人以 2007~2011 年沪市 A 股上市公司为研究样本,实证分析了企业社会责任与财务绩效之间的交互跨期影响。钱瑜(2013)收集了 2006~2010 年上海证券交易所石化及塑胶行业上市公司数据,运用典型相关分析方法发现,企业社会责任与企业绩效具有正相关性。朱乃平等(2014)研究发现,企业社会责任履行有助于投资者判别企业的无形资产投资效率,企业社会责任履行与企业技术创新能力间存在着“1+1>2”的协同效应。

国内也有研究表明,社会责任与股票回报之间是不相关关系。刘长翠(2006)等人在样本的选择中考虑到行业的差异性,分行业进行研究,发现企业的主营业务收入增长率、资产负债率与社会责任贡献率不相关。

2.5 关于 ESG 的文献综述

在可持续发展金融与投资领域,目前全球最具影响和主流的投资方式是 ESG 投资(Environment、Social Responsibility、Corporate Governance)。ESG 是在投资决策过程中充分考虑环境、社会和公司治理因素的一种可持续投资理念,在全球得到养老金、共同基金、捐赠基金等机构投资者的广泛认可,同时在提升资产组合的风险控制和长期收益方面也发挥了一定作用。

2006 年，由时任联合国秘书长安南发起，设立了联合国责任投资原则（PRI），期望将 ESG 三要素即环境影响、社会责任、公司治理的投资理念纳入到政策和实践中，以期降低风险、提高投资收益并创造长期价值，最终实现高效并具有可持续性的全球金融体系。

也是在 2006 年，高盛发布 ESG 研究报告，首次将环境、社会和治理概念整合在一起，即在投资决策过程中充分考虑环境、社会和公司治理因素，进行可持续投资。具体来说，环境标准包括投入（Input）和产出（Output），前者指能源、水等资源的投入，后者指气候变化、排放物、废料等。社会标准包括领导力、员工、客户和社区。其中，领导力包括可问责性、信息披露、发展绩效等；员工方面包括多样性、培训、劳工关系等；客户方面包括产品安全性、负责任营销等；社区方面包括人权、社会投资、透明度等。治理标准则包括透明度、独立性、薪酬和股东权利等。

2006 年之后，一些国家的监管机构要求上市公司在报告中披露 ESG 相关内容。目前在全球前 50 大的经济体中，大部分已出台 ESG 相关的披露政策，且多为强制性披露要求。表 3 显示了美国指数编制公司 MSCI（明晟）关于 ESG 内涵的各项细分指标。

表 3 MSCI 对 ESG 的内涵描述

	核心指标	重要因素	
环境	气候变化	碳排放	融资环境影响
Environment		能源利用率	气候变化脆弱性
	自然资源	水资源匮乏	原材料采购
		生物多样性与土地利用	
	排污与废弃物	有毒气体与废料排放	电子产品废料
		包装材料与废料	
	环境发展前景	洁净能源技术	可循环能源
		绿色建筑	
社会	人力资源	人力资源管理	人力资源发展
Society		生命健康与安全	供应链劳动力标准
	产品责任	产品质量	个人隐私安全
		金融产品风险	健康与人口风险
公司治理	股东否决权	争议性采购	
Governance	社会机会	渠道沟通	医疗健康
	公司治理	董事会	所有权
		薪酬	会计核算
	公司行为	商业道德	腐败和不稳定性
		限制竞争行为	财务系统不稳定性

明晟 ESG 评测 (MSCI-ESG)、道琼斯可持续发展指数 (DJSI)、恒生可持续发展企业指数系列 (HSSUS) 是目前国际知名的 ESG 和可持续发展指数。香港联交所 2015 年底宣布, 要求平台内的上市企业发布环境、社会及管治报告 (ESG), 披露企业运营过程中对环境和社会影响的相关指

标。随后，上交所及深交所亦先后发布《上市公司环境信息披露指引》、《上市公司社会责任指引》，要求企业注重可持续发展能力。中国上市公司协会也成立了专项工作小组推进可持续发展的评价工作，引导企业重视环境保护、社会责任和公司治理等非财务经营因素，与社会共同发展，提升公司规范运作水平。

由于可持续发展能力决定了一个企业是否能“常青”，所以关于长周期企业绩效研究的报告往往能够证明可持续发展与公司质量之间的正向关系。图 12 是明晟发布的 MSCI 新兴市场指数和 ESG 指数对比图，很清楚显示出 ESG 指数表现的优越。

图 12 MSCI 新兴市场指数及与新兴市场 ESG 指数走势对比图



2013 年哈佛商学院报告显示，可持续发展做得好的公司从长期而言股票市值和财务表现好于同行业。

牛津大学通过对 200 篇较高质量的文献进行研究，发现 ESG 表现优异的公司长期稳定呈现更好的运营绩效，而且对投资业绩也具有积极正向影响：90%的研究表明 ESG 优异的公司降低了企业资金成本；88%的研究表明 ESG 优异的公司能够提高企业经营绩效，最终转化为稳定的现金流；80%的研究表明 ESG 优异的公司对股价具有积极影响。⁷

摩根士丹利（2019）研究显示，虽然 ESG 没有显著提升基金绩效，但可持续基金组合下行方差中位值显著低于传统基金中位值，整体降低 20%，而且从观测的 2004-2018 年间，每年都保持了同样的降低幅度。在极端波动年份，如 2008、2015、2018 年，可持续基金组合下行方差更是显著低于传统基金，展现了较为优异的风险防御能力。

摩根士丹利华鑫基金公司组建专门研究小组设计了相关的回溯实验，测试 ESG 分类和整合策略投资于 A 股的模拟结果显示，无论是环境要素的投资、社会要素的投资、公司治理的投资还是 ESG 整合要素投资均能给投资带来超额收益。表 4-表 6 中的 E、S、G 分类指数分别是用万得系统中的环境相关指数按等权重构的等权环境指数、上证社会责任指数和治理结构指数。三类指数分别比较相应的市场基准，从模拟结果看，各自都有明显的超额收益。表 7 中的结果是将 E、S、G 按评分综合构建的两个整合策略组合，即高分组合和低分组合，进行比较。高 ESG 组合的投资超额收益有更好的结果，表明 ESG 策略能为投资者、上市公司带来较好的财务绩效，同时有助于提升企业的社会价值。ESG 作为从多维度评判企业长期和谐发展能力的检验工具，能够帮助投资人更加全面地评估一家企业长期可持续发展的市场价值。

⁷ 赵永刚：ESG 投资价值分析.中证指数公司官网及“中证指数”微信公众号，2018-09-26

表 4 等权环境指数和中证 500 指数收益表比较

指数名称	成分股数	累计收益率[%]	年化平均收益率[%]	市盈率	净资产收益率[%]	股息率 [%]	最大回撤	夏普比率
等权环境指数	464	79.85	8.07	25.09	4.17	1.0	-50.26	0.18
中证 500	500	31.36	3.67	28.91	9.46	1.2	-54.35	0.02

表 5 社会责任指数和上证综指收益表现比较

指数名称	成分股数	累计收益率[%]	年化平均收益率[%]	市盈率	净资产收益率[%]	股息率 [%]	最大回撤	夏普比率
责任指数	100	46.31	4.74	13.00	9.56	1.79	-43.55	0.07
中证综指	1434	9.94	1.16	15.72	9.29	1.25	-48.60	-0.08

表 6 治理指数和上证综指收益表现比较

指数名称	成分股数	累计收益率[%]	年化平均收益率[%]	市盈率	净资产收益率[%]	股息率 [%]	最大回撤	夏普比率
治理指数	298	10.86	1.02	12.89	7.75	1.52	-71.59	-0.06
上证综指	1434	-13.79	-1.45	15.72	9.29	1.25	-71.98	-0.17

注：市盈率、净资产收益率、股息率均为动态数据，截止日为 2017.12.31

样本时间：2007 年=2017 年

资料来源：摩根士丹利华鑫基金，Wind

表 7 高 ESG 组合与低 ESG 组合收益比较-权益投资组合

组别	收益率				市盈 率	净资产 收益率	股息 率	波动 率	最大回 撤	夏普 比率
	1 年	3 年	7 年	年化						
高 ESG	24.6	50.4	107.8	8.4	10.2	9.72	1.7	25.1	-52	0.21
低 ESG	1.5	24.2	51.5	5.2	41.6	10.7	0.9	26.4	-52.3	0.09

资料来源：摩根士丹利华鑫基金，Wind

目前国内 ESG 投资发展还处于初期阶段，策略以负面筛选、主题投资、正面筛选为主。随着 SmartBeta 和因子投资在国内发展日益成熟，以及 A 股被纳入 MSCI 新兴市场指数和富时罗素指标体系，受到国际投资者关于 ESG 的投资偏好影响，ESG 投资策略在中国市场将有更大发展空间。

从国外的情况看，政府在推动机构投资者采用 ESG 投资中发挥了重要作用。2015 年 10 月，美国劳工部取消了抑制养老金 ESG 投资的条款，将 ESG 因素纳入受托人进行投资决策的合理考察因素。此后，许多养老金计划开始将 ESG 因素纳入投资决策，还有部分甚至直接进行 ESG 投资。

从学术研究看，相当多的研究围绕验证 ESG 与公司财务绩效是否有相关性而展开。Friede, Busch, Bassen(2015)统计了自 1970 年至 2014 年近 2000 篇 ESG 相关研究，分别对结论中与财务绩效显著正相关、显著负相关以及不显著等进行简单归类，主要结论如下：从资产类别来看，52.2% 的股票类资产研究显示 ESG 和公司财务绩效具有显著正相关关系，4.4% 的研究显示二者具有负相关关系。在不同区域，ESG 对绩效影响存在差异。在北美和新兴市场，ESG 相对更加有效。ESG 与财务绩效显著正相关的研究中，在两个市场比例分别为 42.7% 和 65.4%。比起发达国家，ESG 对财务绩效的影响在新兴市场国家更为显著。这与新兴市场公司治理水平还有待完善有关。通过 ESG 筛选排除评分较低、尤其是公司治理较差的公司，能够使投资组合获取更高的收益。

学术上对于 ESG 与公司财务绩效有相关性的解释主要为：ESG 表现优异的公司能够显著降低公司特定风险；对声誉有积极影响；能增强客户黏性，改善公司运营，提升公司财务绩效；ESG 表现优异的公司面临极端下跌环境中，具有更强的抗风险能力。

2.6 关于 ESG 与指数编制的文献综述

2018年6月1日，A股首批234只公司被正式纳入MSCI新兴市场指数，MSCI ESG研究部门全球主管兼执行董事 Linda-Eling Lee 说，所有被纳入MSCI新兴市场指数的234家A股公司都将接受MSCI进行的ESG研究和评级，为有责任投资要求的投资者提供参考，且MSCI可能在此基础上另外构建ESG指数。

ESG指数的编制需要基于对庞大基础数据的处理，包括大量的非标准化数据、报告、以及主观判断，经过整合后才形成标准化的数据库。MSCI和汤姆逊路透首先建设了丰富庞大的ESG数据库，并形成覆盖全球大量公司的完善的ESG评分体系。两家公司分别利用MSCI、汤姆逊路透的全球指数体系和ESG评分体系，进行指数的ESG增强，通过剔除与筛选股票，最终形成ESG投资指数，也是目前市场最为主流的ESG指数产品之一。图13显示的就是汤姆逊路透的ESG评分体系。

图 13 Tomson Reuters ESG 评分体系



表 8、表 9 显示的则是汤姆逊路透评的评价指标与权重以及争议项内容。

表 8 汤姆逊路透 ESG 评价指标内容

分数类别	分数名称	分数说明	评价 指标	分数 权重
环境 Environment	ESG 资源利 用	衡量公司在减少材料、能源或水的使用方面的表现和能 力，并通过改进供应链管理来获得更多有利于生态效益 的解决方案。	19	11%
	ESG 低碳减 排	衡量公司在生产运营过程中降低环境污染物排放的承诺 和有效性。	22	12%
	ESG 创新性	衡量公司降低环境成本和负担的能力，并通过有利于环 境保护的新技术和新工艺，或通过设计生态产品来创造 新的市场机会。	20	11%
			61	34%
社会 Society	ESG 雇用职 工	衡量公司员工对工作的满意度，是否拥有健康且安全的 工作场所，能否保持多样性和机会的平等性，能否为员 工创造有效的发展机会。	29	16%
	ESG 人权问 题	衡量公司在尊重基本人权公约方面的有效性。	8	4.50%
	ESG 社区关 系	衡量公司是否致力于成为一个好公民，即对于保护公众 健康及遵守商业道德的承诺。	14	8%
	ESG 产品责 任	衡量公司在生产优质产品及提供服务方面的能力，包括 客户的健康和安全、数据的完整性和数据隐私。	12	7%
			63	35.5%
治理 Governance	ESG 管理能 力	衡量公司是否较好地实践了公司治理原则，以及其承诺 和有效性。	34	19%

分数类别	分数名称	分数说明	评价 指标	分数 权重
	ESG 股东/ 所有权	衡量公司在平等对待股东和反对收购股权方面的承诺和有效性。	12	7%
	ESGCSR 策 略	衡量公司的实践性，即是否能将经济、社会和环境三项指标要求整合到其日常决策过程之中。	8	4.50%
			54	30.5%
	总分及权重		158	100%

表 9 汤姆逊路透 ESG 争议事项

类别	分项	具体内容
社区关系	反竞争争议事项	在媒体上曝光的关于反竞争行为（如反垄断和垄断）、价格变动或收回扣有关的争议事项数量。
	商业道德争议事项	在媒体上曝光的关于商业道德、政治献金、贿赂和腐败的争议事项数量。
	知识产权争议事项	在媒体上曝光的关于专利和知识产权侵权的争议事项数量。
	被批判国家争议事项	在媒体上曝光的关于不尊重基本人权原则、违背民主道义争议事项数量。
	公共健康争议事项	在媒体上曝光的关于公共卫生或工业事故的争议事项数量，以及与第三方（非雇员和非客户）健康安全有关的争议事项数量。
	税务欺诈争议事项	在媒体上曝光的关于税务欺诈或洗钱的争议事项数量。
人权	童工争议事项	在媒体上曝光的关于使用童工问题的争议事项数量。
	人权争议事项	在媒体上曝光的关于人权问题的争议事项数量。
管理	补偿争议事项	在媒体上曝光的关于董事会、经理补偿的争议事项数量。

类别	分项	具体内容
产品责任	客户争议事项	在媒体上曝光的关于消费者投诉及与公司产品及服务相关的争议事项数量。
	客户健康安全争议事项	在媒体上曝光的关于客户健康和安全的争议事项数量。
	隐私争议事项	在媒体上曝光的关于员工或客户隐私和诚信问题的争议事项数量。
	产品可得性争议事项	在媒体上曝光的与产品可得性有关的争议事项数量。
	销售责任争议事项	在媒体上曝光的与公司营销行为有关，比如向具有某类不适用属性的消费者过度推销不健康食品的争议事项数量。
资源利用	研发责任争议事项	在媒体上曝光的与研发责任有关的争议事项数量。
	环境争议事项	在媒体上曝光的该公司对自然资源及对所在地环境造成的影响有关的争议事项数量。
	股东	
股东	审计争议事项	在媒体上曝光的与激进或不透明的会计原则有关的争议事项数量。
	内部交易争议事项	在媒体上曝光的与内幕交易和其它股价操纵有关的争议事项数量。
	股东权利争议事项	在媒体上曝光的与股东侵权有关的争议事项数量。
劳动力	发展空间及机会争议事项	在媒体上曝光的与劳动力发展空间及机会（如涨工资、晋升、受到歧视与骚扰）有关的争议事项数量。
	雇员健康安全争议事项	在媒体上曝光的与劳动力健康和安全有关的争议事项数量。
	薪水和工作条件争议事项	在媒体上曝光的与公司和员工间的关系或工资纠纷有关的争议事项数量。
	重要管理人员离职	重要的执行管理团队或关键团队成员宣布自愿离职（除退休外）或受到驱逐。

资料来源：汤森路透官网、长江证券研究所

根据长江证券 2018 年 6 月发布的研究报告，国内关于环保、公司治理及社会责任相关的指数，以中证系、上证系为主，其中与 ESG 直接相关的有中证 ECPI ESG 可持续发展 40 指数和中证财通中国可持续发展 100(ECPI ESG)指数等。从收益率情况来看，两只 ESG 指数（ESG100 指数及 ESG40 指数）自成立以来到数据统计截至期（2018 年 5 月 31 日）分别较上证综指实现了 26%、11%的超额收益，自 2016 年初也分别实现了 20%、18%的超额收益，均远高于 27 只绿色指数的平均超额收益情况。这说明，能够全面体现 ESG 特色的上市公司市场表现好于单一特色（如绿色环保）的上市公司。

2007 年以来，中证指数公司致力于推动绿色可持续发展理念在指数编制和市场产品的应用，先后研发了一系列绿色指数，如公司治理指数、社会责任指数等，已累计发布 ESG、环保产业、环境生态、绿色收入与环境影响等绿色指数 39 条，涵盖股票和债券两类资产，为国内 ESG 投资发展提供了丰富的基础工具。根据中证指数有限公司《2018 年 ESG 投资发展报告》，ESG 纯因子具有显著的正的风险溢价，具有投资价值。

通过以上综述，不仅可以对全球和公司社会价值相关的各种投资形式有一个系统性的认识，也可以看到“义利 99”的创新性。“义利 99”更为强调的是义利并举，是从社会价值视角评估可持续金融和影响力投资，以可持续金融和影响力投资的手段推动可持续发展。而从公司社会责任到影响力投资、包括 ESG 投资，对于社会价值的强调偏向于“义”的维度，即慈善公益的要求、社会的要求、环保的要求和治理的要求，等等。

我们认为，社会价值的逻辑起点是“义利正和而非零和”，义利转化可以促进义利双升；社会价值既不是“单维的经济增长”，也不是“单纯的社会责任”，而是经济-社会-环境的可持续发展，其创造

方式是技术、模式和管理创新，而非资源密集投入的拉动；其驱动力主要来自于组织内生，而非外部行政指令；其切入点是通过主营业务的发展，提高社会福祉、保护生态环境。

我们认可但并不鼓励脱离主营业务去做慈善捐助，我们计量的是综合价值的含量，倡导的是以市场经济为基础、以可持续发展为方向的商业文明，而非任何背离市场原则、单纯以道德伦理卡位或按意识形态站队的解读，那样最终可能走向对资源配置的扭曲，反而造成价值毁灭。

三、研究思路与方法

2016年10月，A股上市公司社会价值评估研究项目启动。我们借用中国传统文化中“利者，义之和也”（《周易》）的说法，将项目称为“义利99”。核心工作内容是构建社会价值的评估模型，以沪深300成分股为对象，以经济、社会和环境综合效益为内容，通过价值量化，选出得分居前99位的A股上市公司，生成指数，进而开发相关的ETF产品。

“义利99”的研发，是为了在中国推动可持续发展金融，引导资金从单纯追逐经济利益最大化，转向创造经济-社会-环境价值价值的最大化。要推动这一进程，形成社会影响力，迫切需要找到对可持续发展价值进行计量的评估工具。社投盟用了三年时间，完成了3A评估模型的构建，并实现了以建模为起点，上市公司社会价值评估和指数开发为手段、以ETF基金发行为终点的价值闭环，如图14所示。

图14 义利99的价值链效应



从研究角度，本项目的基本思路和方法是：

1、通过与 50 多家机构紧密合作，采访 68 名中外专家，完成“义利 99”的逻辑架构、指标体系、赋权赋值，构建上市公司社会价值评估模型；

2、构建上市公司信息库；

3、将社会价值评估模型应用于上市公司，推出“义利 99”年度榜单公司，并进行深度数据分析；

4、开展社会价值评级，生成义利 99 指数，并进行市场回测、指数验证和回归分析。

综上，这是一个“构建模型—采集和加工数据—分析数据—揭示本质—验证数据”的过程。

3.1 公司社会价值评估的基础结构

上市公司社会价值的核心概念是社会价值。在本研究中，社会价值是指义利并举，即上市公司为建设更高质量、更有效率、更加公平和更可持续的美好未来，通过创新的生产技术、运营模式和管理机制等方式，所实现的经济、社会和环境综合效益。

这一定义揭示出三个要点：上市公司在目标中是如何体现社会价值的？上市公司用什么方式创造社会价值？上市公司的效益体现中如何反映出社会价值？三者存在内在关联，缺一不可。

根据这三个要点，我们分别设定了关键指标——目标（AIM）、方式（APPROACH）和效益（ACTION），分别对应着上市公司社会价值的驱动力、创新力和转化力。我们称之为“三 A 三力三合一”，也就是目标的驱动力、方式的创新力、效益的转化力，三者协同作用，共创公司的社会价值。

如果用公式表达，公司社会价值是包括目标|驱动力（AIM）、方式|创新力（APPROACH）和效益|转化力（ACTION）三个变量的函数关系：

$$\text{社会价值}=\text{f}(\text{目标|驱动力}, \text{方式|创新力}, \text{效益|转化力})$$

$$\text{或 } \text{SV}=\text{f}(\text{AIM}, \text{APPROACH}, \text{ACTION})$$

目标|驱动力 (AIM): 考察被评估对象的价值定位、战略规划和主营业务, 回答“组织为什么存续”、“义利取向”的问题。我们认为, 优秀公司都有谋利之上的追求和与社会福祉相关的使命, 这种追求和使命能植入战略规划, 融入主营业务。

方式|创新力 (APPROACH): 考察被评估对象在三个关键环节即生产技术、运营模式和管理机制方面的创新, 回答“组织如何谋求发展”、“义利方式”的问题。企业创新能力越强, 发展空间越大, 义利并举的可能性越高, 义利转化的达成度越高。

效益|转化力 (ACTION): 考察评估对象所创造的经济、社会和环境综合效益, 回答“组织取得了怎样的内部效应和外部效应”、“义利结果”的问题。

社会价值评估不仅考量各组成要素, 也评测要素之间的协调关系。社会价值评估是一个“为何做—怎么做—做的结果怎么样”的完整、动态的评价过程, 既注重企业的客观绩效 (doing well), 也注重价值追求 (do right things) 和达成方式 (doing good)。传统的公司发展模式是“先发展、后治理”, 这样会给社会和环境遗留大量问题。社会价值评估综合考量对象的内部效应和外部效应, 定性与定量评估结合, 体现了更均衡、协调的发展观。也就是说, 义与利应该价值的一体两面, 经济发展、社会包容和环境保护是可持续发展的共同支撑。如果按照传统的“义利零和”的观念, 就必然得出“追逐商业利益就势必削弱社会环境效益, 而破解社会环境问题就必须牺牲财务回报”的结果。这既不符合市场现实, 也不利于引导主流机构去践行义利并举。

公司社会价值评估的基础结构虽然源自一种经验理性, 但与联合国可持续发展目标、中国五大发展理念、历史上义利并举的主张一脉相承。用全球语境解构义利并举, “利”即指经济效益; “义”即

指环境效益（E）、社会效益（S）及其治理方式（G）。我们定义的社会价值与国际 ESG 三重底线准则之间有清晰的映射关系。见图 15。

图 15 社会价值核心主张的价值通约性



3.2 公司社会价值评估的三层架构

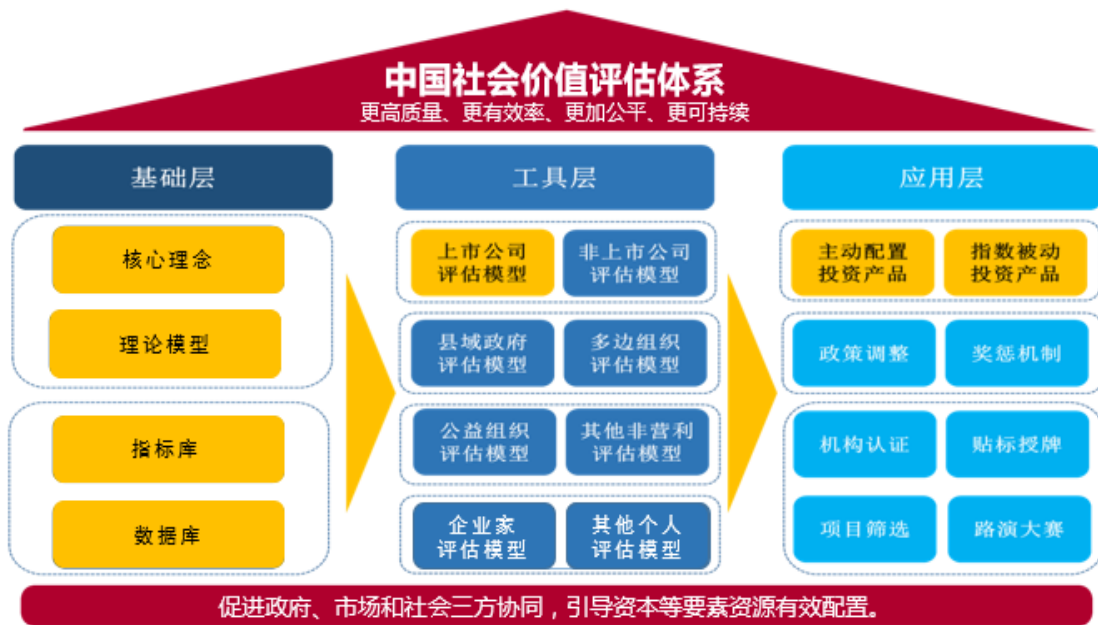
任何一种和投资相关的理念，要想获得认可与影响，必须由使用者评价，由市场来检验。开发可持续发展价值的评估工具，必须做到数据可获取、指标可衡量、结果可验证以及模型可优化。

