

从国证 ESG 评价结果看系统性风险 对股票收益的冲击

当前，全球资源短缺、环境问题严峻，国际形势日趋复杂，世界正经历“百年未有之大变局”，时有发生系统性风险事件冲击着我国资本市场，投资者的收益保障面临多重挑战。

ESG 从环境（E）、社会（S）、治理（G）三个维度衡量企业的可持续经营绩效，被广泛应用于减少由潜在经营风险引发的资产减值损失。为深化投资者对 ESG 风险识别作用的理解，本篇另觅视角，基于国证 ESG 评价结果，以新冠疫情和俄乌冲突为例，实证检验了突发系统性风险时，ESG 是否依然可以作为降低冲击成本、保障投资收益的有效手段，以期为我国资本市场可持续发展理念下沉至策略层面提供更多维度的参考依据。

具体而言，本文实证分析的总体思路是：首先，采用事件研究法计算累计异常收益率（CAR），用以衡量新冠疫情/俄乌冲突对深沪 A 股收益率的影响，即系统性风险的冲击成本；随后，按国证 ESG 评价结果将上市公司进行分组，对比高分组与低分组之间异常收益率的差异，检验 ESG 对系统性风险的“缓冲”作用。

一、事件研究法

事件研究法最早由 Dolley (1933) 提出，改进后被广泛应用于分析重大事件对股市的影响。与近年来学术界常用的反事实分析工具（如 DID、PSM 等）相比，事件研究法虽然在客观性与准确性上差强人意，但却能够给研究人员提供更为直观的结果展示，其具体步骤如下：

1. **确定事件日和事件窗。** 实践中，习惯以事件发生日期作为事件日；事件窗通常以事件日为起点，窗口长度可根据研究需要灵活设定。

2. **估计正常收益率。** 正常收益率 ($\hat{R}_{i,t}$) 指若该事件未发生，事件窗内股票的预期日收益率。本文采用 Fama-French 三因子资产定价模型对其进行估计，模型设置如下：

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{1i}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{2i}SMB_t + \beta_{3i}HML_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $R_{i,t}$ 为事件发生前股票 i 在 t 日的实际收益率； $R_{m,t}$ 、 $R_{f,t}$ 分别为 t 日的市场组合和无风险收益率； SMB_t 、 HML_t 对应 t 日的规模和价值因子。

3. **计算累计异常收益率。** 异常收益率 ($AR_{i,t}$) 指事件窗内实际日收益率与预期日收益率的差额，表达式为：

$$\begin{aligned} AR_{i,t} &= R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} \\ &= R_{i,t} - [\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_{1i}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \hat{\beta}_{2i}SMB_t + \hat{\beta}_{3i}HML_t + R_{f,t}] \end{aligned}$$

累计异常收益率 (CAR_i) 为事件窗内每日异常收益率的和，反映事件对股票收益的影响：

$$CAR_i = \sum_t AR_{i,t}$$

4. **分析事件对股市的影响。** 事件对股市的影响最终取决于样本股累计异常收益率的均值及统计检验结果：若均值显

著为正，则事件发挥正面影响；若均值显著为负，则事件产生负向冲击。

二、累计异常收益率计算

本文以深沪 A 股市场中，剔除金融行业后的非 ST 公司为样本。选取 2020 年 1 月 20 日（即国家卫健委 2020 年 1 号公告的发布日期）和 2022 年 2 月 24 日（即俄罗斯向乌克兰宣战并采取实质性军事行动的日期），作为新冠疫情和俄乌冲突的事件日 (t)。选取事件日前第 130 至第 11 个交易日 ($[t-130, t-11]$)，共 120 日的行情序列，估计正常收益率¹；以事件发生后 10 个交易日 ($[t, t+10]$)，计算累计异常收益率。

