



【2020】第 5 期 总第 140 期

中国证券投资基金业协会

2020 年 2 月 11 日

---

## 疫情背后的 ESG 思考：PE 机构捐赠是否背离 股东利益最大化原则？

【编者按】1 月 27 日，中国证券投资基金业协会向基金行业发出倡议，积极驰援全国防治新型冠状病毒肺炎攻坚战，得到全行业的快速响应。据不完全统计，截至 2 月 7 日 17 时，共有 85 家公募基金公司、130 家私募基金管理人、9 家私募资管机构、2 家外商独资私募证券投资基金管理人、2 家基金服务机构、1 家 RQFII 机构向相关慈善组织及医院决定或实现捐赠金额 38,574.7925 万元。同时，私募股权和创投基金管理机构全面发挥影响力、投资能力，引导、调动所投资的产业链企业，从医疗设备到医院建设、再到民生保障，共决定或实现捐赠 85,502.16 万元，并捐赠多种防疫物资、

折合约 2.22 亿元，全面抗击疫情。全行业及相关被投企业在履行社会责任方面勇于担当、可圈可点。

从 ESG 投资的角度，发挥资本效能、践行社会责任是资产管理机构的应有之义。ESG 投资将企业个体置于相互联系、相互依赖的社会网络中，将社会公共利益引入公司价值体系，将服务于股东利益最大化的目标扩大到实现所有利益相关者甚至整个环境社会的共同发展与提升，是推动投资与实体良性循环、社会经济可持续发展的有力工具。本文从 ESG 投资的视角，阐述了私募基金进行社会捐赠背后所代表的价值理念以及由此引发的对企业目标的思考。

近期，湖北新冠肺炎牵动着全国人民的心。在抗疫战斗中，社会各界人士纷纷踊跃参战，通过无偿捐赠等多种形式支援湖北抗疫前线。根据相关新闻报道，社会企业是捐赠的主力军，其中不乏众多私募股权投资机构联合其所投资企业进行捐赠的身影。对于私募股权投资机构而言，追求被投资企业的股东（投资人）利益最大化系其核心目标，而大额的捐赠行为在企业财务上体现为成本（支出），将直接导致股东可得利益的减少，似乎背离股东利益最大化的原则。可是我们注意到，积极参与抗疫捐赠的投资机构和社会企业往往是各自领域的头部机构，且其中大多数机构都不是第一次进行类似的社会捐赠或援助。

这引发了我们对于企业目标价值判断的思考：企业的最高目标究竟是股东利益最大化，还是包含其他相关方利益最大化乃至更高的社会责任目标？这两者是否必然冲突，抑或其实本为一体？根据 ESG 的投资理念，本文将带着以上问题展开进一步讨论。

## **一、 股东利益最大化 vs 企业利益相关方利益最大化**

企业股东利益最大化的概念比较明确，也比较好理解。而在上升到企业社会责任这一层面之前，企业在追求股东（shareholders）利益最大化之外，是否应该追求企业利益相关方（stakeholders）利益最大化这一问题也备受关注并引起了广泛讨论。

企业利益相关方的讨论通常被放在企业治理框架下进行。企业治理框架下规定了不同群体的权利、角色和责任，

其核心是一种制衡与激励安排，以最大限度地减少管理企业的内部人士(insiders)与外部股东(external shareholders)之间的利益冲突和摩擦。公司治理主要有两大主流理论，即“股东理论”和“利益相关方”理论。股东理论认为，企业经营的最重要职责是最大限度地实现股东回报；而利益相关方理论将企业经营的关注点从股东的利益扩大到所有企业相关方(通常认为，“企业利益相关方”包括股东、债权人、经理和员工、董事、消费者、供应商、政府监管部门以及其他与公司有利益关系的主体)的利益，这些相关方不一定有相同的目标或需求，甚至可能存在利益冲突。国际上普遍采用的企业治理制度均在不同程度上反映了前述两种理论的影响。一家企业的治理制度通常更加强调这两种理论中的一种，但也可能呈现两者一定程度的结合。从本质上来说，股东其实仅属于企业利益相关方中的一方，纯粹关注股东利益最大化，对于企业战略而言较为明确且具有较强的可执行性，因此也为传统(或者说是商业社会发展的初始阶段)的企业经营者所普遍采用。但相关研究表明，公司治理系统的全球趋同运动正在进行，其中一项重要趋势，就是国际机构就重要的公司治理原则建立共识的倡议，而这些原则越来越强调关注企业利益相关方的利益(最早的如 OECD[1]发布的《公司治理准则》[2]，扩大了公司治理的范围，将其他利益相关方，尤其是员工、债权人和供应商的利益纳入考虑范围)。