因此我们将公司社会价值评估的结构分为基础层、工具层和应用层来构建。

我们将全球共识、五大新发展理念和义利并举的主张作为基础层，由此推演产生社会价值评估模型（工具层）；再依据评估模型，产生 A 股上市公司社会价值“义利 99”、“义利 99”指数以及衍生产品（应用层）。如图 16 所示。

我们认为，有效的评估工具依赖于有机的评估体系。我们在基础层进行核心理念、理论模型、指标库和数据库的建设；在工具层提供多版本的评估模型，上市公司就是其中的一种评估模型；在应用层进入市场产品和金融服务领域。我们始终在同步构建工具层、推广应用层和夯实基础层。我们认为，基础、工具和应用三方联动发展是创造整体评估解决方案的必由之路。

图 16 社会价值评估体系的三个层面



3.3 “筛选子模型”和“评分子模型”

我们开发的公司社会价值评估模型，由筛选子模型和评分子模型构成。

筛选子模型是社会价值评估的负面清单，按照 6 方面的问题（产业问题、行业问题、财务问题、重大负面事件、违法违规、特殊处理）、18 个指标，对评估对象进行“是与非”的判断。如评估对象符合任何一个指标，即被判定为资质不符，无法进入下一步量化评分环节。如表 10 所示。

表 10 筛选子模型的负面清单

序号	领域	指标	定义
1	产业问题	限制类	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》及其修正版中限制类生产线或生产工艺
		淘汰类	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》及其修正版中淘汰类生产线或生产工艺
		持有股份	持有具有前述特征的上市公司股权超过 20%
2	行业问题	烟草业	主营烟草或由烟草业上市公司持股超过 50%
		博彩业	主营博彩或由博彩业上市公司持股超过 50%
		持有股份	持有具有前述特征的上市公司股权超过 20%
3	财务问题	审计报告	审计机构出具非标准无保留意见审计报告
		违法行为	税务违法，并被税务机构处罚
		行政处罚	受到处罚：停止出口退税权、没收违法所得、收缴发票或者停止发售发票、提请吊销营业执照、通知出境管理机关阻止出境
		财务诚信	被列入财务失信被执行人名单
		外部监督	被专业财务机构或研究机构公开质疑有重大财务问题，无合理解释与回应

序号	领域	指标	定义
4	重大负面事件	外部监督	在持续经营、财务、社会、环境方面发生重大负面事件，造成严重社会影响或不积极应对、不及时公开披露处理结果
		伤亡事故	发生重大及特别重大事故且不积极应对、不及时公开披露处理结果 重大事故（10人以上30人以下死亡，或者50人以上100人以下重伤，或者5000万元以上1亿元以下直接经济损失的事故） 特别重大事故（30人以上死亡，或者100人以上重伤，或者1亿元以上直接经济损失的事故）
5	违法违规	违法	上市公司涉及到单位犯罪刑事案件，董事、高管涉及到上市公司本身的刑事案件尚未了结
		违规	违规并受到公开谴责或公开处罚的（省部级及以上行政机构及上海、深圳证券交易所）
		受到证券监管部门处罚	受到处罚：1. 责令停产停业；2. 暂扣或者吊销许可证、暂扣或者吊销执照
6	特殊处理上市公司	ST与*ST	特别处理的上市公司
	公司	连续停牌	在交易数据考察时段内连续停牌3个月或者多次停牌累计6个月

在“筛选子模型”遴选出符合资质的上市公司后，“评分子模型”对其社会价值贡献进行量化评分。

“评分子模型”包括 3 个一级指标（目标、方式和效益）、9 个二级指标、27 个三级指标和 55 个四级指标。从评估模式看，模型构建采取了“目标本位”和“目标检测”的混合方式。一级、二级指标主要反映理想目标和价值主张，即侧重“目标本位”；而三级、四级指标侧重对接数据基础和现实条件，即侧重“目标检测”。详见表 11。

表 11 上市公司社会价值评估评分子模型

一级指标(3 个)	二级指标(9 个)	三级指标(27 个)	四级指标(55 个)	价值取向
1、目标 (驱动力)	1.1 价值驱动	1.1.1 核心理念	1.1.1.1 使命愿景宗旨	“义利并举”
		1.1.2 商业伦理	1.1.2.1 价值观经营理念	“义利并举”
	1.2 战略驱动	1.2.1 战略目标	1.2.1.1 可持续发展战略目标	“义利并举”
		1.2.2 战略规划	1.2.2.1 中长期战略发展规划	“义利并举”
	1.3 业务驱动	1.3.1 业务定位	1.3.1.1 主营业务定位	“义利并举”
		1.3.2 服务受众	1.3.2.1 受众结构	“义利并举”
2、方式 (创新力)	2.1 技术创新	2.1.1 研发能力	2.1.1.1 研发投入	“利”
			2.1.1.2 每亿元营业总收入有效专利数	“利”
		2.1.2 产品服务	2.1.2.1 产品/服务突破性创新	“利”
			2.1.2.2 产品/服务契合社会价值的创新	“义利并举”
	2.2 模式创新	2.2.1 商业模式	2.2.1.1 盈利模式	“利”
			2.2.1.2 运营模式	“义利并举”
		2.2.3 业态影响	2.2.3.1 行业标准制定	“义”
	2.3 管理创新	2.3.1 参与机制	2.2.3.2 产业转型升级	“利”
			2.3.1.1 利益相关方识别与参与	“义利并举”
			2.3.1.2 投资者关系管理	“义”

一级指标(3个)	二级指标(9个)	三级指标(27个)	四级指标(55个)	价值取向
		2.3.2 披露机制	2.3.2.1 财务信息披露	“义”
			2.3.2.2 非财务信息披露	“义”
		2.3.3 激励机制	2.3.3.1 企业创新奖励激励	“义利并举”
			2.3.3.2 员工股票期权激励计划	“义利并举”
		2.3.4 风控机制	2.3.4.1 内控管理体系	“利”
			2.3.4.2 应急管理体系	“利”
3、效益 (转化力)	3.1 经济转化	3.1.1 盈利能力	3.1.1.1 净资产收益率	“利”
			3.1.1.2 营业利润率	“利”
		3.1.2 运营效率	3.1.2.1 总资产周转率	“利”
			3.1.2.2 应收账款周转率	“利”
		3.1.3 偿债能力	3.1.3.1 流动比率	“利”
			3.1.3.2 资产负债率	“利”
			3.1.3.3 净资产	“利”
		3.1.4 成长能力	3.1.4.1 近3年营业收入复合增长率	“利”
			3.1.4.2 近3年净资产复合增长率	“利”
		3.1.5 财务贡献	3.1.5.1 纳税总额	“义利并举”
			3.1.5.2 股息率	“利”
			3.1.5.3 总市值	“利”

一级指标(3 个)	二级指标(9 个)	三级指标(27 个)	四级指标(55 个)	价值取向	
3	3.2 社会转化	3.2.1 客户价值	3.2.1.1 质量管理体系	“义利并举”	
			3.2.1.2 客户满意度	“义利并举”	
		3.2.2 员工权益	3.2.2.1 公平雇佣政策	“义”	
			3.2.2.2 员工权益保护与职业发展	“义”	
			3.2.2.3 职业健康保障	“义”	
		3.2.3 安全运营	3.2.3.1 安全管理体系	“义利并举”	
			3.2.3.2 安全事故	“义”	
		3.2.4 合作伙伴	3.2.4.1 公平运营	“义”	
			3.2.4.2 供应链管理	“义”	
		3.2.5 公益贡献	3.2.5.1 公益投入	“义”	
			3.2.5.2 社区能力建设	“义”	
			3.3.1.1 环境管理体系	“义”	
		3.3 环境转化	3.3.1 环境管理	3.3.1.2 环保投支出占营业收入比率	“义”
				3.3.1.3 环保违法违规事件及处罚	“义”
				3.3.1.4 绿色采购政策和措施	“义”
	3.3.2.1 综合能耗管理			“义利并举”	
	3.3.2 绿色发展		3.3.2.2 水资源管理	“义”	
			3.3.2.3 物料消耗管理	“义利并举”	

一级指标(3个)	二级指标(9个)	三级指标(27个)	四级指标(55个)	价值取向
			3.3.2.4 绿色办公	“义”
		3.3.3 污染防治	3.3.3.1 三废（废水、废气、固废）减排	“义”
			3.3.3.2 应对气候变化措施及效果	“义”

（注：上市公司社会价值评估模型—评分子模型（通用版），操作版含赋权赋值、指标定义、评价标准、实施细则、属性标签、评价主体及备注等内容，已申报国家知识产权）

通过表 11 可见，一级指标提出了模型的基本命题与逻辑。三 A 即目标|AIM、方式|APPROACH 和效益|ACTION，三 A 的社会价值特征即三力，即目标|驱动力、方式|创新力和效益|转化力。三 A 三力揭示出社会价值创造的方向和动能。

二级指标是一级指标的要素构成。“驱动力”项下的二级指标为价值驱动、战略驱动和业务驱动，由抽象到具象，反映公司是否契合了国际议题、国家方略和社会价值主张；“创新力”项下的二级指标为技术创新、模式创新和管理创新，反映公司如何用创新的方式创造社会价值；“转化力”项下的“经济转化、社会转化和环境转化”，是全球可持续发展和 ESG 的三大议题，也是社会价值产出的三大领域。

三级指标对二级指标进行特征分解，主要作用是跨界融通，使模型与经济、政策和社会议题吻合。如在“社会转化”和“环境转化”项下的 8 大三级指标，与联合国 17 项可持续发展目标、ISO26000 企业社会责任议题和中国的“十三五规划指引”同频共振，使评估模型可以直接进行跨业界、跨学界和跨国界的对话。

四级指标是整个模型的具项落实，是在明确概念、提出命题和合理推断之后的逻辑呈现。由于四级指标对接量化评分，该级指标须满足数据可获取、指标可通用、评价可执行三项操作条件。为明示模型的价值导向和应用空间，对 55 个四级指标进行了多维分类并注明属性标签。按照分析方式，其中的定量指标 17 个、定性指标 38 个。按照理念源头，契合联合国可持续发展目标的指标 41 个，契合中国五大发展理念的指标 43 个；按照所属领域，“经济效益”的指标 35 个、“社会福祉”的指标 27 个，“环境保护”的指标 10 个；按照创新程度，通用指标 20 个、原创指标 35 个；按照价值

取向，侧重考量“义”的指标 37 个、“利”的指标 35 个，义利并举的指标 17 个；按照指标格局，责任底线类指标（不作恶、风险防御性）31 个，底线以上指标（要为善、价值创造型）24 个。

基于行业属性和会计制度差异，经征询公司与行业分析师建议，我们还开发了“评分子模型”的通用版、金融和地产专用版。通用版和专用版的“目标”、“方式”全部指标以及“效益”部分指标（社会转化）完全相同，但在“效益”项下的“经济转化”和“环境转化”指标设置有 30% 的差异度。例如通用版评估 3.1.2 运营效率指标，在金融专用版中评估“资产质量或运营效率”。针对银行，采用了“不良贷款率”和“拨备覆盖率”评估其资产质量；针对证券机构，采用了“总资产周转率”和“风险覆盖率”；针对保险机构，采用了“总资产周转率”和“保单继续率”。

3.4 评估模型指标体系中的赋权赋值

在评估模型中，指标权重和评分值域如何确定？我们采用了“层次分析法”（AHP 法）和“德尔菲法”（专家调查法）。首先，50 多位专家用“层次分析法”对各元素进行比较，生成判断矩阵，计算出每个四级指标的权重；然后，根据指标的公开数据完备度计算出指标权重调整系数；最后，对“层次分析法”得出的权重值和数据组提供的系数值进行计算，化零为整生成最终指标权重。社投盟最后对三 A 三力给予的价值量化的分值权重如下：

目标 驱动力 (10)	方式 创新力 (30)	效益 转化力 经济转化 (30)	效益 转化力 社会转化 (15)	效益 转化力 环境转化 (15)	总分 (100)	三力 合一度 (100%)
-------------------	-------------------	---------------------------	----------------------------	----------------------------	-------------	---------------------

在指标赋值方面，社投盟采纳了荷兰专家的建议，确立了“0、1、2、3”值域，便于提升中间层的区分度。部分专家建议，对特定的原创指标（如产品/服务契合社会价值的创新等）设置加减分。

为维护“评分子模型”的公允性和稳定度，经反复讨论和测试，将加分项植入评分标准，将减分项并入“筛选子模型”。

评分子模型的功能效力与评价标准息息相关。自模型构建之初，社投盟就确立了“公示优先”、“定量优先”、“存续优先”的评估原则。所谓“公示优先”是指以权威机构发布的信息为主；所谓“定量优先”是指以能够量化反映为主；所谓“存续优先”是指以可以连续三年以上有稳定披露为主。按照这三项评估原则，对四级指标逐一明确界定，并确立评价细则。

对于定量指标，我们采用聚类分析、等比例映射、等距分类、等差排序等方法进行测评；对于定性指标，分为简单定性和复杂定性两类。对于简单定性指标，用直接分析完成；对于复杂定性指标，通过专家组背对背评估、公示验证完成。

通过上述的研究方法，我们完成了对沪深 300 成分股的社会价值量化，筛选出 99 家得分最高的公司，并根据它们的市场表现进而生成义利 99 指数。我们还对义利 99 指数进行了数据回测，并与沪深 300 全收益指数进行了比较。

四、研究过程

关于公司的可持续发展价值的评估，根据社投盟的研究，目前全球参与标准研发且有成果发布的主要机构有 25 家。

联合国主导发起的有 3 家，分别是 PRI、UNGC 和 UNEP FI Impact Radar。非营利组织 11 家，分别是 GRI 标准、ICMA 可持续发展债券系列指引、SROI 社会投资回报、B Impact Assessment、IRIS+ 指标体系（原 IRIS）、ISO 26000、OCED 影响力投资倡议、社投盟、IMP、SASB 可持续发展会计准则和 WBA。除社投盟系中国注册成立的非营利组织外，其余 10 家均为注册在美国和欧洲的国际非营利组织；营利性组织 11 家，包括标普、道琼斯指数、汤森路透、彭博、国际金融公司、Sustainalytics、MSCI 明晟、富时罗素、OWL、ECPI 和商道融绿。其中，美国注册的有 8 家。

上述组织在评估方面都取得了各自的成果，但我们认为，由于可持续发展价值评估体系庞杂，全球始终没有研发机构是从顶层设计出发，在核心定义方面各个机构也无法达成一致，因此基本都是覆盖某一两个社会价值的环节，但没有贯通整个价值链。2019 年 6 月 20 日，联合国开发计划署施泰纳署长牵头，成立了“可持续发展目标影响力指导委员会”，聘请了社投盟马蔚华在内的十位国际意见领袖担任委员，协商共同建立全球适用的可持续发展价值评估标准。马蔚华表示，全力支持联合国作为牵头机构，整合全球研发资源，推出市场适用的评估产品。

4.1 开放与众包

我们一开始就建立了开放式的研究方向，以最大限度整合社会资源，弥补自身的不足，同时寻找在社会价值评估领域最大的公约数。

在研究中，为了提升社会价值评估体系的兼容性，我们物色互联网合作伙伴，将社会和环境议题遴选、指标调整、赋权赋值等以“众包+专家”混合方式替代现有的“专家模式”；寻找学术咨询合作伙伴，对“产品/服务契合社会价值的创新、客户满意度、供应链管理”等定性指标的量化评分建立“专项模型”，更为科学地计量社会价值；寻求政策指导方，将模型打造为辅助市场监控和中观调整的决策信息工具；商洽金融合作方，联合进行基金、债券、信托、资管等产品的开发应用；拓展国际组织类合作方，分步进行海外上市中概股、海外上市海外股的评估及评级，以及推进标准国际化工作；优选大数据和 AI 技术合作方，将算法不断优化并实现自动化语义分析。如图 17 所示。

图 17 利益相关方共建模型



从研发伊始，我们就告别了闭门造车的模式，采纳“跨界协同、智慧众筹”的开源模式。自 2016 年至今，根据社投盟时间银行统计数字，共有来自 86 家机构的 339 名专家以专业志愿者的身份参与了研发项目，总计贡献时数为 5800 小时。从专家来源看，中国专家占比 82.54%，海外专家占比 17.46%；从专家机构看，金融机构占比 30.69%，企业占比 19.58%，学术机构占比 5.82%，政府部门占比 16.40%，公益组织占比 6.88%，财经媒体 11.64%，国际组织占比 8.99%。

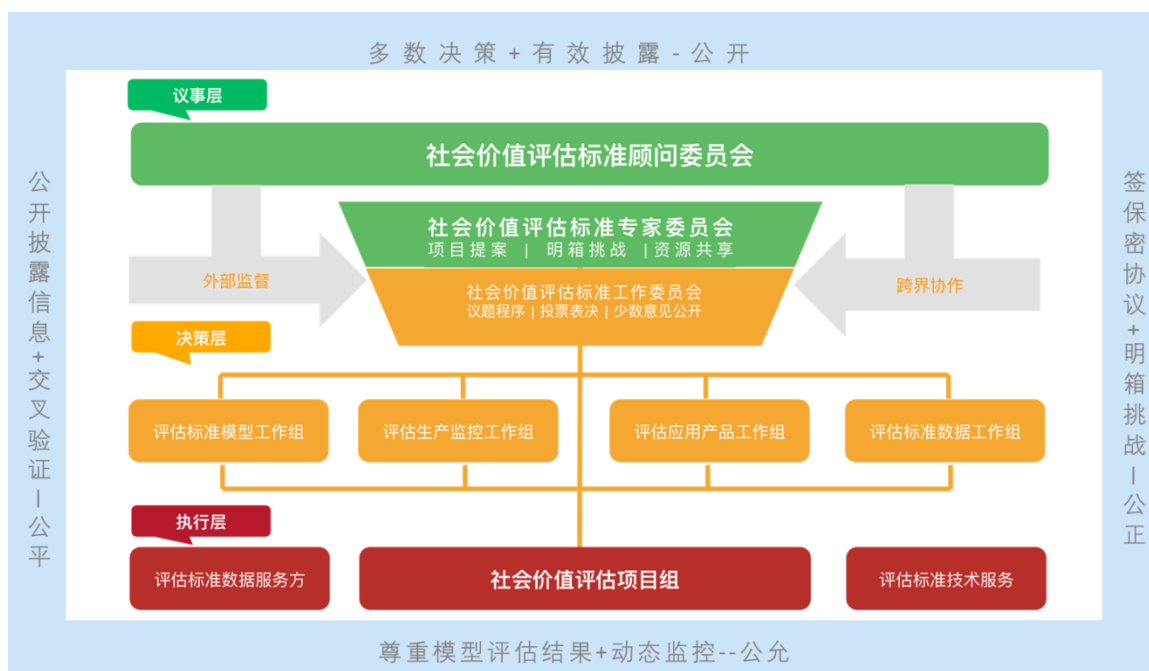
4.2 研究的工作机制

为保障“评估模型”建立和应用的公开、公正、公平和公允，社投盟着手建立并逐步完善了“议事-决策-执行”三级架构。在议事层，社会价值评估标准顾问委员会（社顾委）针对模型各要素以及运

行方法（核心依据、议题遴选、指标构建、数据来源、评估结果等）提出意见或建议；社会价值评估标准专家委员会（社专委）负责重大事项审议，如模型方向性调整、增减立项等。在决策层，由社会价值评估标准工作委员会（社标委）负责日常决策工作，如模型要素调整、运行规则优化等。

社标委下设评估标准模型工作组、评估生产监控工作组、评估应用产品工作组和评估数据标准工作组这四个工作组，负责专项议题初审。工作组由社标委领导，向符合资质的外部专家开放。决策层由主任担任召集人，采取公开投票、多数议决的方式，并进行有效披露。在执行层，由社会价值评估项目组（项目组）负责项目实施，收集并解答社顾委的建议和意见；整理重大议题的资料提交社专委审议；执行社标委决议；协同数据供应方和技术服务方开展评估生产等工作。图 18 反映的就是社会价值评估的工作原则。

图 18 社会价值评估的工作机制



截至 2018 年 10 月 31 日，社顾委成员 84 名，含 15 位外籍人士；社专委成员 33 名，含 3 位外籍人士；社标委成员 11 名，含 2 位外籍人士。全部成员均为无薪酬的专业志愿者，均需签署并遵循以公益性和专业性为核心的“荣誉准则”，及不谋私利、不干扰市场的“保密协议”。项目组按时间银行管理模式，统计专业志愿者对项目的贡献时长及其所创造的价值。

4.3 数据获取与重要时间节点

在利用评估模型发现“义利 99”之初，我们原本计划将全部 A 股上市公司作为评估对象。但由于发布 2016 年企业社会责任报告(可持续发展报告)的上市公司仅有 796 家，不足上市公司的 1/4。为此，我们选取了沪深 300 成分股作为评估的起点。沪深 300 成分股选样严格、运作成熟、样本股稳定性高、行业覆盖全、应用产品多，而且信息披露成熟度最高。其中发布企业社会责任报告(可

持续发展报告)的 242 家, 占比 81%; 在年报中简要披露社会福祉、环境保护有关信息的 58 家, 占比 19%。

数据的可获取性是支撑研究结果的前提。我们的数据库监测显示, 到 2017 年末, A 股上市公司数为 3467 家, 其中发布非财务信息报告(含企业社会责任、社会价值、可持续发展、ESG 报告等) 841 家, 占比 24%。如果对全 A 股进行社会价值量化评估, 数据完备度超过合格线(80%)的公司仅为 14%; 沪深 300 发布非财务信息专项报告的公司 243 家, 占比 81%。沪深 300 整体数据完备度为 80%。

信息披露不足是我们放弃全股、选取沪深 300 的主要原因。在对沪深 300 进行评估的过程中, 也遇到了数据来源有限、数据缺失、口径不统一、可用性不足等问题。数据完备度超过 80%的四级指标占 61%; 低于 80%的四级指标占 39%。为突破数据困境, 项目组采取了如下措施:

首先, 建立了社会价值数据库架构, 对数据定义、类型、性质、功能、来源、期限、质量和数据样本和标杆进行了详尽的需求界定, 并搭建出数据库雏形。

其次, 综合考虑了数据库规模、执行效率和利益冲突等因素, 选取了万得资讯作为定量指标数据的合作方; 签约了国泰安(30 人)作为简明定性指标数据的合作方; 选拔了社投盟及合作机构的骨干力量(10 人)进行复杂定性指标的数据检索。

再次, 制定了周密的分工协同计划。数据团队背对背检索、交叉验证, 先后进行了三次复核, 其中第三次是在明箱挑战下(专家在签署并遵循保密协议的情况下, 有权对任何排名提出复议并调阅该公司的全部数据)进行了复核。

最后，我们与监管当局、主流媒体和产业协会组织的信息进行了验证。在取得了资本市场规定披露的全部数据后，我们与国家环保部、国家安全生产监督管理委员会、国家税务总局、国家认证认可监督管理委员会以及各产业主管部门公开的数据库和黑名单等进行了印证，对主流媒体披露的负面信息进行了检索和分析。

尽管项目组已尽最大努力完成数据识别、搜集、清洗、分析和验证，但是四级指标的平均数据完备度仅为 80%（定量 100%、定性 64%）。更可惜的是，多家践行义利并举理念的上市公司，包括中华老字号企业，严重缺乏主动披露的意识和能力。由于自身信息缺失导致分数走低，最终无法登上“义利 99”榜单。

最后是我们的一些主要工作节点：

2017 年 10 月，首次建成了“可持续发展价值评估体系”（“3A 模型”）；同年 12 月，首次完成并发布了“上市公司可持续发展价值评估”报告（发现中国“义利 99”-A 股上市公司社会价值评估报告）；

2018 年 4 月，首次完成了“2014-2018 年上市公司股市表现回测及数据分析”；同年 9 月，与 Wind 金融终端合作首次发布“上市公司可持续发展价值评级”；同年 11 月，与 Wind 金融终端合作首次发布了实时性“义利 99 指数”。

2019 年 4 月，与博时基金合作首次完成了 3A 模型的量化测试报告；9 月 19 日，与北京大学国家发展研究院、博时基金合作启动了“可持续发展金融创新实验”项目，将以社会技术共创共建方式联合探索可持续发展金融的创新发展，致力于为公共政策的调整和资本市场的实践提供长期学术性支持；11 月 15 日，由社投盟提供数据、博时基金定制、中证指数公司发布了“中证可持续发展 100 指数”。

为提升数据完备度，社投盟先后与金融数据（万得）、环境数据（如 IPE）、专利数据（如德高行）、合规数据（如价值在线）等第三方数据服务方开展了合作。为提升生产力，社投盟与致一科技签署了合作协议，以自然语义分析技术开发创建了可持续发展价值数据平台，主要功能是数据检索、量化分析、知识呈现和用户交互，一期开发工作已于 2019 年 8 月完成。

总之，从 2016 年 10 月到目前，社投盟完成了从建模到回测，从发布报告到因子分析，从发布评级到指数上线，从开放数据库到开发基金产品的历程，并在博时基金、中证指数公司、上海证券交易所以及众多资产委托方的大力支持下，推出了全球首只可持续发展指数挂钩的 ETF 产品。

