

Globethics Repository

The logo for Globethics, featuring the word "Globethics" in white, sans-serif font centered within a solid blue rectangular background.

社会责任视角下社会责任基金与传统投资基金的比较研究

This page was generated automatically upon download from the Globethics Repository. More information on Globethics see <https://www.globethics.net>. Data and content policy of Globethics Repository see <https://repository.globethics.net/pages/policy>.

Item Type	Preprint
Authors	王龙
Rights	All rights reserved
Download date	2026-07-07 16:12:59
Link to Item	http://hdl.handle.net/20.500.12424/170166



第四届“企业社会责任”征文大赛

THE FOURTH CSR PAPER COMPETITION -2010

社会责任视角下社会责任基金与 传统投资基金的比较研究

姓名 王龙

学校 北京大学

专业 财税法

联系方式 _____

导师 _____

时间 2011 年 3 月 29 日

大赛论文（设计）诚信声明书

本人声明：我所提交的大赛论文（设计）《社会责任视角下社会责任基金与传统投资基金的比较研究》是我在指导教师指导下独立研究、写作的成果，论文中所引用他人的无论以何种方式发布的文字、研究成果，均在论文中加以说明；有关教师、同学和其他人员对本文的写作、修订提出过并为我在论文中加以采纳的意见、建议，均已在我的致谢辞中加以说明并深致谢意。

论文作者王龙（签字） 时间：2011 年 3 月 29 日

社会责任视角下社会责任基金与传统投资基金的比较研究

【内容摘要】自上世纪爆发的一系列经济、社会危机以来，企业社会责任就越来越受到各界的关注，而近年国内发生的黑砖窑、毒奶粉、石蜡油、瘦肉精等事件，则让公众切身感受到了提高企业社会责任的迫切性和必要性。与传统的投资方式相比，社会责任投资是一种新型的投资于有利于社会平衡发展和环境保护的企业或行业的投资方式，社会责任基金是实现社会责任投资的重要方式，也是推动企业积极履行社会责任的主要力量，社会责任基金的发展对于企业社会责任的履行具有重要意义。本文试图通过对社会责任基金和传统证券投资的比较研究，发现制约我国社会责任基金发展的症结，进而提出促进国内社会责任投资的建议。

【关键词】企业社会责任；社会责任投资；社会责任基金

目录

一、企业社会责任和社会责任投资	1
二、社会责任基金与传统证券投资基金	3
三、发展社会责任基金的意义	13
四、完善社会责任基金投资环境的建议	14
参考文献	17

近年来，企业社会责任（CSR）在国内逐渐受到各界的重视。传统的企业理论认为，企业只有一个目标，即实现企业利益的最大化。随着企业理论不断发展、完善，以及上世纪爆发的石油危机、南北问题、资源枯竭问题，耐克血汗工厂事件、三聚氰胺奶粉事件，矿难、污染、苏丹红、石蜡油、瘦肉精等触目惊心的字眼频频出现，企业行为对社会各方面的影响日益显著，公众对提高企业社会责任的呼声日益高涨，CSR 受到的关注程度得到了前所未有的提高。

一、企业社会责任和社会责任投资

CSR 这一概念最早由欧立文·谢尔顿（Oliver Sheldon）于 1924 年提出，到 20 世纪 30 年代美国哈佛大学的贝尔（Berle）和多德（Dodd）两位教授就企业社会责任问题的讨论引发了著名的“哈佛论战”。^①80 年代，以环保、人权、劳工为内容的企业社会责任运动在欧美等国家如火如荼地开展起来，而 90 年代在劳工和人权组织等 NGO 和消费者的压力下，“反血汗工厂运动”和“企业行动规范运动”的兴起则要求企业全面履行自己的社会责任。

进入 21 世纪，企业社会责任已经得到广泛的认同，其内容也更加丰富。关于企业社会责任的定义，很多国际组织如联合国、世界银行、欧盟等基于各自不同的立场都给出了自己的观点。前联合国秘书长安南在瑞士达沃斯世界经济论坛上提出了“全球协议”，^②提出了关于企业社会责任的一个比较全面的定义：一是好的公司治理和道德标准；二是对人的责任，主要是对员工的责任；三是对环境的责任；四是对整个社会发展的广泛贡献。较为常用的是社会责任国际组织（SAI）的定义：企业社会责任区别于商业责任，企业除了对股东负责及创造财富之外，还必须对社会承担责任，包括遵守商业道德、保护劳工权利、保护环境、发展慈善事业、捐赠公益事业、保护弱势群体。^③这正如联想

^① 贝尔（Adolf A. Berle）教授代表了传统的企业理论观点，他认为企业的管理者受股东委托，是唯股东利益是从的股东权益受托人，所以应该只考虑股东利益。但多德（E. M. Dodd）教授则反对这一观点，他明确提出，企业是既具有营利功能又具备社会服务职能的一个经济机构，它既受托于股东，也受托于更为广泛的社会，企业对雇员、消费者和社会公众，都应该承担相应的社会责任。

^② 该协议号召公司遵守在人权、劳工标准和环境方面的九项基本原则，其内容是：1、企业应支持并尊重国际公认的各项人权；2、绝不参与任何漠视和践踏人权的行；3、企业应支持结社自由，承认劳资双方就工资等问题谈判的权力；4、消除各种形式的强制性劳动；5、有效禁止童工；6、杜绝任何在用工和行业方面的歧视行为；7、企业应对环境挑战未雨绸缪；8、主动增加对环保所承担的责任；9、鼓励无害环境科技的发展与推广。

