



捕捉日本 ESG 投資的潛在價值

Samuel Hoang，投資組合經理，瀚亞新加坡

日本擁有獨特的地理及文化，加上 ESG 表現參差，意味其可持續發展慣例有進一步改善空間。這為長期價值投資者創造機遇，他們不僅有紀律進行嚴謹盡職調查，而且有耐性參與企業管治，推動更佳可持續發展成果。

部分投資者或會受某些因素吸引，將環境、社會及管治（ESG）狀況欠佳的公司視為價值投資的選擇。畢竟，價值股雖然在 2021 年上半年強勁反彈，但自 2008 年雷曼危機以來，包括日本在內的全球價值投資表現一直落後於增長投資。同時，在這 12 年間，投資者對於責任投資的關注程度顯著提升。

我們會透過 MSCI 的 ESG 研究及分析，以及我們的專有估值篩選工具，向投資者解說以上誤解。根據我們的觀察，歸類為 ESG 領導者及 ESG 評級處於平均水平的日本公司均等地分佈於估值五分位數之間。見圖 1。因此，並無證據顯示日本低估值價值

股的 ESG 評級較低，或高估值增長股的 ESG 評級較高。

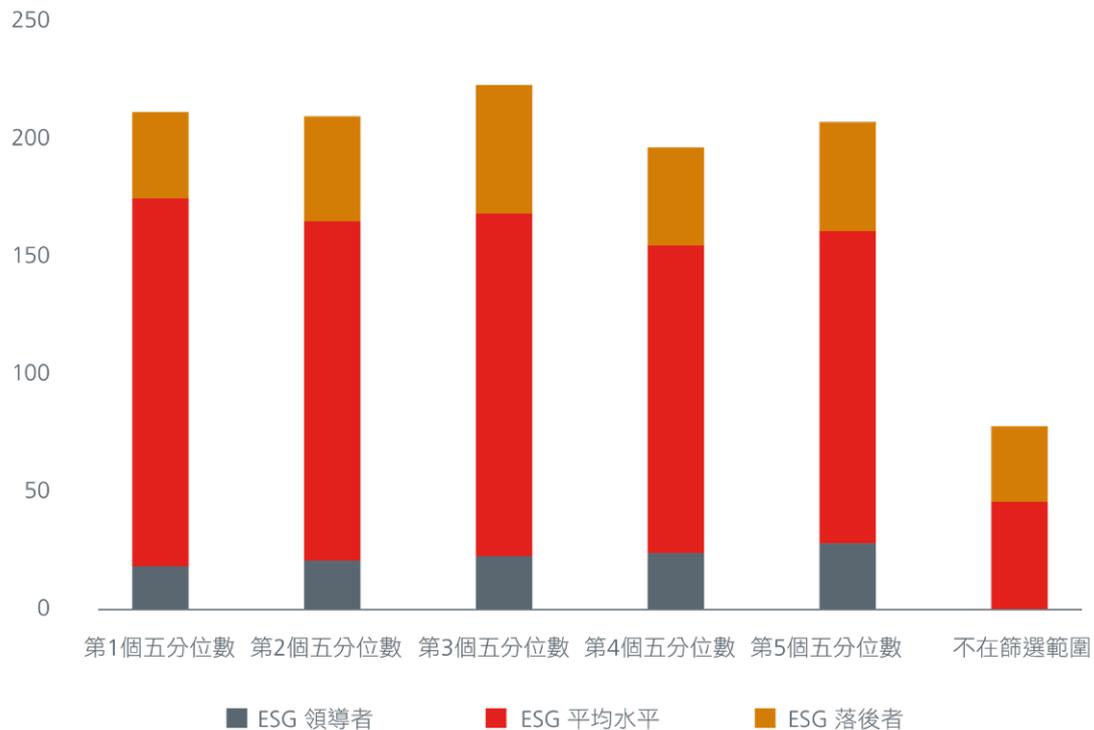
事實上，即使是鋼鐵製造或水泥生產等傳統價值行業，我們能識別出某些日本公司長期以來一直在解決營運上的可持續發展問題，例如排放、用水、廢物處理等，部分公司在可持續發展慣例方面甚至領先全球同業。