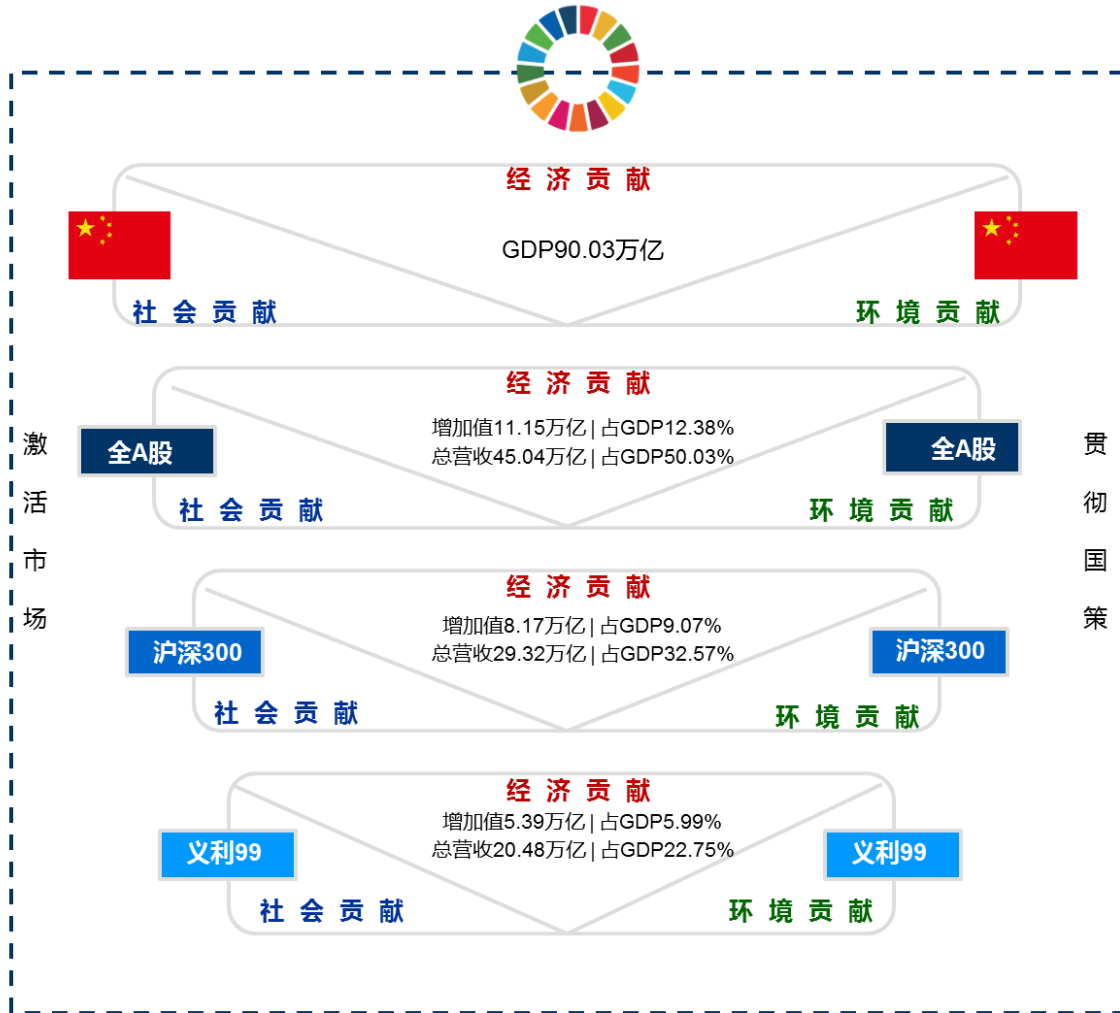
五、研究的结果

“义利 99”项目启动至今，社投盟已积累了六年的企业评估和分析数据，其中包括 2014 年至 2016 年的市场回测，以及 2017 年至 2019 年的市场实测。

从宏观经济角度看，“义利 99”作为从沪深 300 成分股优选出来的上市公司，具有鲜明的头部效应。如图 19 所示，2018 年中国 GDP 为 90.03 万亿元人民币。按营业收入计算，同期 A 股全部上市公司为 45.04 万亿元人民币，相当于 GDP 的 50.03%；沪深 300 成分股为 29.32 万亿元人民币，相当于 GDP 的 32.57%；“义利 99”上市公司为 20.48 万亿元人民币，相当于 GDP 的 22.75%。按收入法计算增加值，同期 A 股全部上市公司为 11.15 万亿元人民币，占 GDP 的 12.38%；沪深 300 成分股为 8.17 万亿元人民币，占 GDP 的 9.07%；“义利 99”上市公司为 5.39 万亿元人民币，占 GDP 的 5.99%。

正是基于 A 股上市公司和沪深 300 成分股在国民经济中的重要地位，从中遴选出经济-社会-环境综合价值最高的“义利 99”上市公司，也才具有示范效应，并起到不可或缺的引领作用。

图 19 “义利 99”上市公司与中国国民经济



5.1 义利 99 榜单画像

我们以 2018 年度“义利 99”排行榜（以 2018 年 6 月沪深 300 更新成分股为基准）作为样本，对这一群体的画像进行介绍。

1、“筛选子模型”评估结果：在沪深 300 成分股中，永泰能源、万达电影等 25 家上市公司由于违法违规、重大负面事件等原因被剔除（详见本文附录 2），占沪深 300 的 8.3%，其余 275 家上市公司进入量化评分环节。

2、“评分子模型”评估结果：2018 年排行榜十强为中国建筑（601668.SH）、农业银行（601288.SH）、龙蟒佰利（002601.SZ）、京东方 A（000725.SZ）、中国交建（601800.SH）、潍柴动力（000338.SZ）、中国联通（600050.SH）、中国神华（601088.SH）、上海石化（600688.SH）、万科 A（000002.SZ）。中国建筑（601668.SH）、农业银行（601288.SH）、京东方 A（000725.SZ）、中国神华（601088.SH）和上海石化（600688.SH）连续两年进入十强。完整榜单见表 12，详细评分见附录 3。

表 12 2018 年度 A 股上市公司社会价值义利 99 排行榜

排名	证券代码	证券简称	行业	对比 2017
1	601668.SH	中国建筑	工业	0→
2	601288.SH	农业银行	金融	7↑
3	002601.SZ	龙蟒佰利	原材料	新上榜
4	000725.SZ	京东方 A	信息技术	3↑
5	601800.SH	中国交建	工业	30↑
6	000338.SZ	潍柴动力	工业	22↑
7	600050.SH	中国联通	电信业务	10↑
8	601088.SH	中国神华	能源	-3↓
9	600688.SH	上海石化	能源	-3↓
10	000002.SZ	万科 A	地产	38↑
11	600068.SH	葛洲坝	工业	0→
12	600196.SH	复星医药	医药卫生	50↑
13	600900.SH	长江电力	公用事业	-11↓
14	600104.SH	上汽集团	可选消费	15↑
15	001979.SZ	招商蛇口	地产	43↑

排名	证券代码	证券简称	行业	对比 2017
16	601186.SH	中国铁建	工业	-6↓
17	600028.SH	中国石化	能源	-2↓
18	600690.SH	青岛海尔	可选消费	-10↓
19	601766.SH	中国中车	工业	38↑
20	600018.SH	上港集团	工业	20↑
21	601238.SH	广汽集团	可选消费	新上榜
22	601899.SH	紫金矿业	原材料	22↑
23	601618.SH	中国中冶	工业	-7↓
24	600887.SH	伊利股份	主要消费	8↑
25	000100.SZ	TCL 集团	可选消费	12↑
26	601988.SH	中国银行	金融	-2↓
27	601939.SH	建设银行	金融	6↑
28	600188.SH	兖州煤业	能源	25↑
29	600019.SH	宝钢股份	原材料	23↑
30	600498.SH	烽火通信	电信业务	-26↓
31	600008.SH	首创股份	公用事业	新上榜
32	601607.SH	上海医药	医药卫生	2↑
33	601111.SH	中国国航	工业	3↑
34	601688.SH	华泰证券	金融	新上榜
35	601998.SH	中信银行	金融	24↑
36	601318.SH	中国平安	金融	41↑
37	002202.SZ	金风科技	工业	-12↓
38	600016.SH	民生银行	金融	33↑
39	601857.SH	中国石油	能源	-21↓

排名	证券代码	证券简称	行业	对比 2017
40	600115.SH	东方航空	工业	10↑
41	601398.SH	工商银行	金融	-20↓
42	000776.SZ	广发证券	金融	56↑
43	601328.SH	交通银行	金融	-5↓
44	600015.SH	华夏银行	金融	-32↓
45	601877.SH	正泰电器	工业	-42↓
46	002142.SZ	宁波银行	金融	新上榜
47	000625.SZ	长安汽车	可选消费	-27↓
48	601669.SH	中国电建	工业	-34↓
49	600332.SH	白云山	医药卫生	新上榜
50	000001.SZ	平安银行	金融	-5↓
51	600029.SH	南方航空	工业	33↑
52	300070.SZ	碧水源	工业	新上榜
53	002594.SZ	比亚迪	可选消费	-27↓
54	002352.SZ	顺丰控股	工业	新上榜
55	002024.SZ	苏宁易购	可选消费	-25↓
56	000538.SZ	云南白药	医药卫生	19↑
57	000963.SZ	华东医药	医药卫生	新上榜
58	601012.SH	隆基股份	工业	新上榜
59	600089.SH	特变电工	工业	20↑
60	600011.SH	华能国际	公用事业	新上榜
61	601828.SH	美凯龙	工业	新上榜
62	600585.SH	海螺水泥	原材料	新上榜
63	600518.SH	康美药业	医药卫生	-24↓

排名	证券代码	证券简称	行业	对比 2017
64	002415.SZ	海康威视	信息技术	-9↓
65	601727.SH	上海电气	工业	-14↓
66	601211.SH	国泰君安	金融	21↑
67	601991.SH	大唐发电	公用事业	新上榜
68	000333.SZ	美的集团	可选消费	-19↓
69	601898.SH	中煤能源	能源	新上榜
70	600741.SH	华域汽车	可选消费	-10↓
71	000858.SZ	五粮液	主要消费	新上榜
72	600837.SH	海通证券	金融	新上榜
73	600031.SH	三一重工	工业	新上榜
74	600867.SH	通化东宝	医药卫生	新上榜
75	603799.SH	华友钴业	原材料	新上榜
76	601225.SH	陕西煤业	能源	-12↓
77	600276.SH	恒瑞医药	医药卫生	新上榜
78	601169.SH	北京银行	金融	-13↓
79	000423.SZ	东阿阿胶	医药卫生	16↑
80	300124.SZ	汇川技术	工业	-6↓
81	002236.SZ	大华股份	信息技术	4↑
82	601808.SH	中海油服	能源	新上榜
83	002241.SZ	歌尔股份	信息技术	6↑
84	600406.SH	国电南瑞	工业	-57↓
85	000895.SZ	双汇发展	主要消费	-29↓
86	601985.SH	中国核电	公用事业	-40↓
87	601788.SH	光大证券	金融	新上榜

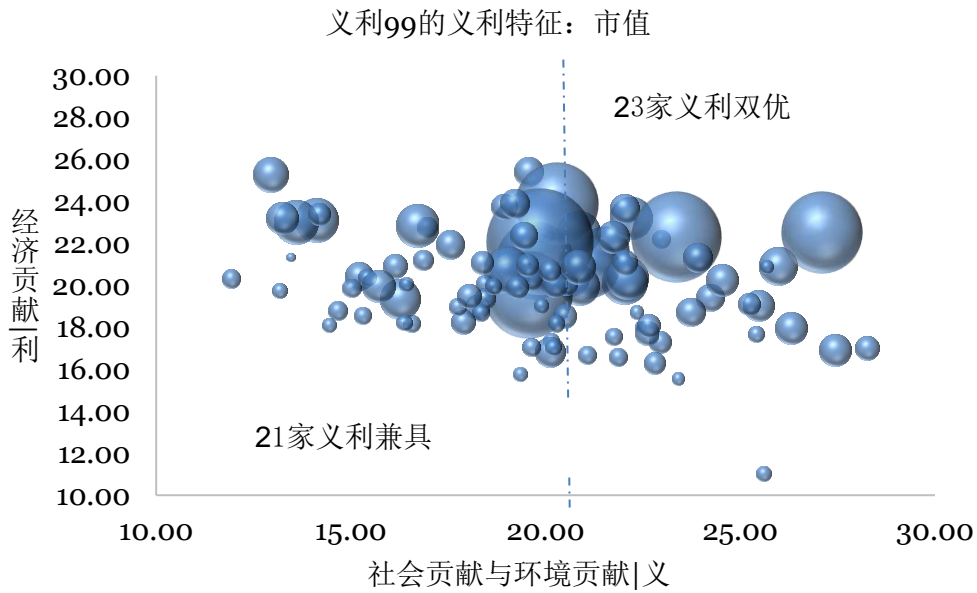
排名	证券代码	证券简称	行业	对比 2017
88	601818.SH	光大银行	金融	新上榜
89	601229.SH	上海银行	金融	-17↓
90	002008.SZ	大族激光	信息技术	新上榜
91	600271.SH	航天信息	信息技术	新上榜
92	601933.SH	永辉超市	主要消费	-10↓
93	300072.SZ	三聚环保	原材料	新上榜
94	600340.SH	华夏幸福	地产	新上榜
95	600176.SH	中国巨石	原材料	新上榜
96	601117.SH	中国化学	工业	-55↓
97	601601.SH	中国太保	金融	-11↓
98	002925.SZ	盈趣科技	可选消费	新上榜
99	600438.SH	通威股份	主要消费	新上榜

（注：行业分类采用中证指数有限公司行业一级分类，将金融地产拆分为两个行业）

3、义利属性：以效益|转化力下的社会贡献（满分 15 分）与环境贡献（满分 15 分）得分之和（30 分）为横轴，以经济贡献得分（满分 30 分）为纵轴，生成义利特征坐标图（见图 20）。球体位置代表相应上榜公司的义利坐标，球体大小代表其市值规模。

最后的结论是：99 家公司中，义利双优（义维和利维的得分都在 20 分以上）有 23 家；义较突出（义维得分在 20 分以上，利维得分在 20 分以下）有 27 家；利较突出（利维得分在 20 分以上，义维得分在 20 分以下）有 28 家，义利兼具的有 21 家（义维和利维的得分都在 20 分以下，但普遍与 20 分接近）。

图 20 义利 99 的义利特征图

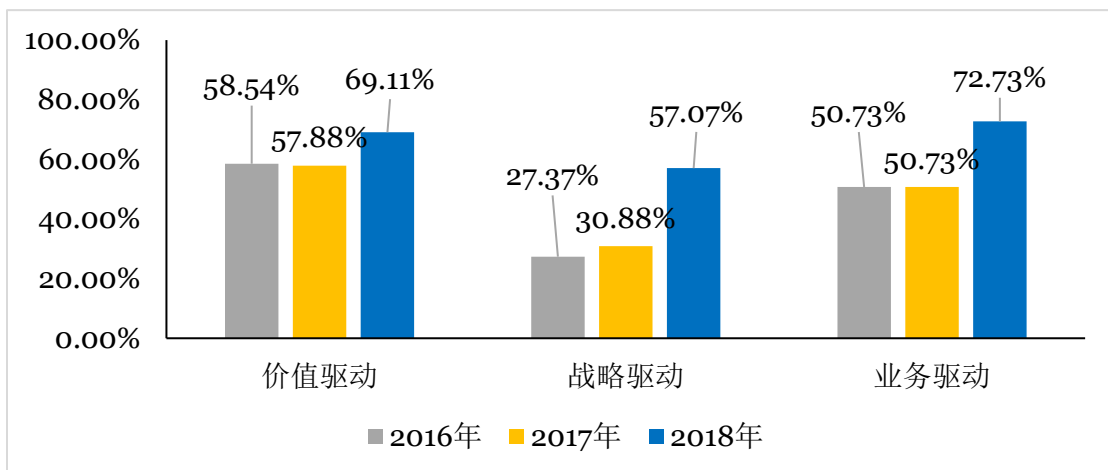


4、三力表现：“评分子模型”包括 3 个一级指标，即目标|驱动力、方式|创新力、效益|转化力。

首先看目标|驱动力。目标|驱动力下设 3 个二级指标，分别是价值驱动、战略驱动和业务驱动。

2018 年“义利 99”上榜公司 3 个指标的得分率分别为 69.11%、57.07%、72.73%。

图 21 目标|驱动力 2016-2018 年表现



对比 2017 年，战略驱动和业务驱动均有巨大的提升，提升幅度均超过 20 个百分点。分析结果显示，战略驱动得分率的提升有以下原因：第一，2018 年“义利 99”上榜公司的战略目标更加契合联合国可持续发展目标和适应“创新、协调、绿色、开放、共享”的五大发展理念；第二，战略规划更加符合“追求商业利益的同时，提升社会福祉、加强环境保护”的社会价值核心主张；第三，受益于证监会和两大交易所在监管政策上的激励与约束，2018 年非财务信息披露在规模和质量上均有较大提升。

业务驱动从 50.73%（2016 年）升至 72.73%（2018 年），提高了 22 个百分点。我们发现：2018 年上榜公司的主营业务定位更加契合社会价值核心主张，服务受众也更加侧重六大板块（绿色农业、智能制造、普惠金融、健康养老、公平教育、环保能源）和两大主题（可持续发展、扶贫助弱）。

总体来看，2018 年“义利 99”的目标|驱动力平均得分率为 66.60%，比 2017 年（47.57%）整体高了 19.03 个百分点。

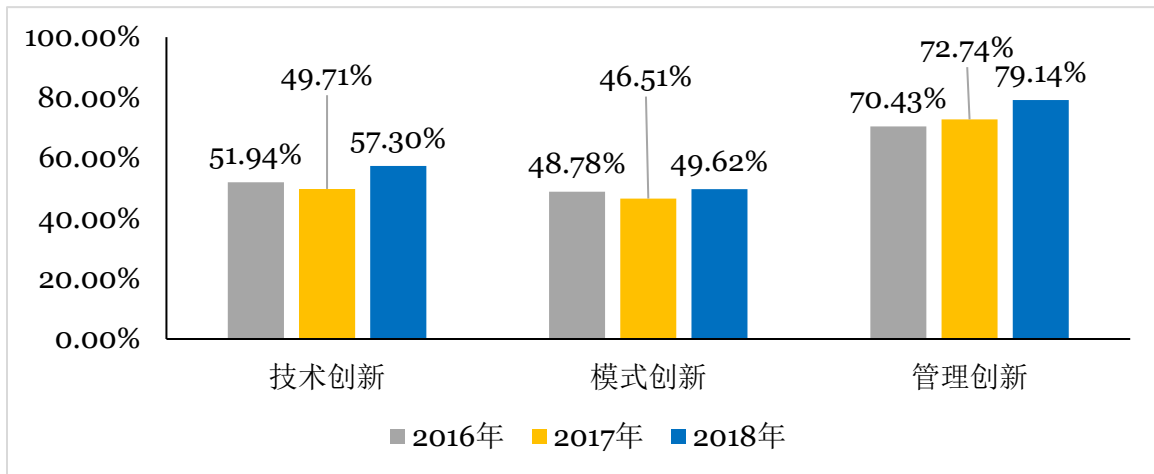
接着看方式|创新力。

方式|创新力下设 3 个二级指标，分别是技术创新、模式创新和管理创新。2018 年“义利 99”上榜公司 3 个指标的得分率分别为 57.30%、49.62%、79.14%，均比 2017 年有所提升，其中管理创新得分率再创新高。上榜公司在参与机制、披露机制、激励机制、风控机制等在内的管理机制方面较为完善，相对而言，包括研发能力与产品服务在内的技术创新，包括商业模式和业态影响在内的模式创新尽管处于上升的态势，仍较薄弱。在管理创新方面，得益于越来越完善的企业内控机制与信息披露机制，2018 年的得分率高达 79.14%，比 2017 年提升了 6.4 个百分点。在技术创新方面，

得益于上榜公司的产品与服务更具社会价值创新因素（绿色的、普惠的、安全的、健康的、便民的），2018 年比 2017 年提升了 7.59 个百分点。

总体来看，2018 年“义利 99”的方式|创新力平均得分率为 65.43%，比 2017 年（59.77%）高了 5.66 个百分点。

图 22 方式|创新力 2016-2018 年表现



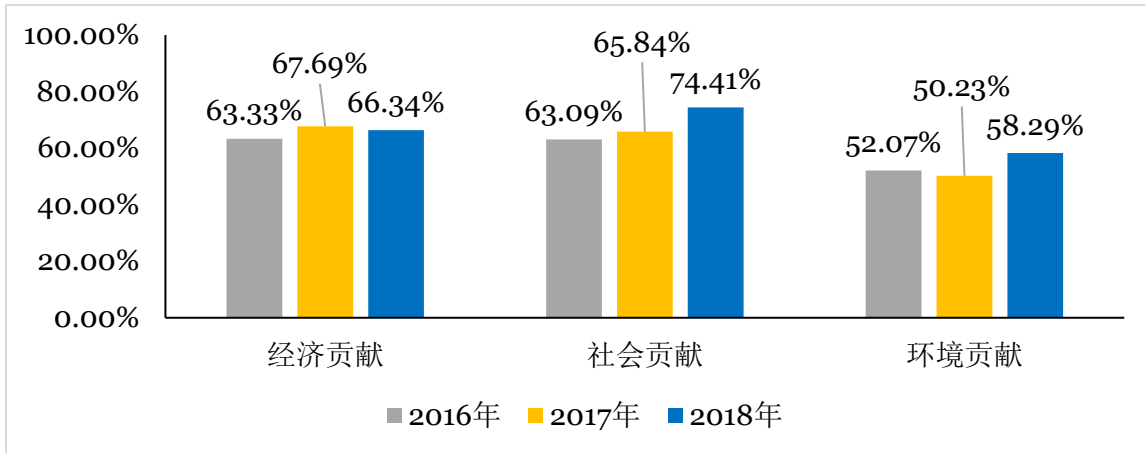
最后看效益|转化力。

效益|转化力下设 3 个二级指标，分别是经济贡献、社会贡献和环境贡献。2018 年“义利 99”上榜公司 3 个指标的得分率分别为 66.34%、74.41%、58.29%。与 2017 年相比，社会贡献与环境贡献有明显增长，经济贡献小幅下降。

社会贡献过去三年呈提升趋势，2018 年的社会贡献得分率比 2017 年高 8.57 个百分点。环境贡献也有较大的增长，比 2017 年提高了 8.06 个百分点。虽然环境贡献同比有显著增长，但与经济、社会贡献相比，仍有较大的增长空间。

总体来看，2018年“义利99”的效益|转化力平均得分率为66.35%，比2017年（62.91%）高3.44个百分点。

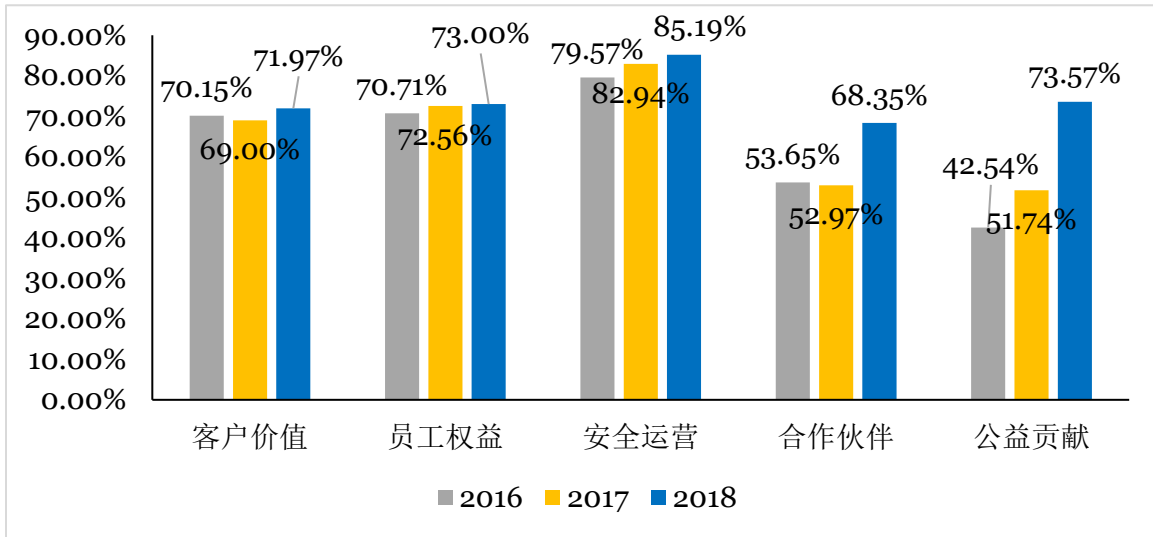
图 23 效益|转化力 2016-2018 年表现



5、义维特征：效益|转化力考察评估对象所创造的经济、社会和环境综合贡献，该部分权重占义利99社会价值评估值的60%。其中“经济贡献”评估财务效益，“社会贡献”评估社会福祉，“环境贡献”评估生态保护。我们借助对“社会贡献”和“环境贡献”的分析结果揭示“义维表现”。

