

绿色金融背景下 ESG 表现对股票超额收益的跨行业比较研究

黄佳蔚

福州外语外贸学院, 福建 福州 363600

DOI: 10.61369/IED.2025010026

摘要： 在中国“双碳”目标与绿色金融政策逐步深化的背景下，ESG（环境、社会与治理）已成为评估企业可持续发展能力与资本市场表现的重要参考维度。本文通过对 A 股市场不同行业企业的 ESG 表现与其股票超额收益的比较研究，发现 ESG 得分对超额收益存在显著的行业差异。在高污染行业中，良好的 ESG 表现与较高的超额收益之间存在显著正相关关系，而在低污染行业中，这种关系较弱甚至缺乏一致性。绿色金融政策不仅提升了市场对 ESG 因素的关注度，也放大了其在资源密集型行业中的边际价值。本文的研究为投资者在行业轮动与价值挖掘中引入 ESG 维度提供了实践依据，同时对政策制定者优化绿色金融制度设计提供了启示。

关键词： 绿色金融；ESG 表现；超额收益；行业差异；可持续投资

Cross-industry Comparative Study of ESG Performance on Stock Excess Returns under the Context of Green Finance

Huang Jiawei

Fuzhou University of Foreign Languages and Trade, Fuzhou, Fujian 363600

Abstract： In the context of China's 'dual carbon' goals and the gradual deepening of green finance policies, ESG (environmental, social, and governance) has become an important reference dimension for assessing a company's sustainable development capabilities and capital market performance. This paper compares the ESG performance of companies in different industries on the A-share market with their excess returns, finding significant industry differences in the impact of ESG scores on excess returns. In high-pollution industries, there is a significant positive correlation between good ESG performance and higher excess returns, while in low-pollution industries, this relationship is weaker or even inconsistent. Green finance policies not only enhance market attention to ESG factors but also amplify their marginal value in resource-intensive industries. The study provides practical evidence for investors to incorporate the ESG dimension into industry rotation and value discovery, while offering insights for policymakers to optimize the design of green financial systems.

Keywords： green finance; ESG performance; excess returns; industry differences; sustainable investment

引言

绿色金融可以促进环境保护及治理，引导资源从高污染、高能耗产业流向理念、技术先进的部门，当前中国绿色金融政策稳步推进，在信贷、债券、基金等领域都有长足发展，由全球气候变化与可持续发展目标驱动，绿色金融正重塑资源配置的底层逻辑，自从中国提出“3060”双碳目标后，着力构建绿色金融体系，引导资本向环保、低碳项目汇聚，ESG 评价体系又称 ESG 评级（ESG Ratings），是由商业和非营利组织创建的，以评估企业的承诺、业绩、商业模式和结构如何与可持续发展目标相一致^[1]。它们首先被投资公司用来筛选或评估其各种基金和投资组合中的公司。求职者、客户和其他人在评估商业关系时也可以使用这些评级，而被评级的公司本身也可以更好地了解他们的优势、劣势、风险和机会，ESG（环境、社会与治理）指标体系自此开始迅速发展，作为连接政府政策、资本市场及企业战略的关键桥梁^[2]。与传统财务指标对比，ESG 在反映企业长期风险管理、可持续发展和社会责任能力上更胜一筹，即便部分看法认为 ESG 是提升声誉、管理风险的“软性手段”，但既有的研究表明，ESG 在融资成本、估值溢价及市场表现层面，已渐显“硬价值”特性。

并非所有行业中，ESG对企业股票表现的影响都保持一致，类似能源、材料等的高污染高排放行业，更易受到政策压力与舆论关注，其ESG的优化往往显著强化资本市场信心；反观信息技术、医疗服务这类低污染的行业，投资者更多把目光放在成长性与技术潜力上，ESG处于次要地位^[3]。行业生命周期的不同阶段影响其对ESG的敏感度，成熟行业把ESG作为构建竞争壁垒的关键手段，新兴行业仍将扩张和创新当作主要方向，还未将ESG融入核心估值的逻辑体系，本文着手探索绿色金融背景之下ESG表现对股票超额收益的影响，着重剖析其在各行业间的差异性，为投资策略的优化以及政策的制定提供理论支撑与实证凭据。

一、研究思路与分析框架

（一）行业划分与样本选择

本研究把A股市场当作研究对象，聚焦于2017年至2022年绿色金融政策密集推进进程中中国资本市场的变化态势，鉴于各行业环境敏感程度与ESG响应度存在区别，本文采用了中证行业的分类标准，把样本企业分为能源、材料、工业、可选消费、医疗卫生、信息技术、公用事业及通信服务八大类型，还把能源与材料划归为高污染行业，把信息技术与医疗卫生纳入低污染行业范畴，以此形成对照组，挖掘不同类型行业中ESG表现的异质性。