價值與 ESG 密不可分

我們深信價值投資與 ESG 投資密不可分。

首先，我們這類價值投資者致力識別足以影響公司回報及估值長期趨勢的重大因素。這需要對財務及非財務因素進行嚴格盡職調查，以確認相關公司在可持續盈利方面的所有重大風險及潛在機遇。有關過程自然包括對公司管治框架、社會行為及環境影響進行評估。

圖1.日本股票ESG評級於估值五分位數間的分佈¹



資料來源：MSCI ESG 研究、瀚亞投資，2021年12月

其次，價值投資需要長期策略及耐性。持續參與企業管治符合長期投資策略。為促成最佳成果，投資者需要與高級管理層及公司董事會保持聯繫。根據我們與日本企業的合作經驗，我們能夠與所投資公司的高級管理層建立建設性關係，並為該等公司解決ESG問題取得的實質進展感到鼓舞。

價值投資者亦致力識別及把握錯價機會。由於應對氣候變化風險的迫切行動獲媒體廣泛報導，促使市場對環境因素高度重視，或使市場出現一定偏見。

部分投資者或會傾向避開認為對環境不利的公司，改為青睞被視為對環境有利或至少只對環境造成些微負面影響的公司。這是主題式ESG投資方案在全球興起的原因。這種行為偏差或會為價值投資者提供絕佳機遇，透過嚴謹的基本因素盡職調查，發掘出現價格錯置的公司。

日本的ESG案例

日本擁有獨特的地理及文化，加上ESG表現參差，

¹根據市場相對的長期市賬率進行的公司排名，最低估值為第1個五分位數，最高估值為第5個五分位數

意味其可持續發展慣例存在進一步改善空間，為 ESG 投資提供有力支持。

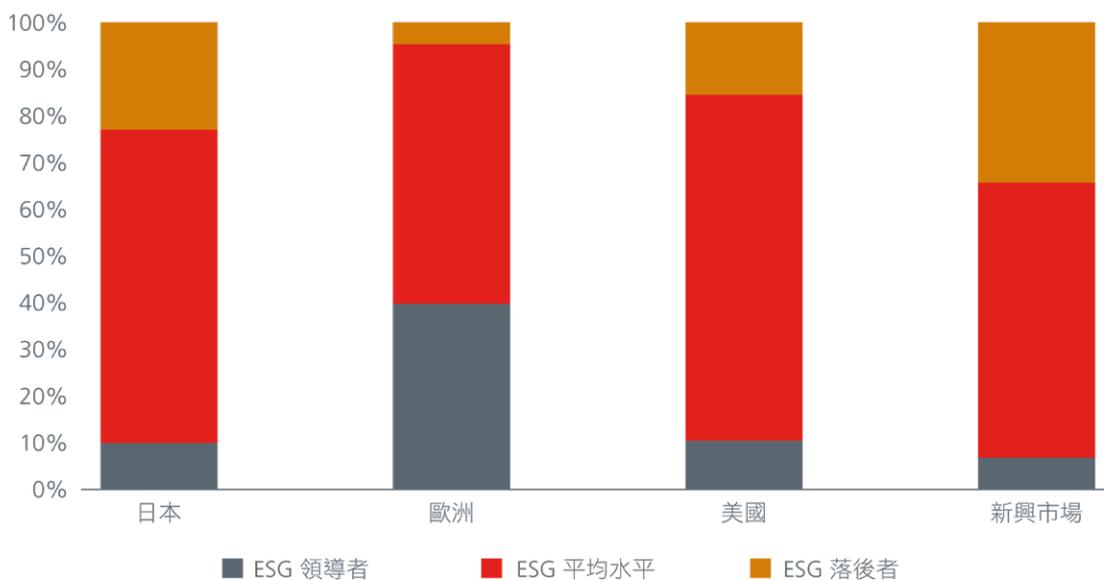
我們近年觀察到很多日本公司的可持續發展慣例顯著改善。例如，自願就可持續發展問題舉行媒體或投資者簡報會的公司數量有所增加。即使是定期公佈的財務業績簡報，現時亦有 ESG / 可持續發展的專門章節。儘管整體而言，日本公司披露的 ESG 數據仍少於美國及歐洲同業，但對可持續發展的企業披露則有所增加。

