

浅谈 ESG 对信用评级的影响

工商评级四部 张葛 王晓晗

摘要

随着 ESG 评价体系在海外发达金融市场中的广泛应用，近年来，国内金融市场也逐步将 ESG 因素纳入考量。从全球市场来看，ESG 评价体系主要还是以股票市场为主，评价对象多是信息披露程度和质量均较高的上市公司。相比之下，债券市场将 ESG 纳入评估相对起步较晚，发展程度相对落后，特别是债券市场中信用风险又多以信用评级的方式呈现，所以 ESG 对债券市场中信用评级的影响是本文探讨的重点。

由于信用评级的对象较为广泛，本文主要以 ESG 对工商企业信用评级的影响举例讨论，并分别从 ESG 评级和信用评级的区别、国际信用评级机构对 ESG 因素纳入信用评级体系方法两方面展开论述。同时，近年来国内债券市场中违约事件频发，违约企业中很多涉及公司管理策略、财务披露质量等非传统财务问题愈发凸显，受此启发，ESG 因素是否具备在信用违约中的风险预警作用也在本文做了探讨和研究。

一、ESG 评级和信用评级区别

信用评级侧重于企业经营风险和财务风险，而 ESG 评级侧重于企业的经营方式和行为模式。虽然两者在评估企业风险的侧重方向有所不同，但是 ESG 评级可对信用评级形成良好补充，特别是 ESG 评级中的相关因素可以视为揭露企业信用风险的先行指标。

ESG 是环境（Environmental）、社会（Social）和治理（Governance）的英文简称，而 ESG 评级即是针对企业在环境、社会和公司治理三个方面进行评分考核，从长远角度判断企业是否具备可持续发展的价值。ESG 评级主要由市场中专注于提供 ESG 评级的第三方企业披露，比如 MSCI 等机构。企业信用评级简单来说就是对企业信用风险的评估，考察发债企业的偿债能力和偿债意愿，主要由传统信用评级机构披露。从概念上来看，ESG 评级和信用评级评估的侧重方向不同。我们选取了 MSCI 公开披露的 ESG 评级方法和传统信用评级方法作为对比，以观察两种评级体系在评级方法、技术模型和指标选取等方面存在的本质上的区别。

信用评级更加侧重于经营风险和财务风险，而 ESG 评级侧重于企业的经营方式和行为模式。传统信用评级主要从经营风险和财务风险两大视角进行信用风险的评估并通过调节调整项得出最终的主体信用级别。经营风险主要包括了国家风险、行业风险和竞争地位等方面。财务风险主要是基于不同的财务指标进行分析，比如盈利能力、资本结构和偿债能力等方面。虽然各家信用评级机构在指标选择方面略有不同，但是考察的重点还是基于企业财务和经营

两大方面。

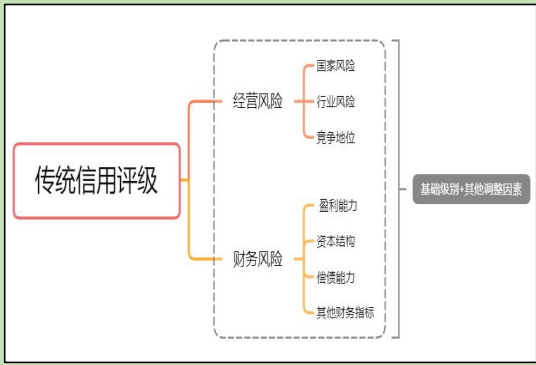
ESG 评级侧重于主体非财务状况，以环境、社会和公司治理三方面构建的评级体系。以 MSCI ESG 评级方法为例，MSCI ESG 评级方法主要通过公开信息抓取的方式主动对企业进行 ESG 相关方面的评级，评级结果和信用评级呈现方式类似，将评级结果划分为 CCC 到 AAA 共 7 个等级。评级维度包括 ESG 三大层面，10 项主题以及 35 个关键议题。MSCI ESG 评级模型根据不同行业选取特定的关键议题，然后决定每个关键议题的相应权重，最终通过加权评分得出最终级别。