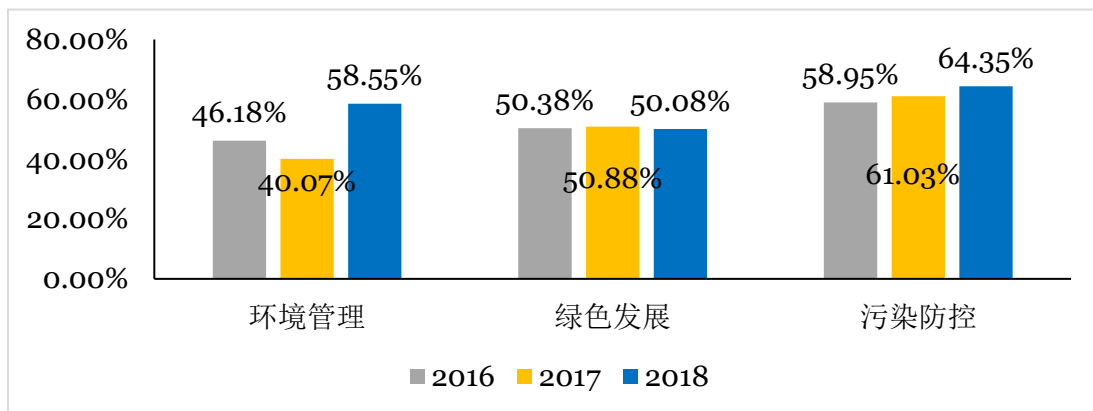
社会贡献下设5个四级指标：客户价值、员工权益、安全运营、合作伙伴和公益贡献。2018年“义利99”上榜公司在五个指标的表现均比2017年有所提升。合作伙伴和公益贡献的提升尤为明显，分别比2017年提高了15.38和21.83个百分点。数据显示，合作伙伴和公益贡献的提升一方面是由于公司更加关注供应商的社会责任履行情况，更加崇尚公平运营；另一方面是由于上榜公司加大了公益投入的力度，公益活动更丰富、更具多样性，促进了社区可持续发展的能力建设。

图 24 社会贡献指标 2016-2018 年表现



环境贡献下设 3 个四级指标：环境管理、绿色发展和污染防控。2018 年“义利 99”上榜公司的环境管理得分有明显提升。具体分析来看，“义利 99”上榜公司的绿色发展水平近三年基本持平，污染防控缓慢提升。值得关注的是，环境管理指标有巨大的提升，2018 年“义利 99”上榜公司的得分率是 58.55%，比 2017 年提升了 18.48 个百分点。获得如此巨大的提升主要是由于上榜公司在两个方面上做出的努力，一是环保违规事件的减少，二是环境管理体系的完善与实施效果的提升。

图 25 环境贡献指标 2016-2018 年表现



6、利维特征：我们借助对“经济贡献”分析结果揭示“利维表现”，从行业分析、资产规模、营收规模、纳税总额、市值规模、所有制结构等方面描绘利维特征的基本画像。主要结论是为：义利 99 公司中，工业、金融占主导，资产规模集中在 100-10,000 亿元之间，营收千亿元以上占比约四成，纳税额超十亿元居多，市值超千亿元占比逾五成，国有企业占比逾六成，上市地以主板为主、上交所居多。详见图 26-32 所示。

图 26 2016-2018 年“义利 99”行业分布

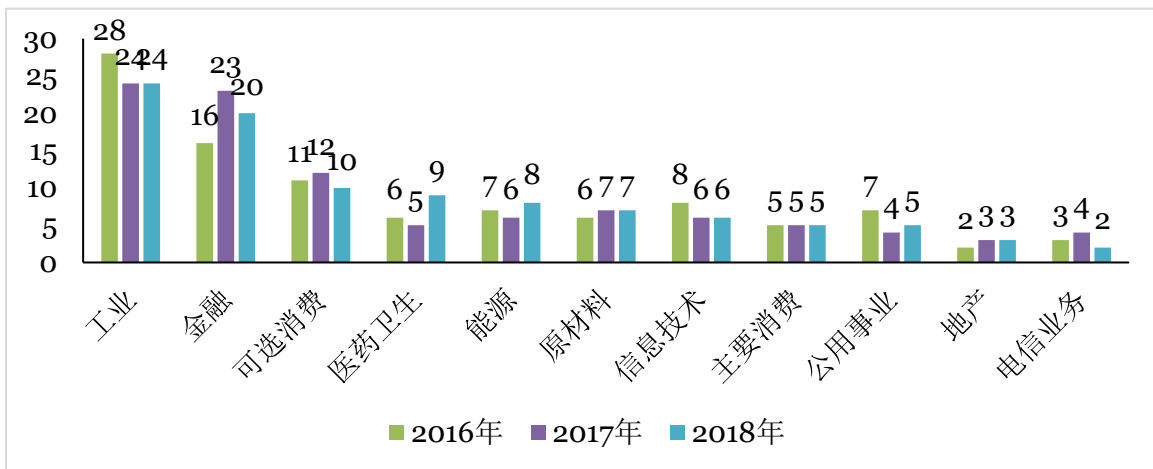


图 27 2016-2018 年“义利 99”资产规模分布

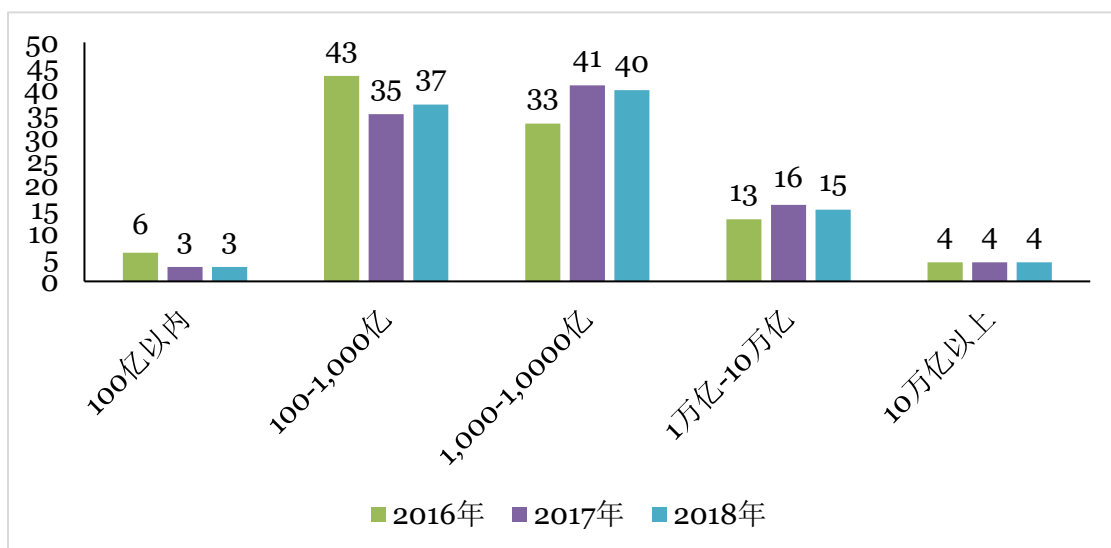


图 28 2016-2018 年“义利 99”营收规模分布

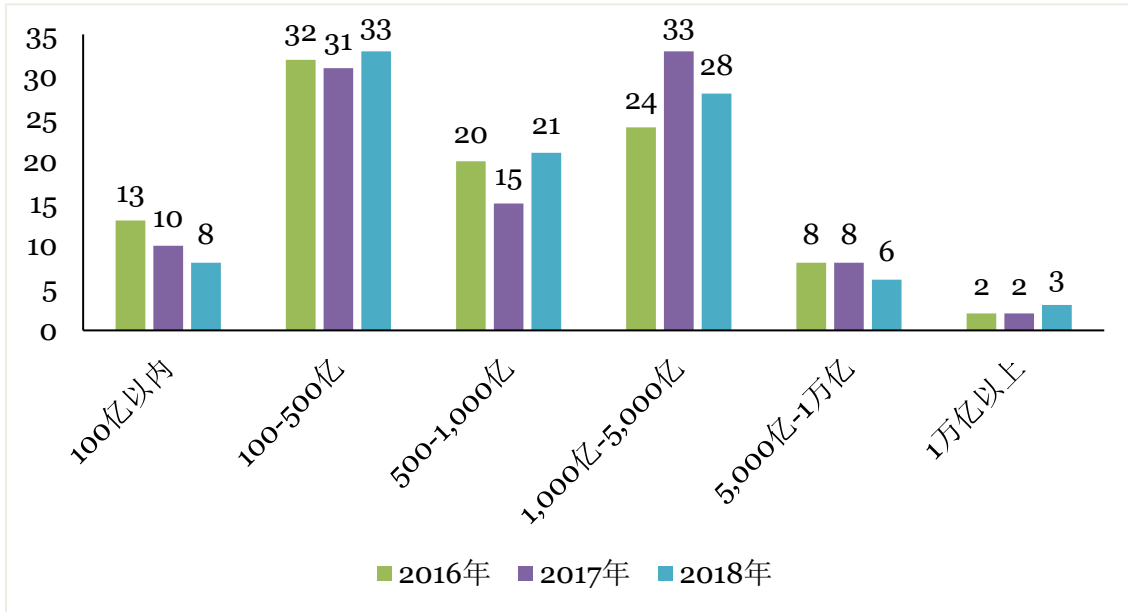


图 29 2016-2018 年“义利 99”纳税规模分布

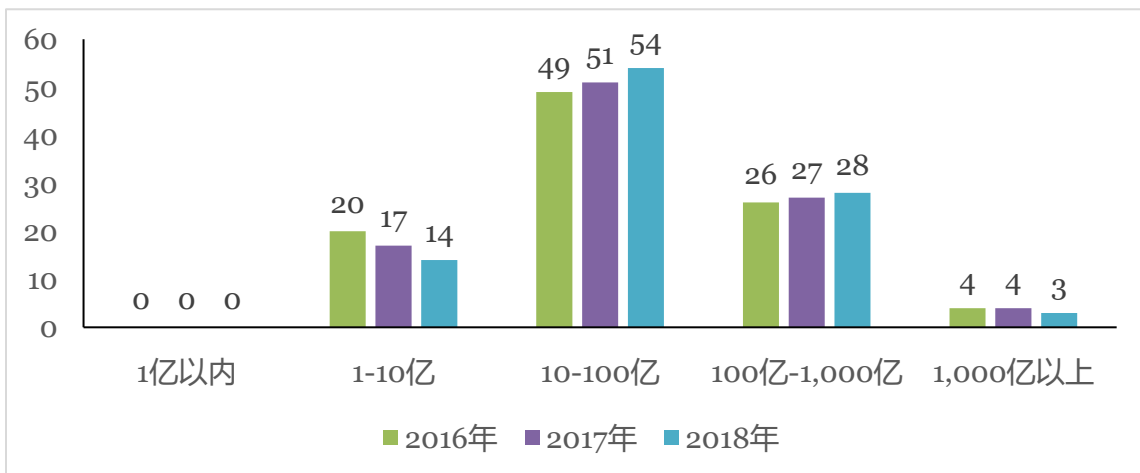


图 30 2016-2018 年“义利 99”市值分布

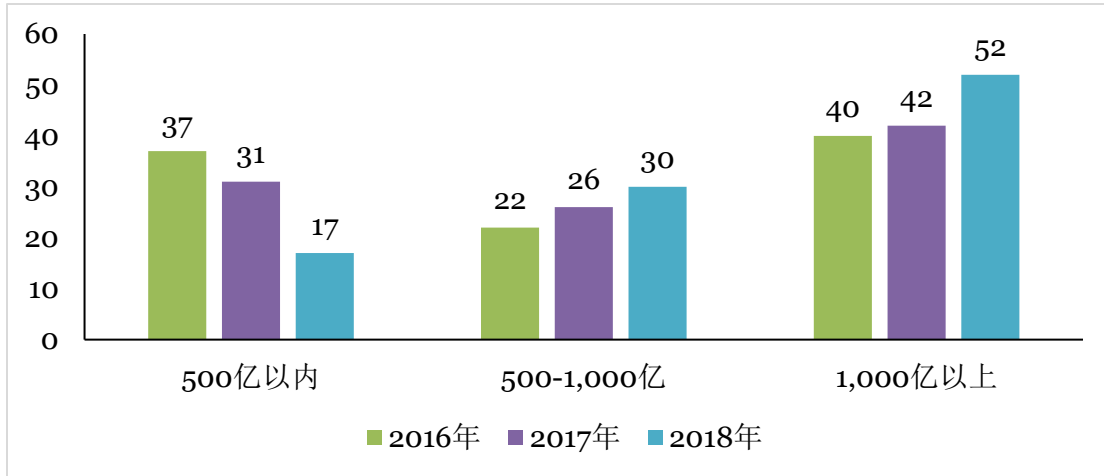


图 31 2016-2018 年“义利 99”所有制分类

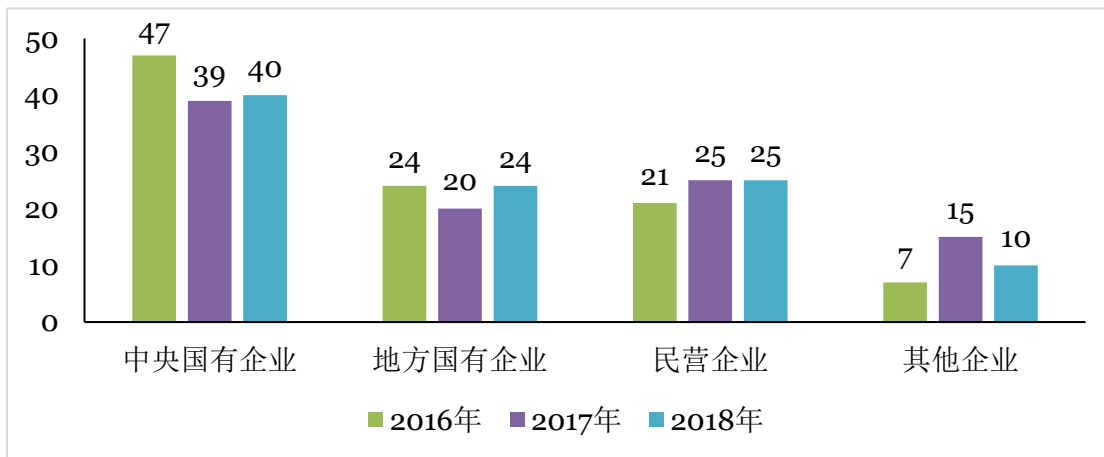
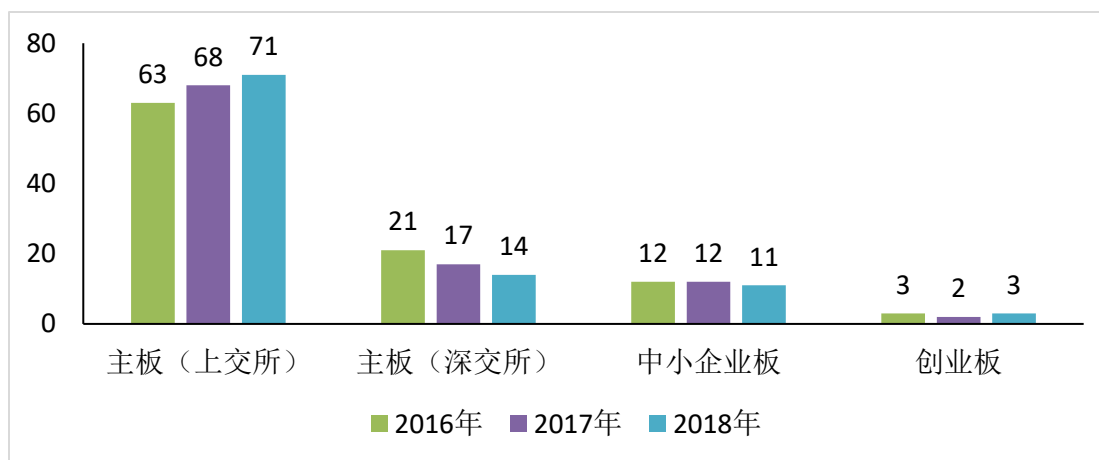


图 3 2016-2018 年“义利 99”交易场所与板块分布



5.2 义利 99 与沪深 300 的社会价值比较

2018 年“义利 99”总得分 6544 分，比上年高出 556.31 分；平均分 66.10 分，比上年高出 5.62 分，增幅达 9.29%。沪深 300 总得分 16699.89 分，比上年高出 1781.72 分；平均分 55.67，比上年高出 5.94 分，增幅达 11.94%。如表 13 所示。

表 13 义利 99 与沪深 300 对比

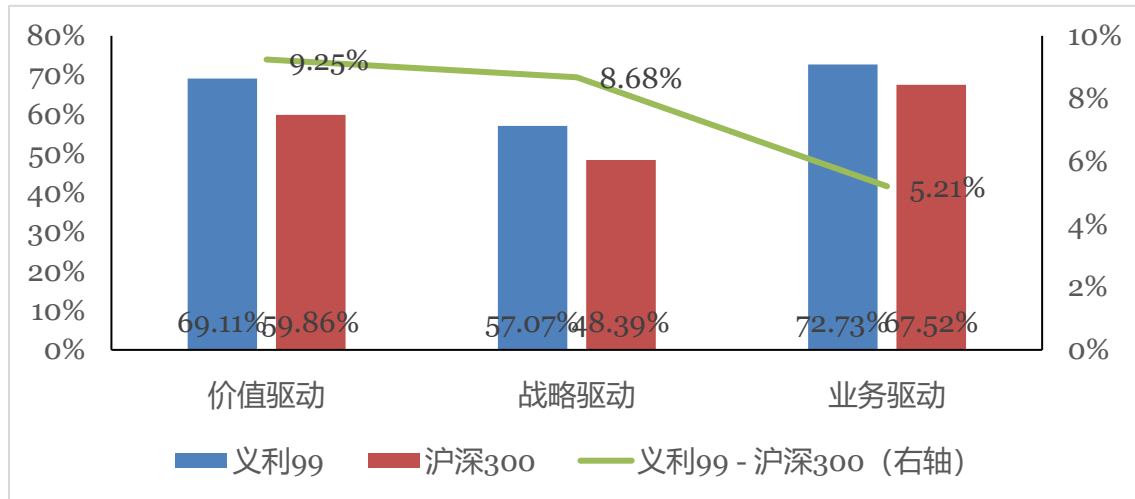
	社会价值总分合计	社会价值平均分数	目标 驱动力评分合计	目标 驱动力平均分数	方式 创新力评分合计	方式 创新力平均分数	效益 转化力评分合计	效益 转化力平均分数
义利99	6544.00	66.10	659.17	6.66	1943.73	19.63	3941.10	39.81
沪深300	16699.89	55.67	1761.50	5.87	4939.42	16.46	9998.97	33.33
义利99/沪深300	39.19%	1.19	37.42%	1.13	39.35%	1.19	39.42%	1.19
义利99（同比）	556.31	9.29%	183.47	38.57%	168.63	9.50%	204.21	5.46%
沪深300（同比）	1781.72	11.94%	614.61	53.59%	572.26	13.10%	594.84	6.33%

在我们了解了“义利 99”群体画像及过去 3 年的走势后，接下来我们将“义利 99”与沪深 300 从目标|驱动力、方式|创新力、效益|转化力三个维度进行横向对比。我们主要仍然基于 2018 年的数据进行分析。

2018年“义利99”在3个一级指标（目标|驱动力、方式|创新力、效益|转化力）、9个二级指标（价值驱动、战略驱动、业务驱动、技术创新、模式创新、管理创新、经济贡献、社会贡献、环境贡献）的得分率与2017年情况类似，全面超越沪深300。

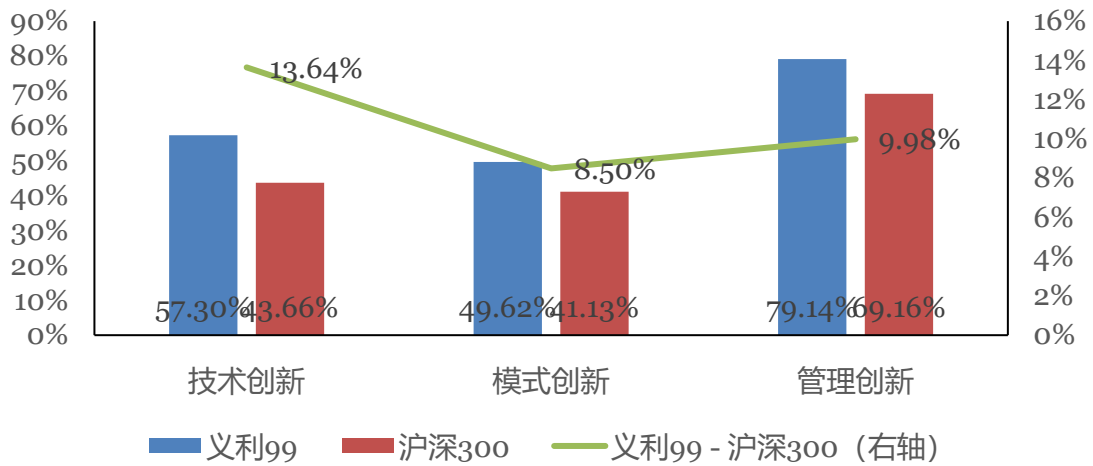
从目标|驱动力来看，“义利99”在价值驱动、战略驱动和业务驱动的得分率均高于沪深300。“义利99”在价值驱动和业务驱动得分率均超60%。在战略驱动方面，“义利99”和沪深300得分均较低。分析数据显示，上市公司普遍欠缺义利并举的战略目标，缺乏中长期可持续发展规划。见图33。

图33 目标|驱动力对比



从方式|创新力来看，“义利99”在技术创新、模式创新和管理创新的得分率均高于沪深300。特别显著的是2018年“义利99”的技术创新得分率为57.30%，比沪深300高13.64%，体现了“义利99”显著的社会价值创新属性（绿色的、普惠的、安全的、健康的、便民的）。2018年“义利99”的管理创新表现也较好，其得分率为79.14%，比沪深300整体高了近10个百分点，上榜公司在参与机制、披露机制、激励机制和风控机制方面均有出色表现。

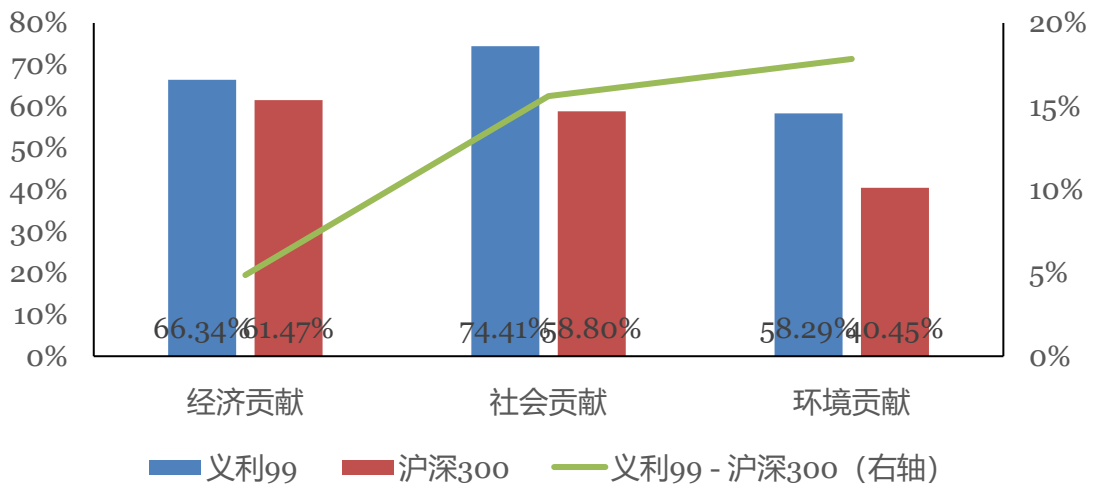
图 34 方式|创新力对比



从效益|转化力来看，“义利 99”在经济贡献、社会贡献和环境贡献的得分率均高于沪深 300。

2018 年“义利 99”与沪深 300 的经济贡献差距较小，仅有 4.87 个百分点，但是社会贡献和环境贡献的差距巨大，“义利 99”均比沪深 300 高 15 个百分点以上。值得注意的是，“义利 99”与沪深 300 的环境贡献得分率均未达 60%，上市公司在环境管理、绿色发展和污染防控方面均有较大提升空间。

图 35 效益|转化力对比



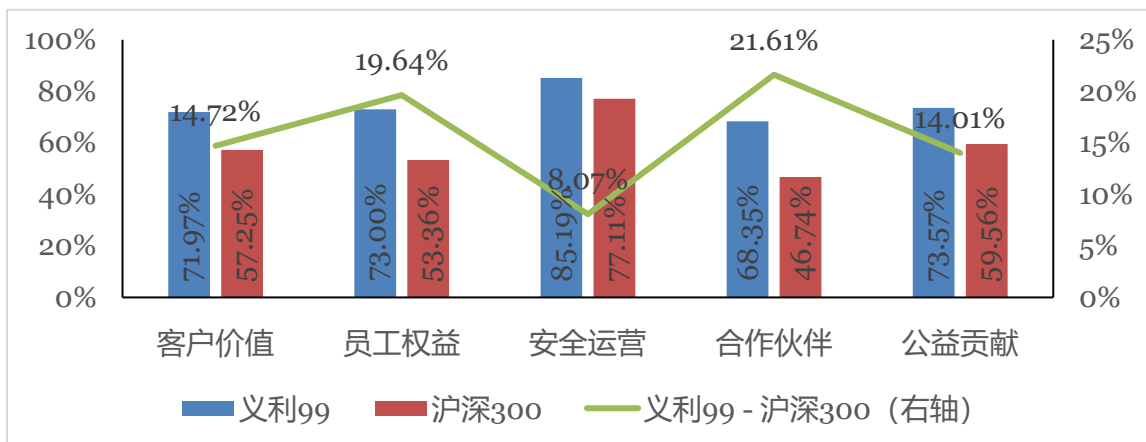
在对三力进行了对比之后，我们接下来从义维和利维两个角度对“义利 99”和沪深 300 再进行一些比较。