^③ 转引自朱忠明、祝健主编：《社会责任投资》，中国发展出版社，2010 年版，第 32 页。

集团董事局主席柳传志所说的：公司应该传达一个更好更正确的财富观。另外，公司应该更好地去多做一些慈善事业，为社会尽些责任。^④

现在越来越多的投资者开始关注他们投资企业的公司治理情况和社会责任履行状况，将其作为选择投资对象的标准之一。投资者根据企业在环境、社会、劳工等方面履行社会责任的状况采取“用脚投票（Voting by foot）”^⑤的方式进行投资，当企业积极履行社会责任，达到投资者设定的投资标准时，投资者选择投资该企业；而企业在财务或者社会责任的履行方面出现问题不再符合投资标准时，投资者选择放弃投资该企业。

社会责任投资（Socially Responsible Investment, SRI）是基于企业社会责任理念的一种投资行为^⑥，与传统投资相比，投资者在进行投资决策时，不仅要考虑公司的运营状况、财务指标，而且要考虑投资给社会、环境、自然等方面带来的影响。

SRI 是一种通过投资者的投资方式的选择促使企业履行自己的社会责任，突破了传统投资单一的经济指标标准，进而追求经济、社会、环境的平衡发展，形成可持续发展的机制。因为“任何公司的目标都是帮助社会变得更加美好。如果不是的话，那这样的公司可能并不需要存在”。^⑦当然，SRI 并不是一个新鲜事物，早在 18 世纪中叶，卫理公会教派、基督教科学派、美以美教派、伊斯兰教、佛教等宗教团体的学说或者教义即蕴含着 SRI 的思想，随后的南非反种族隔离运动则把社会责任投资推上一个高潮。上世纪 90 年代以来，人类社会面临的各种问题更加尖锐，越来越多的投资者认识到社会责任投资对社会发展的重要性，SRI 在欧美发达国家和部分亚洲国家得到快速发展。

一般认为，社会责任投资有三种方式：组合筛选、股东决议和社区投资（见

^④ 《公司的力量》节目组编：《公司的力量》，山西教育出版社，2010 年版，第 36 页。

^⑤ 用脚投票：最早由美国经济学家蒂伯特(Charles Tiebout)提出的：在人口流动不受限制、存在大量辖区政府、各辖区政府税收体制相同、辖区间无利益外溢、信息完备等假设条件下，由于各辖区政府提供的公共产品和税负组合不尽相同，所以各地居民可以根据各地方政府提供的公共产品和税负的组合同，来自由选择那些最能满足自己偏好的地方定居。居民们可以从不能满足其偏好的地区迁出，而迁入可以满足其偏好的地区居住。如今随着时代的发展，用脚投票一词已经广泛的运用于其它的领域，现在通常用来比喻对某事的失望或抵触，从而选择离开或者放弃。

^⑥ 朱忠明、祝健主著：《社会责任投资》，中国发展出版社，2010 年版，第 1 页。

^⑦ 美国福特汽车公司董事长 比尔·福特。参见《公司的力量》，山西教育出版社，2010 年版，第 36-37 页。

图 1)。^⑧社会筛选是指在投资和构筑基金投资组合时，把社会责任作为一个重要的指标来进行筛选。股东决议是指社会责任投资者作为股东参与股东大会进行投票和建议进而影响企业在社会和环境方面的行为。

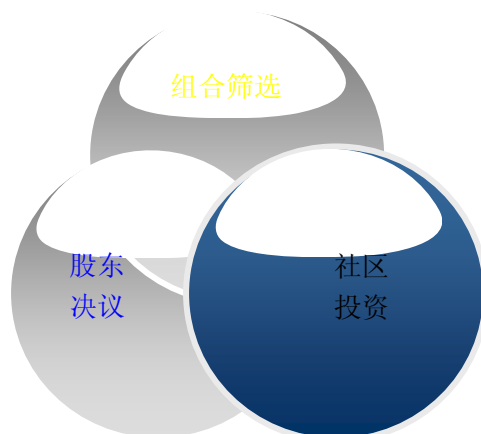


图 1 社会责任投资方式

而社区投资则是投资者把资本投向某些社区——传统的以追逐利益为目的的投资者不愿意投资的社区。这三种投资方式并不是绝对的相互独立的，投资者可以同时采用多种方式进行投资。根据美国社会投资论坛公布的数据，在几类投资中，社会责任基金的发展最为耀眼。

二、社会责任基金与传统证券投资基金

基金是现代货币市场和资本市场最重要的经济主体。从历史上来看，投资基金起源于英国，盛行于美国。第一次世界大战后，美国取代了英国成为世界经济的新霸主，一跃从资本输入国变为主要的资本输出国。随着美国经济运行的大幅增长，日益复杂化的经济活动使得一些投资者越来越难于判断经济动向。为了有效促进国外贸易和对外投资，美国开始引入投资信托基金制度。1926年，波士顿的马萨诸塞金融服务公司设立的“MIT”，成为美国第一个现代意义的共同基金。此后的投资基金发展历程虽历经波折，但仍取得巨大成就，成为现代市场一支不可或缺的力量。

