



ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีชี้วัดความยั่งยืนและความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Sustainability Indices and Firm-Idiosyncratic Risk of Listed companies on the Stock Exchange of Thailand

ภัณฑิลา เลิศชาคร¹ มณวิกา ผดุงสิทธิ^{2*}

Pantila Lerdchakorn¹ Monvika Phadoongsitthi^{2*}

¹บริษัท ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอพีแอส จำกัด ²คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

¹PricewaterhouseCoopers ABAS Ltd. ²Thammasat Business School, Thammasat University

Email: monvika@tbs.tu.ac.th

Received: 29 กันยายน 2567

Revised: 8 มีนาคม 2568

Accepted: 14 มีนาคม 2568

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีชี้วัดความยั่งยืนและความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ซึ่งมีคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม คะแนนผลการดำเนินงานด้านสังคม คะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล และคะแนน ESG (Environment, Social and Governance) จากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึง พ.ศ. 2565 รวมจำนวน 562 ตัวอย่าง ผลการวิจัยพบว่า คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปได้ว่าความเสี่ยงเฉพาะตัวมีความเฉพาะเจาะจงกับแต่ละบริษัท จึงอาจไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากแนวปฏิบัติ ESG ที่สอดคล้องกับปัญหาที่กว้างกว่าและเป็นระบบมากกว่า และเมื่อแยกองค์ประกอบของ ESG Score เป็น 3 องค์ประกอบ พบว่า คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและคะแนนผลการดำเนินงานด้านสังคมไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงเฉพาะตัวอย่างมีนัยสำคัญ แต่คะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ อาจเนื่องมาจากการซื้อขายหุ้นจากนักลงทุนที่ต้องการถือหุ้นในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีแต่ไม่มีข้อมูลในการลงทุนมากนัก ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เกิดการเคลื่อนไหวรุนแรง นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังพบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวมีคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลโดยเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีความอ่อนไหวอย่างมีนัยสำคัญ

* Corresponding author



คำสำคัญ: ความเสี่ยงเฉพาะตัว, ดัชนีชี้วัดความยั่งยืน, ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล

Abstract

This study aims to examine the relationship between sustainability indices and firm-idiosyncratic risk by analyzing a sample of publicly listed companies on the Stock Exchange of Thailand that have been assessed for their sustainability performance. The assessment includes environmental, social, and governance (ESG) performance scores, along with an overall ESG score obtained from the Refinitiv Eikon database, covering the period from 2018 to 2022 and comprising a total of 562 samples. The findings indicate that environmental, social, and governance performance scores are not significantly related to firm-idiosyncratic risk. This suggests that firm-idiosyncratic risk is specific to each company and may not be substantially influenced by ESG practices, which are more closely linked to broader systemic factors. When disaggregating the ESG score into its three components, the results show that environmental and social performance scores are not significantly related to firm-specific risk. However, governance performance scores exhibit a significant positive relationship with firm-idiosyncratic risk. This may be attributed to stock trading behaviors, wherein investors seek to invest in companies with good corporate governance but lack sufficient information, leading to increased stock price volatility. Furthermore, the study finds that companies operating in sensitive industries have significantly higher average ESG performance scores than those in non-sensitive industries.

Keywords: Firm-Idiosyncratic Risk, Sustainability Indices, Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance

บทนำ

การพัฒนาของระบบเศรษฐกิจที่เป็นไปอย่างรวดเร็วที่มาพร้อมกับการพัฒนาด้านนวัตกรรม ด้านเทคโนโลยี ด้านการแพทย์ อัตราการตายของประชากรโลกที่ลดลง ความไม่เท่าเทียมทางสังคมที่มากขึ้น ทำให้มีการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดมากเกินไปที่ธรรมชาติจะสามารถสร้างใหม่ได้ทัน กิจกรรมต่าง ๆ ที่เกิดจากองค์กรโดยเฉพาะองค์กรทางธุรกิจทำให้เกิดผลลัพธ์ในเชิงลบ เช่น การขาดแคลนทรัพยากร มลภาวะทางสภาพแวดล้อม ซึ่งผลกระทบต่อสภาพแวดล้อมเหล่านี้ส่งผลต่อการพัฒนาอย่างยั่งยืนขององค์กรและสภาพเศรษฐกิจของโลก ประเทศต่าง ๆ จึงเริ่มตระหนักถึงความจำเป็นของความรับผิดชอบต่อสังคมในการพัฒนาองค์กรและสถานภาพทางเศรษฐกิจและสังคมของประชากร (He, Liu, Hao, & Li, 2023) จริง ๆ แล้ว นักเศรษฐศาสตร์ได้เริ่มมีการอภิปรายถึงแนวคิดเกี่ยวกับจริยธรรมและความ