【义维对比】

义维分为社会贡献和环境贡献两个方面。社会贡献体现在客户价值、员工权益、安全运营、合作伙伴和公益贡献 5 个指标上。

2018 年“义利 99”在除安全运营的 4 个方面均领先沪深 300 超过 10 个百分点，体现出显著的比较优势。从得分率来看，安全运营的得分率最高，2018 年“义利 99”与沪深 300 分别为 85.19%、77.11%；合作伙伴得分率偏低，“义利 99”与沪深 300 分别为 68.35%与 46.74%；客户价值、员工权益与公益贡献居中。这说明以“义利 99”为代表的上市公司，较为关注安全管理和事故处理，但是对于利益相关方的合作关系及公平运营尚有缺憾。从差值来看，2018 年“义利 99”与沪深 300 差距最小的是安全运营，为 8.07 个百分点，这说明上市公司普遍重视安全管理。差距最大的是合作伙伴，达 21.61 个百分点，这说明“义利 99”为代表的上市公司更重视与合作伙伴的关系管理。如图 36 所示。

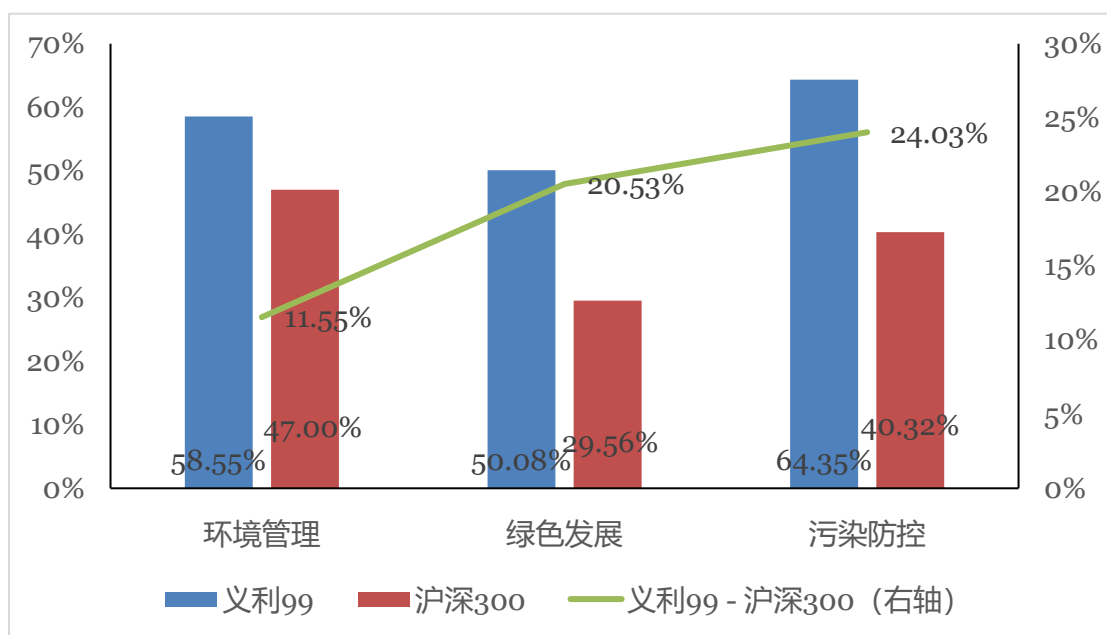
图 36 义利 99 与沪深 300 的社会贡献对比



环境贡献体现在环境管理、绿色发展和污染防控 3 个方面。

2018 年“义利 99”在这 3 个方面均领先于沪深 300，体现出显著的比较优势。具体来看，污染防控的得分率最高，2018 年“义利 99”与沪深 300 分别为 64.35%和 40.32%，相差 24.03 个百分点；绿色发展得分率偏低，分别为 50.08%与 29.56%，相差 20.53 个百分点。这说明以“义利 99”为代表的上市公司，在三废减排与应对气候变化等领域做出了切实努力，但在能源、水资源、物料消耗的管理方面有待加强，还未将绿色理念融入生产经营中。如图 37 所示。

图 37 义利 99 与沪深 300 的环境贡献对比



【利维对比】

关于利维，我们从行业、资产规模、营收规模、利润总额、市值、所有制结构、上市地等方面进行对比。

在 2018 年“义利 99”上榜公司中，工业、金融、医药卫生、能源、主要消费和公用事业 6 个行业的占比高于沪深 300；可选消费、原材料、信息技术和地产在“义利 99”中占比低于沪深 300；电信业务在“义利 99”与沪深 300 中占比一样，均为 2%。

在资产规模方面，“义利 99”上榜公司中总资产在 1,000 亿元以上的占比 59%，比沪深 300 多 20 个百分点。

在营收规模上，“义利 99”上榜公司中营收规模在 1000 亿以上的占比 37%，比沪深 300 多 18 个百分点。

在纳税总额上，“义利 99”上榜公司中纳税总额在 10 亿以上的占比高达 86%，比沪深 300 多 24 个百分点。2018 年，“义利 99”中纳税总额在 10-100 亿之间的上榜公司共 54 家；纳税超 1,000 亿的上榜公司共 3 家。从纳税总额看，近三年“义利 99”中分别有 79、82、85 家超 10 亿纳税，呈上升趋势。

在市值上，“义利 99”上榜公司中总市值在 1000 亿以上的占比 53%，比沪深 300 多 28 个百分点。

从所有制结构看，“义利 99”上榜公司中国企业占比 64%，比沪深 300 多 11 个百分点。国有企业现阶段在社会价值创造方面做出了表率，但不可否认的是民营企业在社会价值创造方面亦不乏佼佼者。

从上市地来看，“义利 99”上榜公司中来自上交所的占 72%，比沪深 300（62%）多 10 个百分点，对应的来自深交所的上市公司比沪深 300 少 10 个百分点。主要的差距来自中小企业板，“义利 99”中来自中小企业板的占 11%，比沪深 300（17%）少 6 个百分点，

分析显示，无论在经济效益方面，还是在社会福祉和环境保护方面，“义利99”都全面优于沪深300。同时，“义利99”的平均总资产、平均营收、平均纳税总额、平均市值均比沪深300高，其中平均总资产、平均营收、平均纳税总额是沪深300的2倍以上，平均市值是沪深300的1.86倍。此外，相对于沪深300，“义利99”中国企较多，上交所上市公司较多。

以上内容，如图38-45所示。

图 38 2018 年行业分布对比

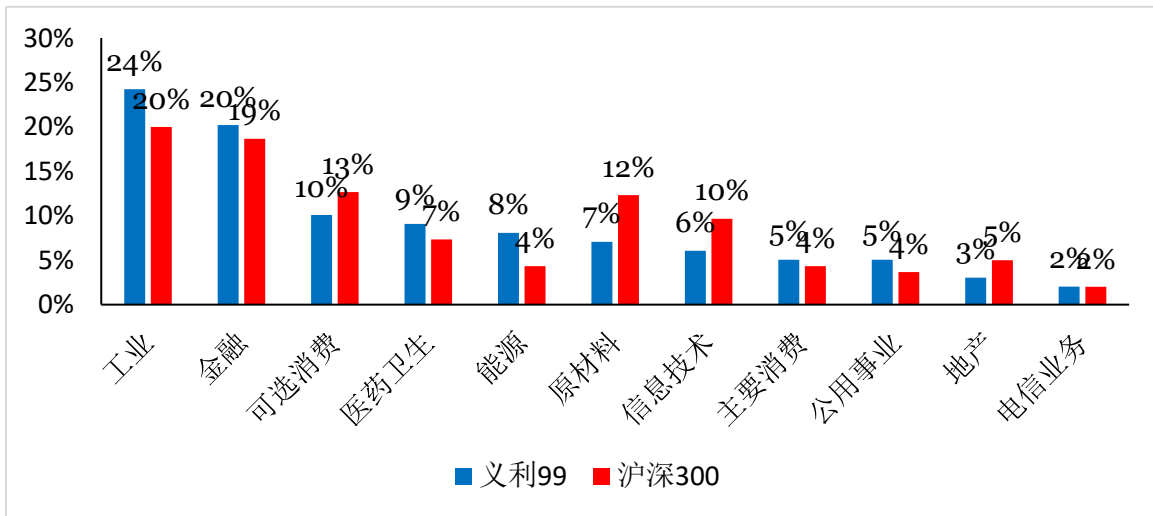


图 39 2018 年资产规模分布对比

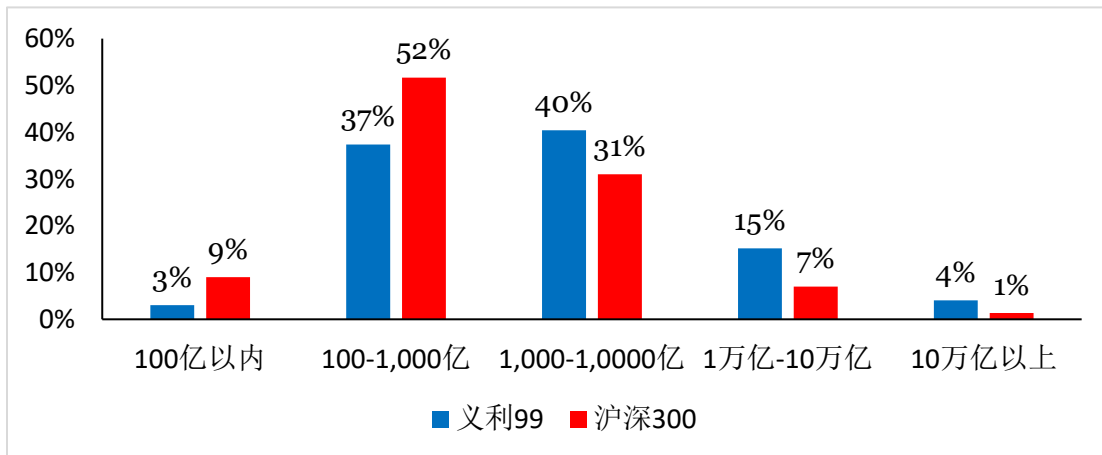


图 40 2018 年营收规模分布对比

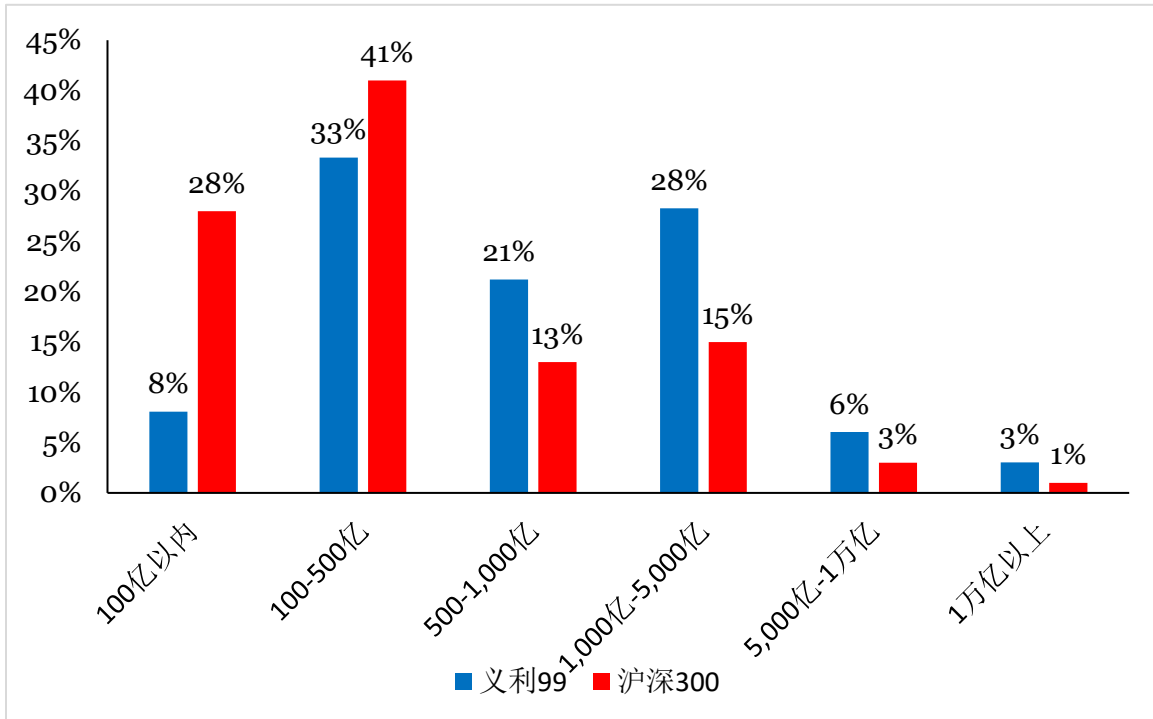


图 41 2018 年纳税规模比例对比

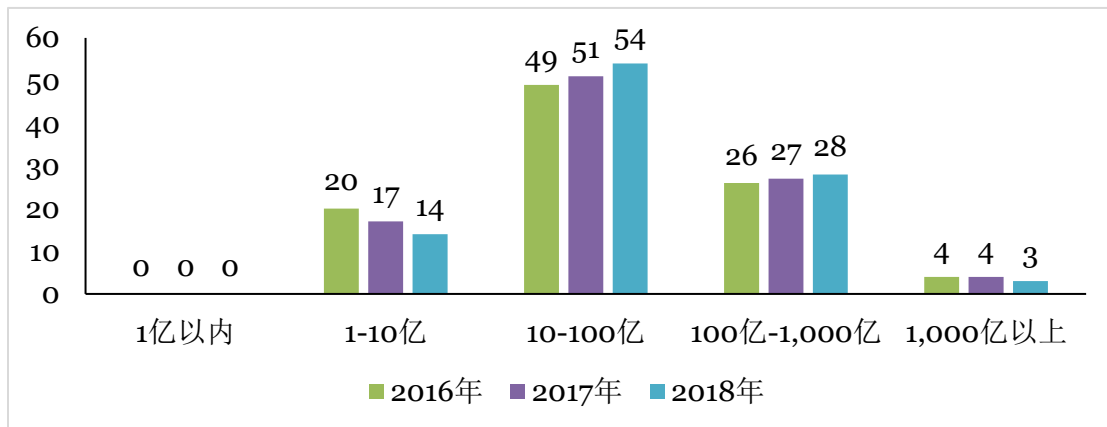


图 42 2018 年纳税规模比例对比

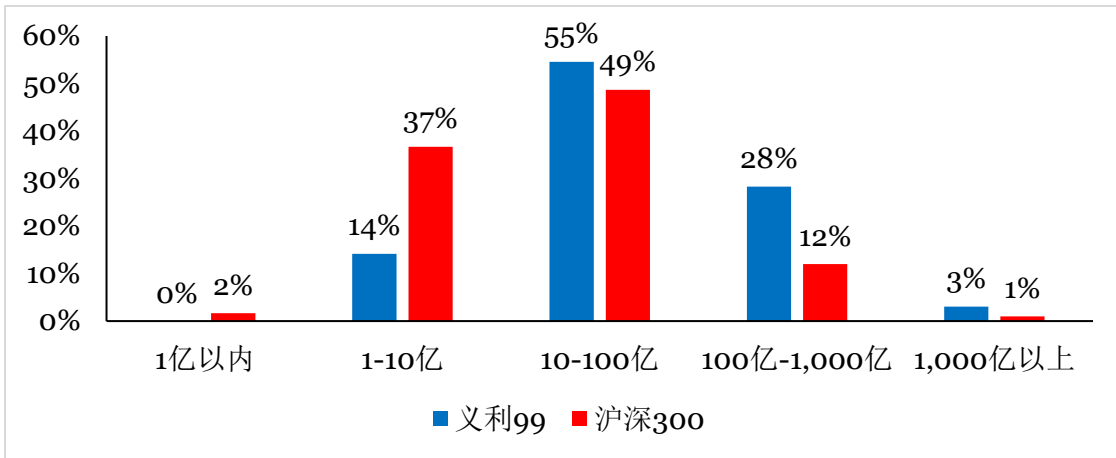


图 43 2018 年市值分布比例对比

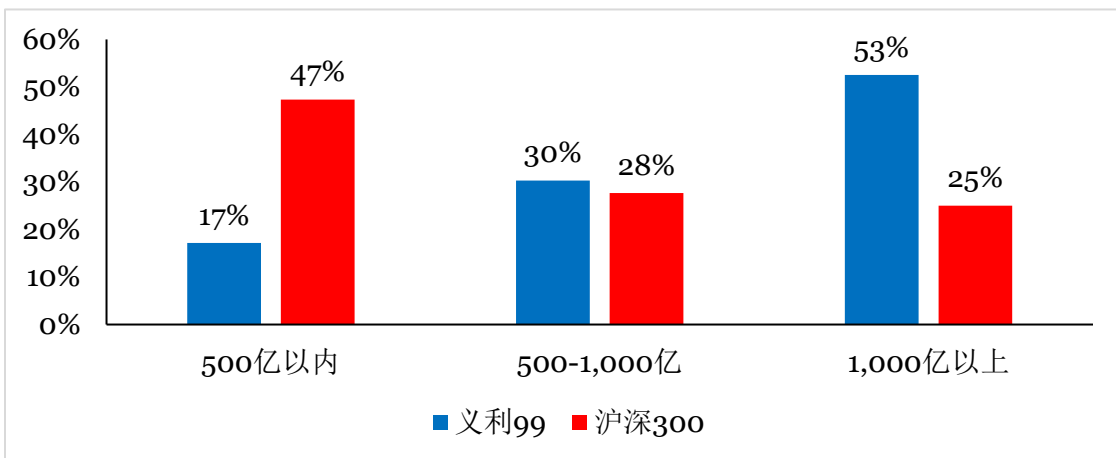


图 44 2018 年所有制分类对比

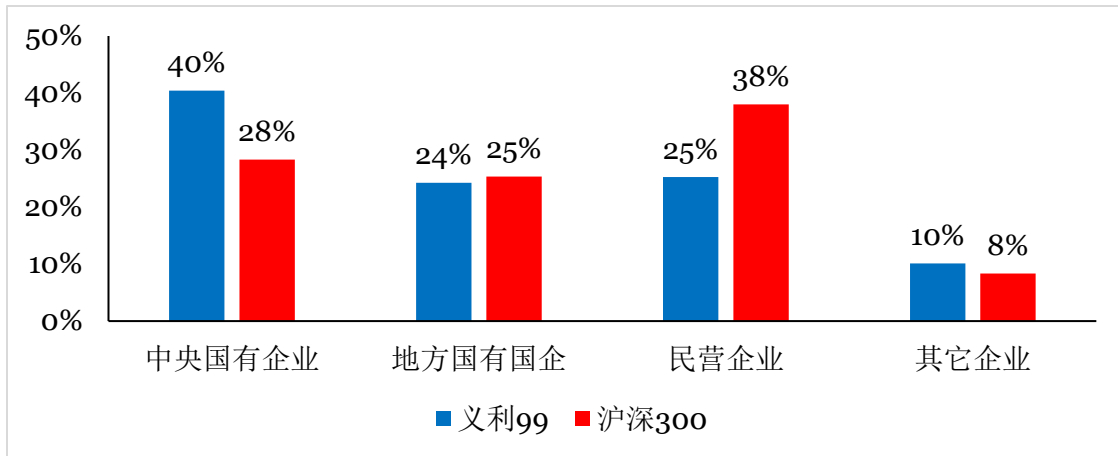
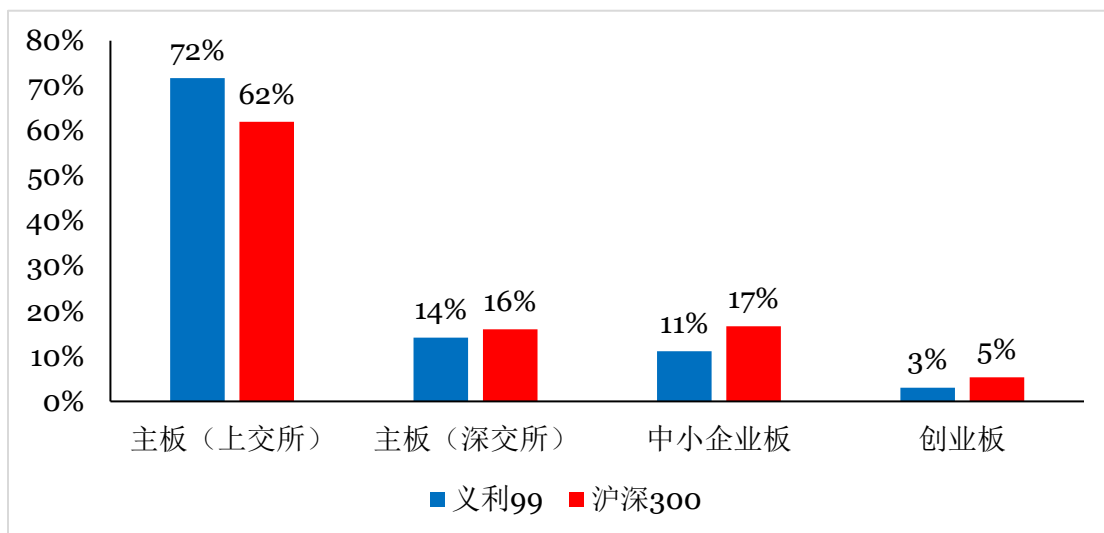


图 45 2018 年交易场所与上市板块对比



5.3 义利 99、可持续发展 100 指数与沪深 300 指数的对比

【基准对比】

义利 99 指数为全收益指数，沪深 300 全收益指数作为业绩比较基准。从 2013 年 12 月 16 日（基期）到 2015 年 6 月 12 日，义利 99 指数与沪深 300（全收益）的走势基本一致。2015 年 6 月 12 日之后，义利 99 指数的累计涨幅一直高于沪深 300（全收益），在 2018 年 2 月 6 日差距最大，高达 50.48 个百分点；此后，义利 99 指数与沪深 300（全收益）的累计涨幅的差距保持在 35 个百

分点左右。截至 2018 年 10 月 31 日，义利 99 指数的累计涨幅达 86.03%，同期沪深 300（全收益）的累计涨幅为 48.26%，义利 99 指数的累计涨幅比沪深 300 高 37.77 个百分点。如图 46 所示。

图 46 义利 99 指数基准对比



从基期至 2018 年 10 月 31 日，义利 99 指数最大回撤率比沪深 300（全收益）低 6 个百分点，年化收益率高 7 个百分点，年化波动率低 1 个百分点，夏普比率高 0.2。从回测结果看，义利 99 比沪深 300（全收益）收益高、风险小。

表 14 义利 99 与沪深 300 的指标对比

指标	最大回撤率 (%)	年化收益率 (%)	年化波动率 (%)	夏普比率
义利 99	-40.46	18.18	23.67	0.62
沪深 300 (全收益)	-46.06	11.30	24.42	0.42

在回测期的 19 个季度中，有 15 个季度义利 99 指数的涨幅高于沪深 300（全收益），占季度总数的 78.95%。有 4 个季度义利 99 指数的涨幅低于沪深 300（全收益），分别是 2014 年三季度、2015 年一季度、四季度与 2018 年一季度。2014 年四季度，义利 99 指数的季度涨幅与沪深 300（全收益）的差距最大，达 5.82 个百分点。2015 年一季度，义利 99 指数的季度涨幅比沪深 300 低 4.16 个百分点。见表 15。

表 15 义利 99 指数与沪深 300（全收益）季度涨幅

年份	季度	义利 99 涨幅	沪深 300（全收益）涨幅	差值
2014	1	-6.81%	-7.87%	1.06%
	2	2.34%	2.16%	0.18%
	3	10.98%	14.83%	-3.85%
	4	50.02%	44.20%	5.82%
2015	1	10.51%	14.67%	-4.16%
	2	11.90%	11.12%	0.78%
	3	-23.27%	-27.79%	4.52%
	4	14.23%	16.52%	-2.29%
2016	1	-11.01%	-13.72%	2.71%
	2	-0.48%	-1.09%	0.61%
	3	6.98%	4.49%	2.49%
	4	4.03%	1.76%	2.27%
2017	1	6.49%	4.44%	2.06%
	2	11.88%	6.99%	4.89%
	3	6.17%	5.83%	0.34%
	4	7.37%	5.08%	2.29%
2018	1	-3.96%	-3.27%	-0.70%
	2	-8.91%	-9.05%	0.14%
	3	1.76%	-0.91%	2.67%