“社会责任基金可以理解为具有社会责任理念又具有金融理念的投资基

^⑧ 姜涛、任荣明、袁象：《中国社会责任投资的发展路径研究》，载《现代管理科学》，2010年第3期，第25页。

金，只投资于有利于社会平衡发展和环境保护的企业或行业。”^⑩社会责任基金选择投资对象的时候不仅关注企业、股东的利益，同时也兼顾社会、环境的可持续发展。欧美发达的资本市场、社会责任视角下的企业评估方法、公众的关注，加之 NGO、政府的重视，推动了欧美发达国家社会责任基金迅猛发展。尽管我国的社会责任基金还处于起步阶段，^⑪但投资表现依然出色¹¹。随着可持续发展、绿色 GDP、和谐社会以及科学发展观等理念和方针的提出，内地企业的社会责任意识的提高，新型社会责任基金的推出¹²，经济的不断发展和人们对社会生活环境要求的不断提高，社会责任基金必将成为日后最主要的投资方式之一，其在中国将有很大的发展空间。

与传统的证券投资基金相比，社会责任基金在投资理念、投资范围、投资主体、投资策略、绩效评估等方面均和前者有较大区别：

1、投资理念

传统企业的投资理念为追求企业利益的最大化，“所有的公司都是为了赚钱，这可能就是公司的原罪，人们做生意就是为了尽可能为自己赚取最大的利润”¹³。传统证券投资基金在考量风险和收益后，获得投资净效用¹⁴的最大化，取得超额投资收益，在风险想当时，投资基金只会选择收益较高的对象而忽视道德、环境和社会的因素。正如哥伦比亚大学教授约瑟夫·斯蒂格利茨所说的：“在市场经济体制下，公司有创造财富的动机。但常常也会为了获取利益，不

^⑩ 朱忠明、祝健主编：《社会责任投资》，中国发展出版社，2010年版，第222页。

^⑪ 社会责任基金：2006年3月，中银国际成立了中国第一家准社会责任基金——中银持续增长；2008年4月，兴业基金公司推出了中国第一家社会责任基金——兴业社会责任股票型证券投资基金。

社会责任指数：2008年1月深圳证券信息有限公司和泰达股份编制并公布了泰达环保指数；2009年8月上交所和中证指数公司联合发布的上证社会责任指数，深证社会责任指数也于2009年8月3日正式编制和发布；2009年11月4日兴业全球基金有限公司、深圳证券信息有限公司和上海第一财经传媒有限公司共同编制发布的“巨潮—CBN—兴业全球基金社会责任指数”。

¹¹ 2010年，深证责任指数跑赢沪深300指数13.7个百分点，受益于此，国内首只社会责任基金自成立以来截至今年2月23日，累计净值增长率已超过65%，在同期成立的同类型产品中收益领先。参见吴玥：《社会责任基金“王者归来”》，载《上海金融报》，2010年2月25日，第B04版。

¹² 汇添富社会责任股票型基金于2011年2月28日在全国发行。

兴全绿色投资基金即将发行，参见 <http://www.cnfund.cn/news/news/2011/03/15/220110315232011.html>，2011年3月21日最新访问。

¹³ 伊曼纽尔·沃勒斯坦，耶鲁大学教授。参见《公司的力量》节目组编：《公司的力量》，山西教育出版社，2010年版，第128页。

¹⁴ 收益带来的正效用和风险带来的负效用的权衡，即在风险既定的条件下投资收益率最大化和在收益率既定的条件下风险最下化。

惜盘剥他人、破坏环境。”¹⁵

而社会责任基金除了希望获取经济收益之外，还希望取得社会和环境绩效，讲求经济效率、关注生态和谐、追求社会公平，把社会问题、环境问题、发展问题有机结合起来，以期取得长期的可持续的收益。以 2006 年 3 月发行的中银持续增长基金为例，其投资理念为：“从企业盈利的增长性和经营模式的可持续性两方面寻找投资机会；专注于具有核心竞争力、良好公司治理、勇于创新并富于社会责任感的公司；通过有效的投资行为推动社会良性发展，为投资者争取长线资本增值与回报。”¹⁶

2、投资范围

传统的证券投资基金投向那些资产雄厚、营运能力强、盈利能力好、财务状况良好、投资收益高的企业或行业中，片面强调基金投向企业的经济效益，而较少关注其投向企业对社会、环境等方面应尽的社会责任，或是否为与烟草、酒精、赌博和武器等非道德产业相关的企业。

社会责任基金在选择投资对象范围时，根据其投向企业的长期、持续经济效益和履行社会责任的状况来进行选择。当企业积极履行社会责任并达到一定标准时¹⁷，基金投资者则选择其作为投资对象；而当企业在财务或者社会责任履行方面出现了问题，不再符合基金投资标准时，基金则可以选择将其从投资组合中剔除。中银持续增长基金的投资范围为：“具有良好流动性的金融工具，包括国内依法发行上市的股票、债券以及中国证监会允许基金投资的其他金融工具。主要投资对象为有增长前景且具备可持续性潜力的股票。”¹⁸而兴业社会责任基金则明确提出：“本基金追求当期投资收益实现与长期资本增值，同时强调上市公司在持续发展、法律、道德责任等方面的履行。”¹⁹

3、投资主体

¹⁵ 参见《公司的力量》节目组编：《公司的力量》，山西教育出版社，2010年版，第114页。

¹⁶ 参见《中银国际持续增长股票型证券投资基金更新招募说明书》。

¹⁷ 目前通行的企业社会责任标准为 SA8000。SA8000 即“社会责任标准”，是 Social Accountability 8000 的英文简称，是全球首个道德规范国际标准。其宗旨是确保供应商所供应的产品，皆符合社会责任标准的要求。SA8000 标准适用于世界各地，任何行业，不同规模的公司。其依据与 ISO9000 质量管理体系及 ISO14000 环境管理体系一样，皆为一套可被第三方认证机构审核之国际标准。

