

บทสรุปของงานวิจัยสำหรับผู้บริหาร (Executive Summary)

การตระหนักรู้ถึงปัญหาและผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (Climate change) เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายหลังจากข้อตกลงปารีสเมื่อปลายปี ค.ศ. 2015 มีงานวิจัยของ Bolton and Kacperczyk (2023) ศึกษาถึงผลกระทบของความเสี่ยงจากการเปลี่ยนผ่านด้านสภาพภูมิอากาศ (Climate transition risk) ซึ่งประเมินจากการปล่อยคาร์บอนในการดำเนินธุรกิจของบริษัท (Carbon emission) ต่ออัตราผลตอบแทนในตลาดหุ้นทั่วโลก และผลการวิจัยพบผลตอบแทนเพิ่มเติมเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Carbon premium) ในกลุ่มบริษัทที่มีการปล่อยคาร์บอนในระดับสูง หรือมีความเปราะบางต่อความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศมากกว่าบริษัทอื่น ทั้งนี้ งานวิจัยส่วนใหญ่ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการปล่อยคาร์บอนกับผลตอบแทนของบริษัทในประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่ เช่น อเมริกา จีน หรือยุโรป ขณะที่การศึกษาของประเทศในตลาดเกิดใหม่ (Emerging market) หรือประเทศไทยมีจำนวนน้อย ซึ่งประเทศเหล่านี้มีลักษณะและความสามารถในการบริหารความเสี่ยงที่แตกต่างจากประเทศขนาดใหญ่

ดังนั้น วัตถุประสงค์หลักของงานวิจัยนี้คือการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการปล่อยคาร์บอนและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง 2565 (ค.ศ. 2010-2022) ตลอดจนศึกษาผลกระทบของการปล่อยคาร์บอนที่มีต่อความเสี่ยงด้านเครดิตของบริษัท โดยมีผลการศึกษาหลักที่สำคัญดังนี้

1) นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่คาดหวังสูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการเปลี่ยนผ่านสู่เศรษฐกิจสีเขียว (Green economy) สำหรับบริษัทที่มีความเสี่ยงจากสภาพภูมิอากาศหรือมีการปล่อยคาร์บอนสูงกว่าบริษัทอื่น โดยผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีปริมาณการปล่อยคาร์บอน (Carbon level) และความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอน (Carbon intensity)³ ของบริษัทในระดับสูง จะมีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนในตลาดหุ้นตระหนักถึงผลกระทบในระยะยาวของการปล่อยคาร์บอนที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และประเมินมูลค่าบริษัทเหล่านี้จากตลาดต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทอื่น ในขณะที่บริษัทที่มีการเติบโตของการปล่อยคาร์บอนของปีปัจจุบันเทียบกับปีก่อนหน้า (Growth in carbon emission) เพิ่มสูงขึ้น หรือกล่าวอีกนัยคือมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศระยะสั้น (Short-term climate risk) เพิ่มขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนมีแนวโน้มต้องการผลตอบแทนที่คาดหวังที่เพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว โดยผลลัพธ์ของการศึกษานี้สอดคล้องกับข้อ

³ ความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอน (Carbon intensity) คำนวณจากอัตราส่วนระหว่างปริมาณการปล่อยคาร์บอน (Carbon level) ต่อรายได้ของบริษัท

ค้นพบเชิงประจักษ์ของ Bolton and Kacperczyk (2023) ซึ่งบ่งชี้ถึงแนวโน้มของ Carbon premium ที่เด่นชัดในภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายหลังข้อตกลงปารีสปี 2015

2) บริษัทที่มีความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนในระดับที่สูงมีความเสี่ยงด้านเครดิตสูงขึ้นเมื่อประเมินค่าความเสี่ยงด้านเครดิตของบริษัทจากตัวแบบ Altman's Z-score ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท อย่างไรก็ตาม เมื่อประเมินค่าความเสี่ยงด้านเครดิตจากตัวแบบ Merton's Distance to Default ซึ่งพิจารณามูลค่าตลาดของบริษัท (Market Capitalization) ผลการวิเคราะห์กลับพบว่า บริษัทที่มีความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนสูงมีความเสี่ยงด้านเครดิตลดลง โดยผลลัพธ์ที่ตรงข้ามกันนี้สะท้อนว่า การรับรู้ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ หรือการปล่อยคาร์บอนของบริษัท ขึ้นอยู่กับมุมมองที่ใช้ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของบริษัท แม้ทั้งสองวิธีจะมีเป้าหมายเดียวกันในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของบริษัท แต่ตัวแบบ Altman's Z-score เน้นการประเมินจากข้อมูลทางบัญชีที่อาจล่าช้าในการสะท้อนภาวะทางการเงิน ขณะที่ตัวแบบ Merton's Distance to Default ผสานข้อมูลราคาตลาดเพื่อสะท้อนความเสี่ยงในเชิงแนวโน้มในอนาคตได้ชัดเจนกว่า โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนที่ตอบสนองต่อความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมหรือความเสี่ยงมหภาคอื่นอย่างรวดเร็ว

