



香港持續發展研究中心
香港城市大學
City University of Hong Kong

香港城市大學

香港持續發展研究中心¹

第 19 號意見書

改善香港上市公司 ESG 匯報制度的一些思考

巫麗蘭、李芝蘭、鍾兆偉、陳浩文、徐俊傑、李建安²

2021.08.11

改善香港上市公司 ESG 匯報制度的一些思考

一、引言

全球氣候變暖、新型疾病肆虐、環境污染以及貧富懸殊等問題日趨嚴峻，社會可持續發展（sustainability）已成為了人類不可忽視的議題，環境、社會和管治（environmental, social and governance, ESG）也成了企業以及金融界焦點。近年來，愈來愈多國際機構投資者開始加入 ESG 作為選取投資產品的衡量準則，希望能透過手中資本，令企業在賺取盈利之餘、也要兼顧社會大眾利益。

在此背景下，香港交易所由 2016 年起要求上市公司按《上市規則》，就環境、社會和管治事宜刊發 ESG 報告。香港是國際金融中心，股票市場的市值位列全球第五，另一方面，有研究發現香港的 ESG 匯報表現較其他資本市場遜色，不少上市公司管理層也反映，ESG 匯報未有實質改善公司管治水平。港交所也發現，多數公司未有仔細審視本

¹ 香港城市大學香港持續發展研究中心（CSHK）成立於 2017 年 6 月，是一個開放和跨學科的研究平台，旨在促進及增強香港學術界、工業界、專業服務界、社會、政府、以及香港與不同區域之間的協作，並從事有影響力的應用研究，範疇包括香港專業服務、一帶一路、粵港澳大灣區、新冠病毒（COVID-19）等，研究項目屢獲資助，並出版多份研究報告、論文和書籍，中心總監為李芝蘭教授。關於研究中心更多資訊，請瀏覽中心網頁：

<http://www.cityu.edu.hk/cshk>。歡迎提供意見，請電郵至：sushkhub@cityu.edu.hk。

² 巫麗蘭是香港城市大學會計學系教授及香港持續發展研究中心副總監；李芝蘭是香港城市大學公共政策學系教授及香港持續發展研究中心總監；鍾兆偉是香港城市大學管理科學系副教授；陳浩文是香港城市大學公共政策學系副教授；徐俊傑是香港城市大學公共政策學系博士生；李建安是香港城市大學公共政策學系研究助理。

身經營狀況與 ESG 的關係，致未能充分發揮 ESG 報告促進企業成長與社會可持續發展的作用。

港交所在 2020 年 7 月進一步要求上市公司董事會加強在 ESG 匯報中的角色，為公司管理 ESG 制訂方針和策略，並監督落實。此外，港交所也引入了更多的強制性披露要求，如果上市公司在氣候相關議題或關鍵績效指標中選擇不作披露，那麼就要提出合理解釋，做到「不遵守就解釋」(Comply or Explain)。

我們認為，港交所推行 ESG 匯報制度有助改善企業管治，吸引海外資金流入，鞏固香港的國際金融中心地位。我們透過多個訪談及文本研究發現，港交所在要求董事會於 ESG 方面負起領導及問責角色的同時，以同一套準則來要求所有上市公司作 ESG 申報，這套匯報制度或過於籠統。因此，我們建議港交所可考慮按上市公司的業務性質，提出不同的匯報側重點範圍，令上市公司更易適從。此外，港交所也可考慮微調「不遵守就解釋」的用詞，避免上市公司在選擇不申報某項指標時，容易給投資者一種「犯規」的印象。

二、香港 ESG 匯報的改善空間

香港上市公司自 2016 年 1 月 1 日開始的財政年度起，須按照香港交易所《上市規則》，就環境、社會和管治 (ESG) 事宜刊發報告。這不僅是法規上確認了公司或商業機構在可持續及社會責任等方面須擔當一定角色，也可視為香港對全球 ESG 發展趨勢的回應。近年各地政府及證券交易所越趨重視 ESG 事宜，香港因而需要加強相關的規管，以保持金融中心的地位。不過，加拿大媒體及投資研究公司 Corporate Knight 在比較各地的 ESG 匯報法規後，於 2017 年發表報告 *Measuring Sustainability Disclosure*，指出在全球 45 家證券交易所之中，香港交易所的排名從 2014 年的第 17 位降至 2017 年的第 24 位³；根據 2019 年的報告，香港的整體表現則是在 49 家證券交易所中排名 27。⁴

