

关于ESG争议的研究进展*

肖红军

摘要:2024年是ESG概念正式提出20周年,20年来ESG在研究和实践领域充满争议。本文对ESG争议中反对ESG的主要观点和研究成果进行系统梳理,将这些观点归结为三个方面:基于价值理性对ESG合理性的否定,即认为ESG偏离企业目的、ESG违背信义义务、ESG是觉醒资本主义;基于工具理性对ESG合效性的批判,即认为ESG不能为企业和投资者创造价值增益、内生缺陷导致ESG无益于社会进步、表演式ESG严重危害可持续发展;基于交往理性对ESG合意性的质疑,即认为ESG评级分歧引发ESG投资“噪音”和实践困惑、ESG信息披露失真对利益相关者造成损害。本文还对ESG抵制行动的消极影响效应、ESG支持者对否定ESG观点的反驳、针对ESG争议的应对策略、对ESG发展的理性反思等方面的研究成果进行归纳总结,并提出未来深化ESG研究的重点方向。

关键词:ESG 企业社会责任 可持续发展 ESG投资

ESG(环境、社会和治理)是一个极具争议性的概念,其发展过程中一直不乏质疑和批评,尤其是近几年在美国掀起一股抵制ESG的风潮和运动,更是对ESG的质疑和批评推向高潮。与现实ESG饱受争议相伴随,学术界对ESG的质疑、批评、否定甚至反对的声音也一直未曾停歇,甚至成为ESG研究领域的一个重要分支。本文对ESG争议中的主要观点和研究成果进行系统梳理与述评,以马克斯·韦伯提出的价值理性、工具理性和尤尔根·哈贝马斯提出的交往理性为框架对这些观点和成果进行深度透视,同时对回应ESG质疑和批评的研究成果进行归纳总结,以期为中国ESG发展的理论研究和政策实践提供有益参考和借鉴。

一、基于价值理性对ESG合理性的否定

在ESG争议中,首要和根本的是反对者从价值理性角度对ESG合理性的质疑和否定,这也是ESG发展面临的最重大和最深刻的挑战。否定ESG合理性的观点是对ESG的一种价值判断,即否定ESG存在的价值意义及与企业目的的相符性,认为ESG偏离了企业目的和初衷(Ramanna,2020),违背了基本的信义义务原则(Lewis & Juravle,2010),并将其政治化为觉醒资本主义(woke capitalism)(Rhodes,2021)。否定ESG合理性的观点本质上是对ESG的全盘否定,ESG被看作企业发展、机构投资和社会进步的“有害物”。

(一)ESG对企业目的的偏离

ESG与企业目的的关系研究是企业社会责任与企业目的关系研究的延续,也是股东至上主义与利益相关者主义争论的延续。ESG反对者继承了企业社会责任反对者的衣钵,以股东理论为基础,秉持股东利益至上的企业目的观,认为ESG与股东利益最大化的企业目的相偏离,因此ESG对于企

*肖红军,中国社会科学院工业经济研究所,邮政编码:100006,电子邮箱:xiaohjxiaohj@126.com。基金项目:国家社会科学基金重大项目“国企混合所有制改革的实现路径选择研究”(20&ZD073);中国社会科学院国情调研重大项目“数字科技伦理监管制度调查研究”(GQZD2023009);中国社会科学院登峰战略企业管理优势学科建设项目。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

业而言是不合理的。ESG反对者的这一观点与历史上关于企业社会责任的四次大争论一脉相承,可以认为是源于和拓展了四次大争论中企业社会责任反对者的主张,是其最新演绎和发展。第一次大争论是20世纪30—50年代Berle与Dodd关于管理者受托责任的论战,其中Berle在争论的最初阶段一直反对企业社会责任。Berle(1931)认为,管理者仅仅是股东的受托人,股东的利益总是高于其他对企业有要求权的利益,所有被赋予的权力在任何时候都必须仅为所有股东的利益而行使,如果权力行使会对股东利益造成损害,那么就应该限制这种权力。Berle(1932)在对Dodd(1932)提出的企业需要承担社会责任的观点进行回应时认为,这一观点“只是理论,而不是实践”,再次强调企业存在的唯一目的是为其股东赚取利润。不过,在这次大争论的过程中,Berle转变了想法,在争论的后半阶段,完全接受了Dodd的观点,即完全认同企业社会责任。

第二次大争论是20世纪60年代Berle与Manne之间关于现代公司作用的论战,Manne对Berle提出的现代公司需要承担社会责任的观点进行了驳斥。Manne(1962a)认为,一方面,管理者并不具备承担社会责任的能力,因为介入捐赠和“做生意”所需的技能是不一致的,另一方面,企业在竞争激烈的市场上销售产品将无法从事实质性的非利润最大化活动,否则企业很可能无法生存。Manne(1962b)更是预言,企业社会责任将带来垄断权力和政府管制的增强,进而危及自由市场经济,因此坚决反对企业要承担社会责任的观点。其后,Manne一直旗帜鲜明地反对企业社会责任。

第三次大争论是20世纪70—80年代Friedman与Drucker之间关于企业社会责任与自由市场经济之间关系的讨论,Friedman对企业社会责任予以坚决反对。Friedman长期鼓吹自由市场经济的优越性,坚持新自由主义主张,认为企业在满足股东或成员利益之外还要承担社会责任的观点是从根本上对自由经济特点和性质的错误认识,企业在自由经济中唯一的社会责任就是在公开、自由和没有欺诈的竞争中实现利润最大化(Friedman,1962)。Friedman(1970)进一步提出企业社会责任就是要增加企业利润的著名论断,被后来学者奉为Friedman主义,也即企业的社会责任就是在遵守法律和道德习俗等基本社会规则的前提下尽可能地多赚钱。1989年Friedman在接受《商业与社会评论》杂志采访时再次重申了这一观点。

第四次大争论是2005年Mackey与Friedman、Rodgers关于利润是手段还是目的的辩论,Friedman、Rodgers对Mackey(2005)反对Friedman主义并提出顾客第一的观点进行了反击。Friedman(2005)直言不讳地说,“我认为Mackey关于‘企业慈善是一件好事’的直白说法是完全错误的”,如果企业将花在慈善上的钱用于自身所熟悉的生意上,那将对社会做出更大的贡献。他进一步指出,利润最大化从私人角度来看是目的,但从社会角度来看则是手段。Rodgers(2005)对Mackey的观点也进行了批评,声称利润第一,对于企业利益相关者被允许控制股东财产的主张表示反对。

作为企业社会责任四次大争论的延续,2010年以来ESG支持者与反对者仍然围绕股东至上主义与利益相关者主义展开争论。ESG反对者继续沿着Friedman的路线,将Friedman主义作为信奉的教条,认为ESG与长期以来的股东至上主义相悖,不符合企业作为经济组织或商业组织的本质特征和股东利润最大化的目的,因此企业践行ESG将会偏离企业目标和设立初衷。Orlitzky(2015)认为,Friedman对企业社会责任的批判尽管经常受到企业社会责任支持者的不公平攻击,但它一直是对的,时至今日仍然有效。Ramanna(2020)也认为,Friedman(1970)提出的“企业社会责任就是要增加企业利润”的论断在50年后依然成立,企业的事业就是商业,不应期望企业解决社会的非市场问题。Bebchuk & Tallarita(2020)甚至对Friedman主义进行拓展,认为股东至上理论能够鼓励管理者负责任。在ESG反对者看来,ESG会阻碍与自由市场资本主义相关的增长、创新和繁荣,破坏个人、机构和国家层面的自由利益(Padfield,2023)。

(二)ESG对信义义务的违背

信义义务(fiduciary duty)是受托人对其受益人负有的义务(Sandberg,2011),即受托人在法律和道德上都有义务为其受益人提供最大利益服务(Held,2023)。在大多数国家,信义义务被认为是机构投资最基本和最重要的原则。信义义务包括顺从义务、忠实义务、注意或审慎义务和公正义务(Gary,