¹⁸ 参见《中银国际持续增长股票型证券投资基金更新招募说明书》。

¹⁹ 参见《兴业社会责任：更新招募说明书》。

三位美国学者 Rosen、B·N·Sanler 和 D·Shani 的研究结果显示，与传统的共同基金²⁰投资者相比，社会责任基金的投资者的年龄分布要更年轻、家庭年收入更少、受教育程度更高、大多数为职业白领。²¹

传统的证券投资基金投资者在分析权衡风险和收益后，在风险相对的时候，只关注基金的经济收益，更希望获得较高的投资收益，而忽视社会、环境、道德等因素。社会责任基金投资者虽然也看重基金的经济回报，但同时也将社会、环境等价值整合起来，考虑相关产业的道德性，达到资本的回报和社会、环境的可持续发展相适应。

4、投资策略

从查理斯·道在 1900—1902 年担任《华尔街日报》总编辑期间发表的一系列文章，开创了“道氏理论”开始，到 1938 年威廉姆斯提出的股利贴现模型（DDM），以及马克维茨现代证券投资组合理论的提出和均值一方差模型的建立，威廉·夏普资本资产定价模型（CAPM）的建立，史蒂夫·罗斯在此基础上提出的套利定价理论（APT），以及法玛有效市场假说的（EMH）提出，以及后来的风险价值模型（VaR）、自由现金流（Free Cash Flow）的提出和行为金融学的兴起，为传统的证券投资提供了丰富的理论基础。

股票投资在证券投资基金投资管理中有至关重要的作用，一般情况下，可以将证券投资策略简单分为个股投资和组合投资。

个股投资中最重要的策略为价值投资策略和成长投资策略，或者二者的混合型策略。价值投资策略重点关注证券的内在价值，这类证券普遍不受市场欢迎，企业缺乏良好的前景，有些证券的价格甚至严重低于其内在价值，而这类证券一旦为市场认同，价格将会大涨，投资者就可以获得超额回报。号称“证券分析之父”的本杰明·格雷厄姆和他的学生巴菲特运用这种策略获得了巨大成功。而成长投资策略则是寻求公司股票未来具有的高盈利和高增长能力，找到具有真正成长潜力的股票，以期获得未来的巨大收益。混合型投资策略则是

²⁰ 一般认为，证券投资基金在美国被称为“共同基金”，在英国和我国香港特别行政区被称为“单位信托基金”，在欧洲一些国家被称为“集合投资基金”或“集合投资计划”，而日本和我国的台湾地区则称之为“证券投资信托基金”。

参见《证券投资基金》，中国证券业协会编，中国财政经济出版社，2010年5月版。

²¹ 参见朱忠明、祝健主编：《社会责任投资》，中国发展出版社，2010年版，第224—226页。

综合两种策略，根据具体情况选择合适的策略进行投资。当然，证券投资策略远不止于以上三类，诸如小盘股策略、逆向策略、 β 值策略、蓝筹股策略等也为众多投资者青睐。

个股选择策略一般有“自上而下”和“自下而上”两种选股方式，“自上而下”即先从宏观分析入手，然后再不断深入到中观、微观层面直至选出具体投资对象。而“自下而上”则不大注重对宏观经济、证券市场大势、相关行业进行分析，而是将主要精力放在挖掘有潜力的个股方面。

而可以有效规避市场非系统性风险²²、保证基金预期收益的组合策略则可以简单分为被动管理策略、主动管理策略和混合管理策略。所谓被动管理型策略也称指数型策略，是指长期稳定持有模拟市场指数的证券组合以获得市场平均收益的投资策略。采取这种投资策略的投资者认为证券市场是有效的，凡是能够影响价格的信息已经全部反映在当前的证券价格中，任何企图预测市场行情、挖掘定价错误证券并借此频繁调整持有证券的行为都无助于提高收益，只会提高成本。与此相反，主动型策略则经常预测市场行情或者寻找定价错误证券，频繁地调整证券组合来获得尽可能高的收益。

社会责任基金投资一般是采取筛选策略将基金投向于那些满足特定条件的企业或金融产品²³。在个股选择上，传统基金一般采取自上而下或者自下而上的方式，根据证券的历史数据和财务数据来进行选择。而社会责任基金则主要依据企业社会责任标准来进行投资，是否有效履行企业社会责任是基金投向的首选。在组合策略方面，传统的证券投资基金和社会责任基金都会定期或不定期调整投资组合，但是调整的标准有质的区别。传统的投资基金主要根据证

²² 根据均值-方差模型确定的证券市场线，可以得出期望收益率和 risk 的关系： $E(rp) = rF + [(E(rp) - rF)/\sigma_M]\beta_p$ ，若用 β 系数作为衡量证券承担系统风险水平的指数，那么 $\sigma_p = \beta_p \sigma_M + \epsilon_p^2$ ，则 $\beta_p \sigma_M$ 为系统性风险， ϵ_p^2 代表非系统性风险。当市场处于牛市时，在估值优势相差不大的情况下，投资者会选择 β 系数较大的证券，以期获得较高的收益；当市场处于熊市时，投资者会选择 β 系数较小的证券，以减少下跌的损失。

