

ESG 评估研究

研发部 郭佩/编译

目前联合国责任投资原则机构（Principles for Responsible Investment, PRI）鼓励各评级机构将环境、社会和治理因素（Environmental, Social, and Governance Factors, ESG 因素）纳入对发行人的评价之中，以强调保护环境、促进绿色发展，并帮助投资人做出正确的投资决策，获得更优秀的投资收益。本文将从 PRI 及其六大原则、PRI 关于信用评级中的 ESG 声明、各评级机构的 ESG 研究进程及标普和穆迪的研究成果等方面来了解 ESG。

一、关于 PRI 及其六大原则

PRI 是由联合国环境规划署金融倡议（UNEP Finance Initiative）和联合国全球契约（UN Global Compact）提供支持，并由签约伙伴共同主导的一项投资者倡议，旨在理解环境、社会和治理议题对投资的影响，并支持各签约机构将这些议题融入投资和所有权决策过程中，以期建立一个经济高效、可持续的全球金融体系。PRI 的行为符合其签约国、金融市场和经济体的利益，最终是为了整个社会和环境的长期利益。

PRI 有六大原则，均由投资者制定并得到联合国的支持，签署 PRI 原则意味着签署机构作为投资者公开承诺，在符合受托责任的前提下，采用并实施 PRI 原则，以后将致力于评估 PRI 原则的有效性，并不断改进其中的内容。截至目前，全球已有来自 50 多个国家超过 1400 家机构签署了 PRI 原则，这些机构代表的资产总额达 59 万亿美元。PRI 六大原则分别为：

1. 将 ESG 议题纳入投资分析和决策过程；
2. 成为积极的所有者，将 ESG 议题整合至所有权政策与实践；
3. 要求投资机构适当披露 ESG 资讯；
4. 促进投资行业接受并实施 PRI 原则；
5. 建立合作机制，提升 PRI 原则实施的效能；
6. 汇报 PRI 原则实施的活动与进程。

PRI 原则是自愿性和鼓励性的，其中提出了一系列将 ESG 议题纳入考虑的可行方案，其中原则 1 中有一条关于信用评级机构的建议可行方案：要求投资服务供应商（如金融分析师、顾问、经纪人、研究机构或评级机构）将 ESG 因素纳入研究和分析中。

二、PRI 关于信用评级中的 ESG 声明

2016 年 5 月 26 日，PRI 发布了关于信用评级中的 ESG 声明，鼓励各评级机构用更加系统的方式来考虑 ESG 因素，超过 100 家投资机构和包括标普、穆迪在内的 9 家评级机构¹签署了该声明。

声明提到，ESG 因素是评估借款人信用的重要因素。在公司层面，诸如与气候变化相关的滞留资产，劳资关系挑战或缺乏会计实务透明度等问题都有可能造成不可预期的损失、支出和效率低下，并会受到来自诉讼、监管和声誉方面的压力。在主权层面，凡是涉及到自然资源管理、公共卫生标准和腐败的风险，都会影响税收收入、贸易平衡和外来投资。这同样适用于地方政府债券和特殊目的机构发行的项目债券。一旦发生上述事件，债券价格可能会受到波动，违约风险上升。

因此，签署声明的各评级机构同意在信用评级中加强对 ESG 因素的系统性和透明度考虑，并承诺：

- 评估 ESG 因素对于不同的发行人信用的相关程度；
- 以公开透明的方式公布在信用评级中纳入 ESG 因素的方法；
- 随着对 ESG 因素理解的加深而重新考查在信用评级中纳入 ESG 因素的方法；
- 保持组织治理和资源水平以提供优质评级，包括相关的 ESG 分析；
- 努力使发行人公开披露可能影响其信誉的 ESG 因素；
- 与投资者对话，识别并理解信用的 ESG 风险。

虽然对发行人的 ESG 分析可以被认为是信用评级的重要组成部分，但信用评级和 ESG 分析不应被混淆或被视为可以互换。

三、各评级机构的 ESG 研究进程

签署 PRI 声明的 9 家信用评级机构在规模、发展历史和所提供的服务方面都存在着差异，PRI 对其进行了分类，并总结了截至目前，不同类型的信用评级机构在对 ESG 的研究方面所做的努力。