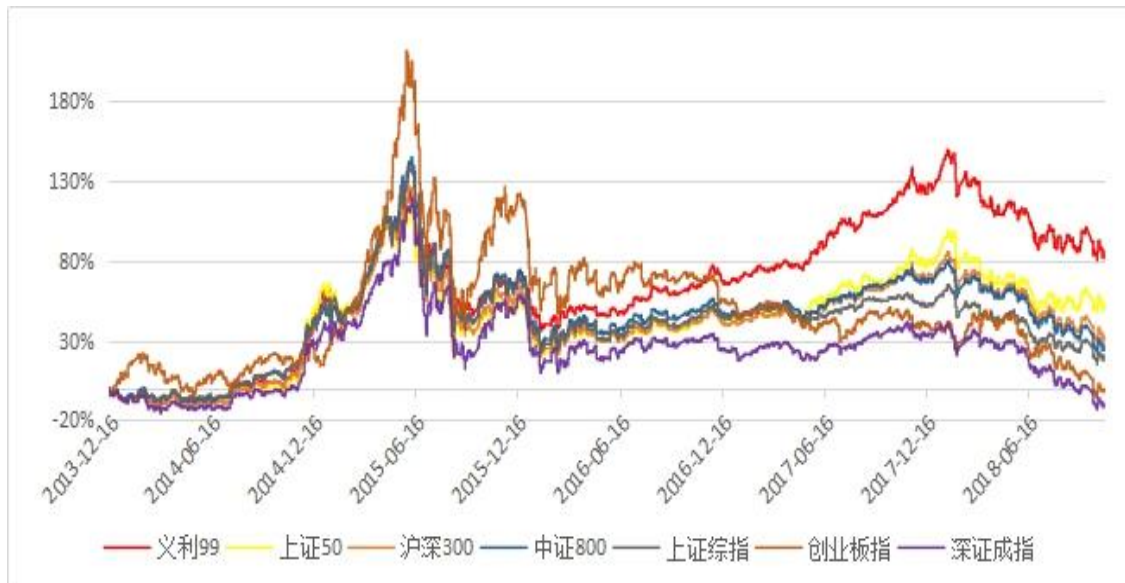
除了沪深 300（全收益）之外，在 58 个月的回测期间，义利 99 指数还跑赢了上证 50、沪深 300、中证 800、上证综指、创业板指和深证成指等 A 股主流指数，且累计涨幅的差距不断拉大。

截至 2018 年 10 月 31 日，义利 99 指数累计涨幅达 86.03%，同期上证 50 为 52.96%，沪深 300

为 33.19%，中证 800 为 27.01%，上证综指为 20.45%，创业板指为-0.34%，深证成指为-9.55%。

“义利 99”累计涨幅分别比上证 50、沪深 300、中证 800、上证综指、创业板指、深证成指高出 33.08%、52.84%、59.02%、65.58%、86.38%、95.58%。这一指数的横向对比在一定程度上验证了“3A 模型”有较强的价值发现能力。在 2013 年到 2016 年之间，市场表现最好的是创业板指数，但 2015 年股灾后创业板泡沫破裂。自 2016 年以来，投资者不再仅仅关注上市公司的经济效益或财务表现，也开始青睐于那些贡献社会福祉和环境保护的上市公司。见图 47。

图 47 义利 99 指数与沪深指数的横向对比



【内部对比】

我们还按社会价值评分将沪深 300 成分股分为三组，按自由流通市值分级靠档加权的方式再增加编制“中间 99”与“倒数 99”两只模拟指数。截至 2018 年 10 月 31 日，义利 99 指数累计涨幅达 86.03%，“中间 99”为 25.73%，“倒数 99”为 15.66%。2013 年 12 月至 2016 年 1 月，3 只指数的走势区分不明显，互有优劣；2016 年 2 月以来，义利 99 指数与“中间 99”、“倒数 99”拉开差距，且

差距越来越大，3 只指数的单调性稳定，区分度显著。这进一步说明“评估模型”的有效性得到了资本市场的证实。如图 48 所示。特别要说的是，最近两年证监会对于上市公司监管要求越来越高，康得新和康美药业这样的沪深 300 明星股因作假丑闻而大跌。而义利 99 公司先要通过筛选模型，无一爆雷，成为收益率的底线保证。

图 48 义利 99 指数内部对比



【模型解构】

为验证评估模型的有效性，并为持续优化奠定基础，我们将“评估模型”拆解，生成了 3 只模拟指数，与以全模型为基础的义利 99 指数进行对比。分析结果显示，截至 2018 年 10 月 31 日，以效益|转化力指标得分最高的 99 家上市公司生成的“转化力（全部）”指数（绿色曲线）累计涨幅为 79.11%；以经济贡献指标得分最高的 99 家上市公司生成的“转化力（经济）”指数（橙色曲线）累计涨幅为 79.73%；在全部转化力基础上加入创新力，组合指数“转化力+创新力”（蓝色曲线）累计涨幅为 85.67%，表现明显改善。而以全模型为基础生成的“义利 99”（红色曲线）模拟指数累计涨幅

86.03%，表现最佳。从指数对比表现看，义利 99 指数的表现优于“经济转化+X 指标”。这也说明“评估模型”的指标体系具有完备性，指标各司其职，构成有机整体。如图 49 所示。

图 49 “义利 99”评估模型解构对比



【博时中证可持续 100 指数与沪深 300 的比较】

2019 年下半年博时基金与社盟合作后，推出了可持续发展 100 指数。博时基金以 2014 年 6 月 30 日至 2019 年 7 月 1 日为区间，与沪深 300 进行了比较。同时还采取分组测试法，即按照各指标评分从高到低将沪深 300 成分股分成 5 组（评分最高的为第一组、评分最低的为第五组），组内股票按照等权重方式构建组合，比较每组间的收益，以此验证 3A 模型各指标的区分度和有效性。

研究发现，可持续发展 100 指数超额收益明显、最大回撤率低。在测试区间内，可持续发展 100 指数总收益为 140.83%，超沪深 300 全收益指数（总收益为 102.02%）38.81 个百分点；年化收益为 19.22%，比沪深 300 全收益指数（年化收益为 15.10%）高 4.12 个百分点；除去尚未结束的 2019

年，其余每年收益率均超过了沪深 300 全收益指数；最大回撤为 39.76%，显著低于沪深 300 全收益指数的 46.06%。如表 16 所示。

表 16 可持续发展 100 指数与沪深 300 全收益指数表现对比

	沪深 300 全收益	可持续发展 100	超额收益	相对最大回撤	信息比
2014	65.57%	67.16%	1.58%	-9.57%	0.34
2015	7.22%	8.48%	1.27%	-13.21%	0.08
2016	-9.26%	-2.76%	6.50%	-3.83%	1.07
2017	24.25%	36.50%	12.25%	-2.97%	2.37
2018	-23.64%	-22.94%	0.70%	-5.35%	0.23
2019.7.1	32.18%	29.84%	-2.34%	-5.13%	-1.03
总收益	102.02%	140.83%	38.81%	-	-
年化收益	15.10%	19.22%	4.12%	-	-
最大回撤	-46.06%	-39.76%	-	-	-

我们发现，可持续发展 100 指数相比沪深 300 指数估值更低。从 2014 年 6 月 30 日到 2019 年 7 月 1 日，可持续发展 100 指数的平均市盈率为 11.08 倍，而同期沪深 300 的市盈率为 14.77 倍。从股息率来看，可持续发展 100 指数的平均股息率为 2.69%，高于沪深 300 的 2.06%。在估值低于沪深 300 的同时，可持续发展 100 指数的盈利能力却高于沪深 300 指数。在此期间，可持续发展 100 指数的平均净资产收益率达到 16.13%，而沪深 300 的净资产收益率只有 14.80%。这主要是由于在进行企业可持续发展价值评估时，3A 模型不只考虑企业和社会、环境和公司治理方面所做的努力，同时也加入了对企业经济效益的评估，例如考察了企业的净资产收益率、股息率以及纳

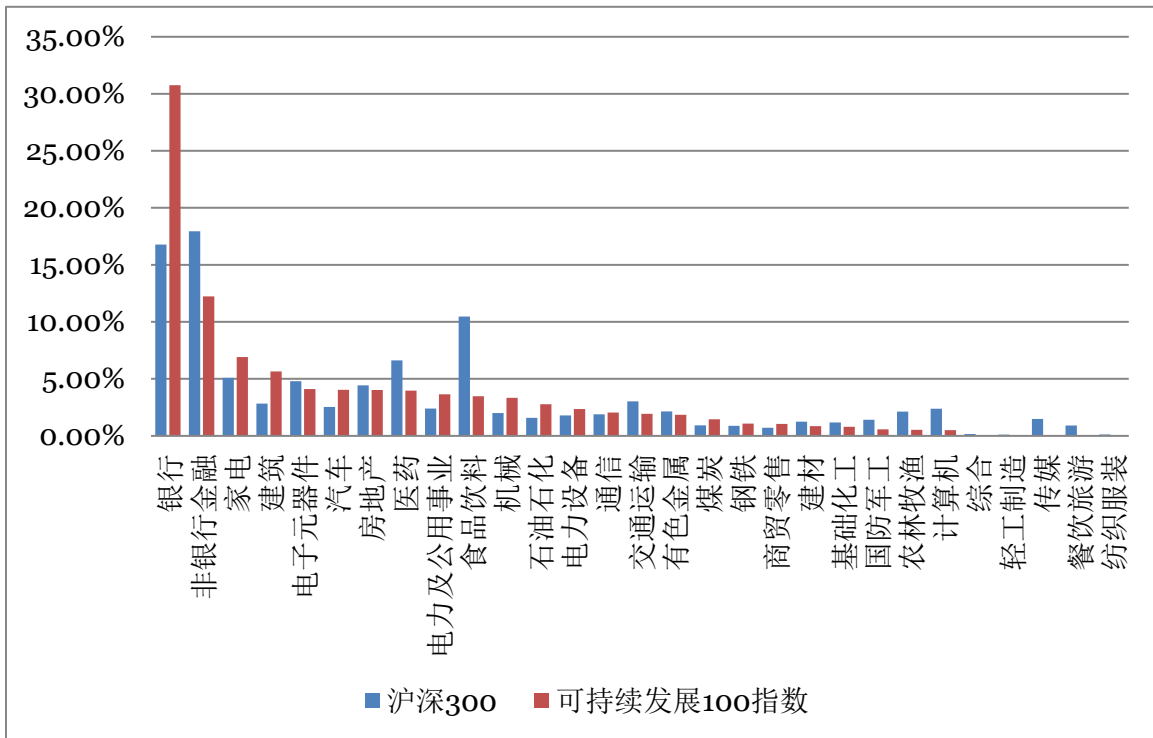
税等方面的表现。我们认为，企业在经营业绩上的稳定发展是企业可持续发展的前提保障。如表 17 所示。

表 17 可持续发展 100 指数和沪深 300 指数市场表现对比

	平均市盈率	平均股息率	平均净资产收益率
可持续发展 100	11.08	2.69%	16.13%
沪深 300	14.77	2.06%	14.80%

我们的研究还发现，从最近几年的行业平均分布上看，可持续发展 100 指数相比沪深 300 指数主要超配了银行，低配了非银行金融和食品饮料。超配银行股，主要是由于银行股整体在可持续发展方面重视程度较高，相关信息披露较多且在涉及可持续发展各分项领域整体表现较好。非银行金融的低配，一方面是部分证券公司在前面几年受到过监管层处罚，另一方面是证券行业整体在可持续发展方面的信息披露缺失较多。食品饮料行业的低配，主要是由于以贵州茅台为代表的部分白酒上市公司之前没有披露独立的企业社会责任报告，因此在进行可持续发展价值评估时相关信息缺失较大，使得企业的可持续发展价值得分偏低。信息披露对于评估效果的影响是不可避免的，同时信息披露本身对于公众公司的确也是不可忽视的治理因素之一。这部分行业的情况如图 50 所示。

图 50 可持续发展 100 指数和沪深 300 指数中信行业分布



5.4 模型验证和评级应用

为检验模型的效力，我们以三维空间分布、聚类分析、指标相关性分析、回归分析等方式验证评估模型。

三维空间分布显示，“目标|驱动力”分值高的公司，其“方式|创新力”和“效益|转化力”分值都不低。即驱动力强的公司（具有明确的价值体系、长期的战略布局、契合的业务定位），其创新力和转化力表现也很强。“效益|转化力”分值高的公司，“方式|创新力”分值也不低，即转化力强的公司（创造了经济、社会和环境综合贡献），其对创新力的依靠也比较大。由此可见，上榜公司的目标(AIM)、方式(APPROACH)和效益(ACTION)三者合一非常重要。反过来说，如果一家公司的价值体系、创新机制和行动能力严重脱节甚至相互背离，它就不具备可持续发展能力。

我们还对 3A 模型在二级市场超额收益的来源，对模型一二级指标中的每一个指标进行了单独分组测试。测试方法是各指标评分从高到低分成 5 组，第一组为评分最高组，第五组为评分最低组，组内股票等权配置。通过比较各组之间在年化收益率、最大回撤、波动率、向下波动率、信息比等指标上的差别，如果我们发现各指标的评分居前者（前一组或前两组）是相对的表现优异者，就能够体现出该指标的区分度和有效性。

我们发现，在目标|驱动力方面，得分越高的组，其年化收益率越高。如表 18 所示，第一组年化收益率高达 18.37%，第五组年化收益率为 9.25%，两组之间相差 9.12 个百分点；第一组和第二组年化收益率均高于沪深 300 等权，分别高出 5.23 和 1.6 个百分点。第一组的最大回撤率、波动率、向下波动率均小于沪深 300 等权。因此，第一组表现最佳，且在评测各指标上均优于沪深 300 等权。可见目标|驱动力是筛选年化收益率高、最大回撤率低的有效指标。

表 18 目标|驱动力分组测评结果

目标(AIM)	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	18.37%	-43.10%	25.06%	21.37%	0.48
第二组	14.74%	-53.69%	26.23%	22.37%	0.15
第三组	11.90%	-52.23%	26.71%	22.59%	(0.24)
第四组	11.96%	-57.52%	27.91%	23.88%	(0.12)
第五组	9.25%	-60.02%	27.65%	23.76%	(0.38)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

表 19 显示，方式|创新力得分越高组，其年化收益率越高。其中第一组年化收益率高达 19.82%，第五组年化收益率为 4.84%，两组之间相差 14.98 个百分点；第一组、第二组和第三组年化收益率

均高于沪深 300 等权，分别高出 6.68%、2.22%和 3.43%。前三组的最大回撤率均低于沪深 300 等权，前两组的波动率和向下波动率均小于沪深 300 等权。因此，第一组表现最佳，前两组在评测各指标上均优于沪深 300 等权。可见方式|创新力是筛选年化收益率高、最大回撤率低的有效指标。

表 19 方式|创新力分组测评结果

方式(APPROACH)	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	19.82%	-49.10%	25.91%	21.75%	0.59
第二组	15.36%	-48.19%	24.85%	21.03%	0.12
第三组	16.57%	-48.54%	28.15%	24.49%	0.44
第四组	10.79%	-59.45%	27.50%	23.26%	(0.27)
第五组	4.84%	-65.94%	27.78%	23.84%	(0.87)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

表 20 显示,效益|转化力得分越高组,其年化收益率越高。其中第一组年化收益率高达 24.70%,是三个一级指标中年化收益最高的一组,第五组年化收益率为 6.83%,两组之间相差 17.87 个百分点;第一组年化收益率比沪深 300 等权高出 11.56 个百分点。第一组的最大回撤率、波动率、向下波动率均小于沪深 300 等权。第一组表现最佳,且在评测各指标上均优于沪深 300 等权。因此,效益|转化力是筛选年化收益率高、最大回撤率低的有效指标。

表 20 效益|转化力分组测评结果

效益(ACTION)	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	24.70%	-41.69%	24.09%	20.33%	0.52
第二组	13.01%	-51.67%	26.51%	22.29%	(0.05)
第三组	12.68%	-55.09%	27.88%	23.93%	(0.02)
第四组	10.01%	-61.92%	28.49%	24.42%	(0.25)
第五组	6.83%	-66.55%	28.76%	24.79%	(0.50)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

在对二级指标的测评中，我们发现第一组的收益率不像一级指标测评时所显示的那样，都是最高的，存在一定的分散化倾向。但第一组的年化收益率，在价值驱动、战略驱动、模式驱动、管理驱动以及经济贡献、社会贡献、环境贡献这些方面相对于沪深 300 还是有较为明显的优势。

1、在价值驱动方面，年化收益率、最大回撤、波动率表现最佳的是第二组，其年化收益率为 19.39%，最大回撤为 46.92%，波动率为 26.43%。第三组的向下波动率最小，为 21.92%。整体来看，价值驱动作为指标形成 5 组进行评测显示无明显单调趋势，但第一组和第二组在年化收益率、最大回撤率上都优于沪深 300 等权。如表 21 所示。

表 21 价值驱动指标分组测评结果

价值驱动	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	15.07%	-52.64%	26.58%	22.64%	0.25
第二组	19.39%	-46.92%	26.43%	22.51%	0.69
第三组	11.86%	-52.11%	25.53%	21.92%	(0.29)
第四组	13.78%	-53.03%	27.68%	23.68%	0.11
第五组	7.07%	-61.91%	27.12%	23.39%	(0.75)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

2、在战略驱动方面，第一组在年化收益率、最大回撤、波动率和向下波动率上均为表现最佳的一组，其年化收益率为 16.82%，最大回撤为 47.23%，波动率为 25.04%，向下波动率为 21.19%。整体来看，战略驱动作为指标形成 5 组进行评测显示无明显单调趋势，但第一组在测评因子上都优于沪深 300 等权。如表 22 所示。

表 22 战略驱动指标测评结果

战略驱动	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	16.82%	-47.23%	25.04%	21.19%	0.29
第二组	13.12%	-54.33%	27.35%	23.59%	0.01
第三组	9.17%	-54.80%	26.89%	23.12%	(0.72)
第四组	15.33%	-55.49%	26.97%	22.89%	0.24
第五组	11.56%	-55.66%	27.45%	23.62%	(0.16)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

3、在业务驱动方面，考察评估对象的主营业务定位，是否通过主营业务破解社会与环境问题。

年化收益率和最大回撤表现最佳的是第二组，其年化收益率为 25.20%，最大回撤为 47.71%。整体来看，业务驱动作为指标形成 5 组进行评测显示无明显单调趋势。如表 23 所示。

表 23 业务驱动指标测评结果

业务驱动	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	6.84%	-54.06%	25.87%	22.13%	(0.82)
第二组	25.20%	-47.71%	27.37%	23.05%	0.82
第三组	11.12%	-55.98%	26.62%	22.41%	(0.30)
第四组	12.21%	-61.25%	27.40%	22.85%	(0.09)
第五组	11.66%	-55.40%	27.51%	24.08%	(0.14)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

在技术创新方面，第二组在年化收益率上表现最佳，为 17.20%；第三组最大回撤率、波动率和向下波动率为 5 组中最小，分别为 50.28%、25.29%和 21.87%。整体来看，业务驱动作为指标形成 5 组进行评测显示无明显单调趋势。如表 24 所示。

表 24 技术创新指标测评结果

技术创新	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	9.94%	-50.99%	27.10%	23.09%	(0.39)
第二组	17.20%	-50.89%	26.95%	22.91%	0.45
第三组	15.09%	-50.28%	25.29%	21.87%	0.14
第四组	14.50%	-54.64%	26.28%	22.33%	0.09
第五组	9.62%	-60.80%	28.46%	24.11%	(0.32)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

在模式创新方面，根据模式创新划分的 5 组在年化收益率上并未体现明显的单调性，但有从评分高组到评分低组最大回撤率逐渐增大的趋势。第一组在年化收益率和最大回撤上表现均为最佳，分别为 19.61%和 45.15%。第一组和第二组在年化收益率和最大回撤率上表现均优于沪深 300 等权。如表 25 所示。

表 25 模式创新指标测评结果

模式创新	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	19.61%	-45.15%	26.34%	22.40%	0.73
第二组	16.09%	-50.78%	26.09%	22.63%	0.33
第三组	11.61%	-54.22%	26.78%	22.70%	(0.24)
第四组	12.06%	-55.22%	27.27%	22.70%	(0.13)
第五组	7.23%	-61.09%	27.13%	23.78%	(0.67)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

在管理创新方面，管理创新得分越高组，其年化收益率越高，最大回撤率越低，单调性明显。其中第一组年化收益率高达 24.83%，第五组年化收益率为 4.87%，两组之间相差 19.96 个百分点；第一组年化收益率比沪深 300 等权高出 11.69 个百分点。第一组的最大回撤率、波动率、向下波动率也均小于沪深 300 等权。管理创新是筛选年化收益率高、最大回撤率低的有效指标。如表 26 所示。

表 26 管理创新指标测评结果

管理创新	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	24.83%	-44.39%	24.73%	20.85%	0.70
第二组	14.24%	-49.86%	26.72%	22.73%	0.12
第三组	14.12%	-52.98%	27.82%	23.86%	0.17
第四组	9.87%	-60.71%	27.79%	23.82%	(0.34)
第五组	4.87%	-64.22%	27.49%	23.73%	(0.90)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

在经济贡献方面，5 组在年化收益率上并无明显单调性。第一组和第二组的年化收益率在 5 组中排名前二，均高出沪深 300 等权，分别为 16%和 18.24%。在其他测评因子上表现出得分越高，最大回撤率、波动率和向下波动率越低的单调性。如表 27 所示。

表 27 经济贡献指标测评结果

经济贡献	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	16.00%	-43.74%	23.81%	19.43%	0.07
第二组	18.24%	-45.46%	26.02%	22.01%	0.49
第三组	9.90%	-52.49%	27.12%	23.59%	(0.45)
第四组	11.74%	-60.04%	28.79%	24.55%	(0.07)
第五组	9.80%	-63.17%	30.28%	26.55%	(0.14)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

在社会贡献方面，以社会贡献得分为标准划分的 5 组在年化收益率上表现出单调性。第一组和第二组的年化收益率均高于沪深 300 等权，分别为 20.77%和 16.76%。在其他测评因子上并无显著单调性，但第一组和第二组表现均是最佳的两组，且都优于沪深 300 等权。如表 28 所示。

表 28 社会贡献指标测评结果

社会贡献	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	20.77%	-47.74%	26.03%	22.10%	0.61
第二组	16.76%	-47.50%	25.89%	21.86%	0.40
第三组	12.41%	-54.55%	26.85%	22.79%	(0.13)
第四组	11.80%	-58.83%	27.87%	24.03%	(0.12)
第五组	5.38%	-65.17%	27.52%	23.68%	(0.78)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

在环境贡献方面，5 组在年化收益率上整体呈现出单调性，且环境贡献评分高的前两组年化收益率均高于沪深 300 等权的收益率。如表 29 所示。

表 29 环境贡献测评结果

环境贡献	年化收益率	最大回撤	波动率	向下波动率	信息比
第一组	18.18%	-47.67%	25.07%	21.40%	0.32
第二组	18.49%	-43.78%	25.88%	21.97%	0.55
第三组	12.40%	-54.44%	26.70%	22.79%	(0.14)
第四组	12.27%	-58.95%	28.57%	24.58%	(0.02)
第五组	5.36%	-69.02%	28.37%	24.00%	(0.77)
沪深 300 等权	13.14%	-53.59%	26.32%	22.70%	NA

此外，聚类分析结果显示，将沪深 300 按照社会价值总分排名，假如排名 1 到 79 的公司为同一类别，社会价值均分为 60.48；排名 80 到 181 的公司为同一类别，社会价值均分为 48.90；排名 182 到 300 的为同一类别，均分为 39.82。聚类分析结果与“义利 99”、“中间 99”和“倒数 99”分群

接近。“义利 99”产品冠名的初衷取意于“义利并举、长久发展”。从聚类分析结果验证，以 99 家公司进行整体分群效果较好，有助于投资组合管理。

指标相关性显示，相关性大于 50%的指标为总市值、净资产和纳税总额，而其余 52 项指标的关联程度均较低，说明指标选取较为全面均衡。由于沪深 300 全部是大盘股（除了市值最小的盈趣科技外），经济表现都较好，导致经济类指标相关性较高。考虑到“评估模型”将延展应用到全 A 股，其经济表现差异巨大，因此相关性大于 50%的经济类指标暂且维持不变。

回归分析结果显示，以“义利 99”上榜公司为样本，以社会价值总分为自变量，年收益率为因变量，在回测期内社会价值与年收益率表现呈显著正相关关系。即社会价值总分每提高 1 分，年收益率 2016 年增加 1.66 个百分点、2017 年增加 0.43 个百分点、2018 年增加 0.66 个百分点。这进一步说明，公司对社会价值的创造能力越强，其股票收益率表现就越好。

在短期炒作中，尽管股票市场似乎捉摸不定，然而在长期投资中，将公司的经济、社会、环境综合价值创造能力纳入基本面分析，我们能够看到社会价值和股票收益持续性地同向增长。从市场回测和数据分析，验证了“社会价值为正和游戏”的假设。

以企业社会价值评估模型为基础，我们不仅产出了“义利 99”排行榜，也生成了社会价值评级。我们将社会价值评级共设 10 个基础等级、10 个增强等级。基础等级设置为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 和 D；增强等级对 AA 至 B 基础等级用“+”和“-”号进行微调，分别为 AA+、AA-、A+、A-、BBB+、BBB-、BB+、BB-、B+和 B-，表示在各基础等级分类中的相对强度。

2018 年 6 月评级结果显示，沪深 300 成分股尚无 AAA 评级上市公司，评级最高的是中国建筑（AA+）。2016 至 2018 年，AA 级及以上（社会价值高等级）的上市公司由 2 家增长至 22 家；

BBB-级及以上（社会价值投资等级）的上市公司在 2016 年 94 家、2017 年 104 家（同比增加 10.64%）、2018 年 167 家（同比增加 60.58%）。在 2017 和 2018 年度，“义利 99”上榜公司评级全部在 BBB 级以上。当然也要看到，在加强监管的环境下，被“筛选子模型”剔除的 D 级上市公司由 2017 年 3 家激增至 2018 年 25 家。在沪深 300 上市公司中，社会价值表现差异进一步加大。沪深 300 上市公司社会价值评级见表 30。