2019),其中忠实义务和审慎义务是机构投资中最为重要的信义义务,前者的核心是唯一利益或排他性利益规则,后者则要求受托人必须遵循审慎投资者规则。

自社会责任投资运动兴起以来,机构投资者有目的地考虑 ESG 因素与信义义务要求是否一致一直是激烈争论的问题。尽管许多人认为,2005年联合国环境署金融倡议(UNEP FI)委托 Freshfields Bruckhaus Deringer 律师事务所编制的“Freshfields 报告”已经解决了 ESG 投资与信义义务是否冲突的问题(Sandberg,2011),该报告认为 ESG 投资与信义义务在某些情况下相一致,但 Sanders(2014)认为这一结论是基于对 ESG 投资的误解和对判例法的误读,事实恰恰相反,忠实义务和审慎义务都要求阻止 ESG 投资。在现实中,许多机构投资者认为,他们对受益人的义务与考虑 ESG 因素的想法之间存在冲突(Lewis & Juravle,2010),信义义务问题被认为是 ESG 推广的一个特别棘手的潜在障碍(Pollman,2022)。2015年联合国负责任投资原则(UNPRI)等机构在《21世纪的信义义务》报告中声称,它们已经结束了关于 ESG 投资与信义义务的争论,得出结论认为投资者有积极责任去整合 ESG 议题(Sullivan et al.,2015),但它们也承认 ESG 在股东或唯一利益信义规则下是有问题的。为了厘清信义义务是否确实妨碍 ESG 投资实践和决策,2016年联合国负责任投资原则和联合国环境署金融倡议两个机构发起了一个为期四年的项目,并在《21世纪的信义义务》最终报告中得出结论,重申投资者有义务和责任在投资实践和决策中整合 ESG 议题(Sullivan et al.,2019),但他们所宣称的“结束了关于 ESG 投资与信义义务的争论”并没有真正实现,在美国许多受托人对 ESG 投资仍然持怀疑态度(Schanzenbach & Sitkoff,2020)。

在 ESG 反对者看来,ESG 投资掺杂了追求社会与环境价值等其他目的而做出投资决定,具有混合动机,违反了唯一利益规则,不符合忠实义务要求。与此同时,ESG 投资决策具有极强的主观性,ESG 投资策略的运用伴随一定的风险性,ESG 投资的风险和回报目标与信托往往难以合理匹配,违反了审慎投资者规则,不能满足审慎义务要求。由此,ESG 反对者断言,除非法律特别允许或者强制要求,否则 ESG 投资与信义义务相违背,考虑 ESG 因素会造成不适当的信托责任敞口(Martin,2009)。一些学者也认为,如果受托人考虑 ESG 因素,那么他们必然会违背信托义务(Muir,2022),至少附属利益型(collateral benefits)ESG 投资不符合忠实义务要求(Schanzenbach & Sitkoff,2020)。Pollman(2022)认为,投资组合经理和其他受托人将 ESG 议题纳入投资非常模糊,而且往往因为认为考虑这些问题会在法律上被阻止而遭到抵制。

(三) ESG 是觉醒资本主义

“觉醒”(woke)最早指的是“了解最新情况”,后来是指“警惕种族或社会歧视和不公正”(Thomason & Sitzmann,2023)。但在今天,这一词的含义发生了变化,不再是仅仅意味着警惕社会不公正,而是指对虚假的、肤浅的和政治正确的道德施加影响的人(Rhodes,2021)。虽然觉醒仍然可以被用作赞美,但现在这个词已经被“武器化”和变得“有毒”(Warren,2022),成为反美国、反社会公正、反批判性种族理论的指代(Zavattaro & Bearfield,2022)。基于此,Douthat(2018)首次提出“觉醒资本主义”术语,指的是一种大企业接受进步的左翼政治做法、语言和形象的体系(Foss & Klein,2023),常被用于批判企业公开支持“进步”政治事业并承担传统上由国家负责的政治角色。随着美国政治中保守民粹主义倾向的日益强烈,觉醒资本主义被嘲笑为一个暗示“自由派精英”(liberal elites)和“正确的”激进主义的宽泛术语。

如今,美国关于 ESG 的辩论越来越被意识形态化和政治化,ESG 成为一个充满激烈争论和所谓“政治迷雾”的舞台(Cort,2023)。在以保守派为代表的 ESG 反对者看来,ESG 延续了觉醒主义和取消文化(cancel culture),认为 ESG 只是一种在正常政治渠道之外强加觉醒的进步理想和限制的方式,它不公平地歧视某些企业,并鼓励人们将其作为“敌人”予以“取消”(Green & Kishan,2022),由此将 ESG 讥讽为觉醒资本主义。他们声称,任何关于环境或社会风险对企业长期影响的考虑都是觉醒资本主义,即使不是非法的,也应被废除(Davison,2022),因为企业高管缺乏参与觉醒政治的知识和机会主义动机的潜力(Wright,2023),觉醒资本主义会把股东的钱浪费在让高管自我感觉良好

的行为上。特别是,美国主流保守派和极右翼团体越来越多地将ESG视为他们对政治左派和觉醒政治发动的更广泛的文化战争的一部分。

除了直接攻击ESG是觉醒政治外,一些反对者还将ESG贴上“觉醒洗涤”(woke washing)的标签,认为支持ESG的企业是在假装觉醒。觉醒洗涤是指企业声称参与或关心社会问题,但其某些或所有行为却与这一声称不一致(Sobande, 2020),它意味着企业披着社会意识的外表却没有任何实质行动。ESG反对者认为,许多企业都存在虚伪行为,经常跟风支持具有社会意识(socially-conscious)的运动,它们支持ESG议题和意识形态被认为是过分热心、表演性或不真诚的,本质上是觉醒洗涤或一定程度的觉醒表演。这种洗涤或表演是企业试图用其认为在社会问题上对自己有利的方式来美化自己(Fan, 2023),比如企业在外宣称支持“进步事业”,但在内部却并不认真对待(Foss & Klein, 2023),Vredenburg et al.(2020)批评这种洗涤或表演是与企业实践或目的不一致的社会激进主义。

二、基于工具理性对ESG合效性的批判

关于“ESG是否有用”的问题一直存有争议,也是ESG反对者从工具理性角度对ESG进行批判的核心内容。ESG反对者秉持ESG的工具主义观,显性或隐性地假设ESG是实现个体目的或社会目的的手段,他们批评现实中ESG不能满足企业和投资者个体追求价值增益的目的,也没有实现推动社会进步和可持续发展的目标(Pucker & King, 2022),因此质疑甚至否定ESG的合效性。对ESG合效性的批判实际上是一种ESG无用论或消极论,借此否定ESG存在的工具价值和现实意义。

(一)ESG不能为企业和投资者创造价值增益

按照工具理性的观点,无论是基于获取内部合法性还是催生企业和投资者实施ESG的动力,抑或是着眼推动ESG发展的可持续性,ESG都应当能够为企业和投资者带来价值增益或者匹配性的好处。然而,ESG反对者认为,ESG与企业经营缺乏联系或者只有有限联系,与企业利益最大化相分离,ESG相对企业的传统运营方式和投资者的传统投资模式,并没有给他们带来更好的回报,甚至出现了更差的结果,企业或投资者从支持和参与ESG倡议中并不能得到收益奖励,在很多情况下可能还会损害其价值获益能力。The Economist(2022)批判性地认为,善行会带来更优的财务表现是令人怀疑的,践行ESG的激励不够直接。Pucker & King(2022)指出,ESG投资让投资者承担更高的成本,但长期来看并不一定能够带来高于市场的回报。在ESG反对者看来,不能为企业和投资者创造价值增益,将使ESG在企业内部失去合法性,并对于机构投资者作为受托人是否尽到受托义务形成严重质疑和挑战。

从企业来看,践行ESG能否增进企业财务绩效是ESG反对者关注的焦点,这一问题也是ESG研究中长期争论的、久而未决的难题。学术界围绕这一问题展开了大量实证研究,尽管多数研究结论呈现为积极的,但也有部分否定性结论和无关系结论(Friede et al., 2015; Coelho et al., 2023),因此尚没有明确一致的证据表明ESG是否能提高企业财务绩效(Rau & Yu, 2024),这也是ESG反对者的基本观点(Pucker & King, 2022)。对于否定性结论,既有ESG表现对企业短期财务回报产生消极影响的观点,也有ESG表现与企业长期收益呈现负相关的结论。前者如Giannopoulos et al.(2022)通过实证研究发现,ESG行动会对企业的资产回报率产生消极影响;后者如Rojo-Suárez & Alonso-Conde(2023)的实证研究结果表明,虽然ESG政策在短期内对企业价值创造几乎没有影响,但长远来看更好的ESG表现会因为替代效应而导致企业表现出更低水平的价值创造。ESG反对者一方面质疑ESG与企业财务绩效之间的因果关系,另一方面更倾向于赞成二者之间关系的这些否定性结论,并依此反对企业践行ESG。

从投资者来看,ESG投资相对传统投资方式是否有更优回报是ESG反对者提出的疑虑,也是ESG投资研究中关注的重点问题。ESG反对者对此持否定态度,认为并不存在所谓的ESG超额收益,那些ESG投资组合能够带来正向超额收益的论断都是有瑕疵的(Bruno et al., 2022),ESG投资收益并没有好于甚至差于传统投资方式,这一观点也被一些学者的研究结论所支持。从二者无明显