此外，根據 MSCI ESG 研究，日本公司在可持續發展表現方面仍落後於歐洲及美國，僅 10% 日本公

司獲「領導者」評級 (AAA、AA)，表現與美國接近，但大幅落後於歐洲公司。見圖 2

對 MSCI 可持續發展評級進行深入研究，可發現若干值得留意的現象。環境慣例方面，38% 日本公司的評分位列第 1 個及第 2 個四分位數。雖然此評分落後於歐洲 (48% 公司的評分位列第 1 個及第 2 個四分位數)，但日本的表現領先美國 (30%) 及新興市場 (32%)。見圖 3。這反映日本雖然是第五大溫室氣體排放國，但日本公司有合理計劃及政策解決環境問題。2011 年 3 月發生的日本東北大地震導致該國關閉大部分核動力反應堆，令日本對能源的依賴從核電轉為化石燃料。

圖 2. MSCI 的企業 ESG 評級分佈²



資料來源：MSCI ESG 研究，數據截至 2021 年 12 月 24 日。領導者 (AAA、AA)、平均水平 (A、BBB、BB) 及落後者 (B 及 CCC)。

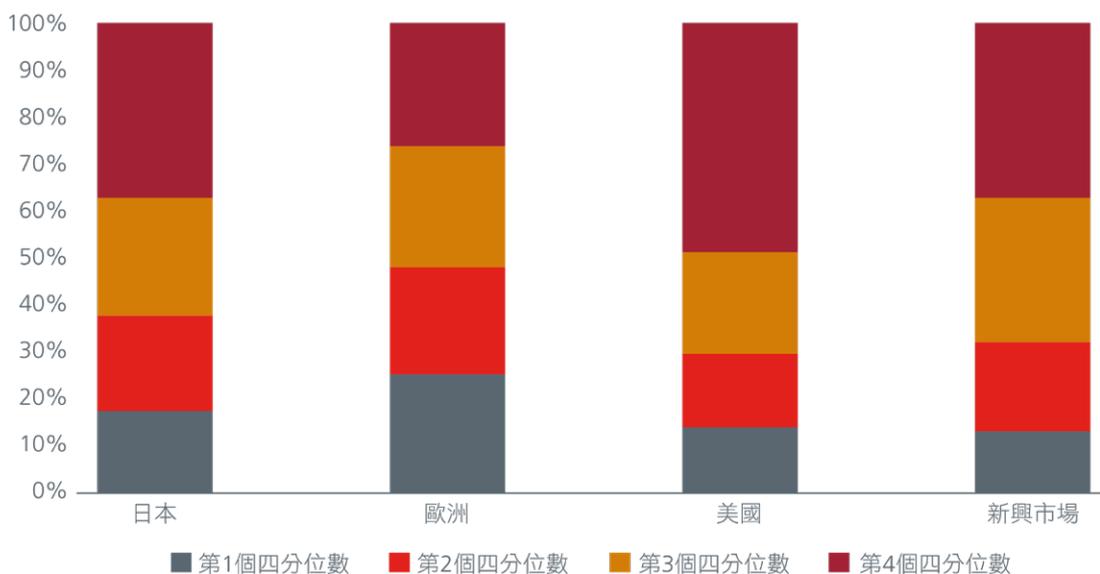
² 詳細 ESG 評級方法可瀏覽 MSCI 網站 www.msci.com

