



Tương Quan Giữa Xếp Hạng Tín Dụng và Xếp Hạng ESG, Phương Pháp và Thách Thức Phân Tích ESG Của Họ

ESG & Sustainability Transformation

Hung NINH

12/2023

ESG Transformation



Tương Quan Giữa Xếp Hạng Tín Dụng và Xếp Hạng ESG, Phương Pháp và Thách Thức Phân Tích ESG Của Họ

Kỹ thuật tích hợp ESG có thể mở rộng trên nhiều loại tài sản. Bài viết này tập trung vào loại tài sản có thu nhập cố định như trái phiếu và các khoản nợ.

Tác động trực tiếp đến cơ sở hạ tầng vật chất của biến đổi khí hậu, các vụ bê bối trong công ty và tầm quan trọng của nguồn nhân lực là những rủi ro ESG ảnh hưởng đến trái phiếu. Những điều này bị ảnh hưởng bởi sự giám sát, tính minh bạch và trách nhiệm giải trình.

Các mức độ khác nhau mà các yếu tố ESG có thể ảnh hưởng đến hiệu suất giá trái phiếu và rủi ro tín dụng

Nói rộng hơn, các yếu tố ESG có thể ảnh hưởng đến hiệu suất giá của trái phiếu và rủi ro tín dụng của nó ở các mức độ khác nhau.

- **Cấp độ công ty và tổ chức phát hành:** Đây là những rủi ro ảnh hưởng đến một đợt phát hành trái phiếu cụ thể chứ không ảnh hưởng đến toàn bộ thị trường. Chúng liên quan đến các yếu tố như quản trị của tổ chức phát hành, việc tuân thủ quy định, sức mạnh của bảng cân đối kế toán và các hạng mục cụ thể của công ty, chẳng hạn như danh tiếng thương hiệu. Ví dụ, lợi suất từ khoản nợ doanh nghiệp của nhà sản xuất ô tô Volkswagen đã tăng và duy trì ở mức cao trong một thời gian dài sau vụ bê bối gian lận khí thải.
- **Cấp độ ngành và khu vực địa lý:** Những rủi ro này xuất phát từ các vấn đề có phạm vi rộng hơn ảnh hưởng đến toàn bộ ngành hoặc khu vực. Chúng có thể liên quan đến các yếu tố như quy định và pháp lý, những thay đổi công nghệ liên quan đến hoạt động kinh doanh mà công ty tham gia và thị trường mà công ty cung cấp hoặc bán cho (Ví dụ: ý tưởng rằng các công ty tiện ích tương đối dễ gặp rủi ro biến đổi khí hậu hơn so với các công ty về truyền thông).

Một số nhà đầu tư cho rằng một số yếu tố ESG có thể ảnh hưởng đến hiệu suất giá trái phiếu nhưng không thực sự ảnh hưởng đến uy tín tín dụng của tổ chức phát hành. Điều này là do yếu tố ESG có thể không được coi là có ảnh hưởng đến rủi ro phá sản, ngay cả khi nó có thể có tác động đến hiệu suất giá. Điều này sẽ làm nổi bật sự khác biệt giữa phân tích xếp hạng và định giá tài sản.

Quản lý rủi ro ESG tốt không chỉ ảnh hưởng đến giá tài sản mà còn có thể bảo vệ cơ bản cuộc sống của con người. Ví dụ, không có ai bị thương trong vụ lở đất năm 2013 tại mỏ Rio Tinto ở Utah. Hệ thống quét laser của Rio Tinto đã gửi tín hiệu cảnh báo sớm, cho phép sơ tán địa điểm nhanh chóng. Tuy nhiên, vụ vỡ con đập Vale năm 2019 ở Brazil đã cướp đi sinh mạng của nhiều người.

Tín Dụng và ESG Tiếp Tục Phát Triển Kể Từ Khi Phát Hành PRI:

Thực tiễn trong lĩnh vực tín dụng và ESG đã phát triển trong những năm qua. Tính đến năm 2020, các tổ chức xếp hạng tín dụng (CRA) đã ở một vị thế khác so với thời điểm PRI thực hiện những quan sát đầu tiên vào năm 2016–2017, đó là thời điểm Tuyên bố của PRI về ESG về Rủi ro Tín dụng và Xếp hạng cũng như báo cáo về CRA đều được công bố.