差别来看,Atz et al.(2023)通过对2015—2020年间发表的1141篇经过同行评审的主要论文和27篇主席评审(meta-reviews)进行研究发现,ESG投资的财务收益总体上与传统投资没有区别;Long et al.(2024)通过对全球45个股票市场的实证研究表明,ESG投资不能绝对地产生超额收益。从ESG投资收益差于传统投资方式来看,Barber et al.(2021)的研究表明,影响力基金的税后内部收益率比传统风险投资基金低4.7个百分点;Raghunandan & Rajgopal(2022)对美国自我标榜为共同基金的样本开展实证研究发现,ESG基金在同一资产管理公司和同一年内的财务表现不如其他基金。此外,ESG反对者还指出,ESG投资基金的现实表现不佳,甚至弱于传统基金,由此反对ESG投资。

(二)内生缺陷导致ESG无益于社会进步

ESG的初衷和最终目的是要通过企业和投资者的行动助力解决日益严重的环境与社会问题,推动社会进步和健康发展。人们期待ESG能够发挥环境治理和社会治理功能,ESG被定位成实现环境和社会可持续发展的重要工具。然而,ESG反对者认为,ESG本身就存在严重的固有缺陷,这些缺陷不仅使得落实ESG变得困难甚至容易误入歧途,而且会导致与ESG的初衷和最终目的相偏离,结果是ESG并不能发挥其所声称的环境治理和社会治理功能,无法真正有效地解决环境和社会问题,无益于推动社会进步。英国《经济学家》杂志批判性地指出,尽管ESG通常是善意的,但它存在严重缺陷,不能完成应对气候变化的重要任务,无法拯救地球(The Economist, 2022)。Pucker & King(2022)也批判性地认为,ESG投资无法应对我们这一代人面临的紧迫环境和社会挑战,因为现实中的ESG投资并未带来额外的环境或社会影响,没能形成有意义的社会或环境结果。

在ESG反对者看来,ESG具有天然缺陷,表现在三个方面:首先是ESG从诞生起就具有两种含义,但人们从来没有费心去解开它们,所以整个行业的言行都是相互矛盾的(Kirk, 2022)。第一种含义是投资组合经理多年来对ESG投资的理解,也就是在评估资产潜在的经风险调整后的回报时考虑ESG议题,属于ESG投入。第二种含义是大多数人对ESG的看法,即用他们的钱做正确的事情,属于ESG产出。Kirk(2022)认为第一种含义只是将ESG议题作为投资的一个风险调整因素,与ESG投资于道德、绿色或可持续资产的第二种含义完全不同。其次是ESG内嵌相互冲突且难以调和的多元复杂目标,不能为不可避免的权衡取舍提供协调一致的指导(The Economist, 2022)。ESG反对者认为,虽然ESG的三个元素E、S和G各自在技术上都能够实现,但它们组合在一起就可能出现目标方向的冲突。目标冲突使得企业和投资者在决策中经常需要对ESG的各个元素进行平衡取舍(Rau & Yu, 2024),但ESG并不能为其平衡取舍决策提供有效指导。最后是ESG落实在微观上是企业对所有利益相关者利益的考虑,但不同利益相关者的利益诉求经常会相互冲突。企业如何对多个利益相关者相互冲突的经济和非经济利益做出平衡取舍与调和是一个巨大的难题(Amis et al., 2020),但这种平衡取舍又是非常普遍的(Bebchuk & Tallarita, 2020)。ESG反对者认为,对此并没有一个最优选择,即使存在这样的选择,也不确定企业能否得到股东的明确授权。

除了天然缺陷外,ESG反对者认为强调单一的财务实质性(financial materiality)是ESG存在的设计性缺陷,这一缺陷导致企业的ESG实践和ESG投资出现目的与手段的本末倒置,形成系统性偏差,从根本上引发ESG的环境治理和社会治理功能失灵。财务实质性是指企业中对整体绩效有关键影响的ESG议题或因素(Schiehl & Kolahgar, 2021),其关注的对象主要是投资者。ESG反对者对过度强调ESG的财务实质性进行了批判,警告只关注财务方面的狭义实质性是令人担忧且严重错误的。Pucker & King(2022)认为,ESG的设计将利润和地球割裂开来,ESG投资所依赖的ESG评级都是建立在单一的财务实质性基础上,仅仅关注不断变化的世界对企业损益的影响,而不是相反,其真实目的是要保证股东利益。Simpson et al.(2021)在对明晟(MSCI)的ESG评级体系进行抨击时也指出,这一体系是用于计算ESG的潜在影响对企业的影响,只专注于衡量风险或者回报的经济价值,而不是企业对社会和环境的影响,没有抓住企业可持续性影响的实质。Delgado-Ceballos et al.(2023)认为,虽然强调ESG财务实质性有助于推动社会和环境议题融入金融市场估值,但这样会导致企业只考虑影响盈利能力的可持续性议题,而其余议题则被排除在外。

(三)表演式ESG严重危害可持续发展

ESG要发挥其作为可持续发展理念和目标落地工具的作用,需要企业和投资者“真心”和付诸真行动去践行ESG,将ESG要求全面融入企业运营和投资者投资行为,切实创造增量社会价值,最大限度贡献于可持续发展。然而,ESG反对者认为,现实中企业和投资者普遍没有真心践行ESG的意愿与行动,ESG大量被用作营销噱头和骗人工具,ESG脱耦(decoupling)、伪ESG和漂绿(greenwashing)行为大行其道,形成所谓的表演式(performative)而非真实的ESG。在他们看来,ESG已经成为漂绿、可持续发展目标洗涤(SDG washing)、目的洗涤(purpose washing)、觉醒洗涤的代名词,这些表演式ESG在可持续发展方面误导消费者和投资者,对利益相关者利益和可持续发展目标造成严重危害。Pucker & King(2022)批判性指出,ESG基金的推销材料通常对社会或环境愿望做出崇高的声明,但附属细则却显示其真正的目标是保证股东利润。

漂绿被认为是最主要和最受关注的表演式ESG,也是ESG反对者抨击得最为激烈的ESG异化现象。漂绿是“任何误导人们对机构的环境绩效、实践或产品过于相信其正面性的沟通”(Lyon & Montgomery, 2015),包括企业漂绿和机构投资者漂绿(Rau & Yu, 2024)。企业漂绿是企业在ESG上的实际表现与承诺的或声称的不相符,夸大自身的ESG表现。Pendse et al.(2023)在文献研究的基础上识别出六种漂绿行为:选择性披露、解耦、转移注意力、欺骗性处理、可疑授权和贴标签、公开的自愿行动不足。Montgomery et al.(2023)将漂绿研究区分为以与消费者静态沟通为特征的漂绿1.0阶段,以对利益相关者、中介机构和议题动态管理为特征的漂绿2.0阶段和以对未来叙事创作为特征的漂绿3.0阶段,这实际上也是企业漂绿行为演进的刻画。机构投资者漂绿是投资基金在没有经过严格的ESG质量评估的情况下声称其是ESG基金,进而在可持续发展方面误导投资者。Kim & Yoon(2022)的研究表明,美国的活跃共同基金在加入联合国负责任投资原则后,基金级ESG绩效和回报没有改善,意味着基金对ESG投资的承诺成了漂绿工具。

除了漂绿,企业还会被诱惑参与可持续发展目标洗涤(SDG洗涤),这也是ESG反对者抨击的另一种ESG异化现象。ESG反对者认为,可持续发展目标(SDGs)可能代表另一种用于伪装的时髦修辞概念(Bebbington & Unerman, 2018),企业会通过象征性承诺可持续发展目标来提高社会对其的接受度(Manes-Rossi & Nicolo, 2022),这实际上就是为了提升企业在利益相关者中的形象而采取的SDG洗涤行为。SDG洗涤主要表现为五个方面:精心挑选即关注最容易实现而不是最相关或最能影响的可持续发展目标,彩虹洗涤(rainbow washing)即对可持续发展目标做出象征性承诺以与联合国和丰富多彩的可持续发展目标框架关联起来,只报告积极贡献而忽略负面影响,披露虚假或误导性信息,提供虚假承诺(Jürine, 2023)。针对企业SDG洗涤行为的存在性问题,Herz-Saizarbitoria et al.(2022)研究了97个国家的1370个组织参与可持续发展目标的特征,发现其中绝大多数都是表面参与,涉嫌SDG洗涤。

三、基于交往理性对ESG合意性的质疑

关于ESG在实践中是否具有可行性的问题越来越受到关注,这一问题也颇具争议性,ESG反对者从交往理性角度对此持否定态度。交往理性为理解ESG提供了新视角,ESG在现实中的合意性需要多主体在ESG互动中形成交往理性,同时满足真实性、正确性和真诚性等三大有效性要求。沿着这一逻辑和思路,ESG反对者对多主体间的ESG互动未能形成交往理性进行批判,重点批评了饱受诟病的ESG评级分歧和ESG信息披露失真,并基于此否定了ESG在现实中的合意性。对ESG合意性的批判实际上是对现实中ESG真实性、正确性和真诚性的质疑,否定ESG的交往理性价值和现实可行性。