表 30 沪深 300 上市公司社会价值评级

基础等级	增强等级	等级含义	2018	2017	2016
AAA	AAA	AAA 是社会价值评估最高等级， 表示创造经济-社会-环境综合价值能力最强， 合一度高且无可持续发展风险， 不受不良形势或周期性因素影响	0	0	0
AA	AA+	AA 是社会价值评估高等级，	1	0	0
	AA	表示创造经济-社会-环境综合价值能力很强，	5	1	0
	AA-	合一度较高且可持续发展风险最低， 较少受不良形势或周期性因素影响	16	2	2
A	A+	A 是社会价值评估中较高等级，	13	4	4
	A	表示创造经济-社会-环境综合价值能力较强，	32	18	12
	A-	合一度可接受、可持续发展风险偏低， 可能受不良形势或周期性因素影响	28	24	16
BBB	BBB+	BBB 是社会价值评估中等等级，	34	29	30
	BBB	表示创造经济-社会-环境综合价值能力一般，	38	26	30
	BBB-	有合一度差异、有可持续发展风险， 容易受不良形势或周期性因素影响	34	34	29

基础等级	增强等级	等级含义	2018	2017	2016
BB	BB+	BB 是社会价值评估中下等级,	24	33	48
	BB	表示创造经济-社会-环境综合价值能力有一定潜	20	45	37
	BB-	力, 有较大合一度差异、存在可持续发展风险, 受到不良形势或周期性因素影响	15	39	49
B	B+	B 是社会价值评估较低等级,	13	22	17
	B	表示创造经济-社会-环境综合价值能力不强,	2	14	13
	B-	有合一度问题、存在较大可持续发展风险, 受到不良形势或周期性因素影响	0	5	4
CCC	CCC	CCC 是社会价值评估较低等级, 表示创造经济-社会-环境综合价值能力很差, 有合一度问题、存在较大可持续发展风险, 受到严重不良形势或周期性因素影响较大	0	1	2
CC	CC	CC 是社会价值评估很低等级, 表示创造经济-社会-环境综合价值能力太差, 有严重合一度问题、存在较大可持续发展风 险,	0	0	0
C	C	C 是社会价值评估极低等级, 几乎没有创造经济-社会-环境综合价值能力, 没有合一度、几乎无法可持续发展,	0	0	0
D	D	不符合筛选子模型资质要求	25	3	7
合计			300	300	300

5.5 指数收益率与义利之间回归关系

在这一节，我们对义利 99 指数相对于沪深 300 的超额收益率和义利因子之间的关系进行回归分析。第一部分是 Fama-French 因子分析，第二部分是股票收益与义利指标关系的回归分析，包括一级和二级指标。

我们所做 Fama-French 因子分析的目的，是检验义利 99 全收益指数是否存在 Fama-French 因子不能解释的超额收益率，即具有显著的正 α 。在本节中，图和表不再延续之前的阿拉伯顺序，而全部以英文字母呈现，体现本节是一个以数据处理为主的独立单元。

Fama-French 五因子模型如下：

$$R_{it}-R_{Ft}=\alpha+\beta_i*(R_{Mt}-R_{Ft})+s_i*SMB_t+h_i*HML_t+r_i*RMW_t+c_i*CMA_t+e_{it}$$

因变量是 R_{it} ：义利 99 全收益指数月收益率（CI003004R.WI）

自变量包括： R_{Mt} （市场因子）：全市场月收益率（中证全指：000985.CSI）； SMB （规模因子）：小市值组股票减大市值组股票月收益率； HML （估值因子）：高 BP 组股票减低 BP 组股票月收益率； RMW （盈利因子）：高 ROE 组股票减低 ROE 组股票月收益率； CMA （投资因子）：总资产增长率低组股票减总资产增长率高组股票月收益率； R_{Ft} ：无风险收益率（一年定期存款的月利率）

数据来源：万得；数据时间区间：2014.01.31-2019.12.31；时间频度：月数据（用于股票分组的因子数据如果没有月数据，用季度数据来替代）；收益单位：%

数据处理：中证全指：已剔除 ST、*ST、上市未满三个月股票；剔除 BP 为负值股票

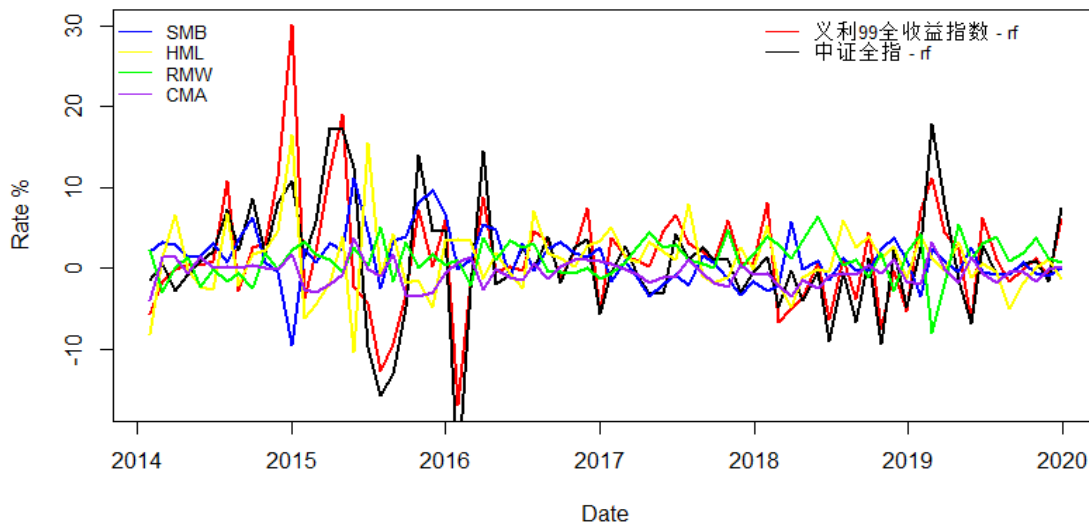
分析工具：Excel；R

先看因子统计特征和时间曲线，见表 a 和图 a。

表 a: 时间序列统计特征

(%)	SV99-rf	Rm-rf	SMB	HML	RMW	CMA
时间序列均值	1.29	0.72	1.15	0.96	1.31	-0.58
时间序列中位数	0.63	0.70	0.88	0.79	1.07	-0.59
时间序列标准差	6.75	7.19	3.18	4.28	2.35	1.53

图 a: 五因子收益率变化曲线



如图，六条波动曲线均以零横轴为中心呈上下波动。

义利 99 指数月超额收益率随着时间的变化曲线（红线）与中证全指月超额收益率曲线（黑线）走势重合度高，可以看出，市场因子与义利 99 指数月超额收益率呈明显正相关性。

在时间区间内，与义利 99 指数的月超额收益率曲线相比，规模因子月收益率曲线（蓝色）波动趋势与之相近但波动幅度稍小且有滞后性。

估值因子月收益率曲线（黄色）在 2015 年波动幅度较大，在时间区间内与义利 99 指数月超额收益率走势相近。

盈利因子月收益率曲线（绿线）和投资因子月收益率曲线（紫线）波动相对不明显。

我们接着做因子相关性分析（相关性系数）。见表 b。

表 b: 五因子之间相关性系数

	Rm-rf	SMB	HML	RMW	CMA
Rm-rf	1.00	0.24	-0.11	-0.26	-0.00
SMB	0.24	1.00	-0.41	-0.31	-0.02
HML	-0.11	-0.41	1.00	-0.16	0.37
RMW	-0.26	-0.31	-0.16	1.00	-0.58
CMA	-0.00	-0.02	0.37	-0.58	1.00

从五因子之间相关性系数表格看出，相关性最高的是盈利因子（RMW）和投资因子（CMA），为-0.58。由于因子间相关性系数绝对值都未超过 0.8，因此并未有强相关性关系，建议不做因子相关性处理。

	截距项	Rm-rf	SMB	HML	RMW	CMA	调整的拟合优度
被解释变量——Rm-rf							0.06
回归系数	1.17		0.26	-0.08	-1.00	-0.78	
t值	1.02		0.84	-0.35	-2.12	-1.10	
P值	0.31		0.41	0.73	0.04	0.27	
VIF			1.47	1.45	1.80	1.73	
被解释变量——SMB							0.29
回归系数	1.94	0.04		-0.32	-0.55	-0.19	
t值	5.07	0.84		-3.95	-3.13	-0.70	
P值	3.33E-06	0.41		0.00	0.00	0.49	
VIF		1.12		1.18	1.67	1.75	
被解释变量——HML							0.27
回归系数	2.40	-0.02	-0.59		-0.25	0.80	
t值	4.49	-0.35	-3.95		-0.98	0.33	
P值	2.88E-05	0.73	0.00		0.33	0.03	
VIF		1.13	1.20		1.89	1.64	
被解释变量——RMW							0.45
回归系数	1.01	-0.06	-0.23	-0.06		-0.84	
t值	3.82	-2.12	-3.13	-0.98		-5.66	
P值	0.00	0.04	0.00	0.33		3.43E-07	
VIF		1.06	1.29	1.44		1.19	
被解释变量——CMA							0.40
回归系数	-0.16	-0.02	-0.04	0.09	-0.39		
t值	-0.82	-1.10	-0.70	2.21	-5.66		
P值	0.42	0.28	0.49	0.03	3.44E-07		
VIF		1.11	1.47	1.36	1.30		

如图 C 所示，从相关性回归分析的 P 值看出，规模因子和估值因子有负相关关系，规模因子和盈利因子有负相关关系，盈利因子和投资因子有负相关关系。由于所有 VIF 均小于 2（未超过 10），所以多重共线关系可不做处理。

五因子回归分析的公式是：

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + \beta_1(R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_2 S_{Mt} + \beta_3 H_{Mt} + \beta_4 R_{Wt} + \beta_5 C_{Mt} + \epsilon_{it}$$

	截距项	Rm-rf	SMB	HML	RMW	CMA	调整的拟合优度
被解释变量——SV99-rf							0.93
回归系数	0.34	0.87	-0.54	0.61	0.28	-0.08	
t值	1.12	26.92	-6.49	9.95	2.16	-0.41	
p值	0.27	< 2E-16	1.32E-08	9.32E-15	0.03	0.69	

F-statistic = 177.7; df=(5, 66); p-value<2.2E-16; 检验: Ho:α=0, H1:α>0

线性回归的截距 α 为 0.34, p 值为 0.27 大于 0.01, 所以, 在 CL 为 99% 的情况下, $\alpha > 0$ 并不显著, 不能否定 $H_0: \alpha = 0$; 结论如下:

市场因子是与义利 99 全收益指数月超额收益率相关性最显著的因子, 且成正相关关系;

规模因子有显著负向关系, 估值因子有显著正向关系 (与 Fama-French 总结的小规模市值公司收益率高的结论有所不同);

盈利因子 p 值为 0.03 大于 0.01, 投资因子 p 值为 0.69 大于 0.01。两因子对义利 99 全收益指数的月超额收益率影响不显著。因此删除盈利因子和投资因子进行三因子回归分析观测结果。

该模型的自变量在 93% 程度上解释了因变量。

我们再尝试用常规的三因子模型做回归分析超额收益率。

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha + \beta_i (R_{Mt} - R_{Ft}) + s_i \text{SMB}_t + h_i \text{HML}_t + \epsilon_{it}$$

	截距项	Rm-rf	SMB	HML	调整的拟合优度
被解释变量——SV99-rf					
回归系数	0.88	0.85	-0.63	0.55	0.92
t值	3.40	26.00	-7.80	9.34	
p值	0.00	< 2E-16	5.01E-11	8.14E-14	

$$F\text{-statistic} = 267.2; df = (3, 68); p\text{-value} < 2.2E-16$$

检验: $H_0: \alpha = 0$ VS $H_1: \alpha > 0$

三因子回归分析的结论是:

线性回归的截距 α 为 0.88, p 值为 0.00 远小于 0.01, 所以, 在 CL 为 99% 的情况下, 有足够证据否定 $H_0: \alpha = 0$;

市场因子是与义利 99 全收益指数相关性最大的因子, 且成正相关关系;

规模因子有显著负向关系，估值因子有显著正向关系；

该模型的自变量在 92% 的程度上解释了因变量。

Fama-French 三因子不能完全解释义利 99 全收益指数的所有超额收益率。

这一部分因子分析的总体结论是：Fama-French 五因子模型中的盈利因子和投资因子与义利 99 全收益指数收益率关系不显著；Fama-French 三因子并不能全部解释义利 99 全收益指数的超额收益率，即义利 99 全收益指数存在市场因子、规模因子和估值因子不能解释的超额收益。

由于我们目前的可持续发展价值评估池子只是沪深 300，并非全 A 股，因此无法获取全 A 股公司的可持续发展价值评分作为可持续发展价值 (SD)，所以义利因子并不能加入到 Fama-French 模型中进行进一步验证义利对超额收益的影响。

若选择沪深 300 而非全 A 股作为 benchmark 来研究持续发展指数是否存在三因子加义利因子共五因子无法解释的超额收益，操作上是可行的，但是考虑的就不是全市场因子。

我们对于沪深 300 所做的五因子分析（如下图所示）结果显示：盈利因子和投资因子也是不显著的。

```
Residuals:
  Min       1Q   Median       3Q      Max
-3.3281 -0.7214 -0.1500  0.8146  3.8701

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)    0.05549    0.24188   0.229   0.8193
rt$er_CSI      0.96176    0.02362  40.717 < 2e-16 ***
rt$r_EV       -0.48123    0.06217  -7.741 1.36e-10 ***
rt$r_BP        0.39662    0.04758   8.337 1.31e-11 ***
rt$r_ROE       0.16651    0.09711   1.715  0.0916 .
rt$r_ASSET_Change -0.12258    0.14401  -0.851  0.3980
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 1.335 on 60 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.9681,    Adjusted R-squared:  0.9655
F-statistic: 364.4 on 5 and 60 DF,  p-value: < 2.2e-16
```

我们对沪深 300 所做的三因子分析（如下图所示）结果如下：除去盈利因子和投资因子，超额收益显著。

```

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-3.3951 -0.9742 -0.0583  0.7361  4.0543

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  0.46925    0.19615   2.392  0.0198 *
rt$er_CSI    0.95028    0.02377  39.971 < 2e-16 ***
rt$r_EV     -0.53654    0.05963  -8.998 7.49e-13 ***
rt$r_BP      0.34459    0.04544   7.584 2.09e-10 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 1.394 on 62 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.9641,    Adjusted R-squared:  0.9624
F-statistic: 554.9 on 3 and 62 DF,  p-value: <2.2e-16

```

鉴于目前我们无法获取全 A 股公司的可持续发展价值评分作为可持续发展价值，我们找到一个间接方法是在 2019 年年中，由博时基金协同社投盟对可持续发展价值评估模型进行的验证。博时利用经济贡献（利）、社会贡献（义）和环境贡献（义）三个因子将沪深 300 分成五组分别进行相对沪深 300 超额收益的对比。这一部分的内容我们已经在上一节“模型验证和评级应用”中进行了相关介绍，详见表 27、表 28 和表 29。从博时对可持续发展价值评估模型中的经济贡献（利）、社会贡献（义）和环境贡献（义）三个因子在 2014.6.30-2019.7.1 期间的回测分析看出，经济贡献、社会贡献和环境贡献都展现出能挑选超额收益组合的能力。这从一个侧面说明，义利两个属性的因子都能贡献超额收益。

接下来，我们再对股票收益与义利因素的关系进行回归分析。

首先，是公司股价年均值变化率与可持续发展价值模型（义利 99）总分之间的关系。

控制变量：年份；

数据：公司：2014 年-2019 年期间每年 6 月入选沪深 300 成分股公司；

因变量：公司股价年均值变化率；自变量：可持续发展价值总评分

回归模型：固定效应模型

数据平稳性测试——ADF 测试：测试结果为平稳数据

结果：公司股价年均值变化率与可持续发展价值总评分呈现显著正相关。

自变量	总分
回归系数	0.62
t 值	2.09
p 值	0.04

其次是公司股价年均值变化率与可持续发展价值模型（义利 99）一级指标之间的关系。

控制变量：年份

数据：公司：2014 年-2019 年期间每年 6 月入选沪深 300 成分股公司

因变量：公司股价年均值变化率

自变量：可持续发展价值评估模型一级指标

回归模型：固定效应模型

数据平稳性测试——ADF 测试：测试结果为平稳数据

结果：公司股价年均值变化率与效益|转化率成显著正相关关系。

自变量	目标 驱动力	方式 创新力	效益 转化力
回归系数	0.48	-0.07	1.13
t 值	0.65	-0.15	2.64
p 值	0.52	0.88	0.01

最后是公司股价年均值变化率与可持续发展价值（义利 99）模型二级指标之间的关系。

控制变量：年份

数据：公司：2014 年-2019 年期间每年 6 月入选沪深 300 成分股公司

因变量：公司股价年均值变化率

自变量：可持续发展价值评估模型二级指标

回归模型：固定效应模型；ADF 测试：测试结果为平稳数据

结果：根据 p 值来看，公司股价年均值变化率与技术创新有显著正相关关系。

公司股价年均值变化率与经济贡献有显著正相关关系。

公司股价年均值变化率与社会贡献都有显著正相关关系。

自变量	价值驱动	战略驱动	业务驱动	技术创新	模式创新	管理创新	经济贡献	社会贡献	环境贡献
回归系数	1.45	-1.26	0.93	1.41	-0.67	-0.74	2.03	1.30	0.56
t值	1.44	-0.87	0.53	2.12	-0.79	-1.02	4.00	2.02	0.96
p值	0.15	0.39	0.60	0.03	0.43	0.31	6.84e-05	0.04	0.34

这里我们想强调一下，为什么在控制变量方面只需要控制年份。这是因为义利 99 指数里已经包括了多方面的大量信息：最初设计的控制变量有年份、行业、地域（省份）、公司属性、公司规模（市值），但是在可持续发展价值评估模型里，公司规模（市值）是其中的一个指标，因此不放入控制变量中。同理，其他经济指标也不被纳入控制变量中。固定效应模型对企业固有的、不随时间变化的因素都能很好的控制，因此行业、地域、公司属性都不需要控制变量。只有年份需要控制。

最后，我们的回归分析的结论是：

1、Fama-French 三因子并不能全部解释义利 99 全收益指数的超额收益率，表明义利 99 全收益指数存在市场因子、规模因子和估值因子不能解释的超额收益。

2、尽管无法进行全 A 股公司的评测，但通过借助博时基金公司基于经济贡献（利）、社会贡献（义）和环境贡献（义）这三个指标，将沪深 300 公司分成五组，分别和沪深 300 收益率进行对比，发现三个因子对于形成超过沪深 300 指数回报的超额收益都有贡献。

3、我们的回归结论发现，义利 99 公司股价年均值变化率与可持续发展价值总分之间呈现显著正相关关系。

4、义利 99 公司股价年均值变化率与经济贡献、社会贡献有显著正相关关系。

这样的一些结论在宏观面、市场面和公司面的暗示是什么，将在第六部分说明。

六、结论与下一步的构想

本文依托长达数年的“A股上市公司社会价值评估”项目，以沪深300成分股为对象，以经济、社会和环境综合贡献为内容，价值量化得分居前99位的A股上市公司，以使资本市场能够更好地意识到，“义利并举”作为公司新发展模式的可能性和必然性。

回顾过去四十年的中国公司历程，大致可以说，上世纪80年代是逐步商品化、市场化、自主化的阶段；90年代是探索建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度的阶段，21世纪的前十年是进一步和世界市场、国际规则接轨的阶段，最近十年则是越来越倡导高质量发展和公司社会责任的阶段。

而从国际视角来看，2008年由美国肇始的国际金融危机引发了一场对以华尔街为代表的股东资本主义和虚拟资本主义的深刻反思。此后，既有《21世纪资本论》、《断层线》这样从资本收益和劳动收益的巨大偏离角度开展的反思，又有以麦肯锡前董事长鲍达民（Dominic Barton）为代表的“从季度性资本主义向长期资本主义转变”的倡导。总体看，追求长远主义，实现利益相关者均衡，建立使命驱动的长期性组织结构，是一个基本的趋势。从企业界到金融界，从政府到社会，越来越强调，从长期来看，一个公司的商业利益和社会利益是一致的，每个健康的、表现良好的公司都有义务利用自己的优势来帮助社会，善待环境，而这些做法可以增强公司的生存能力与竞争能力。公司应该为顾客和社会解决问题，而不是成为新问题的制造者。

无论国内国外，都在倡导公司走义利并举之路，走可持续发展之路。但是，仅仅靠倡导呼吁并不足够。因为逐利的冲动会一直扩张，直到遇到无法逾越的边界。在“塑造无法逾越的边界”这方面，资本市场都能起到巨大的作用。如果资本市场用脚投票，奖励那些doing good的善公司、绿公司，

惩罚那些失责公司、败德公司，就能校正市场的评价标准，令正道畅顺，歪门邪道消弭。这不容易，要久久为功，但只要做，就有希望。

通过我们独创的“上市公司社会价值评估模型”进行上市公司的社会价值量化和指数研究，并支持博时公司发行博时中证可持续发展 100 交易型开放式基金，经过这一全过程，我们有如下结论：

1、义利并举、义利双升不仅可以作为一种价值取向，而且可以在资本市场上实现良好的价值。

关于社会责任和公司价值相关性的研究过去有很多，到底相关还是不相关一直众说纷纭。例如有学者认为，那些从事慈善公益比较多的企业是因为经营状况好，所以有余力。因此不是义决定利，仍是利决定义。这就陷入了鸡生蛋还是蛋生鸡的问题。本研究跳出了把义利分割的框架，将义利统一为社会价值，并证明了社会价值和公司市场表现的一致性。

2、义利 99 的方向既不是过度强调股东价值的单向度的资本主义，也不是简单的道德主义，而是回到持续发展，上市公司的社会价值是综合性的价值，不仅不排斥经济价值，而且认为通过目标驱动力和方式创新力能够实现更好的经济贡献。我们认为只有那些掌握着主要生产资源的企业特别是上市公司，能够对经济、社会和环境同样肩负责任，从单维价值观转向经济-社会-环境的多维价值观，从“效率的实现者”演进为“效率与公平的达成者”，才能真正改变资本流向，实现可持续发展。

3、企业追求可持续发展，宜从头部上市公司开始，而不是由小社企、小基金起步。上市公司战略通常与可持续发展目标天然契合，较易将可持续发展理念融入其经营管理和投资活动中。此外，上市公司的信息披露质量较高，规范性较强，其数据完备度大幅优于非上市公司。头部公司的曝光度和关注度都较高，其示范效应强且失信成本高，在征信环境尚不成熟的阶段，评估风险较低。

4、宜加大公募产品对于可持续发展的投入。可持续发展关乎民生，反映公共诉求，私募基金较容易起步，但不能有效实现对上推动政策跟进、对下动员民众参与。公募基金尽管门槛较高，但依托成熟交易市场，资金募集和流通效率很高，且能较快传递到政策制定者，并有望调动起公众共建的热情。

5、无论是我们的研究还是博时基金公司的数据都表明，义利 99 公司、可持续发展 100 公司，在 2014 年 6 月 30 日-2019 年 7 月 1 日的回溯期内，相对于沪深 300 全收益指数超额收益。

我们对此的基本解释是：首先，从 2014 年到目前，中国正在进行供给侧结构性改革，追求更好的增长而不是更高的增长，去泡沫、防风险、去过剩产能。股市除了 2015 年暴涨暴跌外，基本上在一个相对不太宽的箱体里运行。这对于大盘蓝筹股相对比较多、国有比重相对比较高的“义利 99”有更好支撑作用。换言之，我们选择的回溯期，从总体看，整个市场走势是更利于价值型公司的价值发现，而不利于成长型公司的价值发现的。义利 99 中对于银行的超配（超过沪深 300 中的银行权重），恰好符合这一时期的市场总体特征。如果市场出现风格的切换，例如回到成长主题，我们需要重新检视义利 99 是否还能跑赢大盘和沪深 300 指数。

我们注意到的一个有趣的地方在于，从 2013 年 12 月 16 日（基期）到 2015 年 6 月 12 日，义利 99 指数与沪深 300（全收益）的走势基本一致，之后义利 99 指数的累计涨幅一直高于沪深 300（全收益）。查看当时市场情况，2015 年 6 月 12 日上证指数最高点为 5178.19 点，是当时创业板牛市的高点，之后出现了暴跌。市场进入了调整期，回归价值主导。

其次，义利 99 公司原来的估值水平更低（银行因为是超级大盘，长期被市场低估），业绩表现更稳定，在信息披露方面更完善，没有出现业绩爆暴、商誉减值等“非正常现象”，这支持了作为一

个整体的义利 99 在市场上取得了良好的业绩表现。顺带说一下，中国有不少优秀的民企上市公司，特别是细分市场的领导者，但一是有很多不在 A 股上市，二是因为规模问题被纳入沪深 300 的还不多，由于民企在政策面、结构性改革方面天然处于劣势，加上本身的机会主义问题，在过去几年间，以创业板为代表的民企创新公司的股价表现不如人意，这又映衬出沪深 300 和义利 99 的优势。

再次，义利 99 公司在技术创新力、经济贡献力、社会贡献力方面的表现更好。这是和过去几年中国大力倡导自主创新，而国企蓝筹主导的企业获得了更多的优惠条件分不开的。这些企业注重社会贡献，也有一个原因是通过社会贡献驱动比较容易和政府部门建立更好的联系，近年来政府的资源配置权力越来越大，政府投资和政府采购比重不断增加，社会贡献大的企业往往更容易得到政府支持，从而体现出经济的效益。