รับผิดชอบทางสังคมของธุรกิจตั้งแต่ช่วงทศวรรษ 1950 แต่แนวคิดนี้ได้รับการต่อต้านจากผู้ถือหุ้นสถาบันและทฤษฎีทางการเงินในช่วงนั้นที่เห็นว่าหน้าที่สำคัญของบริษัทคือสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น ต่อมาในปี ค.ศ.1971 ได้เกิดกองทุนรวมที่ชื่อ Pax World Funds ซึ่งเป็นกองทุนรวมกองทุนแรกในสหรัฐอเมริกาที่พิจารณาเรื่องปัจจัยด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมในการตัดสินใจลงทุน และได้เป็นพื้นฐานสำหรับการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment, Social and Governance) หรือ ESG ในปัจจุบัน (Macesar, 2024)

ในช่วงทศวรรษ 1990 โครงการสิ่งแวดล้อมแห่งสหประชาชาติ (United Nations Environment Programme, UNEP) ได้สนับสนุนให้สถาบันการเงินมีบทบาทในการสร้างเศรษฐกิจที่ยั่งยืน มีการยกวางพิธีสารเกียวโต (Kyoto Protocol) เพื่อจัดการกับปัญหาการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศอย่างเป็นทางการ การลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมร่วมกัน ในปี ค.ศ. 2004 UN ได้กล่าวถึง ESG ซึ่งเป็นแนวคิดเกี่ยวกับการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืนเป็นครั้งแรกในรายงาน Who Cares Wins ซึ่งเป็นการร่วมมือกันระหว่าง UN และสถาบันการเงินกว่า 20 แห่งทั่วโลก โดยกรอบแนวคิดการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนจะมีการตระหนักถึงสิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) มีการกำหนดหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม (Principles for Responsible Investment, PRI) และในช่วงเวลานี้ก็เกิดเหตุการณ์อื้อฉาวของธุรกิจอย่าง การล้มละลายของ Enron และการรั่วไหลของน้ำมันดิบของ BP จึงยิ่งกระตุ้นให้สังคมเห็นความจำเป็นของความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อสังคมในการดำเนินธุรกิจมากขึ้น ในช่วงทศวรรษ 2010 ได้มีการจัดตั้งองค์กรอิสระคือ คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีเพื่อความยั่งยืน (SASB) เพื่อทำหน้าที่กำหนดมาตรฐานที่ส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่เป็นสาระสำคัญเพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุน และ GRI ซึ่งเป็นองค์กรอิสระที่พัฒนากรอบการรายงานความยั่งยืนที่เป็นมาตรฐาน (GRI Standards) จากนั้นเป็นต้นมา ESG ได้กลายมาเป็นส่วนสำคัญของกลยุทธ์ทางธุรกิจและส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของโลก (Macesar, 2024)