²³ 以兴业社会责任基金为例：兴业社会责任基金规定了“经济责任、持续发展责任、法律责任、道德责任”四维衡量标准——“本基金采用“自上而下”与“自下而上”相结合的投资策略。基金根据公司的经济责任表现指标，定期对股票进行初步筛选，经济责任较好的股票进入基础股票池；同时，还剔除社会责任表现指标特别差的某些公司。在此基础上，按照经济责任、持续发展责任、法律责任、道德责任等不同社会责任对公司价值的相对贡献，对基础股票池中的股票进行二次筛选，进入备选股票池。对于备选股票池，本基金将定期（一般一个季度）或不定期（突发事件）进行四维风险因子度量，以判断经济责任、持续发展责任、法律责任、道德责任对公司价值的相对贡献因子大小。”参见《兴业社会责任：更新招募说明书》。

券的经济收益来进行调整²⁴；而社会责任基金则根据基金投向的企业、产品是否仍然符合社会责任标准和财务标准来调整，社会责任标准在调整投资组合时具有重要地位。

5、绩效评价

与传统的投资相比，社会责任投资的绩效优劣，是一个更加复杂的问题。通常情况下，如果社会责任投资的绩效低于传统的投资收益，那么这种社会责任投资也就只是一个利基市场（niche market）²⁵，只有那些具有强烈的社会责任、愿意接受低收益的投资者才会投资；而如果社会责任投资的收益高于传统的投资，那么传统的投资也会将社会责任原则加入自己的投资准则中去。很明显，社会责任基金的绩效决定了社会责任基金的发展。

比较经典的基金绩效衡量指标为建立在 CAPM 模型基础上的特雷诺指数、夏普指数、詹森指数。

（1）特雷诺指数

特雷诺指数是 1965 年由特雷诺提出来的，它用获利机会来评价绩效。该指数值由每单位风险获取的风险溢价来计算，风险仍然由 β 系数来测定（如图 2）。

$$T_p = R_p - R_f / \beta_p$$

式中： T_p ——基金 p 的特雷诺指数；

R_p ——考察期内基金 p 的实际平均收益率；

R_f ——考察期内无风险收益率；

β_p ——基金 p 的系统风险。

在图 2 中，基金的特雷诺指数是连接基金与无风险证券的直线的斜率。当斜率大于证券市场线斜率（ $TP > TM$ ）时，基金绩效好于市场绩效，此时基金位于证券市场线上方；相反，斜率小于证券市场线斜率（ $TP < TM$ ）时，基金绩效不如市场绩效好，基金组合位于证券市场线下方。

²⁴ 采取买入并持有策略的投资者，一般不对组合进行调整；采取恒定混合策略的，在证券价格下降时买入，在价格上升时卖出；而保险策略则是在证券价格下降时卖出，价格上升时买入。

²⁵ 利基市场（niche market）：一般为那些高度专门化的需求市场，即指向那些被市场中的统治者/有绝对优势的企业忽略的某些细分市场，指企业选定一个很小的产品或服务领域，集中力量进入并成为领先者，从当地市场到全国再到全球，同时建立各种壁垒，逐渐形成持久的竞争优势。

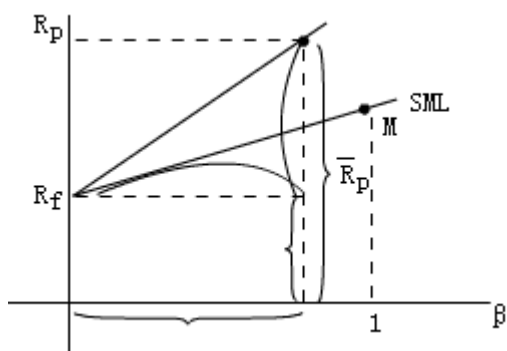


图2 特雷诺指数

(2) 夏普指数

夏普指数是1966年由威廉·夏普提出的，它以资本市场线为基准，指数值等于基金的风险溢价除以标准差（如图3）：

$$S_p = (R_p - R_f) / \sigma_p$$

式中： S_p ——基金 p 的夏普指数；

R_p ——考察期内基金 p 的实际收益率；

R_f ——考察期内无风险收益率；

σ_p ——基金 p 的标准差；

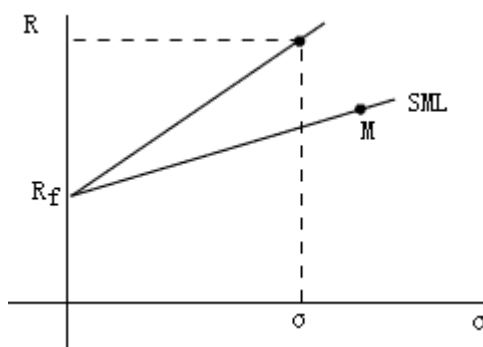


图3 夏普指数

在图3中，基金 p 的夏普指数是连接基金与无风险资产的直线的斜率，将它与市场组合的夏普指数比较，高的夏普指数表明该基金比市场经营得好，基金位于资本市场线上方；低的夏普指数表明经营得比市场差，基金则位于资本市场线下方；位于资本市场线上的组合的夏普指数与市场组合的夏普指数均相等，表明管理具有中等绩效。

(3) 詹森指数

詹森指数是 1969 年由詹森在 CAPM 模型的基础上发展出来的一个风险调整差异衡量指标。詹森指数以证券市场线为基准，指数值实际上就是基金的实际平均收益率与由证券市场线所给出的该基金的期望收益率之间的差（如图 4）：