Tuyên bố PRI được thiết kế để khuyến khích và thúc đẩy CRA và các nhà đầu tư có thu nhập cố định tích hợp các yếu tố ESG vào xếp hạng và phân tích tín dụng của họ một cách có hệ thống và minh bạch.

Thách Thức Phân Tích ESG Của CRA Với Vốn Chủ Sở Hữu Và Thu Nhập Cố Định:

Hiện có các tổ chức xếp hạng tín dụng (CRA) quy mô toàn cầu và khu vực. Trong lịch sử, phân tích ESG thường không được các CRA xem xét. Nhưng điều này đã thay đổi trong những năm gần đây. Một bước tiến hóa quan trọng đã được S&P (một CRA toàn cầu) thực hiện khi triển khai ESG như một phần trong đánh giá tín dụng của mình vào năm 2019. Ngân hàng Thế giới cũng đã ra mắt cơ sở dữ liệu ESG với trái phiếu chính phủ vào cuối năm 2019. Ngoài ra, IMF đã đưa ra các Chỉ số Climate Change Indicators Dashboard vào tháng 4 năm 2021.

Khảo sát từ các nhà đầu tư cho thấy đối với các nhà đầu tư tín dụng, yếu tố G vẫn quan trọng hơn so với E và S. Các nhà đầu tư tín dụng cho rằng điều này là do rủi ro suy giảm (như rủi ro phá sản và do đó khả năng mất toàn bộ vốn của nhà đầu tư tín dụng quan trọng hơn bất kỳ rủi ro nào, rủi ro tăng giá hoặc cơ hội). Có thể cho rằng, cơ hội quan trọng hơn đối với các nhà đầu tư vốn cổ phần. Khả năng tăng giá bị hạn chế đối với hầu hết các nhà đầu tư tín dụng, nhưng rủi ro giảm giá do phá sản sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận. Các nhà đầu tư tín dụng coi việc ngăn chặn và quản trị gian lận là những yếu tố quan trọng để bảo vệ khỏi rủi ro suy thoái (các sự kiện tín dụng tiêu cực). Vì G liên quan trực tiếp đến việc ngăn ngừa rủi ro giảm giá nên mức độ liên quan trực tiếp của nó dễ dàng được các nhà đầu tư tín dụng theo dõi hơn.

- Thách thức cũng tương tự như xếp hạng ESG với tài sản là vốn chủ sở hữu. Những thách thức này bao gồm:
- Sự thiếu minh bạch
- Không nhất quán hoặc thay đổi phương pháp
- Việc sử dụng dữ liệu ước tính
- Thiếu khả năng so sánh theo thời gian và giữa các nhà cung cấp xếp hạng và công ty.

Thu nhập cố định cũng có một số thách thức cụ thể về:

- Khoảng thời gian (Ví dụ: trái phiếu có thời hạn 3 tháng hoặc 50 năm),
- Thiếu biểu quyết ủy quyền,
- Các cấp độ tương tác quản lý khác nhau và
- Những đặc thù của tín dụng chính phủ.

Đánh Giá Rủi Ro Tín Dụng Doanh Nghiệp:

Khi đánh giá rủi ro tín dụng, các CRA trước năm 2016 thường không cố gắng nắm bắt tác động môi trường, đạo đức hoặc xã hội của việc phát hành trái phiếu. Ví dụ: CRA có thể đã phần nào bỏ qua các phép đo thiệt hại môi trường (Ví dụ: lượng khí thải CO2 của một công ty) hoặc các cơ hội về môi trường.

Trước năm 2016, khi phân tích một công ty có hàm lượng carbon cao, các CRA có thể thường tập trung vào các tác động quan trọng khác, bao gồm các yếu tố tài chính, quy định và pháp lý, có thể ảnh hưởng đến hồ sơ tín dụng của công ty. Tuy nhiên, kể từ năm 2020, nhiều CRA xem xét một loạt các yếu tố ESG (và đánh giá tính trọng yếu). Họ đánh giá phản ứng của công ty đối với rủi ro ESG và "các sự kiện ESG" và liên kết phản ứng đó với các cân nhắc về tài chính và bảng cân đối kế toán hoặc dòng tiền tiềm năng, chẳng hạn như khả năng đáp ứng các nghĩa vụ nợ.