ESG评分数据采用Wind ESG评级体系里长期稳定披露的评分成果，以同花顺iFinD及CSMAR数据库为源获取股票收益数据，财务控制变量从企业年报以及Wind财务因子库获取，为实现样本质量可靠效果，剔除ST及金融类企业，同时对缺失、极端值进行恰当的处理，从而保障数据的代表性和稳健特性，样本时间段的选取覆盖了ESG投资理念在中国资本市场逐步渗透的阶段，也囊括了绿色金融相关政策从顶层设计到市场铺开的关键时段，为实证检验提供了可靠支撑。

（二）分析框架与对视角

本研究针对ESG表现对企业股票超额收益造成的影响，从四个维度进行实证分析，着眼于ESG跟股票超额收益的总体关联性，研究于A股市场里面，企业ESG得分跟其获得超出市场均值回报有无显著关联，以此判定ESG作为选股因子的基本有效性。

深度解析各行业间这一关系存在的差异性，分别对高、低污染行业实施拆解分析，比较ESG得分在各异产业环境里对市场表现影响的差异性，该部分试图揭示ESG影响企业估值与市场回报的行业结构性基础，也就是ESG溢价是否存在行业集聚现象。

择取绿色金融标志性政策出台前后的两个时段来做对比分析，查看ESG影响是否因政策引导产生结构性变动，该部分尝试探寻市场对绿色信号的反应是否随时间推移增强，进而推断ESG在不同行业里从“形象工程”到“资本逻辑”的转变态势。

依照前面所做的分析结果，于绿色金融背景中进一步识别，何种类型的企业能凭借优化ESG表现稳定拿到超额收益，研究将以企业规模、行业归属、资产结构以及ESG得分特征等关键变量为核心展开，筛选出有代表性的企业群体，为把握ESG有效性的微观支撑，解析其对市场信号及投资者行为的实际引导影响力。

借助上述四个维度的综合考量，本文尝试创建一个既考虑行业差异又贴近市场真实场景的ESG价值识别体系，从而为后续章

节开展行业间深度比较钻研奠定坚实分析基础。

二、分析结果与主要发现

（一）高污染行业中的ESG“加分效应”

在类似能源、基础化工、有色金属的高污染相关行业里，企业股票超额收益受ESG表现的影响显著性极高，具体反映为，具备高水准ESG评级的企业，在同一行业范畴内更易取得正向的市场回馈，此现象背后的核心逻辑并不复杂：处于排放指标严格、高频政策监管的行业环境里，企业环境治理水平好坏不仅左右其未来合规成本，还直接关乎投资者对其运营稳定性的预期判断，市场把良好的ESG表现视作对未来经营风险的一种“提前抵御”。

尤为值得注意的是，该“加分效应”并非只凭借外部制度环境强化给予的压力，还与企业自主开展的战略调整紧密契合，部分高污染行业的企业实施绿色产能替代、能效升级和环境信息披露等行动，不仅优化了ESG评分，而且在实际业务方面形成了可量化的成本节约及品牌溢价^[4]。投资者于估值之际，逐步认识到这类企业具备更强的适应及风险抵御缓冲能力，于是赋予更高的资本定价，“ESG+行业压强”催生出的这样一种溢价机制，说明ESG在高污染行业中已不再是道义方面的点缀，而是货真价实的估值考量项。

（二）低污染行业中的ESG“边缘化效应”

跟上述结果形成对照的是，在信息技术、医药、传媒等低污染行业范畴中，ESG评级跟超额收益之间的相关性较弱，乃至不太稳定，这一批企业普遍表现出较高的盈利及成长潜力，在资本市场的体系中，往往把技术创新、市场拓展、业绩弹性等维度作为核心估值的支撑点，依照此估值框架，投资者做决策时，ESG指标未被纳入首要考量^[5]。

深入观察后发觉，即便在那些ESG表现相对领先的企业范畴内，其超额收益往往还是靠主营业务来驱动，ESG得分的边际影响微弱到可忽略，这类行业天然具有较低的环境风险敞口情形，ESG的环境维度无法产生实际区分意义；ESG的社会及治理部分定量评价机制尚不成熟，致使评级难以精准把握企业治理优势与社会影响力，纵然企业在ESG方面投入有所上扬，依旧难以产生足够影响投资者行为的信号。

（三）ESG表现的行业渗透机制

不同行业里，ESG作用机制的渗透层次差异明显，处于高污染行业里，ESG影响机制体现出更强的“实质性”，即和企业成

本结构、政策合规风险、上下游议价能力紧密挂钩；而针对低污染行业而言，ESG 影响更多停留在“象征性”层面，成为企业形象跟品牌修饰的扩充，对实际财务表现及估值的作用甚微。

背后一个关键要素为“ESG 投入的可见性与收益可衡量性”，在高污染行业这个范畴，企业投入环保设备、开展生产流程革新后，中短期内可察觉其运营成本的变动以及风险暴露度的下降态势，这让投资者较容易形成因果判断，低污染行业里 ESG 的提升，多体现为组织治理优化、公益行为强化等软性改进，该效果的滞后性与不确定性十分显著，资本市场对这类行为的反应更显谨慎，甚至有些迟疑。