(一)ESG评级分歧引发ESG投资“噪音”和实践困惑

ESG评级是联结ESG投资与企业ESG实践的纽带,是ESG价值链的重要环节,它一方面为投资者的ESG投资决策提供依据和基础,另一方面能够对企业ESG实践方向和行为方式发挥引导作用。

然而,ESG反对者认为,ESG评级行业整体处于混乱之中(Charlin et al.,2022),ESG评级分歧严重,对投资者、企业和其他利益相关者都容易带来信息混乱并引发其困惑,ESG评级的纽带作用和引导功能完全丧失。在他们看来,ESG评级行业需要彻底改造(Charlin et al.,2022),他们甚至认为ESG评级已经变得毫无用处(Serafeim,2021)。实际上,ESG评级分歧近年来受到大量关注(Brandon et al.,2021),成为ESG研究领域的一个重点、热点和难点,学者们围绕ESG评级分歧的存在性、形成原因和影响效应开展了大量研究,呈现出较多争论,其中包括许多对ESG评级分歧的批判观点。

ESG评级分歧的存在性受到包括ESG反对者在内的一致认同,许多实证研究都证明了这一点。一方面,不同评级机构对单个企业的ESG综合评级存在分歧,甚至出现了不同ESG评级机构对同一企业的评级结果完全相反的情况。Chatterji et al.(2016)对六个公认的社会评级的收敛有效性(一致性)进行评估发现,它们对ESG评价的一致性很低,平均成对相关系数处于0.13~0.52之间。Dimson et al.(2020)比较了三家评级机构对六家知名大公司的ESG评级结果发现,它们对同一家公司的评级差异明显,而三家评级机构ESG评级指数的成对相关系数平均值只有0.45。Berg et al.(2022a)利用六家主要评级机构的ESG评级数据对评级分歧进行综合研究发现,各评级机构的ESG评级指数之间的成对相关系数处于0.38~0.71之间,平均为0.54,远远低于信用评级之间的相关系数0.99。另一方面,不同评级机构对企业在ESG各维度上的评级存在分歧,不同维度的分歧程度呈现出差异性。Brandon et al.(2021)基于七家评级机构的ESG评级数据对ESG各维度的评级分歧进行分析发现,它们对企业的社会和治理维度的评级分歧高于综合评级,成对相关系数最低的是治理维度,只有0.16,而最高的环境维度也仅仅为0.46。基于普遍严重的ESG评级分歧,ESG反对者认为ESG评级的可信度受到严重削弱,ESG评级的价值大打折扣。

ESG评级分歧产生的原因多种多样,但总体上可以归结为评级机构因素和被评级企业因素,前者包括评级机构的特点和评级体系的差异,后者包括企业规模与行业差异(Dimson et al.,2020)、企业ESG信息披露(Christensen et al.,2022),其中学者们对评价机构因素更为关注。Chatterji et al.(2016)认为,不同评级机构的ESG评级要保持一致,需要对ESG有共同的理论化(common theorization)和可公度性(commensurability),他们发现不同评级机构对ESG缺乏共同的理论化和可公度性较差是造成ESG评级分歧的关键原因,这也被Gangi et al.(2022)的实证研究所证明。在他们研究的基础上,Berg et al.(2022a)识别了ESG评级分歧的三个来源,包括范围差异即评级基于不同属性集的情况、测量差异即评级机构使用不同指标衡量相同属性的情况、权重差异即评级机构对各属性的相对重要性看法不同,发现测量差异是导致ESG评级分歧最主要的来源,其次则是范围差异。不同于其他学者从显性层面的解释,Eccles et al.(2020)从评级机构社会发源(social origins)的隐性层面探究了ESG评级分歧产生的原因,认为评级机构的原籍国、创始人、最初的使命和第一批客户等社会发源因素会对其ESG评级体系进行社会建构,且ESG数据的生成和使用都要经历几个阶段的社会建构,这些情境化因素导致了不同评级机构ESG评级方法和数据特征的差异。在ESG反对者看来,多样化原因尤其是社会发源因素以及缺乏共同的理论化和范围差异、测量差异,使得ESG评级分歧难以弥合。

尽管ESG评级分歧是“好事”还是“坏事”尚不清楚(Serafeim,2021),有一些学者认为ESG评级分歧具有积极作用(Brandon et al.,2021),但ESG反对者总体上认为ESG评级分歧会产生消极影响。在他们看来,ESG评级分歧不仅会给资本市场带来噪音(Berg et al.,2022b),在市场参与者之间造成混乱,而且会使企业在评估自身ESG绩效和改善ESG表现上感到困惑,在企业之间造成市场预期的混乱。从对资本市场的影响来看,一方面,ESG评级分歧会损害ESG信息披露的可信度,降低投资者解读和吸收ESG信息的能力,增加ESG投资的风险,加剧投资者选择目标公司的难度(Gangi et al.,2022),降低投资者的参与度,损害ESG投资市场的潜在增长。ESG评级分歧会导致更高的有效风险规避、更高的市场溢价和更低的股票需求(Avramov et al.,2022),部分投资者受时间精力限制可能会规避出现ESG评级分歧的企业,从而降低这类企业的股票交易活跃度,影响股票流动性。另一方面,ESG评级分歧会对股票回报和波动性产生显著的负面影响(Tan & Pan,2023),ESG

评级分歧越大,股票的总波动性和异常波动性会越高(Avramov et al.,2022),损害企业价值。从对企业运营的影响来看,ESG评级分歧不仅使得管理者难以判断低评级是由企业运营的ESG表现糟糕还是评级机构的理念或衡量方法不一致造成的,进而降低企业提升ESG绩效的积极性(Chatterji et al.,2016),而且会因信息不一致使得外部利益相关者信息成本增加,无法对管理者的行为进行有效监督,管理者可以以评级机构采用的评级方法差异为借口掩盖漂绿行为,增加企业未来漂绿的可能性(Hu et al.,2023)。

(二)ESG信息披露失真对利益相关者利益造成损害

ESG信息披露是ESG评级和ESG投资的基础,能够为投资者提供价值相关的信息(Schiehl & Kollahgar,2021),减少企业与投资者和其他利益相关者之间的信息不对称,有利于促进企业ESG绩效和企业价值的提升(Brooks & Oikonomou,2018)。然而,ESG反对者认为,现实中ESG信息披露不充分、质量较差现象较为普遍,企业的ESG信息披露经常是象征性的而非实质性的(Michelon et al.,2015)。由于企业的ESG报告面临着行为挑战、数据基础挑战、方法挑战和情境挑战(Chopra et al.,2024),因此ESG报告数量的增长并没有带来ESG信息披露质量的提升。在ESG反对者看来,ESG信息披露质量较差使得ESG本应发挥的积极功能无法实现,相反,可能会对利益相关者利益和社会利益都造成损害。

ESG信息披露质量主要体现在完整性、实质性、可靠性和可比性四个方面,ESG反对者认为目前企业的ESG信息披露在这四个方面普遍表现不佳。完整性不足是ESG信息披露中的一个突出问题(Michelon et al.,2015; Garcia-Torea et al.,2020),核心表现是企业对ESG信息的选择性披露。目前在大多数国家ESG信息披露仍然是自愿性的,没有一套被普遍接受的披露原则和标准,企业对于如何衡量和报告ESG表现有很大的自由裁量权(Tsang et al.,2023),企业出于自身利益考虑,往往选择性地披露对其有利的非财务信息,故意少披露或回避对其不利的信息,不报告那些恶化的ESG指标。Einwiller & Carroll(2020)通过对福布斯500强榜单中的75家企业的ESG报告内容进行分析发现,平均只有不到1%的报告内容披露了失败、不足或挫折相关信息,表明这些企业忽略了某些有负面影响的披露或者进行半真半假的报告。

缺乏实质性是ESG信息披露质量不佳的重要表现(Amel-Zadeh & Serafeim,2018),其后果是无法满足投资者和其他利益相关者对企业ESG实质议题的关注要求,影响其相关决策。缺乏实质性首先体现在企业根据自己解释的实质性来挑选关键可持续性影响议题,缺乏由外而内的实质性评估方法,难以准确识别可持续性影响议题(Ramanathan & Isaksson,2023)。虽然企业提供了过度冗长的叙述性信息,但却只是被视为积极管理利益相关者看法的象征性做法(Michelon et al.,2015; Garcia-Torea et al.,2020),并没有准确披露实质性的可持续性影响议题。缺乏实质性的另一个体现是实质性偏差,只强调单一的财务实质性而非双重实质性。强调单一财务实质性使得企业只披露那些影响盈利能力的可持续性议题(Delgado-Ceballos et al.,2023),而忽略披露利益相关者和社会具有重要影响的其他可持续性议题。