此外，越来越多的研究和实践也表明，几乎所有企业的长期成功，都有赖于各企业利益相关方的贡献，关注企业利

益相关方利益最大化（而非仅仅关注股东利益最大化）的可持续发展（sustainability）策略似乎是企业基业长青的核心关键之一。例如，有基于美国大量企业并购样本数据分析而发表的学术论文[3]就指出，企业在经营过程中综合考虑了各利益相关方的利益，从事了有助于提高企业长期盈利能力和效率的活动，最终增加了企业价值和股东财富。牛津大学和资产管理机构 Arabesque Partners 相关工作人员于 2015 年发布的《从股东到利益相关方：可持续发展策略如何驱动财务业绩》[4]报告中也明确指出，相关研究显示规模适中且机制透明的董事会将对企业估值产生积极影响，而高管薪酬体系设计会直接影响企业业绩，表明了企业利益相关方对公司业绩、估值和股价的影响。该报告还总结指出，80%的相关研究显示良好的可持续发展策略能够对企业的股价（即股东利益）产生正面影响。

## 二、企业社会责任（Corporate Social Responsibility, “CSR”）

关注企业利益相关方利益最终将有助于公司长期发展这一观点或许也不难理解和接受，因为关注管理层和员工利益可以使得他们更好地服务于公司、良好的债权人关系可以给公司带来优质低成本的资金、好的消费者口碑有利于品牌形象树立和产品的再销售等这些好处其实不难发现。然而，到了企业社会责任这一层面，企业积极承担社会责任对于公司长期发展到底是否有积极作用（比如国内某企业花费巨资捐赠口罩，是否对企业长远发展有积极影响），这其中的关

系似乎就没有那么简单明白，但随着时间的推移，答案正逐渐明晰起来。

全球最大的资产管理公司贝莱德（BlackRock）首席执行官 Larry Fink 在其 2019 年的《致首席执行官们的信》<sup>[5]</sup> 中呼吁全球企业领导人重视企业的社会责任，并强调企业宗旨与企业长期发展密不可分。2019 年 8 月，代表苹果、百事可乐、摩根大通与沃尔玛等上市大企业的美国工商团体“企业圆桌会议（Business Round Table）”发表了名为《公司的目的（Principles of Corporate Governance）》的宣言，强调企业将更重视履行对社会的责任，不再仅仅关注股东利益。这项宣言已获得美国 180 多位顶尖企业 CEO 的联合签署，旨在引导更多的企业不要单纯拘泥于短期的企业股东利益，而应更着眼于企业利益相关方利益甚至更高的社会责任，以实现企业和社会的可持续发展。其实，企业社会责任早在二十一世纪初便已成为美国公司运营的重要组成部分（在美国“公司登记网”上，有 300 多家美国公司发布了 2007 年度社会责任报告），而与其相对应的社会责任投资（Social Responsibility Investment，“SRI”）也从最初的特定宗教群体行为<sup>[6]</sup>，逐渐转变为一种广为人知的投资理念。自 2004 年开始，倡导在投资决策过程中充分考虑环境（Environmental）、社会（Social）和企业治理因素（Governance）的 ESG 投资理念，因其更为明确的考量因素和实现方法，逐步取代了 SRI、可持续投资（Sustainable

Investing)、责任投资 (Responsible Investing) 等较为模糊和宽泛的理念, 发展成为西方投资市场主流投资策略之一。

尽管强调关注企业社会责任的 ESG 等可持续发展投资理念已成为备受关注的投资策略, 相关研究显示, 该等策略的贯彻实施仍缺少法规层面的足够支持, 而主要还是只能通过企业内部治理的方式实现, 即企业通过自主选择相关标准、制定内部制度文件、设置内部机构职责的方式来形成自己的企业社会责任宗旨等可持续发展策略[7]。在该等投资理念的具体实践中, 能否获取透明、准确且标准化的企业相关信息成为了一个关键问题, 因为这些信息可以让私募投资机构以及其他社会人士了解到企业对 ESG 等可持续发展策略的态度和实践, 并能更好地体现该等策略与企业财务表现的短期和长期关系。

就我国的情况而言, 因市场经济发展阶段所限, 强调关注企业社会责任的 ESG 等可持续发展投资理念相关理论和实践尚处于初级阶段, 但从以下规定和文件的出台轨迹中, 我们可以看到其正在国内市场迅速生根发芽:

(1) 2006 年 9 月, 深圳证券交易所发布了《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》, 明确规定了上市公司社会责任的内容, 其中包括对资源环境、国家和社会应承担的责任, 但该指引目前已失效;

(2) 2008年5月上海证券交易所发布了《关于加强上市公司社会责任承担工作暨发布〈上海证券交易所上市公司环境信息披露指引〉的通知》，要求上市公司在关注自身及股东经济利益的同时，积极履行企业社会责任，促进社会经济的可持续发展；