ESG 并非通用的价值指标，而是于特定的行业结构、风险背景以及披露机制环境下，才会发挥系统性定价功效，认知这一行业的差别，能防止把 ESG 当作一种统一的投资“信号”，而是将其作为动态分析框架中的组成部分，适配更精细化的资产配置与组合配置的逻辑。

三、政策与实践启示

（一）对投资者的建议：ESG 需行业化思维

在实际投资的操作环节里，ESG 指标的有效性勿被视为绝对标准，而应置于特定行业背景权衡一番。研究的结果说明，处于资源高度密集、环境敏感度高的行业里，诸如能源、材料与制造行业，ESG 得分对风险判断与资产定价具有显著影响。就这类行业而言，投资者可以把 ESG 表现作为选股逻辑中的前置筛选条件，视其为企业稳健运营及政策风险对冲能力的一种参照，应重点考察碳排管理、污染治理等关键细项指标；处于轻资产、高成长表现的行业范畴，诸如信息技术、医疗健康的领域，ESG 因素在超额收益上的边际解释能力相对差，应联合企业研发投入、治理结构透明度等方面对其长期表现作评估。ESG 于投资组合的价值体现，不应简单评判“是否意义重大”，而在于“何时、在怎样的情境中重要”。

（二）对企业的建议：ESG 作为战略资源而非合规任务

企业面临绿色金融趋势之际，若仅把 ESG 看成是一套应对评级和报告的“合规工程”，其长期价值会显著受损。尤其是于高污染的行业范畴，ESG 得分持续升高的企业较易获得资本市场认可，还能在资金成本、机构持仓稳定性等方面占据上风。此现象反映出，市场逐渐把 ESG 表现内化为企业定价的相关因子，企业应让 ESG 建设从“成本中心”过渡到“战略资产”，把环境指标

量化后添加到日常运营 KPI 里，凭借主动进行披露、开展透明治理与价值链协作，创建可核实、可持续的 ESG 能力。企业间 ESG 表现的差别，正拉开彼此的估值差距。就行业中游企业以及竞争压力偏大的企业而言，ESG 投入说不定不是可选项，而是维持市场竞争力的必要成本。

（三）对政策制定者的建议：分行业优化监管与披露标准

因行业间 ESG 的异质性，其信息披露和数据质量要求也各不相同。现阶段 ESG 评级存在诸如“统一模板”“标准模糊”等问题，引发信息没有可比意义，投资者进行横向的分析举步维艰，企业间缺乏可比性评价体系。尤其是在那些高污染行业，企业实际面临的环境成本、合规压力与绿色转型路径差异十分显著，要推动按照行业属性制定行业细分的披露细则。在化工、钢铁、电力这类领域，着重审视排放强度、绿色投入占比等量化指标；在技术及服务类的相关行业，更需留意人力资本治理、数据安全以及治理结构等方面要素。要加强 ESG 报告的可验证性，防止形式化披露形成的市场误导。唯有信息披露呈现更强穿透力，市场才或许准确反映行业内部的“优劣势”，才能切实唤起 ESG 在市场定价的真实效力。

四、结论

本文基于绿色金融深度推进发展的现实语境，开展了跨行业实证比较，探究 ESG 表现与股票超额收益间的关系。资本市场内 ESG 因素定价功能的行业依赖性十分明显：在资源密集、高污染的行业里，ESG 得分居上的企业，其股票较容易拿到超额回报，这既显示出市场对环境治理及风险控制能力风险溢价的认同态度，同样展现了企业在行业转型阶段的先发地位；于轻资产、技术推动型行业里面，ESG 表现跟超额收益之间的关联性较弱，有部分企业哪怕 ESG 评分偏低，依旧可借助创新能力或市场预期获得资本市场认可。

这一现象表明 ESG 并非普适性标准，其市场影响力乃是行业特性、企业发展阶段以及 ESG 改善边际成本等因素共同作用的结果。尤其是在那些高污染行业，ESG 表现更易凭借成本控制、合规稳定性以及资源整合能力转化为市场收益；而在低污染的相关行业，ESG 更多展现为企业“长期价值”的标志，但短时间内较难转化为显性收益。需从行业维度出发重新评估 ESG 投资价值，需与企业基本面特征联合到一起，方能有效引导实际操作与资产配置的実施。

参考文献

- [1] 刘梅娟. 对财务公司开展绿色金融服务的思考 [J]. 企业管理, 2022, (S1): 454-455.
- [2] 吴晶丽. 绿色金融对经济低碳转型的影响路径研究 [D]. 上海应用技术大学, 2023.
- [3] 刘心桐. 企业 ESG 履责对新质生产力的影响研究 [D]. 大连海事大学, 2024.
- [4] 陈贞竹, 李力, 余昌华. 我国货币政策传导效率及信号效应研究——基于金融市场高频识别的视角 [J]. 经济学 (季刊), 2023, 23(01): 56-73.
- [5] 李程, 邢志强. 绿色投资、企业高质量发展与股票定价效率关系研究 [J]. 北方金融, 2024, (09): 68-77.