有本地監管機構及專業團體研究上市公司近年的 ESG 報告後，發現部分報告質素欠佳。儘管大多數上市公司都遵從了《指引》，但部分只提供「簡短敘述而無任何解釋或細節」

³ Corporate Knights (2017) *Measuring Sustainability Disclosure*. Available at:

<https://www.corporateknights.com/reports/2017-world-stock-exchanges/> [Accessed 11 April 2021]

⁴ Ibid (2020) 'Helsinki Stock Exchange tops sustainability disclosure ranking while most flatlined', Corporate Knights

Webpage, Available at: <https://www.corporateknights.com/reports/2019-world-stock-exchanges/helsinki-stock-exchange-tops-sustainability-disclosure-ranking-flatlined-15796512/> [Accessed 11 April 2021]

或「長篇累贅當作回應披露規定」⁵，少量報告更沒有清楚解釋持份者參與（stakeholder engagement）及重要性評估（materiality assessment）的細節。香港交易所明言這種「例行公事」（box-ticking approach）的匯報方式無法讓公司及持份者獲益。畢馬威（KPMG）的研究亦有相似的發現⁶，反映部分公司可能為遵守《指引》而將各個範疇的項目逐一披露，但由於沒有清楚界定匯報的範圍及重要性，以致未能突顯與公司及持份者利益最為相關的 ESG 議題，ESG 報告也未如預期成為公司與投資者及其他持份者有效的溝通工具。

三、港交所的期許與上市公司的困難

針對上述上市公司的 ESG 匯報問題，港交所在 2019 年 5 月 17 日發表《檢討〈環境、社會及管治報告指引〉(ESG 指引)及相關〈上市規則〉條文的諮詢文件，並於同年年底作總結，2020 年 7 月或之後的財政年度實施，綜合香港法律及會計業界的看法，此次改革主要修訂可歸納為以下數項：

表一、港交所 ESG 匯報新修訂主要內容

修訂項目	修訂內容
1. 加強董事會角色	<ul style="list-style-type: none"> 縮短刊發 ESG 報告的期限至財政年度結束後五個月內 披露董事會對 ESG 事宜的監管 董事會的 ESG 管理方針及策略，包括評估、優次排列及管理重要的 ESG 相關事宜（包括對公司業務的風險）的過程 董事會如何按 ESG 相關目標檢討進度，並解釋它們如何與公司業務有關連
2. 加設重要性評估	<ul style="list-style-type: none"> 公司要解釋在編制 ESG 報告時，如何應用匯報原則 重要性：(i) 識別重要 ESG 因素的過程及選擇這些因素的準則；(ii) 如公司已進行持份者參與，已識別的重要持份者的描述及公司持份者參與的過程及結果

⁵ HKEx (2018) *Analysis of Environment, Social and Governance Practice Disclosure in 2016/2017*, p.3

⁶ KPMG (2017) *The ESG journey begins: 2017 ESG reporting survey of Hong Kong listed issuers*. Available at: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2017/11/the-esg-journey-egins.pdf> [Accessed 12 April 2021]

	<ul style="list-style-type: none"> • 量化：有關彙報排放量／能源耗用（如適用）所用的標準、方法、假設及／或計算工具的資料，以及所使用的轉換因素的來源 • 一致性：公司應披露統計方法或關鍵績效指標的變更（如有）或任何其他影響有意義比較的相關因素
3. 擴大強制披露範圍	<ul style="list-style-type: none"> • 新增就重大氣候相關事宜的披露要求，修改「環境」關鍵績效指標（KPI），要求披露相關目標，「不遵守就解釋」 • 將「社會」關鍵績效指標的披露責任提升為「不遵守就解釋」
• 鼓勵獨立驗證	<ul style="list-style-type: none"> • 在《ESG 報告指引》中訂明，公司可尋求獨立驗證以加強所披露 ESG 資料的可信性；以及公司若取得獨立驗證，應在 ESG 報告中清晰描述驗證的水準、範圍和所採用的過程

資料來源：的近律師行 (2020) 《更嚴格的 ESG 報告要求將於 2020 年 7 月生效》。 Available at: <https://www.deacons.com/zh-hk/news-and-insights/publications/tougher-esg-reporting-requirements-to-take-effect-from-july-2020.html> [Accessed 2 July 2021]；立信德豪 (n.d.) 《環境、社會及管治與可持續發展諮詢》。 Available at: <https://www.bdo.com.hk/zh-hk/services/advisory/risk-advisory/esg-reporting-and-sustainability-advisory-1> [Accessed 2 July 2021]