图 1 MSCI ESG 评级框架



资料来源：MSCI，联合资信整理

图 2 传统信用评级框架



资料来源：联合资信整理

ESG 评级在企业公司治理方面考察更加全面，指标设置更加详细。由于公司治理因素属于考核债务人偿债能力的重要因素之一，所以传统信用评级体系下也涉及公司治理因素，但所设定的权重不大，一般不超过 10%，和传统信用评级中涉及公司治理方面的细分指标和权重有所不同，ESG 评级给定相关公司治理因素的权重更高，而且纳入的指标也更加详细。比如 MSCI ESG 评级方法在公司治理方面考察了 4 大议题，其中包含了上百个关键指标，且治理部分的权重至少要达到 1/3。

虽然 ESG 评级和信用评级对于企业评判的侧重方向不同，但 ESG 评级可以是信用评级很好的补充，特别是 ESG 评级中相关因素可以作为揭露企业信用风险的先行指标。许多国内外研究表明，企业 ESG 的表现会影响债务人的现金流以及债务违约率，同时 ESG 表现也和公司融资成本、资产质量及盈利能力等财务表现存在一定相关性。比如，高 ESG 评级的企业相比同行业其他竞争者更有竞争力。这种竞争力可以来自于公司对资源的有效利用，更好地运用人力资本或者更高的公司治理水平等，从而使企业在经营过程中更有效率。相反，如果企业在 ESG 行为方面表现较差，可能会进一步使公司内外部环境有所恶化，对公司经营业绩形成掣制，最终产生恶性循环的状态，以致出现信用风险。

二、国际信用评级机构对 ESG 因素纳入信用评级的思路及方法

近年来，国际信用评级机构逐步将 ESG 因素纳入自身信用评级的考核要素，对其原有

的评级方法等进行补充，不仅有利于提升评级模型等信用水平的敏感程度，也使得信用评级内容更为透明。

由于海外发达金融市场中 ESG 评级启动较早，国际信用评级机构已陆续将 ESG 因素纳入原有传统信用评级框架内。据此我们通过梳理国际信用评级机构对 ESG 因素纳入信用评级的思路，以观察可以在国内债券市场信用评级活动中应用的具体因素。2019 年以来，国际三大信用评级机构，标普、穆迪和惠誉评级均陆续开始将 ESG 因素纳入信用评级框架中。我们以惠誉评级为例，来观察国际评级机构如何将 ESG 因素纳入信用评级体系。

2019 年 1 月，惠誉评级首先推出了 ESG 相关性模型（ESG Relevance Scores）。ESG 相关性模型通过分辨不同 ESG 因素与信用评级的相关性来确定哪些 ESG 因素可以影响企业的信用水平，并最终根据信用相关性评定不同等级。惠誉评级根据市场中在环境、社会和治理方面普遍存在影响信用水平的因素归纳整理了 14 个相关问题，并根据不同行业调整特定的 ESG 风险。该 ESG 风险相关度评分主要分为 5 个等级，其中 3 至 5 等级属于和企业信用评级相关，评分越高相关性越大，最终可能影响企业的信用评级变化。

表 1 惠誉评级 ESG 风险相关度评分标准

等级	信用相关性	描述
1	无影响	与实体、交易或项目信用评级及所处行业无关
2	无影响	与实体、交易或项目信用评级无关，与所处行业有关
3	低影响	与信用评级相关度低或者对评级的影响很小
4	一般影响	与实体、交易或项目信用评级相关，非关键驱动因素，与其他因素一起对评级有影响
5	高度影响	与实体、交易或项目信用评级高度相关，关键驱动因素

资料来源：惠誉评级，联合资信整理

表 2 惠誉评级 ESG 纳入相关因素

环境（E）	社会（S）	公司治理（G）
温室气体排放和空气质量	人权、社会关系、可达性和支付能力	管理策略
能源管理	客户福利-公平的信息传递、隐私和数据信息安全	治理结构
水和污水方面管理	劳动关系和行为准则	组织结构
垃圾和危险废弃物管理	员工福利	财务透明度
其他环境因素	其他社会因素	

资料来源：惠誉评级，联合资信整理

以某国际电力企业 A 为例，该电力企业涉及环境（E）方面一般问题有五个，分别为温室气体排放和空气质量、能源管理、水和污水方面管理、垃圾和危险废弃物管理以及其他环境因素。在该公司所处的特定行业下，公司涉及环境方面因素相关度评分主要集中于分数 3（如表 3 所示），即环境方面的问题与该公司信用评级相关度低，对企业信用评级的影响很小。比如对水和污水管理方面评分，主要考虑了公司在水力发电中水资源利用和废水管理，该因素是公司 ESG 潜在评级因素，可能对公司资产基础运营、盈利能力和现金流等相关信用因素产生一定影响。