Ngoài ra, trong giai đoạn 2018–2019, Moody's và S&P đã phát triển thêm các hệ thống đánh giá ESG và hệ thống này vẫn tiếp tục phát triển cho đến ngày nay.



Thông thường, các CRA đánh giá khả năng dự đoán và độ chắc chắn về khả năng tạo ra dòng tiền trong tương lai của tổ chức phát hành để đáp ứng các nghĩa vụ nợ của mình. Để đạt được mục tiêu này, họ xem xét liệu các công ty có thể bán tài sản của mình để trang trải các nghĩa vụ hay không (và một số tài sản nhất định có thể bị suy giảm do lo ngại về ESG, chẳng hạn như tài sản liên quan đến than).

Mức độ rủi ro kiện tụng cũng thường được phân tích, bao gồm kiện tụng về môi trường, kiện tụng về việc làm và vi phạm nhân quyền (Ví dụ: luật nô lệ hiện đại).

Ở mức độ đó, rủi ro ESG liên quan đến kiện tụng luôn được đưa vào phân tích CRA.

Về mặt định lượng, phân tích CRA tập trung vào rủi ro phá sản tổng thể của tổ chức phát hành, sức mạnh của bảng cân đối kế toán và so sánh với các tổ chức phát hành khác.

Sử dụng phân tích tỷ lệ tín dụng tiêu chuẩn, CRA có thể kiểm tra những điều sau:

- Các yếu tố ESG ảnh hưởng như thế nào đến khả năng chuyển đổi tài sản thành tiền mặt của tổ chức phát hành (phân tích lợi nhuận và dòng tiền)
- Tác động của việc thay đổi lợi suất - do sự kiện ESG - có thể gây ra đối với chi phí vốn, tùy thuộc vào tỷ lệ nợ được sử dụng trong cơ cấu vốn của tổ chức phát hành (tỷ lệ thanh toán lãi suất và phân tích cơ cấu vốn)
- Mức độ mà các chi phí liên quan đến ESG ảnh hưởng đến khả năng tạo ra lợi nhuận của tổ chức phát hành và làm tăng thêm rủi ro tái cấp vốn
- Mức độ hiệu quả sử dụng tài sản của ban quản trị tổ chức phát hành dưới sự kiểm soát của mình để tạo ra doanh thu và lợi nhuận (tỷ lệ hiệu quả).

Tóm lại, xếp hạng CRA thường:

- Dựa trên đánh giá phân tích (cả định lượng và định tính), sử dụng tất cả thông tin mà các nhà phân tích cho là trọng yếu;
- Hướng tới tương lai, với khoảng thời gian khác nhau;
- Bao gồm các biện pháp tương đối và năng động; Và
- Tuyên bố về khả năng vỡ nợ tương đối.

Một nhà đầu tư quan tâm đến thu nhập cố định có thể tiến hành các đánh giá hoặc phán quyết trọng yếu khác nhau đối với CRA. Điều này cũng được nhiều nhà đầu tư coi là đúng với xếp hạng ESG vốn chủ sở hữu.

Thật vậy, các nhà đầu tư tín dụng thường sử dụng thông tin do xếp hạng tín dụng cung cấp để giúp họ định giá, giao dịch và đánh giá rủi ro tín dụng của các tài sản có thu nhập cố định và để xác định xem đây có phải là khoản đầu tư phù hợp hay không, nhưng xếp hạng không phải là thông tin đầu vào duy nhất.

Sự kết hợp giữa nghiên cứu, phân tích và đánh giá của nhà đầu tư xác định tính phù hợp của khoản đầu tư trái phiếu dựa trên nhiều yếu tố, trong đó xếp hạng tín dụng có thể là một trong số đó. Các yếu tố khác có thể bao gồm các chỉ báo sử dụng độc quyền và khuyến nghị của các nhà phân tích chứng khoán. Điều đáng chú ý là không phải tất cả các khoản tín dụng đều có xếp hạng.