图 1 时间窗口

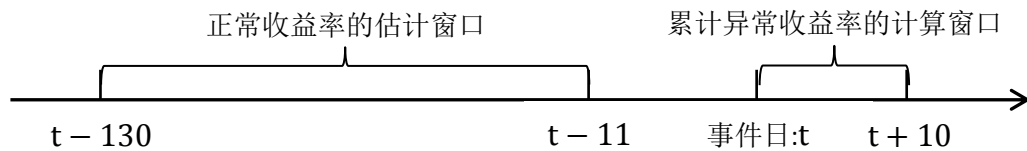
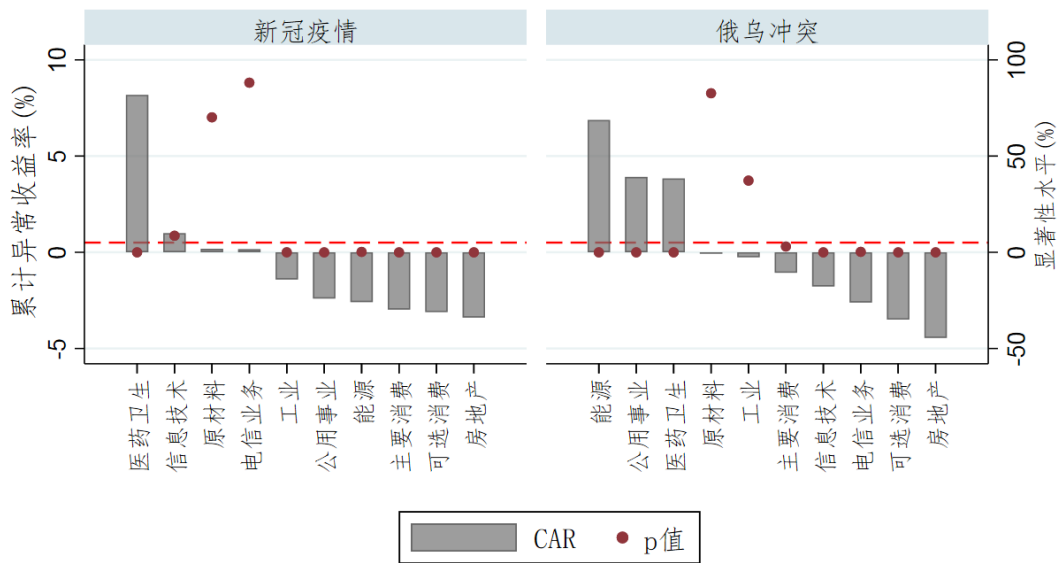


图 2 分行业统计了累计异常收益率的均值及相应的显著性水平，结果表明：**1.新冠疫情爆发仅对医药行业的股票收益产生了显著的正向影响，而对工业、公用事业、能源、主要消费、可选消费和房地产等 6 个行业造成了明显负向冲击；****2.俄乌冲突抬高了能源、公用事业、医药卫生行业的股票收益，却拉低了主要消费、信息技术、电信业务、可选消费和房地产行业的收益水平。**

¹ 市场组合收益率取国证 A 指收益率；无风险收益率取一月期国债的日收益率。

图 2 累计异常收益率的均值及显著性水平



注：红色参考线对应 5% 的显著性水平。

三、ESG 对系统性风险的“缓冲”作用

本文旨在研究上市公司的 ESG 表现能否有效降低系统性风险的冲击成本。为此，以累计异常收益率显著为负的行业为样本，将上市公司按国证 ESG 评分排名分为 5 组，对比最高分和最低分的组别。结果显示，新冠疫情/俄乌冲突事件下，ESG 高分组的平均累计异常收益率都要明显高于 ESG 低分组，表明上市公司的 ESG 表现有助于减缓突发系统性风险对其股票收益的冲击。

此外，将上市公司的国证 ESG 表现在国证行业内排名分组，分行业对比高分、低分组的平均累计异常收益率。结果表明，ESG 对突发系统性风险的“缓冲”作用在各类行业中都有所体现。进一步比较各行业间高分组和低分组平均累计异常收益率的差额，其结果随行业的风险敞口，整体上呈现递增趋势。该现象说明，对风险事件越敏感的行业，ESG 对系统性风险的“缓冲”作用越强。