表 3 某国际电力企业 A 环境问题风险评估

一般问题	分数	行业因素	相关信用因素
温室气体排放和空气质量	2	生产过程中气体排放	资产基础和运营；盈利能力和现金流
能源管理	3	能源生产过程中燃料使用	资产基础和运营；市场趋势和风险；盈利能力和现金流
水和污水方面管理	3	水力发电中水资源利用；废水管理	资产基础和运营；市场趋势和风险；盈利能力和现金流
垃圾和危险废弃物管理	3	生产过程中废物处理	资产基础和运营；盈利能力和现金流
其他环境因素	3	极端天气对发电设备和电网影响	资产基础和运营；盈利能力和现金流

资料来源：惠誉评级，联合资信整理

社会（S）方面一般问题有五个，分别为人权、社会关系、可达性和支付能力；客户福利-公平的信息传递、隐私和数据信息安全；劳动关系和行为准则；员工福利以及其他社会因素。同样，企业 A 涉及社会因素相关度评分也主要集中于分数 3，社会因素对企业信用评级的影响很小。

公司治理（G）方面一般问题有四个，分别为管理策略、治理结构、组织结构和财务透明度。其中，企业 A 治理结构评分为 5 分，表明董事会独立性和有效性及所有权集中度方面属于该企业在 ESG 相关性模型中的关键驱动因素，同时也对管理水平和公司治理信用因素产生重大影响。公司在管理策略和组织结构方面评分为 4 分，说明公司在战略发展和组织结构透明度方面和其他因素会同时对信用评级产生影响。

表 4 某国际电力企业 A 社会问题风险评估

一般问题	分数	行业因素	相关信用因素
人权、社会关系、可达性和支付能力	3	产品支付能力和可达性	盈利能力和现金流；规章制度
客户福利-公平的信息传递、隐私和数据信息安全	3	产品和服务的质量安全；数据信息安全	盈利能力和现金流
劳动关系和行为准则	3	劳动谈判影响和员工满意度	盈利能力和现金流；财务结构；财务弹性
员工福利	2	员工人身安全和意外事件预防	盈利能力和现金流；财务结构；财务弹性
其他社会因素	3	受社会抵抗力影响导致公司产品延迟和成本提高	资产基础和运营；盈利能力和现金流

资料来源：惠誉评级，联合资信整理

表 5 某国际电力企业 A 公司治理问题风险评估

一般问题	分数	行业因素	相关信用因素
管理策略	4	战略发展和应用	管理水平和公司治理
治理结构	5	董事会独立性和有效性；所有权集中度	管理水平和公司治理
组织结构	4	组织结构复杂度，透明度和关联交易	管理水平和公司治理
财务透明度	3	财务披露质量和及时性	管理水平和公司治理

资料来源：惠誉评级，联合资信整理

惠誉评级结合环境、社会和公司治理三大方面对某国际电力企业 A 进行风险评估，综合汇总了 ESG 对企业 A 信用评级驱动因素并通过各个驱动因素数量得出 ESG 信用综合评分。该 ESG 信用综合评分表明 ESG 风险对企业 A 信用水平有很大影响，其中公司治理问题和信用评级关联度最大，未来需重点关注。

表 6 某国际电力企业 A ESG 信用综合评分

ESG驱动因素简要	驱动因素类型	数量	ESG信用综合评分
公司有1个ESG关键驱动因素，2个ESG驱动因素和9个潜在驱动因素 1.公司在董事会独立性方面存在风险，并且对评级产生重大影响 2.公司在战略发展方面存在风险，与其他因素一起对评级有影响 3.公司在组织结构透明度方面存在风险，与其他因素一起对评级有影响 4.公司在能源生产方面存在风险，但对评级影响很低 5.公司在水资源管理方面存在风险，但对评级影响很低 6.公司在制造中产生的废物管理方面存在风险，但对评级影响很低 注：仅列举6个主要因素	关键驱动因素	1	13/15
	驱动因素	2	
	潜在驱动因素	9	
	非驱动因素	2	