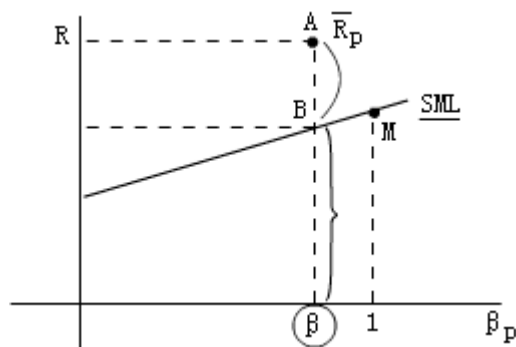


图 4 詹森指数

可见，詹森指数就是基金所获得的高于市场的那部分风险溢价，风险由 β 系数测定。直观上看，詹森指数代表基金与证券市场线之间的落差。如果基金的詹森指数为正，则其位于证券市场线上方，绩效好；如果基金的詹森指数为负，则位于证券市场线下方，绩效不好。

（4）三种评价指标的比较²⁶

①夏普指数与特雷诺指数尽管衡量的都是单位风险的收益率，但二者对风险的计量不同。夏普指数考虑的是总风险（以标准差衡量），而特雷诺指数考虑的是市场风险（以 β 值衡量）。

②夏普指数与特雷诺指数在对基金绩效的排序结论上可能不一致，两种衡量方法评价结果的不同是由分散水平的不同引起的。

③特雷诺指数与詹森指数只对绩效的深度加以了考虑，而夏普指数则同时考虑了绩效的深度与广度。深度是指基金经理所获得的超额回报的大小，而广度是指组合的分散程度。

④詹森指数要求用样本期内所有变量的样本数据进行回归计算。夏普指数与特雷诺指数只用整个时期全部变量的平均收益率。

（5）三类评价指标的不足²⁷

²⁶ 参见中国证券业协会编：《证券投资基金》，中国财政经济出版社，2010年5月版，第360—364页。

①三类指数均以资本资产定价模型为基础，隐含与现实环境相差较大的理论假设。可能导致评价结果失真。

②三类指数中都含有用于测度风险的指标，而计算这些风险指标有赖于样本的选择。可能导致基于不同的样本选择所得到的评估结果不同，也不具有可比性。

③三类指数的计算均与市场组合发生直接或间接关系，现实中用于替代市场组合的证券价格指数具有多样性。会导致基于不同市场指数所得到的评估结果不同，不具有可比性。

(6) 绩效评价的其他方法

①信息比率

信息比率以马柯威茨的均异模型为基础，可以用以衡量基金的均异特性。其计算公式如下：

式中：
$$IP = \frac{\overline{D_p}}{\sigma_{D_p}}$$
 是基金 p 与基准组合的差异收益率；

$$\overline{D_p} = R_p - R_b$$
 是差异收益率的均值；

$$\sigma_{D_p} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (D_{pt} - \overline{D_p})^2}{T-1}}$$
 是差异收益率的标准差。

基金收益率与基准组合收益率之间的差异收益率的标准差，通常被称为“跟踪误差”，反映了积极管理的风险。信息比率越大，说明基金经理单位跟踪误差所获得的超额收益越高。因此，信息比率较大的基金其表现要好于信息比率较低的基金。

②M2 测度

这一方法的基本思想就是通过无风险利率下的借贷，将被评价基金的标准差调整到与基准指数相同的水平下，进而对基金相对基准指数的表现作出考察。由于M2 测度实际上表现为两个收益率之差，因此也就比夏普指数更容易

²⁷ 参见中国证券业协会编：《证券投资基金》，中国财政经济出版社，2010年5月版，第364页。

为人们所理解与接受。不过，M2 测度与夏普指数对基金绩效表现的排序是一致的。

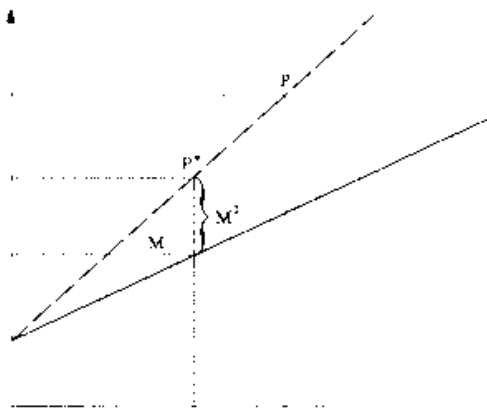


图 5 M2 测度

③DEA 模型²⁸

DEA 方法主要是通过保持决策单元的输入或输出不变，借助于数学规划将 DMU 投影到 DEA 前沿面上，并通过比较决策单元偏离 DEA 前沿面的程度来评价它们的相对有效性。基于 DEA 的基本原理，我们建立如下基金市场发展能力评估模型。假设基金市场有 n 个时期，每个时期都有 m 种类型的输入指标和 s 种类型的输出指标。设 X_i 和 Y_j 分别是第 J 个时期的输入输出向量，评价模型原理假设 n 个决策单元对应的输入数据和输出数据由表 1 给出。

表 1 决策单元的输入输出

投入量权重	投入	决策单元 (1, 2, ..., f, ...,n)	输出	输出量权重
v_1	1	$X_{11}, X_{12}, \dots, X_{1f}, \dots, X_{1n}$		
v_2	2	$X_{21}, X_{22}, \dots, X_{2f}, \dots, X_{2n}$		
...		
v_m	m	$X_{m1}, X_{m2}, \dots, X_{mf}, \dots, X_{mn}$		
			$Y_{11}, Y_{12}, \dots, Y_{1f}, \dots, Y_{1n}$	1
u_1			$Y_{21}, Y_{22}, \dots, Y_{2f}, \dots, Y_{2n}$	2
u_2		

