

## 破解 ESG 的一些迷思（下）—— 不同持份者角度衡量企業表現咁即係話

何順文

很多上市公司設法要把 ESG 報告寫好，以討好投資者和融資者。越來越多投資者和基金，除考慮傳統財務指標外，也追求投資能否符合環保或其他社會價值觀。除避開明顯違反 ESG 目標的產業或公司外，亦主動投資 ESG 評級高的項目。

ESG 投資產品已成行成市，到 2022 年中全球 ESG 基金管理的資產超過 3 萬億美元，比過去一年增長逾一倍，至少三分一的投資基金與 ESG 掛鈎。為了迎合投資者的需求，很多金融機構把現有基金重新包裝為 ESG，有 ESG 概念的基金管理費較一般基金高得多。但 ESG 披露與 ESG 投資表現並非同一碼子事。

Doing Well by Doing Good 「善有善報」的理想，道德及 PR 正確，很少投資業界高層夠膽公開質疑或批評 ESG（特別在減碳方面）的價值。但 ESG 投資能否真的有超額回報值得追捧？是否有實證研究數據顯示 ESG 投資帶來更高回報？如有，為什麼仍有投資者或基金經理買入 ESG 評級低的股票？抑或是短期回報與道義良心，兩者不能共存而要作出取捨抉擇？

文獻中的實證研究（如 Kushel, R., et.al, BlackRock, 2021），用來衡量 ESG 或類似指標的自變項，有很大差異（例如有些研究主要用 E 或 S 或 G，而 S 只衡量員工滿足感）；投資回報的界定與衡量方法也不同。因此不同研究結果的共通性有限，變成各取所需。學界仍需努力提出共同的研究框架與設計。

實務上 ESG 評級低的公司，因內部成本較低，或將如污染轉成外部成本，其盈利能力與短期回報不一定較差，也因其估值價錢較低，因此可經常跑贏大市。短線投資者寧要多些短期回報，少些講良心道德、風險管理、企業抗逆力及長期回報。另外，如大多投資者選擇「ESG 良好公司」，雖長期資金成本會較低，也會炒貴股價，較難有短期超額回報。投資 ESG 良好公司就是願意犧牲短期回報，以換來企業較高生存力，較穩定長期可持續的價值增長，及一個更美好的世界。因此 ESG 投資不一定帶來短線溢價表現，但會較穩陣和平衡。

因此筆者對 Doing well 的理解是指較長期穩定的價值增長，並非短期波動回報。另外，「ESG 欠佳公司」的資金成本會漸增加，企業逐漸有誘因減少違德並多行善以降低資金成本。

正如前述由於目前 ESG 的定義太含糊，評分缺乏統一標準，加上不同人對不同企業行為有不同的道德判斷及期望，也導致有不同的 ESG 評級。E、S 及 G 有不同指標、比重及衡量方法，經常能互相抵消。Tesla 製造電能車在「環保節能」上取得很高分（雖仍

被批評缺乏低碳策略)，卻在「社會」上未能照顧好員工及在「企業管治」上評分偏低，因此產生矛盾導至整體 ESG 評級欠佳，也令一些 ESG 基金經理遠離。

部份 ESG 指標也較為主觀，例如漢堡快餐店、石油公司、兵工廠及核電廠是否罪惡行業？例如埃克森美孚可以留在 S & P 的 ESG 名單上，但 Tesla 卻被剔除。不同 ESG 評級機構對同一家公司的 ESG 評級可以相差很大。

筆者認為資產管理行業應按投資客戶群組性質及需求，來制定焦點投資方案。例如要求減少碳排放的客戶可向其提供氣候基金，較注重企業員工權益及培訓的投資者可向其提供人才發展基金，而較重視企業管治的可提供管治基金。投資者應清楚了解自己的取向，可集中一些風險高或客觀易明的範疇（如環保及碳排放），而非大包圍。無論如何，影響投資回報的因素很多，ESG 表現或評級只是其中一個。

歐美監管機構近期除加強環保法規外，也開始緊盯與打擊投資界內的漂綠（greenwashing）或「放空炮」行為，針對一些投資產品組合有否濫用 ESG 準則或誤導投資者，或未有通過所聲稱的 ESG 測試。因此金融機構及企業需要注意相關法律風險正在上升。


### ESG 道貌岸然但可批評改革

ESG 亂象，從概念上及實務上都需要大幅改革，以便能更清晰表述相關披露或投資所追求的具體 ESG 目的（例如較集中在環保可持續性），更精準評估其效益，衡量應重質不重量。為了減少企業過份披露，可以按行業性質及規模作披露要求，其他次要披露則屬自願性質。

對企業管理人及投資者來說，最重要的是了解 ESG 表現及 ESG 投資不能簡化成為一張清單或一個整體評分。E、S 及 G 三個字母必須分開來理解。想投資符合環保或社會責任理念的項目，也要清楚了解相關投資在個別層面上的優劣，慎防 ESG 被「漂綠」或作互相抵消，然後才作出整體判斷。

環顧全球，當前的 ESG 報告模式未能符合持份者的期望，他們都很急切期待一個新方向。本文提出了一個基於負責任管理綜合概念框架而修訂的 ESG 模式，以彌補當前模式的許多不足。雖有缺失，筆者不主張摒棄 ESG（也不實際），它們仍是改革放任資本主義的一個方案，及令企業向其所產生的外部成本負責。ESG 本意雖好，但並非「神聖不可批評」，現在是時候作出改革。

ESG 是一個複雜的課題，涉及社經制度、法規架構、政府政策、資本市場環境及教育等宏觀範疇。例如加強政府法規監管碳排放及碳稅收，可能比 ESG 披露更為有效。事實上，要衡量一間公司的表現，除 ESG 外，也涉及企業的目標、領導、文化、策略、風險管理及創新等因素，沒有簡單的評分方法可以作概括，而要用類似平衡計分卡的方式多層面（包括財務性與非財務性指標）來衡量。除有質素的披露外，最重要是企業管理層能



撫心自問，是否每個工作或決定都能對得住自己良心、平衡不同持份者利益，及追尋可持續發展。

何順文為香港恒生大學校長兼教授