¹ 其中 Beyond Ratings 目前不是评级机构，但正在申请中。

图表1. 国外各评级机构的 ESG 研究进程

信用评级机构类型	ESG 研究进程	主要发现
<p>全球性的信用评级机构 这一类别包含两个最大和最成熟的信用评级机构：穆迪和标准普尔。</p>	<p>领导者 在补充评级分析方面取得明显进展，并公开发表关于 ESG 的研究内容。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 动机：在签署声明中，这些评级机构重申了自己在提高 ESG 透明度及整合 ESG 因素方面所做的努力。客户需求正在增加，但仍然偏本地化。 ● 重点：发表关于如何将 ESG 纳入其标准的论文；探索创造额外的 ESG 打分标准；最近的研究重点主要是气候变化和对“绿色”的评估。 ● 内部能力：扩展中。聘用具有 ESG 背景的员工，并为现有的信用分析师和评估委员会培训 ESG 方面的专业技能；提供新的 ESG 评估工具；扩大来自第三方供应商的专业知识（例如标准普尔道琼斯指数收购 Trucost plc）。 ● 透明度：两家信用评级机构都认为有改进的余地。 ● 挑战：投资者为非信用评级的以 ESG 为导向的产品和服务支付的意愿性；越来越多的对发行人进行信用评级时要额外涵盖 ESG 方面的要求。
<p>小型/地区性信用评级机构 这一类别包含较小和更专业的机构： Liberum Ratings, RAM Ratings 和 Scope Ratings AG。</p>	<p>迎头赶上 在发布评估方法方面比不上全球性的信用评级机构发达，但做出郑重的承诺，决定将 ESG 纳入考量。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 动机：相信 ESG 的价值，并有兴趣满足这一领域日益增长的投资者需求。 ● 重点：大多数仍处于发展阶段。 ● 内部能力：初期。其中一家信用评级机构已经指派了一些最高级的工作人员来建立一个工作组，以便根据声明制定必要的框架、流程等以实现声明中的承诺。 ● 透明度：内部方法论通常还在发展，除了高级别的方法论文件外，透明度也是有限的。 ● 挑战：由于小型的和地区性的信用评级机构主要依赖于对发行者的收费，因此面临更多的商业压力，这可能会损害 ESG 的整合。

资料来源：PRI

四、标普关于 ESG 评估方法的提案

在签署了 PRI 关于信用评级中的 ESG 声明后，标普于 2016 年 9 月发布了关于公司发行人 ESG 评估方法的提案。标普表示，对 ESG 的评估将会与信用评级相分离，并且将会从公司对其所拥有的自然和社会环境的影响，监管这些影响的治理机制及环境和社会风险暴露所带来的潜在损失这三个方面进行评估，以提高透明度。

总分设定为 5 分，根据发行人中期和长期内 ESG 风险暴露的程度来进行打分，并对中期和长期给予不同的权重。其中，中期为未来的两到五年，长期为未来五年以上，由于中期风险更具辨别能力，并且中期风险的影响在信用风险方面更具可评估性，所以中期的权重大于长期的权重。

标普对 ESG 的评估包含 4 个子因素：

子因素 A：环境风险概况（E）

子因素 B：社会风险概况（S）

子因素 C：管理和治理（M&G）

子因素 D：环境和社会风险管理

在此框架中，标普还加入了关于子因素 A 和 B 的历史修正因素，通过比较给定的时间段内，与环境风险和社会风险相关联的不良事件数量的多少，来区分公司环境风险和社会风险暴露的高低。