Như đã nói, xếp hạng tín dụng có vai trò quan trọng trong việc đánh giá rủi ro tín dụng khi phát hành trái phiếu và thường được sử dụng để xác định và hạn chế các nhiệm vụ đầu tư do nhiều nhà đầu tư tổ chức đặt ra. Ví dụ, nhiều nhà đầu tư vào tín dụng cấp đầu tư bị hạn chế hoặc không có khả năng đầu tư vào tín dụng cấp đầu tư có lãi suất cao.

Một Số Nhà Đầu Tư Thu Nhập Cố Định Sử Dụng QESG:

Một số nhà đầu tư tài sản thu nhập cố định sử dụng điểm ESG định lượng (QESG) - dùng nhằm lẫn với ý nghĩa đầu tư định lượng – trong đánh giá thu nhập cố định của họ. Các QESG này có thể dựa trên dữ liệu định lượng (chẳng hạn như cường độ carbon) hoặc là các đánh giá dựa trên dữ liệu và/hoặc chính sách (Ví dụ: chính sách hoặc cam kết điều chỉnh mô hình kinh doanh theo các mục tiêu dựa trên khoa học). Không phải tất cả các nhà đầu tư đều sử dụng thuật ngữ này và các nhà đầu tư khác nhau có thể đề cập đến các hệ thống độc quyền khác nhau khi đề cập đến QESG.

Trái Phiếu Xanh (Green Bonds) Được Coi Là Một Loại Tín Dụng (Credit) Khác:

Trái phiếu xanh (trái phiếu tài trợ cho các dự án xanh) hoặc trái phiếu được đánh giá đáp ứng các tiêu chí của B-corp đôi khi được coi là một loại tín dụng khác. Khi đáp ứng được các tiêu chí bền vững hoặc ESG nhất định, rủi ro tín dụng của trái phiếu xanh thường được đánh giá theo cách tương tự như tín dụng tiêu chuẩn.

Thông thường, trái phiếu xanh là một công cụ có thu nhập cố định gắn liền với các dự án tạo ra lợi ích môi trường. Các tổ chức phát hành sử dụng số tiền thu được cho nhiều hoạt động khác nhau nhằm góp phần giảm thiểu, thích ứng với biến đổi khí hậu hoặc một số lợi ích môi trường khác, chẳng hạn như bảo tồn hoặc kiểm soát ô nhiễm. Ví dụ bao gồm các dự án liên quan đến năng lượng tái tạo, giao thông công cộng, các tòa nhà và quy trình sản xuất tiết kiệm năng lượng, quản lý đất nông nghiệp, quản lý chất thải và quản lý nước.

Thông thường trái phiếu xanh có một số hình thức xác minh hoặc đảm bảo từ tổ chức bên thứ ba. Tổ chức này đảm bảo rằng nguồn tài chính đáp ứng các tiêu chí đặt ra trong trái phiếu, mặc dù các giao ước liên quan đến điều này sẽ khác nhau tùy theo các trái phiếu khác nhau. Cuộc tranh luận vẫn tiếp tục về điều gì tạo nên trái phiếu "xanh" vì không có sự đồng thuận toàn cầu nào về các loại dự án vốn phù hợp với phạm vi của trái phiếu xanh. Tuy nhiên, có một số khuôn khổ có thể bắt đầu được tiêu chuẩn hóa với việc công bố EU Green Taxonomy (Phân loại xanh của EU) và EU Green Bond Standard (Tiêu chuẩn trái phiếu xanh của EU) được phát triển vào năm 2021.

Lưu ý rằng chứng nhận B-corporation là chứng nhận riêng do B Lab cấp cho các công ty vì lợi nhuận. B Lab là một tổ chức phi lợi nhuận toàn cầu nhằm xác minh hiệu quả hoạt động xã hội và môi trường, tính minh bạch và trách nhiệm pháp lý để cân bằng giữa lợi nhuận và mục tiêu.

Đánh Giá Rủi Ro Tín Dụng Chính Phủ (Sovereign Credit):

Khả năng cạnh tranh, tăng trưởng và tiềm năng tăng trưởng, quản trị và ổn định chính trị của một quốc gia đều là những thành phần quan trọng của sự thịnh vượng. Có nhiều yếu tố ESG có thể được tính đến, bao gồm tính sẵn có và việc quản lý về các vấn đề:

- Nguồn lực (bao gồm xu hướng dân số, vốn nhân lực, giáo dục và y tế),
- Các công nghệ mới nổi và
- Các quy định và chính sách của Chính phủ.