(3) 2012年，在中共第十八次全国代表大会上，生态文明建设上升为国家战略，同年写入中国宪法；

(4) 在中共第十九次全国代表大会的开幕式上，习近平主席使用了“绿水青山，就是金山银山”的表述，强调了环境保护和生态建设的重要性。基于该发展理念，中国人民银行等七部委于2016年联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，规定了大力发展绿色信贷、推动证券市场支持绿色投资、设立绿色发展基金，通过政府和社会资本合作（PPP）模式动员社会资本、发展绿色保险、完善环境权益交易市场并丰富融资工具、支持地方发展绿色金融以及推动开展绿色金融国际合作等内容，为落实生态文明建设的整体战略奠定了重要基础；

(5) 2018年6月份中国A股被纳入MSCI新兴市场指数和MSCIACWI全球指数，MSCI会对所有纳入MSCI指数的上市公司进行ESG评估，促进上市公司的股东和投资者以及上市公司自身（也包括未纳入MSCI指数的上市公司）对ESG信息披露提出更高的要求，同时也将促使更多的企业关注ESG因素；



(6) 中国证券投资基金业协会自 2016 年以来全力推动 ESG 责任投资，多次举办国际研讨会、主题论坛，开展基础调查，倡导 ESG 理念与实践，并于 2018 年 11 月份发布了《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》和《绿色投资者指引（试行）》，持续推动了与 ESG 投资相关的制度环境建设。

普华永道 (PricewaterhouseCoopers) 最近与世界经济论坛 (World Economic Forum) 联合进行的一项全球调查 [8] 发现，在接受调查的 1100 名 CEO 中，超过 2/3 的被调查者认为，恰当地履行企业社会责任，对企业盈利能力至关重要，可以防止客户、股东甚至员工流失。因此，对于像中国这样的发展中国家来说，强调企业社会责任无疑具有成为促进社会和经济发展的真正源动力的潜力。也正因为如此，SRI、ESG 等理念值得企业大力推广和实践。

### 三、 结语

无论是以股东利益、还是企业利益相关方利益的企业社会责任为着眼点，绝大多数投资人和企业管理者的最终目的都是企业能够持续稳定发展，达到基业长青。早在 1994 年，著名管理学家 Jim Collins 在其著名出版物《基业长青 (Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies)》中，就已论述了超越单纯股东利益最大化的企业核心价值观对于一家卓越企业的重要性。基于案例研究成果，《基业长青》在最后一章（全书最重要的一章）中指出，伟大公司的缔造者们最持久、最重要的贡献就是核心理念（核心价值观/核心使命）。我们可以看到，书中所列的惠普公司（核心

使命为“为了人类进步、人类福祉做出技术贡献”）、默克公司（核心使命为“保护并改善人类生活”）、索尼公司（核心使命为“感受为公众利益推进、应用技术的快乐”）、沃尔玛（核心使命为“让普通人有机会买到富人才买得起的东西”）、迪士尼（核心使命为“让人们快乐”）等这些真正意义上实现了“基业长青”的企业，其核心价值观、核心使命都超越了单纯的赚钱这一目标。这些核心价值观与现在所倡导的 SRI、ESG 等理念高度吻合，而这些公司又都无一例外地在给股东带来长期财务回报这一点上远超绝大多数同行业竞争对手。

如此看来，或许无论在过去、现在，甚至是未来，股东利益、企业利益相关方利益、企业社会责任三者可能自始至终都不是泾渭分明的彼此，而更像是互有重叠、互相影响、你中有我、我中有你的一个有机整体。我们有理由相信，最后所有企业不断进化后都会有与社会发展的宏观背景相称的企业目标和使命，抱元守一，不惧短期利益波动，兼顾所有企业利益相关方之利益，最终也给股东带来更可靠的长期回报，真正走向基业长青之路。

（本文由北京市竞天公诚律师事务所王勇、柳之巍、徐毅撰写）

**注释：**

[1]指 Organisation for Economic Co-operation and Development，即经济合作与发展组织。

[2]指 OECD 最早于 1999 年发布的“Principles of Corporate Governance”，并分别于 2004 年和 2015 年进行了修订。

[3]详见 Xin Deng, Jun-koo Kang, and Buen Sin Low 于 2013 年 3 月发布的“Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization: Evidence from Mergers”

[4]详见 Gordon L. Clark, Andreas Feiner 和 Michael Viehs 于 2015 年 3 月发布的“From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance”

[5]更多信息请参阅原文“Larry Fink’s 2019 Letter to CEOs – Purpose & Profit”

[6]早期的 SRI 源于特定宗教群体的投资原则，典型的如卫理公会教徒（Methodists）在其从事商业活动过程中拒绝投资酒精、烟草等特定行业。

[7]详见 Elizabeth Pollman 于 2019 年 11 月发布的“Corporate Social Responsibility, ESG, and Compliance”

[8]详见 Ramakrishnan Ramachandran 和 R. Perumal 于 2008 年 11 月发布的“Towards Better Stakeholder Management”

---

报：证监会会领导

抄：证监会各部门，各派出机构，各会管单位，各会员单位

分：协会领导，理事、监事，各专业委员会委员，各部门

---

共印 6 份