标普建议根据 4 个子因素的重要性，分配不同的权重。对于所有的发行人来说，这些子因素的权重是相同的，以便评估的结果在不同行业 and 同类群体之间进行比较。

（一）环境风险概况

标普提议使用两个独立的指标来分析公司的环境风险暴露情况：

1. 温室气体（Greenhouse gas, GHG）风险暴露评估

标普表示，这个指标仍在开发中，目的是根据发行人温室气体排放量的强度对发行人进行分类。发行人可分为五类：

图表2. 温室气体风险暴露评估

温室气体风险暴露评估
1. 温室气体强度弱
2. 温室气体强度一般
3. 温室气体强度较强
4. 温室气体强度强
5. 温室气体强度很强

标普认为温室气体排放强度较高的发行人环境风险较大，具有较高温室气体排放量的公司在未来几年更有可能面临越来越大的挑战。

2. 环境风险暴露评估

标普认为，下表的这一系列子类别可以测量公司的环境风险暴露程度：

图表3. 环境风险暴露类型

环境风险暴露类型
1. 气候变化影响
2. 水资源使用/稀缺/效率/净化
3. 废物污染及毒性

4. 能源/土地使用/生物多样性

对于每个类型，标普建议有三个级别的评判，依次为：（1）低；（2）中等；（3）显著，同时分别从中期和长期两个时间范围测量这些风险暴露水平。中期权重大于长期。

图表4. 环境风险暴露评估

环境风险暴露评估
a.中期环境风险暴露（未来两到五年；权重为 X%）
a1 - 低
a2 - 中等
a3 - 显著
b.长期环境风险暴露（未来五年以上；权重为 Y%）
a4 - 低
a5 - 中等
a6 - 显著

3. 得出风险环境概况的最终分数

在得到两个独立指标的分数后，以加权平均的方式得出环境风险概况的最终得分。温室气体风险和环境风险的权重暂定为 50% 和 50%。

（二）社会风险概况

标普对社会风险的分析主要有以下几点：（1）公司的人力资源管理（2）对社区、社会的影响、责任和关系（3）与客户、监管机构、政策制定者和同行业的互动（4）社会许可证的维持情况。此外，在分析师按照分析发行人的社会风险特征时，也将参考公司、第三方和其他相关信息。

类似于对环境风险暴露的评估，标普将从中期和长期两个时间维度来分析社会风险，中期的权重大于长期。

图表5. 子因素 B：社会风险评估

子因素 B：社会风险评估
a.中期环境风险暴露（未来两到五年；权重为 M%）
b1 - 低
b2 - 中等
b3 - 显著
b.长期环境风险暴露（未来五年以上；权重为 N%）
b4 - 低
b5 - 中等
b6 - 显著

（三）环境和社会历史修正因素

标普建议根据发行人过去十年的历史因素，以了解环境风险和社会风险（如石油平台爆炸、大型有毒物污染、物质劳动或人权侵权或诉讼）所引起的损失是否是低频次、高严重度的模式。

历史修正因素有三个子类别，分别为：（1）正面；（2）中性；（3）负面。正面的历史修正因素将会提高发行人的环境和社会风险得分，负面的修正因素将会使得分更低。应用于环境和社会风险概况的历史修正因素如下：

图表6. 环境和社会历史修正因素（过去十年）

环境和社会历史修正因素（过去十年）	
得分	建议倍增因素
正面	1.0 减去 X1, X1 范围为 0.1-0.2
中性	不作调整
负面	1.0 加上 X2, X2 范围为 0.1-0.2

相对于同行业内的公司，在缓解环境和社会风险方面具有显著的成功经验的发行人将给予正面的得分。相反的，在缓解环境和社会风险方面远远差于同行业的，将给予负面的得分。标普预计，大多数发行人的得分都为中性。