Ngoài ra, CRA thường quan tâm nhất đến khả năng của chính phủ trong việc tạo ra đủ doanh thu để trả các nghĩa vụ nợ tài chính của mình.

Mỗi CRA sử dụng một khuôn khổ khác nhau khi đánh giá nợ chính phủ, nhưng thường xem xét một số dạng sau:

- Tăng trưởng kinh tế; Và

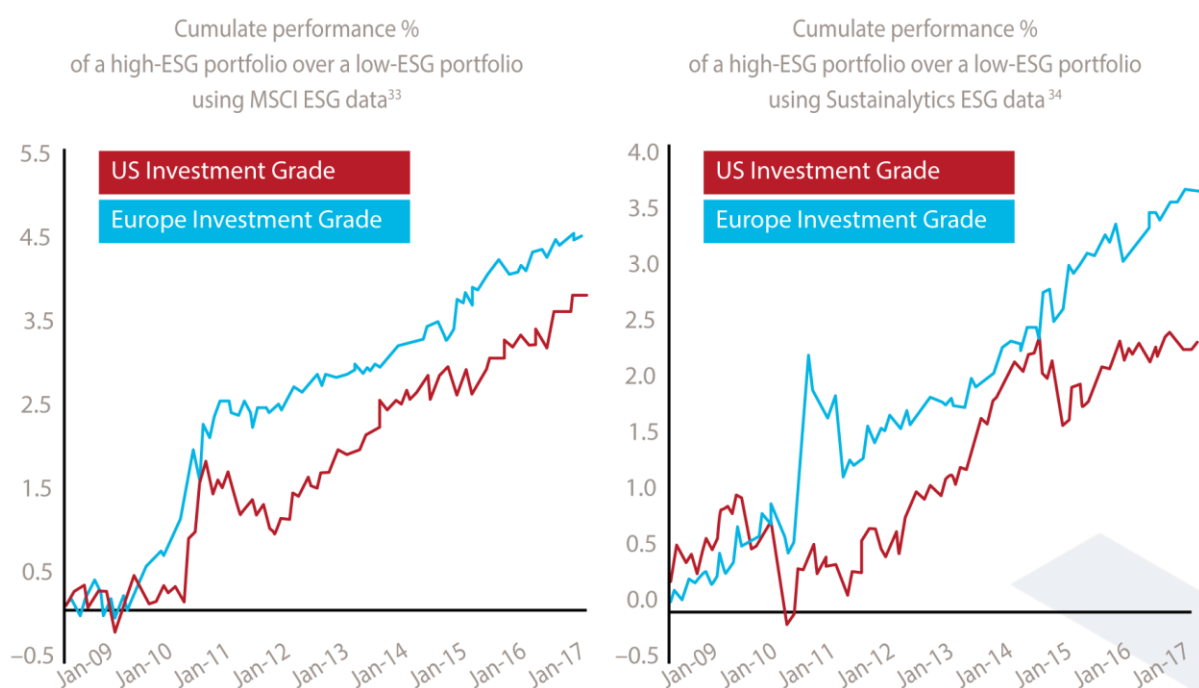
- Quản trị.

Cách thức mà các yếu tố E và S tác động tới tăng trưởng và tiềm năng kinh tế cũng có thể là gián tiếp và cách CRA đánh giá điều này vẫn đang được phát triển. Yếu tố G là sự đánh giá rõ ràng và trực tiếp hơn, đã thường xuyên được phân tích trong lịch sử. Trên trụ cột G, mỗi CRA có một khuôn khổ khác nhau để đánh giá nó, do đó, theo nghĩa đó, điều này lặp lại một số khó khăn xung quanh xếp hạng ESG của vốn cổ phần.

Xếp Hạng Tín Dụng và Xếp Hạng ESG: Thảo luận về mối quan hệ

Mối liên kết giữa xếp hạng ESG và xếp hạng tín dụng vẫn đang được các nhà đầu tư tranh luận sôi nổi. Những người đề xuất có thể chỉ ra nghiên cứu của Barclays xem xét danh mục đầu tư có ESG cao so với danh mục đầu tư có ESG thấp bằng cách sử dụng hai bộ dữ liệu ESG khác nhau (MSCI và Sustainalytics).