图 3 国证 ESG 评分与风险事件对股票收益的冲击

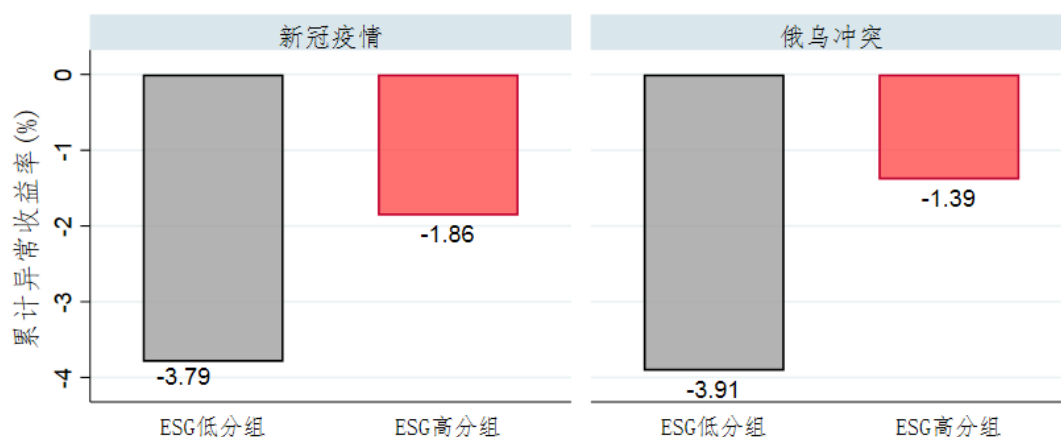
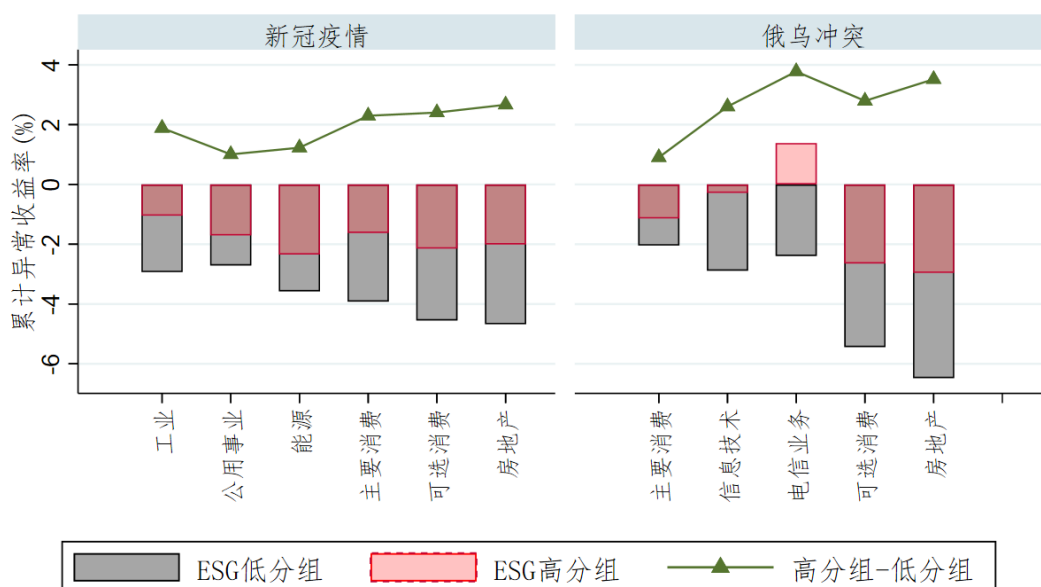


图 4 国证 ESG 评分与风险事件对股票收益的冲击
(分行业)



注：横坐标中的行业，按各事件下的平均累计异常收益率，由大到小排列，顺序与图 2 相同。

四、结论

本文基于国证 ESG 评价结果，通过对比新冠疫情/俄乌冲突发生后 10 日内深沪 A 股公司股票的累计异常收益率发现，相较于 ESG 低分公司，系统性风险事件对 ESG 高分公司的股价冲击更小，且这一情况在事件敏感性高的行业中更

为明显。以上结果表明，当突发系统性风险时，ESG 可以作为识别风险水平、降低冲击成本、保障投资收益的有效手段。我们期待，本篇研究能够丰富投资者对 ESG 风险识别作用的认识，促进可持续投资理念在我国资本市场中的多元化实践。

免责声明

本文和其中的所有信息，包括但不限于所有的文字、数据、图表，未经深圳证券信息有限公司书面许可，不得复制或再次传播。

本文件及其中任何信息均不构成任何证券、金融产品或其他投资工具或任何交易策略的依据或建议，也不表示深圳证券交易所、深圳证券信息有限公司及其关联方关于任何发行人、证券、金融产品或工具或交易策略的意见。

对任何直接或间接使用本文件及其任何信息而造成的损失，包括但不限于因内容不准确、不完整而导致的损失，深圳证券交易所、深圳证券信息公司及其关联方无须承担任何法律责任。