社會問題方面，日本公司似乎領先全球同業，56%日本公司位列第1個及第2個四分位數，高於歐洲(52%)、美國(33%)及新興市場(40%)。見圖4。我們認為日本公司在社會議題上表現出色，這源於日本優先考慮其他持份者及社區利益的獨特文化。學者及顧問經常引用1500年代日本商人的舊道德準則(shuchu kiyaku)作為一般指引，即營商不應僅為自己牟利，亦應顧及他人利益。1989年至1997年間擔任佳能董事長的賀來龍三郎(Ryuzaburo Kaku)進一步將這種慣例詮釋為「共生」(kyōsei)或「企業精神」，個人及組織為著共同利益而一起生活及工作。³因此，關顧員工及社區的良好慣例在日本公司之間有著悠久傳統。

管治指標方面，日本及新興市場排名最低，27%日本公司位列第1個及第2個四分位數，而歐洲則為82%，美國為67%。見圖5。第二次世界大戰前後的財閥⁴及企業集團⁵的歷史強化了日本企業界長期以來存在的交叉持股框架。

這種相互依存的關係雖然促進日本在二戰後迅速工業化，但亦使公司在代理人問題上面對重大挑戰。安倍政府於2012年推出「三支箭」策略，企業管治改革被視為刺激經濟增長的重要方法。金融廳於2013年頒佈《日本管治守則》以及在2015年6月生效的《日本企業管治守則》，該兩項守則隨後均進行修訂及完善，對日本改善企業管治舉足輕重，並釋放企業及股東價值。

圖3. 環境核心評分四分位數分佈



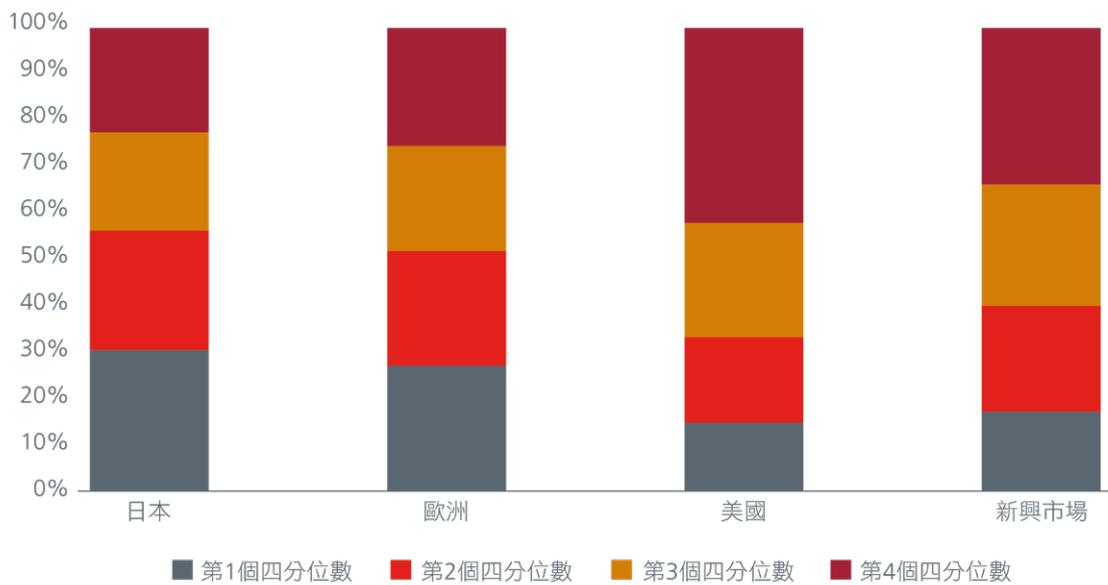
資料來源：MSCI ESG Research LLC，數據截至2021年12月24日。