²⁸ 数据包络分析(Data Envelopmnt Analysis,简称 DEA)是由美国运筹学家查尼斯 (A•Charnes) 和库珀 (W•W•Cooper) 等学者于 1978 年在“相对效率评价”基础上发展起来的一种新的系统分析方法。DEA 方法属于运筹学所研究的领域，它主要采用数学规划方法，利用观察到的样本资料数据，对决策单元 (Decision Making Units, DMU) 进行生产有效性评价或处理其他多目标决策问题。

	$y_{m1}, y_{m2}, \dots, y_{mf}, \dots, y_{mn}$	n
u_n		

实际应用中评估投资基金某一时期的相对业绩可由线性规划模型对偶形式给出：

线性规划 (P) 的对偶规划为：

$$(A) \begin{cases} \min \theta = V_D \\ \text{s.t.} \sum_{j=1}^n X_j \lambda_j + B^- = \theta x_0 \\ \sum_{j=1}^n Y_j \lambda_j - B^+ = y_0 \\ \lambda_j \geq 0, j=1, 2, \dots, n \\ s^+ \geq 0, s^- \geq 0 \end{cases}$$

对于对偶线性规划 (A) 有：

I 若 (D) 的最优值 $V_D=1$ ，则决策单元 j_0 为弱 DEA 有效；反之亦然。

II 若 (D) 的最优值 $V_D=1$ ，并且它的每个最优解 $\lambda = (\lambda_1, \lambda_2, \dots, \lambda_n)^T, s^-, s^+, \theta$ ，都有 $s^- = 0, s^+ = 0$ ，则决策单元 j_0 为 DEA 有效；反之亦然。

其中 λ_j 为输入输出指标的权系数， θ 为基金市场某期相对经营业绩的评估结果。

社会责任基金与传统的证券投资基金绩效的相对高低问题，理论界众说风云，目前比较认可的绩效评价方法为修正后的 DEA 模型。基于 DEA 的基金绩效评价方法无需对资本市场的有效性进行假设，而仅仅假定由评价 DMU 输入输出指标组成的状态可能集满足凸性、无效性及最小性，有效避开了市场选择组合的棘手问题。

三、发展社会责任基金的意义

社会责任的推广在我国已具备一定的基础。《公司法》、《食品安全法》、《环境保护法》等一系列法律法规的出台，加强了对企业社会责任和社会责任基金投资行为的初步规范，在一定程度上促进了社会责任基金的发展。社会责任基金的发展也离不开政策的大力支持，现行的产业政策、财政税收政策、信贷政

策、“绿色证券”政策²⁹等为我国社会责任基金的发展营造了一个良好的环境。NGO 组织的推动、监管机构的支持、投资者社会责任意识的增强，都为社会责任基金的良性发展提高了良好的市场环境。

而社会责任基金的壮大推动了经济、社会、环境的和谐发展，有利于体现资本市场的价值发现功能，完善我国的资本市场。社会责任的履行，有利于企业树立良好的品牌，提高企业的知名度和软实力，进而无形中提高了企业的业绩。社会责任基金通过内部推动和外部监督两股力量的相互作用，有效地促进基金投向企业积极履行社会责任，加强公司的内部治理，进而提高企业生产效率，推动企业持续、良性发展。

四、完善社会责任基金投资环境的建议

社会责任基金在进行投资决策时，不仅要兼顾收益与风险的衡量，而且更多地考虑社会责任问题。企业社会责任是社会责任的基础，只有社会责任投资投向的企业能够切实履行社会责任，才能从根本上促进社会责任基金的发展。投资者的内部机制和外部投资环境是影响企业履行社会责任的两个最重要的要素，内部机制在前文已有涉及，本节主要从外部环境的角度来完善社会责任基金的投资环境，促进社会责任基金的发展。

1、法律

国外社会责任投资的迅猛发展在很大程度上得益于法律的完善和支持。以美国为例，美国 SEC 完善的法律制度有效地保障了投资者利益的实现和公司的治理环境。2002年颁布的 Sarbaned—Oxley 法案规定了企业必须披露其 CEO、CFO 所采纳的道德规范，强调了信息披露对社会责任投资的促进作用。英国 2001 年生效的信托法案要求受托人确保投资符合其载明的目标，英国保险协会也于同年颁布了信息披露指南，建议所有上市公司报告其与经营活动有关的环境、社会、道德风险。法国 2001 年生效的“新经济管理”法案要求所有的上市公司必须在年报中公布公司的社会、环境活动与投资信息。

²⁹ 国家环保总局于 2008 年出台的《关于加强上市公司环保监管工作的指导意见》，要求对从事火电、钢铁、水泥、电解铝行业以及跨省经营的“双高”行业(13 类重污染行业)的公司申请首发上市或再融资的，必须根据环保总局的规定进行环保核查，未取得环保核查意见的，不受理申请。

纵观国外社会责任投资现状，完备的法律制度为社会责任投资提供了坚强的制度保障。企业社会责任是社会责任基金的基础，目前我国企业普遍存在着履行社会责任意识不强甚至逃避履行社会责任的问题，因此，借鉴外国立法，从源头上对社会责任基金投向企业进行规范具有十分重要的意义。

目前我国关于社会责任的立法散见于《公司法》、³⁰《合伙企业法》³¹、《食品安全法》³²、《关于中央企业履行社会责任的指导意见》等法律法规中，但基本上都是宣示性条款或者建议性、倡导型条款，缺乏法律的强制性。因此，当务之急是对涉及企业社会责任的相关法律制度进行完善，健全企业社会责任的惩罚制度和监管机制，完善企业社会责任履行情况的信息披露机制，促进社会责任基金投向的企业切实履行社会责任。