资料来源：惠誉评级，联合资信整理

惠誉评级将 ESG 纳入信用评级的整体思路还是基于原有的信用评级体系下，综合考虑 ESG 相关问题和信用水平相关度的情况。首先，该思路优先考虑了所有行业的 ESG 相关问题，然后具体到特定行业的 ESG 相关问题。在实际评级作业中，惠誉评级通过 ESG 评级分析师和信用评级分析师合作的方式，由 ESG 分析师识别特定行业的 ESG 相关问题，而信用评级分析师根据特定行业的 ESG 问题分离出与企业信用水平相关的 ESG 因素，然后确认每个 ESG 风险因素是否影响企业信用评级决策及影响程度。最终 ESG 相关性等级仅强调了 ESG 风险因素和企业信用评级的相关性，并没有对企业在 ESG 实践方面做出任何实质性判断，所以企业 ESG 风险对其信用水平可能未产生显著性影响。

通过梳理惠誉评级将 ESG 纳入信用评级的方法，ESG 因素对传统信用评级是个很好的补充，特别是信评机构在公司评级行动中，除了级别和展望方面的调整外，可以通过 ESG 等量化指标变化来判断 ESG 因素在企业信用方面的潜在风险，可提高评级模型对具体企业信用水平变化的敏感程度，进而为具体企业的风险程度的精准量化提供支持。

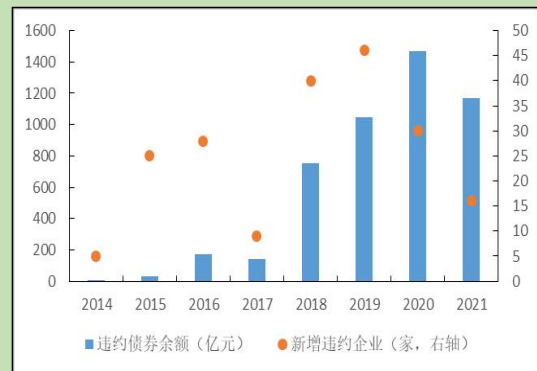
三、ESG 因素在信用违约中的风险预警

国内债券市场信用违约中公司治理问题属于高发性因素，将 ESG 中公司治理因素的纳入可以增强信用违约中风险预警作用。

近年来，国内债券市场中违约事件频发，自 2014 年国内首单违约超日债发生以来，截至 2021 年 12 月 15 日，信用债市场累计违约债券余额合计 4781 亿元，首次违约主体 199 家。虽然多数违约主体最终违约原因由财务指标恶化导致，比如盈利能力弱、债务规模大、短期债务集中等问题，但是很多企业违约前同样涉及诸多 ESG 方面的伴生性因素。我们通过公开资料统计，违约主体中约半数企业涉及公司治理问题，其中治理结构中的内控问题、管理策略激进以及财务披露质量差属于公司治理问题中高发因素。这点也和惠誉评级总结国

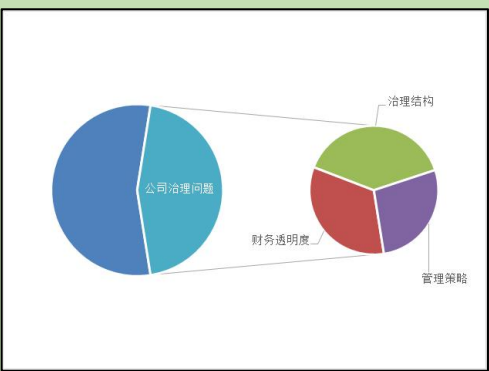
际金融市场发债企业中公司治理对企业信用水平影响最大相呼应,说明国内信用债市场中公司治理问题应重点关注。而环境和社会问题从目前国内信用债违约主体情况来看,影响较为有限。