³賀來龍三郎，「共生之路」(The path of Kyōsei)，哈佛商業評論，1997年7月至8月。

⁴在二戰之前，財閥(zaiatsu)一詞指涉足於不同商業領域的大型日本企業集團，通常由單一控股公司控制。

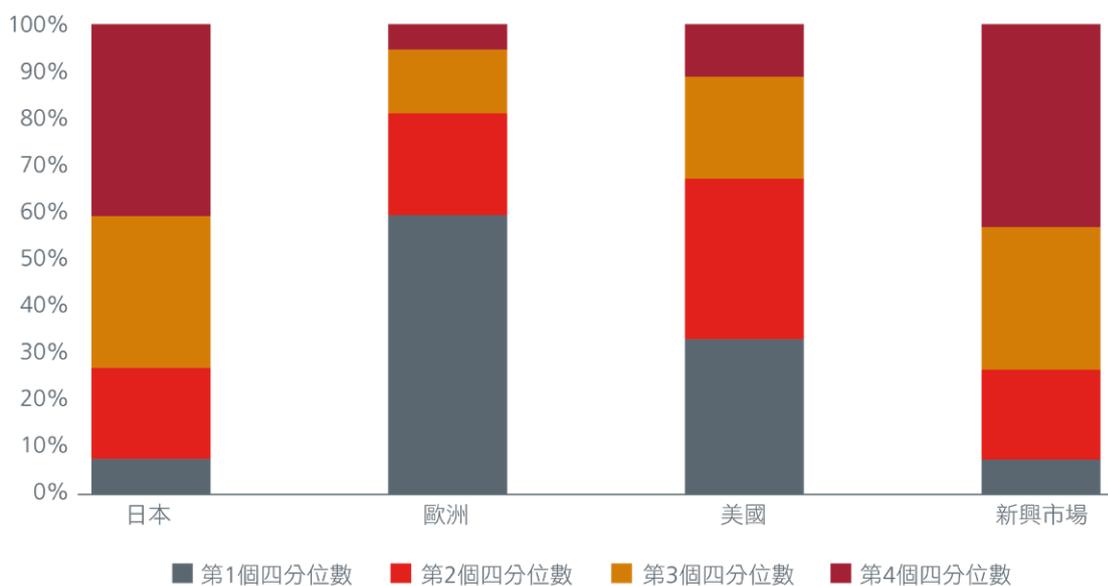
⁵今天，經連會(keiretsu)一詞包括橫向及縱向企業關係，有時還包括企業之間透過交易關係共同合作的業務。

圖4. 社會核心評分的四分位數分佈



資料來源：MSCI ESG Research LLC，數據截至2021年12月24日。

圖5. 管治核心評分的四分位數分佈



資料來源：MSCI ESG Research LLC，數據截至2021年12月24日。

增加價值

我們認為價值投資與ESG投資密不可分。作為長期價值投資者，考慮ESG因素是我們投資流程不可或缺的一環。

同時，我們認為ESG投資並無單一策略。我們不會僅因為某公司的可持續發展風險狀況或慣例不佳而避免進行投資。若我們認為估值吸引，足以彌補上述不足，而我們亦可透過積極參與管理層及董事會的管治，改善有關公司的可持續發展慣例，則我們依然可能考慮進行投資。

日本對於企業必須披露的ESG數據集，以及哪些ESG資料對投資者、監管機構及其他持份者有用，仍然缺乏統一標準，因此，有效的盡職調查對於補充第三方ESG數據非常重要。盡職調查加上嚴謹的投資流程及經驗有助投資者以負責任方式獲取長遠回報。

本文摘自《日本：價值ESG投資個案》。如欲閱讀全文，請聯絡瀚亞銷售代表。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞香港」)刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的 M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站(www.eastspring.com.hk)由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



保誠集團成員 