由以上分項可以看到，整個 ESG 申報改革的重點，首要在於加強董事會的角色，由董事會按各自的業務來釐訂申報的範圍。從港交所的角度看，董事會作為企業的最高領導，理應最熟悉公司的運作狀況，因此公司一開始便應確定對他們最重要的 ESG 事宜，有助公司匯報及應對這些風險，從而令投資者對公司有更大的信心。例如，若公司認為 ESG 指引中某個層面對其業務不重要而不披露，應在 ESG 報告中解釋沒有披露的原因，從而達致「不遵守就解釋」的要求⁷。

有受訪者指出，港交所是採取了混合 (hybrid) 模式，要求披露的眾多關鍵績效指標 (Key Performance Indicator, KPI) 其實都是標準化 (Standardized) 的項目，但同時允許董事會

⁷ 更詳細討論，請參閱港交所 2020 年 3 月《在 ESG 方面的領導角色和問責性-董事會及董事指南》：https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Environmental-Social-and-Governance/Exchanges-guidance-materials-on-ESG/directors_guide_c.pdf?la=zh-HK

按自己的評估去選定匯報項目，「不遵守就解釋」。換言之，加強董事會的角色、以及加入更多申報的要求，既可讓監管機構更有效地找到問責的主體，也令主體可以更靈活及「貼地」地劃出 ESG 申報的範圍。

另一方面，不同行業的上市公司，所重視的 ESG 議題會有所不同。香港上市公司所屬的行業類別眾多且分散，單以恒生指數公司於 2019 年 5 月推出的「恒指 ESG 指數」為例，55 隻成份股已經涵蓋「金融」、「地產建築」、「非必需性消費」，「必需性消費」、「醫療保健業」、「公用事業」及「資訊科技業」等 12 個分類，而每一個行業所重視的 ESG 議題及指標理應各異。舉例說，溫室氣體排放、空氣質素、能源管理等環保範疇通常不會是金融界別視為重要的 ESG 議題，然而，對交通界別（如物流及航空業）、石油、天然氣及採礦業來說，它們卻是非常重要的。

表二、恒指 ESG 指數

行業	成份股數目	指數比重 (%)
能源業	3	1.46
非必需性消費	8	6.07
必需性消費	4	2.29
醫療保健業	4	2.78
原材料業	0	0
工業	2	1.67
電訊業	2	3
公用事業	4	6.23
金融業	11	42.01
地產建築業	11	13.4
資訊科技業	4	18.27
綜合企業	2	2.75

資料來源: Hang Seng Indexes (2021) 'HSI ESG Index'. Available at:

https://www.hsi.com.hk/static/uploads/contents/en/dl_centre/factsheets/hsiesge.pdf [Accessed 12 April 2021]

其實，在 ESG 匯報改革諮詢前，監管機構及專業團體的研究報告顯示部分上市公司已多番表明，由於 ESG 匯報要求的 KPI 數量眾多，難以判斷當中哪些是與自身行業相關而應該披露。港交所要求加強董事會角色，是否能令原本不熟悉 KPI 的董事更能把握需要申報的內容呢？畢馬威於 2017 年發表的研究顯示，近六成市值超過 100 億的公司在 ESG 報告中披露了重要性評估的流程，作出相同披露而規模較小（市值 100 億或以下）的公司比例只介乎 10%至 39%。這說明了規模較小的公司，往往會因為缺乏足夠資源而未能妥善地評估 ESG 議題的重要性，但為合乎相關法規，於是「公式化」地將各個範疇的項目逐一披露，導致使持份者未能清楚了解與公司最為相關的 ESG 議題及表現。

以生物科技及藥業(Biotechnology & Pharmaceuticals)為例，根據 Sustainability Accounting Standards Board (SASB) 的匯報標準，最受同業及持份者關注的 ESG 議題有臨床測試者的安全(Safety of Clinical Trial Participants)、負擔能力及定價(Affordability & Pricing)及藥物安全(Drug Safety)等項目，但它們並不屬於港交所《指引》必須匯報的範疇。我們通過隨機抽取審視了一家本港藥業公司的 2019 年 ESG 報告，發現匯報的議題雖達 27 項，且滿足了《指引》的要求，卻只有極少數稍為觸及上述與業務相關的 ESG 議題。