可靠性不高是ESG信息披露质量饱受质疑的关键因素,主要表现为准确性不足、自我粉饰和缺乏外部鉴证。从准确性不足来看,数据可信性和影响评估方法局限性是ESG信息披露面临的重要挑战(Chopra et al.,2024)。Pinnuck et al.(2021)研究了“全球财富250强”(G250)企业的ESG报告中披露的不可靠定量信息的数量,分析了这些报告的重述(restatement)频率和重述幅度,发现39%的报告有一个或多个分项重述,且重述幅度非常大,中位数约为10%。从自我粉饰来看,企业可能会对自愿披露的ESG信息进行印象管理,ESG信息披露有时候被认为是企业自吹自擂并且缺乏可信性(Tsang et al.,2023),相当多的企业漂绿行为都与ESG信息披露相关(Montgomery et al.,2023; Pendse et al.,2023)。从缺乏外部鉴证来看,由于ESG信息披露没有强制要求必须经过第三方审计和鉴证,且ESG数据的多样化、模糊性和离散性使得对ESG报告的鉴证变得更加困难(Tsang et al.,2023),因此只有少数企业的ESG报告经过了第三方鉴证。

虽然 ESG 信息披露在实践中越来越普遍,但它们通常缺乏可比性和一致性(Eng et al., 2022),对 ESG 信息披露质量产生了消极影响。特别是,缺乏跨企业的可比性被认为是投资者将 ESG 信息整合到投资流程中面临的最大挑战之一,成为投资者使用 ESG 信息的主要障碍(Amel-Zadeh & Serafeim, 2018)。缺乏可比性的根本原因在于缺少被普遍接受的标准化的 ESG 信息披露框架,不同企业依据不同框架和标准披露的核心指标或者指标衡量方法不一致,由此导致披露的 ESG 指标在企业间缺乏可比性。在自愿性 ESG 信息披露情境下,企业管理者对披露的自由裁量权使得其可以每年改变 ESG 披露指标和衡量方法(Tsang et al., 2023),结果必然是企业的 ESG 信息披露缺乏纵向可比性。

四、对质疑和否定 ESG 的回应

面对 ESG 反对者的质疑、批判和否定,尤其是在美国兴起的 ESG 抵制运动,ESG 支持者对它们进行了审视和回应,借此也对 ESG 发展问题展开了理性反思。尽管如此,目前对 ESG 质疑和否定进行回应的相关研究尚不多,特别是缺乏学理性、系统性的深度研究成果,已有研究主要聚焦于 ESG 抵制行动的消极影响、对否定观点的反驳、对争议的应对与反思。

(一) ESG 抵制行动的消极影响

越来越广泛的 ESG 争议正在对全球经济社会发展产生影响,ESG 抵制行动所带来的消极影响受到关注。ESG 抵制行动产生的最直接影响是对 ESG 健康发展造成伤害,企业 ESG 实践和 ESG 投资因而遭受挫折,可持续发展目标面临更大挑战。在美国,一方面,抵制 ESG 在州一级正在通过立法得到快速推进,包括撤资法案和 ESG 禁令两种形式(Padfield, 2023)。截至 2023 年 3 月,美国已有 20 个州通过或正在考虑制定 ESG 抵制法案(Allen, 2024)。另一方面,以保守派为代表的 ESG 抵制人士把 ESG 视作觉醒资本主义,将其卷入更广泛的文化战争,ESG 被高度政治化和意识形态化。这两个方面的 ESG 抵制行动对企业 ESG 实践和 ESG 投资形成显性或隐性限制,在一定程度上动摇了企业和投资者对 ESG 的信心。基于此,Shanor & Light(2023)认为 ESG 抵制立法正在对企业形成困扰。Cutter & Glazer(2024)指出,现在许多美国企业领导人在有意识地规避 ESG 这一曾经被广泛使用的术语,以避免监管审查或政治批评。ESG 抵制行动对 ESG 投资的冲击更为直接和显著,撤资法案明确限制了机构投资者在投资中对 ESG 因素的考虑,投资者撤离 ESG 投资的情况开始出现。根据美国晨星经理研究公司(Morningstar Manager Research)的统计数据,2023 年投资者从美国可持续基金中撤资达到 130 亿美元(Bioy et al., 2024)。

除了对企业和投资者的影响外,ESG 抵制行动对经济的消极影响也开始被关注。一方面,这些经济影响表现为 ESG 抵制政策推动地方借贷成本提高,增加了纳税人负担。Garrett & Ivanov(2023)以得克萨斯州为对象,研究了 ESG 抵制政策对金融市场扭曲的影响。得克萨斯州于 2021 年颁布法律,禁止市政当局与具有某些 ESG 政策特点的银行签订合同,由此导致五家最大的市政债券承销商退出该州。他们通过实证研究发现,以前依赖现有承销商的市政债券发行人更有可能在法律实施后协商定价并产生更高的借贷成本,并估算在该法律实施后的前八个月,得克萨斯州实体将为 320 亿美元的借款额外支付 3.03 亿~5.32 亿美元的利息。另一方面,这些经济影响还体现在 ESG 抵制政策对地方产业的影响,尤其是对其需要保护的传统能源行业并没有达到预期的保护目标。Allen(2024)通过比较得克萨斯州二叠纪和新墨西哥州二叠纪的油气钻井活动,实证研究发现得克萨斯州的 ESG 抵制政策在实施后的八个月内对新的钻井活动没有显著影响,对其经济影响也不显著,表明这些旨在保护得克萨斯州油气产业的 ESG 抵制政策是无效的。

(二) 对否定 ESG 观点的反驳

针对反对者对 ESG 的否定,ESG 支持者进行了反驳,大致可以归结为四个方面:

首先,现代企业存在的目的应当超越纯粹的商业利润,由股东利益至上转向企业与利益相关者、企业与社会的价值共赢,而 ESG 则与这一企业目的转向相匹配。ESG 支持者对否定 ESG 赖以存在的理论根基即 Friedman 主义进行了再批判,认为其经济学基础已经不适应时代要求了。Friedman

主义的立论基础即完全自由市场下个体利益与社会福利具有一致性在现实中并不成立,自由企业的利润最大化不足以产生健康的社会与经济,企业目的应以社会福利为基础,从更广泛的社会视角予以界定(Bagha & Laczniak, 2015)。Mayer et al.(2020)在Friedman提出“企业社会责任就是要增加企业利润”的著名论断50年之际,对这一论断进行了驳斥,认为在过去半个世纪里Friedman主义对社会造成了严重负面影响,现在需要的是确保企业履行与其影响力相匹配的社会责任,Friedman的股东至上信条实际上“已死”。Edmans(2023b)认为股东利益与社会利益并不冲突,通过渴望为社会创造价值的目的驱动,企业可以同时增加股东价值和利益相关者价值。

其次,ESG投资与信义义务并非一定冲突,可以通过多种方式实现ESG投资与信义义务的协调。Held(2023)对“ESG投资一定违背信义义务原则”的论断进行了批判,认为这一论断是建立在错误的前提假设基础上,其中包括:假设所有投资者都是相同的,用于投资的钱是投资顾问的而非投资者的;如果将投资ESG表现更优企业的行为认定为非法,那么这是政府对自由市场体系的严重过度干预;如果将信义义务简单地界定为客户获取最高的回报,那么其计算是基于不完备的信息,因为财务收益率并未考虑“做生意”的全部成本。Gary(2019)认为,只要投资策略不涉及牺牲财务回报,那么即使忠实义务被定义为仅为受益人的财务利益行事的义务,使用包含ESG标准的投资策略也不会违背忠实义务。同时,由于ESG整合策略能将传统财务指标与企业ESG行为或风险相关的信息结合起来,以改进对企业投资潜力的分析,因此审慎投资者应在投资决策中考虑ESG因素。Schanzenbach & Sitkoff(2020)认为,风险回报型ESG投资与任何其他积极的投资策略相同,符合忠实义务要求和审慎投资者规则,是被允许的。

再次,将ESG政治化和意识形态化是错误的,会使ESG反对者走进战略“死胡同”。ESG支持者认为,以保守派为代表的ESG抵制人士将对企业和行业前景的有效财务评估与政治对手的意识形态价值观混为一谈,将特殊的意识形态注入财务决策本质上是基于价值观的ESG(values-based ESG)而非基于价值的ESG(value-based ESG)(Schulp, 2023)。保守派通过立法抵制ESG并没有给所在州带来经济利益,其真正目的是压制觉醒的思想,更多是一种政治姿态或者政治目标驱动的行为(Shanor & Light, 2023),坚持这些ESG抵制立法将会使他们陷入战略“死胡同”(Seymour, 2023)。Edmans(2023a)认为,ESG反对者给ESG支持者贴上觉醒的标签是不专业的,ESG并不是一场必须选边站的辩论,不能将ESG视为一场政治斗争。