（四）管理和治理评估

对于管理和治理因素，标普计划采用 2012 年 11 月发布的信用评级准则《企业实体与保险公司的管理与治理信用因素》中的评估公司管理和治理的方法。

评分要素如下：

战略性定位

- 战略规划过程
- 战略与组织能力、市场条件的一致性
- 跟踪、调整和控制战略执行的能力

风险管理

- 风险管理标准和公差的全全面性
- 运行性能标准

组织有效性

- 管理层的运营有效性
- 管理层的专业知识和经验
- 管理的深度和广度

治理

- 董事会有效性
- 创业或控制所有权
- 管理文化
- 监管，税务或法律违规
- 通信信息
- 内部控制
- 财务报表及透明性

对管理和治理的评估有四个得分结果，分别为强、满意、一般和弱。对于管理的子类别，标普允许采用积极、中性或负面进行评价。然而对于治理，只允许中性或负面的评价。

图表7. 子因素 C：管理和治理

子因素 C：管理和治理
1 - 强
2 - 满意
3 - 一般
4 - 弱

（五）环境和社会风险管理

作为前瞻性评估，环境和社会风险管理因素主要评估发行人主动管理其环境和社会风险的程度以及为减少环境和社会风险损失所做的努力。评分如下：

图表8. 子因素 D：环境和社会风险管理

子因素 D：环境和社会风险管理
1 - 强
2 - 充足
3 - 不充足
4 - 弱

据了解，只有一小部分发行人制定了或正在制定一个全面的风险管理框架以降低环境和社会风险。因此，标普预计大多数发行人（至少初期）会得到不充足或弱的评分。同时，当管理和治理评估为弱时，其环境和社会风险管理得分也为弱。因为疲弱的管理团队不太可能有效地关注并充分利用所需资源去解决长期风险，如环境和社会风险。

（六）确定最终 ESG 评估结果

标普计划通过以下方式得出最终 ESG 评估结果：

图表9. 确定最终 ESG 评估结果

类别	分数 (1-5)	权重 (0-100%)	分数 (1-5)
环境风险概况	子因素 A	W1	子因素 A×W1 (调整后)
社会风险概况	子因素 B	W2	子因素 B×W2 (调整后)
管理和治理评估	子因素 C	W3	子因素 C×W3
环境和社会风险管理	子因素 D	W4	子因素 D×W4
最终得分			总和

最终的得分对应不同的星级，星级又代表着 ESG 风险的暴露程度。

图表10. 最终得分和星级的对应情况

分数范围	ESG 评估	定义
1.00-1.49	★★★★★	ESG 风险暴露程度低
1.50-2.49	★★★★	ESG 风险暴露程度一般
2.50-3.49	★★★	ESG 风险暴露程度较高
3.50-4.49	★★	ESG 风险暴露程度高
4.50-5.00	★	ESG 风险暴露程度很高

五、穆迪关于 ESG 的评估方法和实际应用

(一) 穆迪关于 ESG 的评估方法

穆迪于 2015 年 8 月发布报告，阐述了穆迪如何将 ESG 风险直接或间接的纳入其信用风险研究和评级中。此外，穆迪也在一些研究报告²中解释了他们对 ESG 因素的看法，以及如何在评级过程中考虑 ESG 风险。

图表11. 穆迪关于 ESG 的考量

类型	ESG 关注点	例子
环境	直接的环境危害造成的不利影响	污染、干旱、严重的自然灾害和人文灾害
	旨在减轻或预防直接环境危害或潜在危害的监管和其他政策举措	德国“能源转型”
社会	社会问题	健康与安全、医疗保健、员工关系、不断变化的消费者食品行为以及技术对社会趋势的影响
公司治理	公司	董事会监管、风险管理高管薪酬、董事会构成、董事会行动和管理质量
	主权和次主权（州和地方政府）	腐败是否产生或对制度产生的相关影响、财务决策和管理的质量

²这些报告包括：全球反贿赂和腐败执法工作、加州和印度干旱对公共财政实体的影响、欧洲电力市场即将到来的规定和碳减排政策的影响日益增加等。

图表12. 个别行业和相应的指标

部门/行业	关键信用标准	例子	ESG 问题
银行	公司行为	关键人物风险、知情人及关联方风险、战略与管理、股利政策、薪酬政策和会计政策等。	治理
不受监管的公用事业和电力公司	市场框架和定位	环境政策、节能立法、政府政策变化带来的影响	环境
	资本要求和运营业绩	环境相关的支出	环境
主权国家	公共机构力量	政府有效性、法治、腐败控制等	治理