缺乏清晰及劃一的匯報指標，同一個 KPI 有不同的詮釋及衡量方式，上市公司不知如何妥當地計算 KPI，不僅對上市公司撰寫報告時構成不便，因為計算績效的方法不一，也未能使投資者了解公司在同業中的表現。根據 CFA Institute 的調查，5 成受訪的投資者表示「公司之間缺乏可比性 (comparability)」有礙他們作出投資決策。

我們研究團隊曾在 2021 年 6 月訪問業界持份者，即使新的 ESG 匯報要求已經實行，但仍有企業的董事會及管理層未能按照港交所的要求為企業的 ESG 匯報作重要性評估，也就是說未能確切釐訂哪些 ESG 項目是「披露」，哪些是「不遵守就解釋」。而資源較少的公司，在 ESG 匯報上，也未有因為最新修訂的指引而減輕了負擔或提高了申報效率。

四、一些初步思考

從以上討論可以看到，港交所與上市公司（尤其是中小型的上市公司）在 ESG 匯報設計上仍存有一定差異。當港交所認為「放權」及「問責」於董事會可以加強匯報準繩度的同時；上市公司的董事會及管理層卻沒有相同的理解。由是，我們提出兩點初步建議，希望拋磚引玉，引起各方討論：

1. 港交所宜為不同行業制訂申報大綱

- 我們注意到在港交所的諮詢過程中，有業界持份者曾提議當局可根據 SASB 為不同行業劃分匯報標準。我們認同，要港交所為所有行業或企業制訂匯報項目細則，需要大量資源，亦涉及不少新的挑戰。
- 我們認為以行業分類釐訂申報的大綱，辨識與個別行業相關的 ESG 議題，從而簡化重要性評估，這應該有助減輕規模較小的公司匯報的壓力，進而提高 ESG 報告的整體質素。
- 為了增加 ESG 資訊的可比性，監管機構應考慮訂立清晰及標準化的績效指標，既令上市公司不必顧慮各種詮釋及計算方法不一的問題，投資者也較能分辨同一行業內的公司表現。

2. 微調「不遵守就解釋」的用詞

- 根據港交所的做法，ESG 匯報由《企業管治守則》規管，而守則中的條文及建議最佳常規，均非強制性規則。因此，《守則》的寬容度較《上市規則》為大。為避免逐項對照了事，公司必須考慮本身的情況、經營規模和複雜程度，以及所面對風險和挑戰的性質。公司若認為有取替守則條文的更適合方法，應採納有關方法並作出解釋。股東不應將偏離守則條文及建議最佳常規當作違規行為，而應審慎考慮及評估公司在「不遵守就解釋」的過程中所給予的理由是否符合良好企業管治的目的。
- 不過，有上市公司管理層卻認為，一般投資者難以區分《守則》與《規則》，「不遵守就解釋」當中「不遵守」三個字已帶有「違規」的味道，所以才需要「解釋」。
- 因此，我們建議可將「不遵守就解釋」修訂為「不匯報就解釋」，以較中性的表述，避免投資者誤以為上市公司選擇不申報某項指標即等同「違規」。

五、小結

本文是我們團隊在調查研究後發表關於 ESG 的首份政策意見書。執筆之時，歐盟剛於七月中旬公佈了可持續經濟策略（Sustainable Finance Strategy）的最新內容，當中較受關注的是有關 ESG 評級（rating）的規管，目的是改善評級的可信度、可比性及透明度。無獨有偶，國際證監會組織（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）最近亦就相同議題提出諮詢，建議加強 ESG 及可持續經濟相關評級的規管。上述組織

皆認為要令可持續經濟得以健康地發展，那就需要更為健全的 ESG 評級制度，讓持份者能夠了解相關資訊的意義。

有鑑於此，我們正在設計一個以金融及醫藥兩個行業為基礎的評分系統，協助持份者易於了解上市公司的 ESG 表現，並有效率地使用 ESG 的資訊。研究將分為兩部分，(1) 我們會以問卷及訪談為研究方法，收集上述行業的公司、投資者及其他持份者（包括環保團體、醫護人員及病人組織等等）對 ESG 議題的意見，從而辨識哪些範疇及績效指標具有代表性、必須在 ESG 報告中匯報；(2) 根據收集到的資料，本團隊會再為每個行業設計一套計算公司 ESG 表現的指數（ESG rating index）。長遠來說，本團隊希望這個研究項目能夠擴展至其他本地行業，深入了解其特定的 ESG 議題，使研究成果有助於改良香港的 ESG 法規及制度。