最后,ESG不完美但其问题并非不能解决,应当从根本上回归ESG的正确、真实问题和长期价值驱动因素定位。ESG支持者认为,虽然ESG不完美,它不可能解决一切社会与环境问题,但却不能否认它是一种进步。ESG反对者对ESG提出的许多批判、质疑和挑战都是“夸大其词”,或者至少部分可以随着时间的推移而得到解决(Pollman, 2022)。针对ESG反对者批判ESG合效性和合意性的观点,既有学者从技术层面对特定观点做出了驳斥性的回应,如对ESG消极性企业价值效应的否定(Albuquerque et al., 2019)、对ESG评级分歧消极影响的不同看法(Brandon et al., 2021),也有学者从根本上对ESG反对者的观点进行了批判。Minguela(2022)认为ESG被误解了,其核心问题是“我们如何实现一个更可持续的地球和一个更公平的社会”,ESG反对者的批评实际上源于错误的问题,这些问题和批评不仅与ESG核心问题无关,而且会产生混乱。Edmans(2023a)认为ESG非常重要但没有特别之处,应当从长期价值视角将其定位成长期价值驱动因素,如果这样的话,对ESG的争论就变得没有意义。

(三)对ESG争议的应对与反思

面对ESG争议尤其是抵制ESG的言论和行动,企业和投资者应当如何应对成为一个难题,对此一些学者提出了自己的解决方案,大体上有坚决反对、务实主义和分类应对三类观点。从第一类观点来看,Winston(2023a)认为企业领导者必须对ESG抵制行动坚决说“不”,密切关注并吸取三个教训,包括不要让嘈杂的声音阻碍企业做其应该做的事情、对于政策问题不能袖手旁观、坚持做正确的事情而不向抵制ESG的人屈服。从第二类观点来看,Cort(2023)认为企业和投资者应采取务实主

义,走出“既实施 ESG 战略又应对 ESG 反对者”的困境,其途径是采取三项主要行动,包括企业必须明确 ESG 战略并充分说明为什么 ESG 对企业的成功至关重要,企业和资产管理公司必须重视 ESG 数据标准化,企业和投资者必须开展尽职调查。从第三类观点来看,Winston(2023b)依据批评的广度(关注狭隘的 ESG 或者更宽泛的可持续性)和批评的动机(好意或恶意)两个维度,将 ESG 反对者区分为四类,并针对每一类反对者提出了应对策略。对于过时的传统主义者,他们关注狭隘的 ESG 并恶意批评,其应对策略是寻找具有长远眼光的投资者,继续为应对环境和社会挑战的行动提供商业理由。对于真实的批评者,他们关注狭隘的 ESG 并善意批评,其应对策略是倾听、对话并参与推动 ESG 不断完善。对于社会保守派,他们关注更宽泛的可持续性并善意批评,其应对策略是听取各种观点和声音,允许反对者说出自己的想法,坚持一致性价值观并与其沟通。对于政治剥削者(political exploiters),他们关注更宽泛的可持续性并恶意批评,其应对策略是不能坐视不管,不要屈服于他们,与其他企业合作共同应对,坚持自己的价值观和承诺,做正确的事情。

面对 ESG 争议所带来的挑战,ESG 发展向何处去的问题日益受到关注,对此学者们在对质疑和否定 ESG 的观点进行反思的基础上提出了建议,包括改进式和换道式两个发展方向。改进式是保持在 ESG 术语的轨道上对 ESG 表现出的不足和问题进行改进,以实现 Shastri(2023)所呼吁的“让 ESG 再次伟大”。改进式 ESG 发展方向主要聚焦于增加或减少元素让 ESG 概念变得更加精准(Pollman, 2022),加强对漂绿的防范和监管以使 ESG 回归真实(Pendse et al., 2023),优化 ESG 衡量与评级方法体系以适度减少评级分歧(Charlin et al., 2022),完善 ESG 信息披露规则和监督以提升披露质量(Darnall et al., 2022)。换道式是在深刻理解 ESG 核心要义的基础上不再使用 ESG 术语,赋予其一个全新名称,从而在新的轨道上实现更好的发展。质疑和否定 ESG 的观点并不能说明应该放弃所有基于 ESG 的实践努力,但应该对 ESG 进行重大反思或改变话语(Pollman, 2022)。Edmans(2024)指出 ESG 正在遭受各方的攻击,ESG 的真正信仰者希望继续实践 ESG 但又想赋予其一个不同的名称,提出以“理性可持续”(rational sustainability)取代 ESG。

五、评述与展望

2024 年是 ESG 概念正式提出 20 周年,20 年来 ESG 在研究和实践领域充满争议,而近几年在美国兴起的 ESG 抵制运动更是将这些争议推向高潮。ESG 反对者质疑、批判和否定 ESG 的理由多种多样,在实践中的表现形式也不尽相同,虽然在一段时间内这些挑战和批评不可能得到最终解决,但了解 ESG 的争议和不确定性有助于投资者、企业和监管机构采取更加深思熟虑的行动(Pollman, 2022)。同样,尽管否定 ESG 的观点中充斥着将 ESG 政治化与意识形态化的错误思想,其很多论断也都难以立得住脚,但如 Edmans(2023a)所言,即使 ESG 反对者说的 90% 是错的,10% 是对的,那么这 10% 意味着我们可以比以前更能了解 ESG 情况,为反思和推动 ESG 更健康发展提供了机会。目前,学者们对 ESG 争议的研究已经取得一些重要进展,为深化 ESG 研究提供了良好基础和广阔思路,但现有的相关成果较为分散,仍然处于初步研究阶段。

针对 ESG 争议尤其是 ESG 反对者提出的关键问题,未来可以在以下几个方面深化研究:首先是深化对 ESG 概念与内容边界的研究,形成对 ESG 理解的最低限度共识。ESG 争议的出现相当程度上都与对 ESG 概念的理解和内容边界界定有关,而目前对于 ESG 是什么完全缺乏共识(Larcker et al., 2022),反对者与支持者、不同反对者所言的 ESG 是具有完全不同含义、不同期望和不同影响的事情,未来需要对 ESG 做出更加清晰准确、相对科学、较为统一的界定。其次是深化对 ESG 基础理论的研究,形成对 ESG 健康可持续发展的理论支撑。ESG 反对者对 ESG 的许多批判和攻击都源于 ESG 尚缺乏坚实的基础理论支撑,ESG 实践中的许多偏离现象也都与缺乏科学理论指导相关,未来需要在 ESG 基础理论研究上取得突破,一以贯之地回答 ESG 的根本性问题,打造支撑 ESG 存在和发展的理论根基。再次是深化对 ESG 抵制行动的经济与社会影响效应研究,形成更加全面客观理性的判断。目前对 ESG 抵制行动产生的影响效应研究成果尚少,少量定性研究主要是笼统地分

析其对企业 and 投资者的影响,个别实证研究聚焦于对美国所属州的经济影响。未来一方面可以在微观层面开展实证研究,真正揭示 ESG 抵制行动对企业 and 投资者的影响机制,另一方面应当关注美国 ESG 抵制运动的跨国溢出效应,评估 ESG 抵制行动对联合国可持续发展目标的影响。最后是深化对 ESG 争议的回应策略研究,形成应对 ESG 反对者的系统性策略体系。在微观层面拓展研究企业和机构投资者应对 ESG 反对者的基本取向、回应模式和策略选择,在中观层面深化研究 ESG 产业的价值创造机制、ESG 信息披露和评级改进策略、表演式 ESG 的治理策略,在宏观层面创新研究国家应对 ESG 抵制行动的战略取向、制度安排和具体策略。

参考文献:

- Albuquerque, R. et al. (2019), "Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence", *Management Science*, 65(10):4451-4469.
- Allen, J.J. (2024), "Can anti-ESG policy protect targeted industries from divestment?", Department of Economics and Business, Colorado School of Mines Working Paper, No.2024-01.
- Amel-Zadeh, A. & G.Serafeim (2018), "Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey", *Financial Analysts Journal*, 74(3):87-103.
- Amis, J. et al. (2020), "From the editors - Why we need a theory of stakeholder governance - And why this is a hard problem", *Academy of Management Review*, 45(3):499-503.
- Atz, U. et al. (2023), "Does sustainability generate better financial performance? Review, meta-analysis, and propositions", *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1):802-825.
- Avramov, D. et al. (2022), "Sustainable investing with ESG rating uncertainty", *Journal of Financial Economics*, 145(2):642-664.
- Bagha, J. & E.R.Laczniak (2015), "Seeking the real Adam Smith and Milton Friedman", *Philosophy of Management*, 14(3):179-191.
- Barber, B.M. et al. (2021), "Impact investing", *Journal of Financial Economics*, 139(1):162-185.
- Bebbington, J. & J.Unerman (2018), "Achieving the UN SDGs", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 31(1):2-24.
- Bebchuk, L.A. & R.Tallarita (2020), "The illusory promise of stakeholder governance", *Cornell Law Review*, 106(1):91-178.
- Berg, F. et al. (2022a), "Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings", *Review of Finance*, 26(6):1315-1344.
- Berg, F. et al. (2022b), "ESG confusion and stock returns: Tackling the problem of noise", NBER Working Paper, No.30562.
- Berle, A.A. (1931), "Corporate powers as powers in trust", *Harvard Law Review*, 44(7):1049-1074.
- Berle, A.A. (1932), "For whom corporate managers are trustees: A note", *Harvard Law Review*, 45(8):1365-1372.
- Bioy, H. et al. (2024), "Global sustainable fund flows: Q4 2023 in review", Morningstar Manager Research, Chicago, USA.
- Brandon, R.G. et al. (2021), "ESG rating disagreement and stock returns", *Financial Analysts Journal*, 77(4):104-127.
- Brooks, C. & I.Oikonomou (2018), "The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance", *British Accounting Review*, 50(1):1-15.
- Bruno, G. et al. (2022), "'Honey, I shrunk the ESG alpha': Risk-adjusting ESG portfolio returns", *Journal of Investing*, 31(3):45-61.
- Charlin, V. et al. (2022), "ESG ratings: An industry in need of a major overhaul", *Journal of Sustainable Finance & Investment*, DOI:10.1080/20430795.2022.2113358.
- Chatterji, A.K. et al. (2016), "Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers: Do ratings of firms converge?", *Strategic Management Journal*, 37(8):1597-1614.
- Chopra, S.S. et al. (2024), "Navigating the challenges of environmental, social, and governance (ESG) reporting: The path to broader sustainable development", *Sustainability*, 16(2):606.
- Christensen, D.M. et al. (2022), "Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings", *Accounting Review*, 97(1):147-175.

- Coelho, R. et al.(2023), “The impact of social responsibility on corporate financial performance: A systematic literature review”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4):1535–1560.
- Cort, T.(2023), “The pragmatist’s guide to ESG”, *Environment: Science and Policy for Sustainable Development* 65(4):10–17.
- Cutter, C. & E.Glazer(2024), “The latest dirty word in corporate America: ESG”, *Wall Street Journal*, Jan. 9.
- Darnall, N. et al.(2022), “Do ESG reporting guidelines and verifications enhance firms’ information disclosure?”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5):1214–1230.
- Davison, L.(2022), “Populist House Republicans picking a fight with US business over ‘woke capitalism’”, Bloomberg, Nov. 27.
- Delgado-Ceballos, J. et al.(2023), “Connecting the Sustainable Development Goals to firm-level sustainability and ESG factors: The need for double materiality”, *Business Research Quarterly*, 26(1):2–10.
- Dimson, E. et al.(2020), “Divergent ESG ratings”, *Journal of Portfolio Management* 47(1):75–87.
- Dodd, E.M.(1932), “For whom are corporate managers trustees?”, *Harvard Law Review*, 45(7):1145–1163.
- Douthat, R.(2018), “The rise of woke capital”, *New York Times Magazine*, Feb. 28.
- Eccles, R. G. et al. (2020), “The social origins of ESG: An analysis of Innovest and KLD”, *Organization & Environment*, 33(4):575–596.
- Edmans, A.(2023a), “The end of ESG”, *Financial Management*, 52(1):3–17.
- Edmans, A. (2023b), “How great companies deliver both purpose and profit”, *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 21(3):465–469.
- Edmans, A.(2024), “Rational sustainability”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4701143.
- Einwiller, S.A. & C.E.Carroll(2020), “Negative disclosures in corporate social responsibility reporting”, *Corporate Communications: An International Journal*, 25(2):319–337.
- Eng, L.L. et al.(2022), “Comparing the informativeness of sustainability disclosures versus ESG disclosure ratings”, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13(2):494–518.
- Fan, J.S.(2023), “Woke capital revisited”, *Seattle University Law Review*, 46(2):421–467.
- Foss, N.J. & P.G.Klein(2023), “Why do companies go woke?”, *Academy of Management Perspectives*, 37(4):351–367.
- Friede, G. et al.(2015), “ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4):210–233.
- Friedman, M.(1962), *Capitalism and Freedom*, The University of Chicago Press.
- Friedman, M.(1970), “The social responsibility of business is to increase its profits”, *New York Times Magazine*, Sept. 13.
- Friedman, M.(2005), “Making philanthropy out of obscenity”, *Reason*, 37(5):32–33.
- Gangi, F. et al. (2022), “Mainstreaming socially responsible investment: Do environmental, social and governance ratings of investment funds converge?”, *Journal of Cleaner Production*, 353(15), No.131684.
- Garcia-Torea, N. et al. (2020), “CSR reporting communication: Defective reporting models or misapplication?”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2):952–968.
- Garrett, D. & I.T.Ivanov(2023), “Gas guns and governments: Financial costs of anti-ESG policies”, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper, No.WP 2023–07.
- Gary, S.N.(2019), “Best interests in the long term: Fiduciary duties and ESG integration”, *University of Colorado Law Review*, 90(3):731–802.
- Giannopoulos, G. et al.(2022), “The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms”, *Journal of Risk Financial Management*, 15(6), No.237.
- Green, J. & S.Kishan(2022), “America’s political right has a new enemy no.1: ESG investors”, Bloomberg, May 20.
- Held, K.(2023), “Defending ESG fiduciary duty”, *Aisthesis: The Interdisciplinary Honors Journal*, 14(1):33–41.
- Heras-Saizarbitoria, I.H.(2022), “Organizations’ engagement with sustainable development goals: From cherry-picking to SDG-washing?”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(2):316–328.
- Hu, X. et al.(2023), “The green fog: Environmental rating disagreement and corporate greenwashing”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 78(C), No.101952.
- Jürine, J. (2023), “Prevalence of SDG-washing: An empirical analysis on large listed European companies”, Lund

University Master's Thesis.

- Kim, S. & A.Yoon(2022), "Analyzing active fund managers' commitment to ESG: Evidence from the United Nations Principles for Responsible Investment", *Management Science*, 69(2):741—758.
- Kirk, S.(2022), "ESG is existentially flawed and must be split into two", *Financial Times*, Sept. 2.
- Larcker, D.F. et al.(2022), "Seven myths of ESG", *European Financial Management*, 28(4):869—882.
- Lewis, A. & C.Juravle(2010), "Morals, markets and sustainable investments: A qualitative study of 'champions'", *Journal of Business Ethics*, 93(3):483—494.
- Long, H. et al.(2024), "ESG investing in good and bad times: An international study", *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 91, No.101916.
- Lyon, T.P. & A.W.Montgomery(2015), "The means and end of greenwash", *Organization & Environment*, 28(2): 223—249.
- Mackey, J.(2005), "Putting customers ahead of investors", *Reason*, 37(5):29—32.
- Manes-Rossi, F. & G.Nicolo(2022), "Exploring SDG reporting practices: From symbolic to substantive approaches— Evidence from the energy sector", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5):1799—1815.
- Manne, H.G.(1962a), "The 'higher criticism' of the modern corporation", *Columbia Law Review*, 62(3):399—432.
- Manne, H.G.(1962b), "Corporate responsibility, business motivation, and reality", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 343(1):55—64.
- Martin, W.(2009), "Socially responsible investing: Is your fiduciary duty at risk?", *Journal of Business Ethics*, 90(4): 549—560.
- Mayer, C. et al.(2020), "50 years later, Milton Friedman's shareholder doctrine is dead", *Fortune*, Sept. 13.
- Michelon, G. et al.(2015), "CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis", *Critical Perspectives on Accounting*, 33(C):59—78.
- Minguela, R.(2022), "This is not an ESG article", *RSA Journal*, 168(3):32—35.
- Montgomery, A. W. et al.(2023), "No end in sight? A greenwash review and research agenda", *Organization & Environment*, <https://doi.org/10.1177/10860266231168905>.
- Muir, D. M. (2022), "Sustainable investing and fiduciary obligations in pension funds: The need for sustainable regulation", *American Business Law Journal*, 59(4):621—677.
- Orlitzky, M.(2015), "The politics of corporate social responsibility or: Why Milton Friedman has been right all along", *Annals in Social Responsibility*, 1(1):5—29.
- Padfield, S.J.(2023), "An introduction to anti-ESG legislation", *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, 24(2):291—329.
- Pendse, M.K. et al.(2023), "A comprehensive look at greenwashing from 1996 to 2021: A bibliometric analysis", *Journal of Indian Business Research*, 15(1):157—186.
- Pinnuck, M. et al.(2021), "Restatement of CSR reports: Frequency, magnitude, and determinants", *Contemporary Accounting Research*, 38(3):2376—2416.
- Pollman, E.(2022), "The making and meaning of ESG", University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Working Paper, No.659/2022.
- Pucker, K.P. & A.King(2022), "ESG investing isn't designed to save the planet", *Harvard Business Review*, Aug.1.
- Raghunandan, A. & S.Rajgopal(2022), "Do ESG funds make stakeholder-friendly investments?", *Review of Accounting Studies*, 27(3):822—863.
- Ramanathan, S. & R.Isaksson(2023), "Sustainability reporting as a 21st century problem statement: Using a quality lens to understand and analyse the challenges", *TQM Journal*, 35(5):1310—1328.
- Ramanna, K.(2020), "Friedman at 50: Is it still the social responsibility of business to increase profits?", *California Management Review*, 62(3):28—41.
- Rau, P.R. & T.Yu(2024), "A survey on ESG: Investors, institutions and firms", *China Finance Review International*, 14(1):3—33.
- Rhodes, C.(2021), *Woke Capitalism: How Corporate Morality is Sabotaging Democracy*, Bristol University Press.
- Rodgers, T.J.(2005), "Put profits first", *Reason*, 37(5):33—35.