นอกจากนี้ คณะผู้วิจัยได้ทดสอบทางเลือกอื่นเพื่อยืนยันผลการศึกษา (Robustness test) และพบว่าผลการวิเคราะห์จากกลยุทธ์การลงทุนแบบ long-short portfolio แสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัทที่มีอัตราการเพิ่มขึ้นของการปล่อยคาร์บอนสูงกว่าบริษัทอื่น มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่ากลุ่มที่มีการเพิ่มขึ้นของการปล่อยในระดับต่ำ โดยผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนผลตอบแทนที่คาดหวังเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการเติบโตของการปล่อยคาร์บอนที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาหลักของงานวิจัยนี้และงานวิจัยของ Bolton and Kacperczyk (2023) ในขณะที่ผลการวิเคราะห์บริษัทที่มีรายได้จากการส่งออกสินค้าไปต่างประเทศ แสดงให้เห็นถึงปฏิกริยาที่หลากหลายของนักลงทุนต่อปฏิสัมพันธ์ระหว่างการปล่อยคาร์บอนและสถานะการส่งออกของบริษัท โดยบริษัทที่มีรายได้จากการส่งออกและมีการเพิ่มขึ้นของการปล่อยคาร์บอนในประเภทที่ 2 พบว่าผลตอบแทนจากหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนถึงความอ่อนไหวต่อความเสี่ยงจากการปล่อยคาร์บอนทางตรงซึ่งมีแนวโน้มที่จะอยู่ภายใต้กฎระเบียบควบคุม เช่น Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) ในทางตรงกันข้ามการเติบโตของคาร์บอนและความเข้มข้นของคาร์บอนในประเภทที่ 3 ของกิจการที่มีรายได้จากการส่งออกกลับมีผลตอบแทนจากหุ้นที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ความแตกต่างของผลลัพธ์ที่เกิดจากการวิเคราะห์การปล่อยคาร์บอนในประเภทที่ 3 อาจมีสาเหตุมาจากข้อจำกัดในการวัดปริมาณการปล่อยคาร์บอนรายบริษัท ซึ่งยากต่อการตรวจสอบและติดตามอย่างแม่นยำ (Bauer et al., 2022)

อย่างไรก็ดี คณะผู้วิจัยไม่พบความแตกต่างของผลประกอบการและอัตราผลตอบแทนของหุ้นระหว่างการเปิดเผยข้อมูลแบบสมัครใจ (Early adoption of the 56-1 ONE report) กับการเปิดเผยตามแบบ 56-1

(Mandatory disclosure) ภายหลังจากการนำแบบ 56-1 ONE report มาใช้ในปี 2563 แสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในรูปแบบสมัครใจยังไม่พบว่ามี ความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญในแง่ของการตอบสนองของตลาด เมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลในลักษณะเดียวกัน

การศึกษานี้แสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงจากการเปลี่ยนผ่านด้านสภาพภูมิอากาศในประเทศไทยส่งผลกระทบต่ออย่างชัดเจนต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และโดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทที่มีรายได้จากการส่งออกสินค้าไปต่างประเทศ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงแรงกดดันทางการเงินที่บริษัทในประเทศไทยต้องปรับตัวตามแนวทางและนโยบายด้านสภาพภูมิอากาศของโลก ทั้งนี้ การศึกษาในอนาคตควรศึกษาการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตที่คาดเคลื่อนของนักลงทุน ซึ่งอาจไม่ได้พิจารณาโยบายระยะยาวที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมและข้อจำกัดทางการเงินอื่นของบริษัทที่อาจส่งผลต่อการสนับสนุนการเปลี่ยนผ่านสู่เศรษฐกิจสีเขียว