2、政策

社会责任基金的发展离不开完善的市场机制，而市场机制的有效运行则离不开政府的适度干预，应当通过合理安排节能减排专项资金等财政政策，出台“绿色税收”政策³³、“绿色信贷”政策³⁴、完善的产业政策来推动社会责任投资，促进社会责任基金投向企业积极履行社会责任。

3、金融市场

完善的金融市场为社会责任基金的发展创造了良好的环境，而社会责任基金的发展则有利于其在资本市场中实现资源配置作用，反过来又促进了金融市场的完善。社会责任基金通过投资方向的选择来促进企业积极履行社会责任，

³⁰ 《公司法》第五条：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。

³¹ 《合伙企业法》第七条：合伙企业及其合伙人必须遵守法律、行政法规，遵守社会公德、商业道德，承担社会责任。

³² 《食品安全法》第三条：食品生产经营者应当依照法律、法规和食品安全标准从事生产经营活动，对社会和公众负责，保证食品安全，接受社会监督，承担社会责任。

³³ 绿色税收也称环境税收，是以保护环境、合理开发利用自然资源，推进绿色生产和消费为目的，建立开征以保护环境的生态税收的“绿色”税制，从而保持人类的可持续发展。

³⁴ 2007年11月23日，国家环保总局、中国人民银行和中国银行业监督管理委员会联合发布了《关于落实环境保护政策法规防范信贷风险的意见》，提出了“绿色信贷”政策。

绿色信贷：是指商业银行等金融机构依据国家的环境政策和产业政策对污染生产和污染企业的新建项目投资贷款和流动资金进行额度限制并实施惩罚性高利率；而对研发和生产治污设施、从事生态保护与建设、开发和利用新能源、从事循环经济生产和绿色制造以及生态农业的企业或机构提供贷款扶持并实施优惠性的低利率的金融政策。

参见朱忠明、祝健主编：《社会责任投资》，中国发展出版社，2010年版，第366页。

是中国推广社会责任投资理念的最重要的途径。

4、认证体系

无论是传统的证券投资基金还是社会责任基金，进行投资投向决策时，都必定有一个参考标准。目前通行的企业社会责任标准为 SA8000，SA8000 是世界上第一个社会道德责任标准，开展了一致性审查，为企业提供了社会责任规范，在保障各方权益和辅助管理方面起到重要作用。尽管 SA8000 目前只涉及到人身权益及与健康、安全、机会平等有关的初始审核，但其在规范企业的日常管理，合理化经营目标方面具有重大作用，促进企业不仅要关注财务报表上的盈利，更要关注劳工、环境、社会的发展，把经济效益和社会、环境效益结合起来，引导企业建立社会责任理念，积极履行社会责任。

5、人才

任何事物的发展都离不开人的作用。投资者和基金投资者对社会责任基金的发展具有巨大的影响力。投资者社会责任理念的提高，决定了基金的投向，这将从根本上促使优秀企业通过承担社会责任来树立良好的公众形象，建立高度的社会责任公信力，从而吸引更多的投资者和消费者选择该企业。而基金的良好运作最终要依靠管理者的相关行为来实现，因此，各基金公司、证券公司、商业银行等机构应当加强人才培养，在机构内部定期开展针对性的培训或者从外部引入专业人才，提高管理者的社会责任理念和业务水平，设立相应的考核机制来促使管理者有效地进行投资决策。相关监管机构可以适时引入对从业人员的资格认证来提高从业人员的社会责任感，为社会责任基金的运作营造一个良好的投资环境。

参考文献

- 1、《公司的力量》节目组编：《公司的力量》，山西教育出版社，2010年版。
- 2、朱忠明、祝健主编：《社会责任投资》，中国发展出版社，2010年版。
- 3、姜涛、任荣明、袁象：《中国社会责任投资的发展路径研究》，载《现代管理科学》，2010年第3期。
- 4、中国证券业协会编：《证券投资基金》，中国财政经济出版社，2010年5月版。
- 5、《中银国际持续增长股票型证券投资基金更新招募说明书》
- 6、《兴业社会责任：更新招募说明书》
- 7、吴玥：《社会责任基金“王者归来”》，载《上海金融报》，2011年2月25日，第B04版。
- 8、伍页华：《基于DEA的证券投资基金业绩评价与应用》，吉林大学，2009年学位论文。
- 9、郭放：《我国证券投资基金业绩评价及择时能力研究》，载《哈尔滨商业大学学报（社会科学版）》，2010年第06期。
- 10、魏晨：《开放式基金绩效评估方法研究》，北方工业大学，2009年学位论文。
- 11、齐岳、王文超：《指数基金投资绩效分析》，载《经济问题》，2011年第2期。
- 12、益智：《我国证券投资基金定投回报效应分析》，载《浙江工商大学学报》，2009年第3期。
- 13、李福宏、陈忠阳：《基于CAPM理论的证券基金绩效分析》，载《北京理工大学学报（社会科学版）》，2010年第5期。
- 14、周文明：《浅析证券投资基金业绩评估方法》，载《商业文化（学术版）》，2010年第5期。
- 15、马薪婷：《经济转型催生社会责任投资》，载《证券日报》，2011年2月28日。
- 16、夏敏：《论社会责任投资》，中国政法大学，2010年学位论文。
- 17、李嘉宁：《企业社会责任》，华东政法大学，2009年学位论文。