- Rojo-Suárez, J. & A.B.Alonso-Conde(2023), “Short-run and long-run effects of ESG policies on value creation and the cost of equity of firms”, *Economic Analysis and Policy*, 77(C):599–616.
- Sandberg, J.(2011), “Socially responsible investment and fiduciary duty: Putting the Freshfields report into perspective”, *Journal of Business Ethics*, 101(1):143–162.
- Sanders, W.(2014), “Resolving the conflict between fiduciary duties and socially responsible investing”, *Pace Law Review*, 35(2):535–579.
- Schanzenbach, M.M. & R.H.Sitkoff(2020), “Reconciling fiduciary duty and social conscience: The law and economics of ESG investing by a trustee”, *Stanford Law Review*, 72(2):381–454.
- Schiehl, E. & S.Kolahgar(2021), “Financial materiality in the informativeness of sustainability reporting”, *Business Strategy and the Environment*, 30(2):840–855.
- Schulp, J.J.(2023), “Anti-ESG legislation is demonstrating the peril of meddling in markets”, *ProMarket*, June 14.
- Serafeim, G.(2021), “ESG: Hyperboles and reality”, Harvard Business School Working Paper, No.22–031.
- Seymour, B.T.(2023), “Corporate politics: ESG and the First Amendment”, *New York University Journal of Law & Business*, 19(2):309–337.
- Shanor, A. & S.E.Light(2023), “Anti-woke capitalism, the First Amendment, and the decline of libertarianism”, *Northwestern University Law Review*, 118(2):347–431.
- Shastry, V.(2023), *The Notorious ESG*, Emerald Publishing Limited.
- Simpson, C. et al.(2021), “The ESG mirage”, *Bloomberg Businessweek*, Dec. 13.
- Sobande, F.(2020), “Woke-washing: ‘Intersectional’ femvertising and branding ‘woke’ bravery”, *European Journal of Marketing*, 54(11): 2723–2345.
- Sullivan, R. et al.(2015), “Fiduciary duty in the 21st century”, UNGC, UNEP Finance Initiative, PRI and UNEP Inquiry, Geneva, Switzerland.
- Sullivan, R. et al.(2019), “Fiduciary duty in the 21st century (final report)”, PRI and UNEP Finance Initiative, Geneva, Switzerland.
- Tan, R. & L.Pan(2023), “ESG rating disagreement, external attention and stock return: Evidence from China”, *Economics Letters*, 231, No.111268.
- The Economist(2022), “Three letters that won’t save the planet”, *The Economist*, July 23.
- Thomason, B. & T.Sitzmann(2023), “Business leaders need to rise above anti-woke attacks”, *MIT Sloan Management Review*, 64(3):1–4.
- Tsang, A. et al.(2023), “Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: A literature review”, *British Accounting Review*, 55(1), No.101149.
- Vredenburg, J. et al.(2020), “Brands taking a stand: Authentic brand activism or woke washing?”, *Journal of Public Policy and Marketing*, 39(4):444–460.
- Warren, D.E.(2022), “‘Woke’ corporations and the stigmatization of corporate social initiatives”, *Business Ethics Quarterly*, 32(1):169–198.
- Winston, A.(2023a), “Why business leaders must resist the anti-ESG movement”, *Harvard Business Review*, April 5.
- Winston, A.(2023b), “ESG is under attack. How should your company respond?”, *Harvard Business Review*, Dec.22.
- Wright, P.M.(2023), “Woke corporations and worldview: The perils of CEOs making moral proclamations from shaky moral foundations”, *Academy of Management Perspectives*, 37(3):252–269.
- Zavattaro, S.M. & D.Bearfield(2022), “Weaponization of wokeness: The theater of management and implications for public administration”, *Public Administration Review*, 82(3):585–593.

Research Progress on ESG Controversies

XIAO Hongjun

(Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China)

Summary: This year marks the 20th anniversary of the formal introduction of the environmental, social, and governance (ESG) concept, and the ESG research and practice have been full of controversies in the past 20 years, which has become even more intense in recent years. These controversies pose serious challenges to the healthy and sustainable development of ESG, but provide opportunities for rational reflection on the current hot ESG. This paper systematically reviews the main views and research results in the field of opposing ESG, summarizes the research results in response to criticism of ESG, and looks forward to future research directions.

Firstly, ESG opponents deny the rationality of ESG from the perspective of value rationality, i.e., they deny the value significance and purposiveness of ESG. Based on the shareholder theory, ESG opponents uphold the corporate purpose view that prioritizes shareholder interests, and believe that ESG deviates from the corporate purpose of maximizing shareholder interests. In their view, ESG investment violates fiduciary obligations unless specifically permitted or required by law. At the same time, they attack ESG as “woke capitalism”, label it as “woke washing”, and believe that ESG should be abolished even if it is not illegal.

Secondly, ESG opponents criticize the effectiveness of ESG from the perspective of instrumental rationality, i.e., they deny the instrumental value and practical significance of ESG. ESG opponents believe that ESG fails to create added value for enterprises and investors, which will make ESG lose its legitimacy within enterprises and pose serious doubts to whether institutional investors, as trustees, have fulfilled their fiduciary obligations. In their view, ESG has serious inherent flaws that prevent it from effectively addressing environmental and social issues, and are not conducive to promoting social progress. They further believe that there are a large number of so-called “performing” rather than “real” ESG in reality, which pose serious risks to the interests of stakeholders and sustainable development goals.

Thirdly, ESG opponents question the desirability of ESG from the perspective of communicative rationality, i.e., they deny the communicative rationality value and practical feasibility of ESG. ESG opponents argue that ESG ratings are highly divergent, which will lead to information chaos and confusion to investors, enterprises and other stakeholders, and the “bond” and guiding function of ESG ratings are completely lost. In their view, the inadequate and poor ESG disclosure is common in reality, and ESG disclosure by enterprises is often symbolic rather than substantive, which is detrimental to the interests of stakeholders.

Fourthly, this paper reviews the research findings on responding to ESG opponents, which include the impact of ESG-boycotting actions, refutation of opposing ESG views, and response and reflection on ESG controversies. ESG-boycotting actions have multiple negative impacts. ESG supporters criticize the argument that denies the foundation of ESG and politicizes and ideologizes ESG, and believe that ESG is imperfect but its problems are not insurmountable. There are three ways for enterprises and investors to respond to ESG opponents: resolute resistance, pragmatism, and classified response. Based on reflection on views opposing ESG, scholars have proposed two directions for ESG development: improvement and channel switching.

Finally, this paper proposes directions for deepening research on ESG controversies, especially the key ESG issues that ESG opponents are concerned about. At present, research results on ESG controversies are relatively scattered, and related research is still at the preliminary stage. In the future, it is necessary to deepen research on ESG concepts and content boundaries, ESG basic theories, and the economic and social effects of ESG-boycotting actions, and response strategies for ESG opponents.

Keywords: ESG; Corporate Social Responsibility; Sustainable Development; ESG Investment

JEL Classification: O10, O11, O40

(责任编辑:木子)

(校对:何伟)