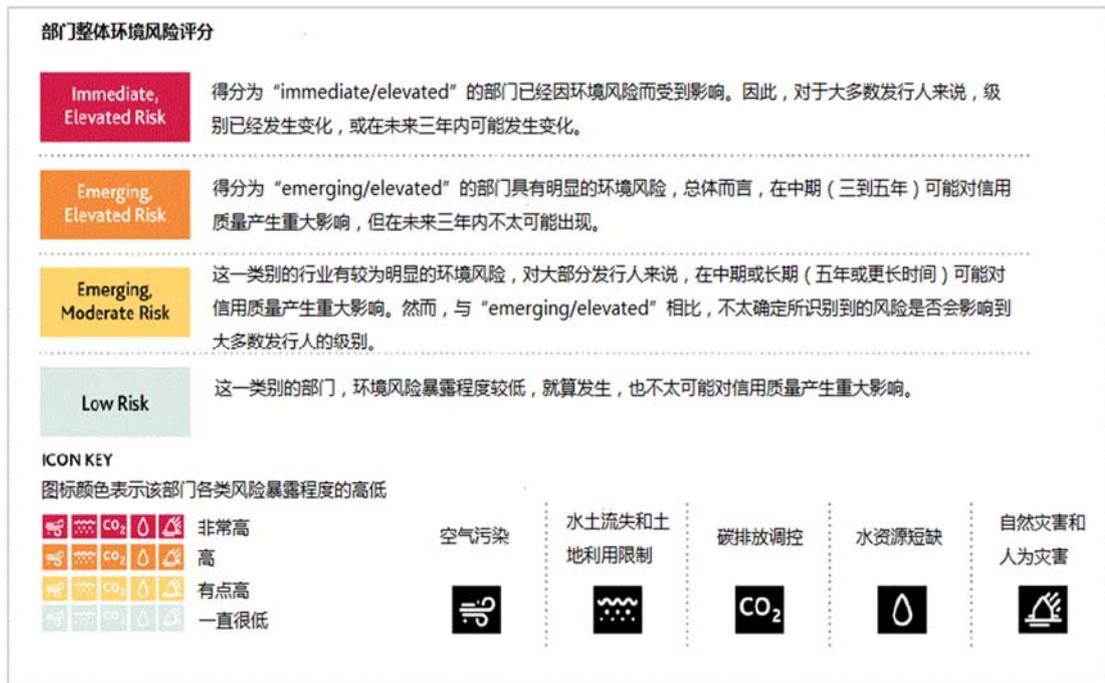
总的来说，穆迪不认为 ESG 因素是决定信用等级的主要因素，而是评估被评实体整体信用风险的其中几个因素之一。与 ESG 因素相比，其它信用评级要素在确定信用质量时相关性更大。此外，穆迪认为 ESG 风险的直接影响只有在较长的时间范围内才能察觉到。因此，被评实体可以提前，也就是说有更大的灵活性来对这些风险进行调整，这也就是为什么穆迪认为，在其他更直接的信贷问题上，例如在资本要求的预期评估中，ESG 风险就更容易被发现。

（二）穆迪关于 ESG 的实际应用——穆迪热图（Heat map）

穆迪创建了跨行业热图，以此来确定哪些行业更容易遭受环境危害。环境风险大致分为两类：环境危害的影响（环境危害包括污染，干旱，严重自然灾害和人为灾害等）以及旨在预防或减少这些危害的监管后果。

与此同时，热图也展示了对潜在风险的评估。每个行业的风险暴露分为五方面：空气污染、水土流失和土地利用限制、碳排放调控、水资源短缺以及自然灾害和人为灾害。其中碳排放调控和空气污染被认为是未来环境的最大威胁。

图表13. 全行业整体环境风险评分的热图映射



六、结论

PRI 揭示了环境、社会和治理（ESG）议题与金融之间的联系，并为全球投资界提供了一个框架，以推动更加稳定可持续金融体系的建设，这对我国的绿色金融战略和经济社会可持续发展具有重要意义。评估方法方面，标普和穆迪都将重点放在了环境危害、社会问题和公司治理这三个类别上，标普额外对环境和社会风险管理进行了评估，皆表明了自身在推进负责任投资原则上所做的努力，有利于国内的评级机构进行借鉴及学习。

参考文献:

- [1]. PRI_Brochure_2016
- [2]. PRI_Statement-on-ESG-in-Credit-Ratings_2016
- [3]. PRI_Shifting-Perceptions_The-state-of-play-Final
- [4]. Proposal For Environmental, Social, And Governance (ESG) Assessments
- [5]. ESG in Investment Grade Corporate Bonds