同时我们也看到，作为一个将理想接引到现实的创新实验，“义利 99”项目还有很多亟待改进之处。

其一，社会价值应找寻到更深厚的理论基础，通过与社会学、经济学、管理学、政治学等经典学科的系统比较分析，建立关联关系，从而革新认知体系。

其二，上市公司社会价值评估模型有 60%定性指标，需要依靠专家智慧完成从“议题遴选-指标构建-数据验证-评分细则”的全过程，每个环节工作质量的差异，都会导致模型的精准度波动；各环节的配合，也会影响模型的效力。我们亟待更多更好的专家稳定地投入建模和完善的工作中。

其三，社会价值评估需要高质量的数据源，目前非财务类数据存在信息缺失、口径混乱、交叉验证困难等挑战，急需监管当局呼吁上市公司加强信息披露、第三方建立数据库并开放政府和行业协会的数据接口。此外，建立数据库还要完成海量的信息拆解、逻辑构建等拓荒性工作。

其四，社会价值评估生产需要建立更透明的流程和严谨的规范，更为重要的是，需要形成多方参与、交叉验证的增信体系。

其五，受到资源和能力制约，目前义利 99 项目尚停留在依据公开数据评估的层次，应尽快展开对评估对象的深度访谈、案例分析等工作。

其六，社会价值评估具有极大拓展空间，如可覆盖全 A 股、中概股、甚至标普 500 等境外股。其评估范围的扩大，将会迅速激发投资方活力，引导股市关注长期价值投资，带动 ETF 基金等一批金融产品扩容。这些都需要政策、资金和组织支持。

其七，目前的义利 99 在各个指标之间的交互作用方面的研究上还不够深化，对于义的因子如何作用于经济转化力的说服力还有待进一步加强。

其八，义利 99 在筛选子模型中采取了一票否决法，在评分子模型中采取了指标得分法，并依据数据完备程度，对公司在某一指标上的得分给予了一定系数的调整。这里等于使用了两种决策模型。但是，那些被否决的公司是否就没有社会价值？例如中国烟草总公司 2018 年实现工商税利总额 11556 亿元，上缴国家财政总额 10000.8 亿元，而当年全国税收收入为 156401 亿元。这一类被否决的公司的社会价值有没有办法计量，而不是简单排斥？有没有可能也通过系数法进行调整？即使在烟草行业之内，不同公司的社会价值衡量是否有办法加以区别？从未来对全市场公司进行衡量的角度，有无可能跨越行业进行比较，还是天然取消一些行业的社会价值评估资格？这也是值得进一步研究的问题。

因此，在下一步，有如下旨在使研究更加完善的构想：

在定量为主的基础上，增加样本企业的实地调研。我们主要依靠计量分析方式去完善“评估模型”，即采用资本市场数据对“义利 99”模型不同组合进行回溯式和追踪式分析，但企业是活的，而且不同企业的数据有时候的内涵并不完全一致，所以我们将组建案例组，深入样本企业实地调研，征询评估对象对“评估模型”的改进意见，从正向开发角度优化评估方式。

扩大评估范围。综合考虑信息披露和诚信基础，未来企业社会价值评价模型将拓展到中证 800 以及海外上市（纽交所、港交所）中资企业。

对于指标之间的互动性，三四级指标和超额收益率的关系，继续进行挖掘和分析。对于一到四级指标内部的相关性，进行更细致的分析。

在行业和微观层面，持续进行观察与分析，跟踪市场走势，深化对现有结论的适应性的理解。

总之，路漫漫其修远兮，吾将上下而求索。但我们相信，中国社会和中国的商业环境正在发生深刻的变革，倒逼企业从粗放、不计社会成本、扭曲要素价格、不顾长远，向集约、体现社会成本、注重内涵增长、对未来负责的方向转型。我们呼唤那些有远见、有责任感、有专业精神的企业，主动担负起推动社会可持续发展的责任，我们期待更多公司把“成为有助于可持续发展的企业公民”作为一种价值和战略的自觉。

七、参考文献

本文参考文献分为两大类。第一大类来自中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国指数有限公司、联合国、经合组织、世界银行、国务院国资委、MSCI（明晟）、汤姆逊路透等官方网站，以及《中华人民共和国公司法》等法律法规，国际标准化组织《社会责任标准指南》等标准。

第二大类来自学术著作和论文，除了用尾注的方式已经注明的之外，还包括：

- 1、[美]斯蒂芬·P·罗宾斯，管理学(第七版)[M].北京:中国人民大学出版社,2005.113-136.
- 2、张彦宁，中国企业管理年鉴[M].，北京：企业管理出版社,1990.
- 3、袁家方，企业社会责任[M].北京：海洋出版社,1990.
- 4、刘俊海，公司的社会责任[M].北京：法律出版社,1999.
- 5、卢代富，企业社会责任的经济学和法学分析[M].北京：法律出版社,2002.
- 6、陈志昂，陆伟，企业社会责任三角模型[J].经济管理.2003,11.
- 7、卡罗尔，巴克霍尔茨，企业与社会：伦理与利益相关者管理[M].黄煜平等译.北京:机械工业出版社，2004
- 8、周祖城，企业伦理学[M].北京:清华大学出版社,2005.
- 10、弗里德曼，《企业的社会责任就是增加利润》，转引自《中国慈善家》官网
- 11、德鲁克，《管理：任务、责任、实践》
- 12、摩根大通和洛克菲勒基金会，《影响力投资：一种新兴的投资类别》
- 13、志敏，陈晓芳，强制披露理论依据之批评 [J] . 北京大学学报:哲学社会科学版，2009(5):136 -145.
- 14、叶小勇，填补市场与政府空白的第三只手——可持续发展中的伦理道德 [J] . 新疆大学学报: 哲学·人文社会科学版，2008 (2):20 -23.

- 15、吴磊，公司治理与社会责任对企业成长的影响——以中国制造业 A 股上市公司为例 [J] . 中南财经政法大学学报, 2015(2):143 -149.
- 16、万寿义、刘正阳，制度背景、公司价值与社会责任成本，第六届公司治理国际研讨会论文集，2011
- 17、邱慈观，《影响力投资》，《陆家嘴》杂志 2017 年 11 月刊
- 18、2018 年 ESG 投资发展报告，中证指数登记公司
- 19、朱忠明，祝健，《社会责任投资》，中国发展出版社，2010-6-1
- 20、埃米·多米尼，《社会责任投资》，兴全基金管理有限公司译，上海人民出版社 2008
- 21、洛克菲勒慈善咨询机构慈善指南，《影响力投资介绍》
22. Moskowitz, M., Choosing Socially Responsible Stocks, Business and Society Review, 1972 (1), pp.29 - 42.
23. Bowman, E. and Haire, M., A Strategic Posture Towards CS R, California Management Review, 1975, 18(2), pp.49-58.
- 24.Vance S. C., Are Society Responsible Corporations Good Investment Risks? Management Review, 1975(8), pp.19-24.
25. Holman, Walter R., New, J. R. andol, and Singer Daniel, The Impact of Corporate Social Responsiveness on Shareholder Wealth, Research in Corporate Social Performance and Policy, 1985(7).
- 26.Carrasco M I, Buendía M I. Corporate social responsibility: a crossroad between changing values, innovation and internationalisation [J] . European Journal of International Management, 2013(3) :295 -314.

附录 A

义利 99 指数编制方案

1、引言

义利 99 指数是根据社会价值投资联盟（深圳）研发的“上市公司社会价值评估模型”（由筛选子模型和评分子模型组成），从沪深两市规模最大、流动性好的 300 家公司中评选社会价值最高的 99 家公司作为样本股，以反映沪深两市上市公司社会价值创造能力与股价走势的变动关系，于 2018 年 11 月在 Wind 金融终端上线。

2、样本空间

基于沪深两市规模最大、流动性好的 300 家公司。

3、选样方法

义利 99 指数成分股是按照以下步骤从样本空间中选出的上市公司：

- 1) 通过“评估模型—筛选子模型”，从产业问题、行业问题、财务问题、重大负面事件、违法违规、特殊处理 6 个方面 18 个指标剔除资质不符的上市公司；
- 2) 通过“评估模型—评分子模型”，从目标|驱动力（价值驱动、战略驱动、业务驱动）、方式|创新力（技术创新、模式创新、管理创新）、效益|转化力（经济贡献、社会贡献、环境贡献）3 大方面 55 个四级指标对入围公司进行量化评分；
- 3) 将社会价值量化评分由高到低排名，选取前 99 名股票作为指数成分。

4、指数计算

义利 99 指数以“点”为单位，精确到小数点后 2 位。

4.1 基日与基期

义利 99 指数以 2013 年 12 月 16 日为基日，基点为 1000 点。

4.2 指数计算公式

义利 99 指数采用派许加权综合价格指数公式进行计算，计算公式如下：

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期成份股的调整市值}}{\text{除数}} \times 1000$$

其中，调整市值=∑(股价×调整股本数)。

指数计算中的调整股本数系根据分级靠档的方法对样本股股本进行调整而获得。要确定调整股本数，需要确定自由流通股本和分级靠档两个因素，参见 Wind。

5、样本调整

5.1 调整频率

每半年调整一次，成分股调整实施时间分别是每年 1 月和 7 月。

5.2 临时调样

在有特殊事件发生，以致影响指数的代表性和可投资性时，或样本股发生严重违背社会价值主张的负面事件时，经社标委审核同意，将对义利 99 指数成分股做出必要的临时调整。

5.3 备选名单

为提高指数成分股临时调整的可预期性和透明性，义利 99 指数设置备选名单，用于成分股定期调整之间发生的临时调整。每次成分股定期调整时，设置备选名单，备选名单中股票数量为指数样本数量的 10%，义利 99 指数设置 10 只备选成分股。

附录 B

2018 年度剔除上市公司汇总

序号	股票代码	证券简称	剔除依据领域	剔除依据指标
1	002736.SZ	国信证券	违法违规	违规并受到公开谴责或公开处罚（省部级及以上行政机构及上海、深圳证券交易所）
2	600000.SH	浦发银行	违法违规	违规并受到公开谴责或公开处罚（省部级及以上行政机构及上海、深圳证券交易所）
3	600036.SH	招商银行	违法违规	违规并受到公开谴责或公开处罚（省部级及以上行政机构及上海、深圳证券交易所）
4	601166.SH	兴业银行	违法违规	违规并受到公开谴责或公开处罚（省部级及以上行政机构及上海、深圳证券交易所）
5	601628.SH	中国人寿	违法违规	违规并受到公开谴责或公开处罚（省部级及以上行政机构及上海、深圳证券交易所）
6	601881.SH	中国银河	违法违规	违规并受到公开谴责或公开处罚（省部级及以上行政机构及上海、深圳证券交易所）
7	601901.SH	方正证券	违法违规	违规并受到公开谴责或公开处罚（省部级及以上行政机构及上海、深圳证券交易所）
8	000063.SZ	中兴通讯	重大负面事件	在持续经营、财务、社会、环境方面发生重大负面事件
9	600570.SH	恒生电子	财务问题	审计机构出具非标准无保留意见审计报告

序号	股票代码	证券简称	剔除依据领域	剔除依据指标
10	000415.SZ	渤海金控	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
11	000503.SZ	国新健康	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
12	000540.SZ	中天金融	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
13	000723.SZ	美锦能源	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
14	002252.SZ	上海莱士	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
15	002310.SZ	东方园林	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
16	002450.SZ	康得新	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
17	002470.SZ	金正大	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
18	002739.SZ	万达电影	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
19	600157.SH	永泰能源	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
20	600221.SH	海航控股	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
21	600309.SH	万华化学	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
22	600682.SH	南京新百	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
23	601216.SH	君正集团	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
24	601390.SH	中国中铁	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月
25	601600.SH	中国铝业	特殊处理上市公司	连续停牌超过 3 个月

附录 C

2018 年度 A 股上市公司社会价值义利 99 排行榜

排 名	证券代码	证券简称	中证一级行 业	目标 驱动 力(10)	方式 创新力 (30)	效益 转 化力经 济贡献 (30)	效益 转化 力社会贡献 (15)	效益 转 化力环境 贡献(15)	总分	合一度	义利属性
1	601668.SH	中国建筑	工业	7.83	25.90	20.91	14.30	11.67	80.61	94%	义利双优
2	601288.SH	农业银行	金融	7.83	22.14	22.51	13.77	13.33	79.58	94%	义利双优
3	002601.SZ	龙蟠佰利	原材料	7.33	25.05	20.92	14.00	11.67	78.97	93%	义利双优
4	000725.SZ	京东方 A	信息技术	9.00	23.30	17.96	14.30	12.00	76.56	89%	义较突出
5	601800.SH	中国交建	工业	7.50	24.11	19.03	13.97	11.50	76.11	96%	义较突出
6	000338.SZ	潍柴动力	工业	8.00	22.38	22.20	13.63	9.33	75.54	96%	义利双优
7	600050.SH	中国联通	电信业务	6.33	24.28	16.94	13.43	14.00	74.98	88%	义较突出
8	601088.SH	中国神华	能源	7.33	23.59	21.64	11.85	9.67	74.08	95%	义利双优
9	600688.SH	上海石化	能源	6.83	22.35	21.12	10.82	11.17	72.29	96%	义利双优
10	000002.SZ	万科 A	地产	7.33	19.47	23.20	11.87	10.33	72.20	92%	义利双优
11	600068.SH	葛洲坝	工业	8.33	22.41	18.72	12.33	10.00	71.80	90%	义较突出
12	600196.SH	复星医药	医药卫生	7.33	19.05	17.01	14.27	14.00	71.67	91%	义较突出
13	600900.SH	长江电力	公用事业	8.00	20.06	22.53	12.52	8.33	71.44	91%	义利双优
14	600104.SH	上汽集团	可选消费	8.00	21.16	20.16	12.37	9.67	71.35	92%	义利双优
15	001979.SZ	招商蛇口	地产	5.17	20.43	25.45	11.23	8.33	70.61	82%	利较突出
16	601186.SH	中国铁建	工业	7.50	19.41	19.41	13.22	11.00	70.54	92%	义较突出
17	600028.SH	中国石化	能源	7.00	21.58	20.83	11.12	10.00	70.53	98%	义利双优

排 名	证券代码	证券简称	中证一级行 业	目标 驱动 力(10)	方式 创新力 (30)	效益 转 化力经 济贡献 (30)	效益 转化 力社会贡献 (15)	效益 转 化力环境 贡献(15)	总分	合一度	义利属性
18	600690.SH	青岛海尔	可选消费	5.33	24.37	21.06	10.40	9.33	70.50	79%	利较突出
19	601766.SH	中国中车	工业	7.33	20.67	20.35	11.43	10.67	70.45	97%	义利双优
20	600018.SH	上港集团	工业	8.67	22.10	21.94	11.55	6.00	70.26	86%	利较突出
21	601238.SH	广汽集团	可选消费	5.50	18.96	23.68	12.52	9.50	70.16	84%	义利双优
22	601899.SH	紫金矿业	原材料	7.33	18.44	19.12	14.07	11.17	70.13	90%	义较突出
23	601618.SH	中国中冶	工业	6.17	23.61	17.29	13.27	9.67	70.00	87%	义较突出
24	600887.SH	伊利股份	主要消费	5.83	19.24	20.26	13.53	11.00	69.86	87%	义利双优
25	000100.SZ	TCL集团	可选消费	7.17	19.56	17.69	12.73	12.67	69.82	95%	义较突出
26	601988.SH	中国银行	金融	7.83	20.98	21.17	10.40	9.33	69.71	92%	利较突出
27	601939.SH	建设银行	金融	6.33	17.60	22.29	10.70	12.67	69.59	86%	义利双优
28	600188.SH	兖州煤业	能源	7.33	19.65	22.42	12.32	7.67	69.39	94%	利较突出
29	600019.SH	宝钢股份	原材料	5.50	19.52	22.32	11.07	10.67	69.07	86%	义利双优
30	600498.SH	烽火通信	电信业务	6.67	23.39	15.57	12.90	10.50	69.03	90%	义较突出
31	600008.SH	首创股份	公用事业	7.67	20.61	18.03	11.10	11.33	68.74	93%	义较突出
32	601607.SH	上海医药	医药卫生	8.17	22.50	16.67	11.07	10.00	68.40	87%	义较突出
33	601111.SH	中国国航	工业	8.33	16.66	18.73	12.73	11.00	67.45	80%	义较突出
34	601688.SH	华泰证券	金融	6.17	18.08	21.08	10.70	11.33	67.36	90%	义利双优

排 名	证券代码	证券简称	中证一级行 业	目标 驱动 力(10)	方式 创新力 (30)	效益 转 化力经 济贡献 (30)	效益 转化 力社会贡献 (15)	效益 转 化力环境 贡献(15)	总分	合一度	义利属性
35	601998.SH	中信银行	金融	7.83	18.45	20.40	12.30	8.33	67.32	88%	义利双优
36	601318.SH	中国平安	金融	6.33	16.06	23.88	12.30	8.00	66.57	84%	义利双优
37	002202.SZ	金风科技	工业	7.50	20.50	16.57	11.85	10.00	66.42	92%	义较突出
38	600016.SH	民生银行	金融	8.83	16.26	19.99	11.53	9.33	65.95	76%	义较突出
39	601857.SH	中国石油	能源	7.00	19.84	19.52	11.57	8.00	65.92	96%	义利兼具
40	600115.SH	东方航空	工业	5.17	20.39	17.73	12.60	10.00	65.89	85%	义较突出
41	601398.SH	工商银行	金融	6.17	17.66	22.05	9.87	10.00	65.74	91%	利较突出
42	000776.SZ	广发证券	金融	5.17	17.83	23.76	10.60	8.33	65.69	84%	利较突出
43	601328.SH	交通银行	金融	6.50	19.23	20.70	9.03	10.00	65.46	98%	利较突出
44	600015.SH	华夏银行	金融	7.33	18.13	20.38	9.93	9.67	65.45	90%	利较突出
45	601877.SH	正泰电器	工业	8.00	18.92	20.08	11.43	7.00	65.43	86%	利较突出
46	002142.SZ	宁波银行	金融	6.17	18.29	20.06	9.87	10.67	65.06	94%	义利双优
47	000625.SZ	长安汽车	可选消费	6.50	19.14	17.58	10.73	11.00	64.96	99%	义较突出
48	601669.SH	中国电建	工业	7.67	20.06	18.96	10.90	7.33	64.91	89%	义利兼具
49	600332.SH	白云山	医药卫生	5.67	21.69	17.35	10.48	9.67	64.86	88%	义较突出
50	000001.SZ	平安银行	金融	3.00	20.10	20.88	11.50	9.33	64.81	60%	义利双优
51	600029.SH	南方航空	工业	5.17	18.90	18.08	13.65	9.00	64.80	86%	义较突出

排 名	证券代码	证券简称	中证一级行 业	目标 驱动 力(10)	方式 创新力 (30)	效益 转 化力经 济贡献 (30)	效益 转化 力社会贡献 (15)	效益 转 化力环境 贡献(15)	总分	合一度	义利属性
52	300070.SZ	碧水源	工业	8.67	21.30	18.19	10.57	6.00	64.72	80%	义利兼具
53	002594.SZ	比亚迪	可选消费	3.67	24.12	16.81	12.78	7.33	64.71	63%	义较突出
54	002352.SZ	顺丰控股	工业	6.83	19.46	25.28	7.60	5.33	64.50	96%	利较突出
55	002024.SZ	苏宁易购	可选消费	6.17	18.00	20.05	10.90	9.33	64.45	94%	义利双优
56	000538.SZ	云南白药	医药卫生	6.67	18.71	18.54	11.48	9.00	64.40	97%	义较突出
57	000963.SZ	华东医药	医药卫生	7.50	18.40	18.19	9.93	10.33	64.36	89%	义较突出
58	601012.SH	隆基股份	工业	7.17	17.37	22.79	11.62	5.33	64.28	89%	利较突出
59	600089.SH	特变电工	工业	8.33	20.72	15.79	12.02	7.33	64.20	82%	义利兼具
60	600011.SH	华能国际	公用事业	8.33	17.85	19.38	11.77	6.67	64.00	81%	义利兼具
61	601828.SH	美凯龙	工业	6.00	20.90	18.72	9.67	8.67	63.95	92%	义利兼具
62	600585.SH	海螺水泥	原材料	4.67	14.06	21.33	12.57	11.33	63.95	71%	义利双优
63	600518.SH	康美药业	医药卫生	6.17	21.48	18.26	11.22	6.67	63.79	90%	义利兼具
64	002415.SZ	海康威视	信息技术	4.83	21.62	23.13	10.12	4.00	63.70	80%	利较突出
65	601727.SH	上海电气	工业	7.00	17.57	16.31	13.13	9.67	63.67	91%	义较突出
66	601211.SH	国泰君安	金融	6.50	13.97	23.92	10.20	9.00	63.59	79%	利较突出
67	601991.SH	大唐发电	公用事业	7.67	21.46	13.99	10.60	9.67	63.39	85%	义较突出
68	000333.SZ	美的集团	可选消费	6.50	20.01	23.00	8.10	5.50	63.11	95%	利较突出

排 名	证券代码	证券简称	中证一级行 业	目标 驱动 力(10)	方式 创新力 (30)	效益 转 化力经 济贡献 (30)	效益 转化 力社会贡献 (15)	效益 转 化力环境 贡献(15)	总分	合一度	义利属性
69	601898.SH	中煤能源	能源	8.33	17.68	17.07	10.62	9.00	62.70	80%	义利兼具
70	600741.SH	华域汽车	可选消费	3.83	19.68	19.91	10.27	9.00	62.69	72%	义利兼具
71	000858.SZ	五粮液	主要消费	7.33	19.74	19.34	10.27	6.00	62.68	89%	义利兼具
72	600837.SH	海通证券	金融	3.83	16.99	22.38	11.10	8.33	62.64	71%	利较突出
73	600031.SH	三一重工	工业	6.17	22.91	18.80	10.65	4.00	62.53	84%	义利兼具
74	600867.SH	通化东宝	医药卫生	6.33	19.55	20.05	8.42	8.00	62.35	97%	利较突出
75	603799.SH	华友钴业	原材料	6.17	18.89	17.05	13.52	6.67	62.29	99%	义较突出
76	601225.SH	陕西煤业	能源	7.67	13.77	20.72	10.43	9.67	62.26	75%	义利双优
77	600276.SH	恒瑞医药	医药卫生	6.67	19.14	23.21	7.23	6.00	62.24	95%	利较突出
78	601169.SH	北京银行	金融	5.50	20.91	20.45	9.22	6.00	62.08	88%	利较突出
79	000423.SZ	东阿阿胶	医药卫生	5.50	17.60	19.03	10.55	9.33	62.02	92%	义利兼具
80	300124.SZ	汇川技术	工业	6.17	17.23	19.97	10.32	8.33	62.02	94%	义利兼具
81	002236.SZ	大华股份	信息技术	8.33	21.37	20.33	6.25	5.67	61.95	79%	利较突出
82	601808.SH	中海油服	能源	4.17	21.02	11.02	13.27	12.33	61.80	75%	义较突出
83	002241.SZ	歌尔股份	信息技术	6.67	18.29	19.01	11.40	6.33	61.69	95%	义利兼具
84	600406.SH	国电南瑞	工业	5.83	17.78	21.20	11.85	5.00	61.66	96%	利较突出
85	000895.SZ	双汇发展	主要消费	5.83	15.02	20.97	10.18	9.33	61.35	85%	利较突出

排 名	证券代码	证券简称	中证一级行 业	目标 驱动 力(10)	方式 创新力 (30)	效益 转 化力经 济贡献 (30)	效益 转化 力社会贡献 (15)	效益 转 化力环境 贡献(15)	总分	合一度	义利属性
86	601985.SH	中国核电	公用事业	7.00	17.16	20.92	9.13	7.00	61.21	90%	利较突出
87	601788.SH	光大证券	金融	4.83	20.43	20.37	9.75	5.67	61.06	83%	利较突出
88	601818.SH	光大银行	金融	4.67	20.61	19.96	7.05	8.67	60.95	81%	义利兼具
89	601229.SH	上海银行	金融	7.00	16.39	19.49	10.37	7.67	60.91	88%	义利兼具
90	002008.SZ	大族激光	信息技术	5.50	21.21	18.56	9.97	5.33	60.57	86%	义利兼具
91	600271.SH	航天信息	信息技术	7.17	20.56	18.11	9.43	5.00	60.27	86%	义利兼具
92	601933.SH	永辉超市	主要消费	6.83	13.89	21.08	12.70	5.67	60.17	80%	利较突出
93	300072.SZ	三聚环保	原材料	5.67	19.56	19.88	9.68	5.33	60.12	92%	义利兼具
94	600340.SH	华夏幸福	地产	7.67	14.86	23.41	9.18	5.00	60.11	78%	利较突出
95	600176.SH	中国巨石	原材料	5.17	20.34	18.23	10.70	5.67	60.11	86%	义利兼具
96	601117.SH	中国化学	工业	6.83	18.28	14.01	12.68	8.00	59.80	91%	义较突出
97	601601.SH	中国太保	金融	4.17	15.94	22.88	7.37	9.33	59.69	77%	利较突出
98	002925.SZ	盈趣科技	可选消费	6.67	18.20	21.35	8.45	5.00	59.67	93%	利较突出
99	600438.SH	通威股份	主要消费	9.00	17.73	19.76	7.17	6.00	59.65	72%	义利兼具

150