Hình: Hiệu suất danh mục đầu tư trái phiếu cấp độ đầu tư (ESG cao so với ESG thấp)



Nguồn: Barclays (2018).

Trường hợp đầu tư trái phiếu bền vững được củng cố mạnh, nhưng các nhà phê bình chỉ ra những sai sót của các nghiên cứu tương quan cũng như khoảng thời gian ngắn 2009–18. Các nhà phê bình cũng chỉ ra rằng các yếu tố phân bổ sau năm 2008/2009 (năm của cuộc khủng hoảng tài chính) và một số xếp hạng ESG có tương quan với các yếu tố chất lượng (mặc dù không phải tất cả).

Các nhà quản lý danh mục đầu tư đang phát triển các phương pháp tiếp cận phức tạp hơn ngoài các phương pháp ESG đơn giản. Họ sử dụng dữ liệu ESG của bên thứ ba nhưng kết hợp dữ liệu để tạo ra các số liệu ESG độc quyền cho công ty đó, bao gồm xếp hạng ESG cơ bản, định hướng tuyệt đối và điểm ESG đầu tư tương đối (absolute-oriented ESG rating and a relative investment ESG score). Các nhóm đầu tư nội bộ có thể thấy rủi ro ESG từ cấp đơn vị phát hành đến cấp độ toàn danh mục đầu tư, đây là một phần giá trị gia tăng của quy trình.

Tác động có thể được nhìn thấy trên thị trường hoán đổi nợ xấu (credit default swap - CDS) cũng như ở mức độ tổ chức phát hành, chẳng hạn như trường hợp công ty Volkswagen và

gian lận kiểm tra khí thải. Đây sẽ là lập luận về tác động mà một sự kiện ESG có thể gây ra đối với CDS.

Tuy nhiên, thời điểm của các CDS tiếp theo không hoàn toàn tương ứng với thời điểm tất cả thông tin được công bố lần đầu tiên. Độ trễ về thời gian có thể cho thấy thị trường không hiệu quả hoặc độ trễ mà những người tham gia thị trường gặp phải trong việc đánh giá thông tin ESG trọng yếu vào giá CDS.

Nghiên cứu về ESG và đầu tư vào tín dụng trước đây thường kém phát triển hơn so với nghiên cứu về tài sản vốn chủ sở hữu, nhưng mối quan tâm vẫn tiếp tục tăng và các kỹ thuật đang được phát triển, với việc các CRA gần đây đã đưa ESG vào quy trình của họ. Có một số bằng chứng cho thấy xếp hạng ESG và CDS có thể có mối quan hệ. Tuy nhiên, có các nguyên tắc chung về thu thập dữ liệu hoặc xếp hạng ESG, đánh giá các yếu tố ESG trọng yếu và sau đó đưa chúng vào đánh giá và định giá tài sản.

Khả Năng Thiên Vị (Bias) Trong Xếp Hạng:

Xếp hạng ESG trong lĩnh vực tín dụng có thể bị thiên vị như thường thấy ở các loại tài sản khác. Ba loại thiên vị chính thường gặp phải:

- Thiên vị theo quy mô công ty, trong đó các công ty lớn hơn có thể đạt được xếp hạng cao hơn nhờ khả năng dành nhiều nguồn lực hơn cho việc tiết lộ thông tin phi tài chính.
- Thiên vị về mặt địa lý, trong đó tồn tại sự thiên vị về mặt địa lý đối với các công ty ở những khu vực có yêu cầu báo cáo cao hoặc một số yếu tố văn hóa khác (Ví dụ: tính đoàn kết cao hơn ở Châu Âu).
- Thiên vị ngành và lĩnh vực, trong đó các nhà cung cấp xếp hạng đơn giản hóa quá mức trọng số của ngành và sự liên kết của công ty.

Sự thiên vị cũng có thể được nhìn thấy trong cách đánh giá một số ngành nhất định (Ví dụ: công nghệ) so với các ngành khác hoặc thông qua lăng kính của các yếu tố nhãn (factor labels) khác, chẳng hạn như "tăng trưởng" hoặc "giá trị".

Để tìm hiểu thêm về ESG và các mô hình liên quan đến tính bền vững, vui lòng liên hệ [**YTT Consulting!**](#)