图 3 历年违约债券余额和新增违约企业



资料来源: Wind, 联合资信整理

图 4 公司治理问题中高发因素



资料来源: 联合资信整理

表 7 违约企业中公司治理问题典型案例

公司治理问题	典型企业	具体情况
财务透明度	甲	企业甲于2021年7月27日收到中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》，经查明，企业甲存在虚假披露货币资金等问题。
	乙	企业乙披露的2015年至2018年财务报告存在虚假记载等问题。
	丙	2019年8月16日，企业丙收到证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》，经查明，企业丙涉嫌2016年财报、2017年财报和2018年半年报虚假记载等问题。
治理结构	丁	根据企业丁于2018年4月28日披露的2017年度内部控制评价报告，企业丁存在部分财务报告和非财务报告内部控制重大缺陷。
	戊	实控人涉嫌行贿。2018年6月29日，企业戊下属子公司收到通知涉及企业戊实际控制人因涉嫌单位行贿罪协助调查，不能完全履职。
管理策略	己	2014年以来，企业己已由原煤炭生产企业转向“能源、物流、投资”三大主业多元化发展，在电力和石化板块投资巨大，此外还涉及到在英国欣克利角核电项目等海外项目的投资，但由于激进扩张不当及火电行业不景气的大背景下，2018年，公司一度背上了700亿元的沉重债务。
	庚	2014年至2017年，企业庚先后收购澳大利亚上市能源公司西部能源、并赢得达尔文港99年的经营权，此后又进行了新西兰rk油气的并购。加上此前海外投资，4年中累计对外投资已超过80亿元。企业庚一系列的海外港口投资规模巨大，随着近年来油气价格下降，企业庚业绩大幅下滑，再加上多年来海外扩张使其陷入资金困局。
	辛	2015年以来，企业辛通过频繁并购，高速外延式扩张，导致有息债务大幅攀升，在外部融资收紧阶段导致资金链断裂，出现流动性危机。

资料来源: 联合资信整理

我们结合前文中惠誉评级将 ESG 因素纳入信用评级的思路，以及国内信用债市场违约案例普遍存在的 ESG 问题，归纳总结了国内发债企业信用评级中应考虑 ESG 因素。

(1) 环境方面，虽然违约企业中较少存在环境方面的问题，但我们未来应重点关注企业温室气体排放和能源管理能力等问题，特别是碳排放较高的能源行业和重工业行业等发债企业。目前“碳达峰、碳中和”目标已成为中国宏观政策的方向引导，而企业作为国家经济中重要一环，未来企业在碳中和方面的行动也会直接影响企业经营能力。通过观察温室气体排放和能源管理等指标变化可以直观了解到企业在碳排放和碳中和方面的执行情况。例如，

企业是否提出碳减排目标，如何执行以及执行效果都将决定一个企业的竞争力。若企业在碳减排方面执行力度差造成碳排放过高，企业或将通过碳市场购买碳指标减排，由此造成利润由高碳排放企业转移至低碳排放企业，高碳排放企业财务指标也会受到影响，最终影响企业信用水平的变化。

（2）社会方面，我们应重点关注企业员工福利问题，比如员工薪酬发放和人身安全。以某地方国企 B 违约为例。2020 年 11 月，企业 B 发行的超短期融资券不能按期足额偿付本息，已构成实质性违约。虽然企业 B 违约背后的直接原因包括负债水平高、非煤业务盈利弱、短期偿债压力凸出等财务问题，但是在企业 B 违约前已有员工在政府网络平台公开反应企业 B 母公司拖欠员工工资等行为。

（3）公司治理方面，历年违约企业存在的公司治理问题较多，虽然传统信用评级模型中考察了公司治理水平情况，但是在评估维度和及时性方面不足，而将 ESG 中公司治理因素纳入信用评级可以增强信用违约中风险预警作用。以管理策略为例，我们可以通过深挖企业年报中“经营情况讨论与分析”或者募集说明书中“发行人发展战略”判断企业未来战略发展意图。同时，结合企业当前所处经济和行业景气度来判断企业发展意图是否过于激进。如果在宏观经济下行压力较大的背景下，企业仍大肆举债扩张，企业信用水平无疑会受到很大影响。所以，在企业财务指标出现变化前，通过管理策略的视角变化对企业信用水平影响的评估提供了非常好的前瞻性判断。我们通过上文归纳总结历年违约企业普遍存在的公司治理的问题，在未来评估国内发债企业信用风险时可以将管理策略、董事会独立性和财务披露质量等相关公司治理问题纳入传统信用评级框架中。

四、总结和思考

综上所述，ESG 评级和信用评级虽侧重方向不同，但部分 ESG 因素已逐步纳入信用评级考量。我们通过梳理惠誉评级将 ESG 因素纳入信用评级的方法和国内信用债市场违约案例涉及 ESG 问题的特征，归纳总结了国内信用债市场在环境、社会和公司治理方面应考虑纳入信用评级的相关因素。由于本篇文章以国内信用债市场中违约案例作为样本，随着未来其他违约案例或信用风险事件发生，ESG 因素是否具备在信用违约中的风险预警作用还需要在未来信用评级作业过程中进一步检验。