Marr (2022) ให้ความเห็นว่า ความยั่งยืน (Sustainability) ถือเป็นหนึ่งในเทรนด์ธุรกิจโลก เนื่องจากทั่วโลกมีการตระหนักมากขึ้นว่าภัยพิบัติทางสภาพอากาศจะเป็นความท้าทายที่ใหญ่กว่าสิ่งที่โลกเคยประสบในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา ส่งผลให้นักลงทุนและผู้บริโภคชื่นชอบธุรกิจที่มีมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่ดี ลูกค้านำให้มีความสำคัญกับปัจจัยด้านผลกระทบต่อระบบนิเวศและความยั่งยืนจะเลือกซื้อสินค้าจากธุรกิจที่คำนึงถึงเรื่องดังกล่าวด้วย องค์กรธุรกิจต้องมั่นใจว่ากระบวนการด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ได้กลายมาเป็นศูนย์กลางของกลยุทธ์ ซึ่งเริ่มด้วยการวัดผลกระทบที่ธุรกิจมีต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม จากนั้นจึงเพิ่มความโปร่งใส การรายงานและความรับผิดชอบต่อสังคม กำหนดแผนที่มีเป้าหมายชัดเจนและกรอบเวลาในการลดผลกระทบเชิงลบ การประเมินและแผนควรครอบคลุมทั้งภายในบริษัทและห่วงโซ่อุปทานทั้งหมด รวมถึงคุณสมบัติ ESG ของกิจการคู่ค้า สำหรับประเทศไทยนั้น ทีมงานสหประชาชาติประจำประเทศไทยได้ลงนามในกรอบความร่วมมือว่าด้วยการพัฒนาที่ยั่งยืน วาระปี พ.ศ. 2565-2569 กับรัฐบาลไทยเมื่อเดือนมกราคม พ.ศ. 2565 เพื่อสนับสนุนการขับเคลื่อนเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals, SDGs) 17 เป้าหมาย โดยเน้นความสำคัญของการพัฒนาอย่างยั่งยืนเชิงพื้นที่ (SDG Localization) เพื่อนำวาระการพัฒนาในระดับโลกสู่ชุมชนท้องถิ่นให้บรรลุผลลัพธ์ตามเป้าหมายได้อย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การส่งเสริมนวัตกรรมจากคนรุ่นใหม่โดยเน้นสิทธิมนุษยชนในภาคธุรกิจและการพลิกโฉมวิสาหกิจด้วยระบบดิจิทัล การเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ การจัดการขยะมูลฝอย และการเปลี่ยนผ่านสู่อุตสาหกรรมสีเขียว โดย



มุ่งส่งเสริมอุตสาหกรรมคาร์บอนต่ำและภาคการเงินและการลงทุนที่เกื้อหนุนอุตสาหกรรมสีเขียวในภูมิภาค
กลางและย่อม เพื่อให้สังคมไทยทุกภาคส่วน มีความมั่งคั่ง ยั่งยืน และครอบคลุม (United Nations Thailand, 2024)

ดังนั้น ธุรกิจจึงไม่ควรดำเนินงานโดยคำนึงถึงกำไรขาดทุนเพียงอย่างเดียว แต่ควรให้ความสำคัญกับผลลัพธ์
ที่อาจเกิดขึ้นในระยะยาวอย่างรอบด้าน ทั้งผลการดำเนินงานด้านการเงินและผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน ซึ่ง
สอดคล้องกับแนวคิด Triple Bottom Line (TBL) ของ Elkington (1997) ที่ผลักดันการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable
Development) ที่ระบุใน Brundtland Report ในปี ค.ศ. 1987 ซึ่งอธิบายว่า การพัฒนาจะต้องตอบสนองความต้องการ
ของคนในรุ่นปัจจุบันโดยไม่ทำให้ความสามารถในการตอบสนองความต้องการของคนในอนาคตลดลง TBL มีการ
กำหนดกรอบในการวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจและความสำเร็จขององค์กร 3 ด้าน คือ ด้านเศรษฐกิจ (Economic)
ด้านสังคม (Social) และด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) (Goel, 2010) จะเห็นได้ว่า TBL ขยายแนวทางด้าน
สิ่งแวดล้อมในลักษณะที่รวมเข้ากับด้านเศรษฐกิจและสังคม โดยวัดผลสำเร็จของการดำเนินงานจากทั้งกำไร (Profit)
คน (People) และโลก (Planet) ทำให้ธุรกิจเติบโตเป็นไปตามกรอบแนวคิดการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนที่มีการตระหนัก
ถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล

การให้ความสำคัญกับ ESG นอกจากจะเพิ่มโอกาสใหม่ในการลงทุนแล้ว ยังช่วยให้ธุรกิจสามารถบริหารจัดการ
จัดการความเสี่ยงในการลงทุนระยะยาวได้ (EY, 2017) The Global Sustainable Investment Alliance (2021)
รายงานใน Global Sustainable Investment Review 2020 ว่า การลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความยั่งยืนทั่วโลก มีมูลค่า
รวมกว่า 35,301 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในปี ค.ศ. 2020 เพิ่มขึ้นจากปี ค.ศ. 2016 ร้อยละ 54.57 และ Deutsche Bank
คาดการณ์ว่าการลงทุนในสินทรัพย์ยั่งยืนจะอยู่ที่ 160 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐภายในปี ค.ศ. 2036 (สมาคม
บริษัทหลักทรัพย์ไทย, ม.ป.ป.) ในส่วนของประเทศไทยนั้น ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้
จัดทำ “รายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI (Thailand Sustainability Investment)” ซึ่งเป็นหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนิน
ธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม มีความรับผิดชอบต่อสังคม และมีการบริหารงานตามหลักบรรษัทภิบาล
(ESG) เพื่อเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับนักลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย และในปี พ.ศ. 2566 ก็ได้เปลี่ยนชื่อ “รายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI (Thailand Sustainability Investment)” เป็น
“หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings” ซึ่งเทียบเคียงกับตลาดหุ้นนิวยอร์กที่มี Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)
พร้อมทั้งประกาศผลรายชื่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มที่ได้รับการประเมินผลว่าเป็นหุ้นยั่งยืน จำนวน 193 บริษัท เป็นปี
แรก เพื่อส่งเสริมให้นักลงทุนมีข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน (SET, n.d. a)

ในส่วนของการศึกษาวิจัยนั้นพบว่า มีการนำดัชนีชี้วัดความยั่งยืนมาศึกษาในแง่มุมต่าง ๆ เช่น Aydoğmuş,
Gülay and Ergun (2022) และ Chen, Song and Gao (2023) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลการดำเนินงาน
ด้าน ESG และผลการดำเนินงานของบริษัท Ballentine (2020) รายงานว่า ตั้งแต่ต้นปีจนถึงเดือนมีนาคม ค.ศ. 2020
ร้อยละ 59 ของ U.S. ESG ETFs ให้ผลตอบแทนสูงกว่าดัชนี S&P500 และร้อยละ 60 ของ European ESG ETFs ให้
ผลตอบแทนสูงกว่า MSCI Europe อย่างไรก็ตาม Prol and Kim (2022) พบว่า พอร์ตการลงทุน (Investment Portfolio)
จะให้ผลตอบแทนต่ำแต่ก็มีความผันผวนและผลตอบแทนต่อ 1 หน่วยความเสี่ยง (Sharpe Ratio) ที่ต่ำด้วยเช่นกัน ส่วน
Kilic, Destek, Cevik, Bugan, Korkmaz and Dibooglu (2022) พบว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความเคลื่อนไหวร่วม
ที่เป็นบวกกับผลตอบแทนจากการลงทุนที่พิจารณาปัจจัยด้าน ESG ในประเทศกำลังพัฒนา แต่การเคลื่อนไหวร่วม
ดังกล่าวกลับเป็นไปในทางตรงกันข้ามในประเทศที่พัฒนาแล้ว จึงสรุปว่า การเพิ่มหลักทรัพย์ ESG เพื่อกระจาย



ความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาจะทำให้มีกำไรค่อนข้างจำกัด แต่จะมีกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ถ้าเพิ่มหลักทรัพย์ ESG ในพอร์ตการลงทุนในประเทศพัฒนาแล้ว ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงนั้น งานวิจัยของ He, Liu and Chen (2023) พบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG เชิงบวกจะสามารถลดความเสี่ยงของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Anwer, Goodell, Migliavacca and Paltrinieri (2023) พบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk) แต่ค่า ESG ยกกำลังสองกลับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงดังกล่าว มีลักษณะเป็นความสัมพันธ์แบบรูปตัว U คว่า

จะเห็นได้ว่า ผลการวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับประเด็นด้านความยั่งยืน หรือ ESG กับตัวแปรต่าง ๆ มีทั้งส่วนที่สอดคล้องกันและส่วนที่ขัดแย้งกัน นอกจากนี้ งานวิจัยส่วนใหญ่เน้นไปที่การศึกษาผลกระทบของ ESG ที่มีต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการ ในขณะที่การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของ ESG ที่มีต่อความเสี่ยงของบริษัทยังคงมีจำกัด (He et al., 2023) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศไทย ซึ่งอาจเป็นเพราะสังคมเพิ่งให้ความสนใจเรื่องความยั่งยืนไม่นานนัก จึงยังคงมีข้อจำกัดดังกล่าวโดยเฉพาะความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) หรือความเสี่ยงเฉพาะตัว (Idiosyncratic Risk) ของบริษัท ซึ่งสามารถลดลงได้ด้วยการบริหารจัดการที่ดีของกิจการ และการกระจายการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าในบริบทของประเทศไทยที่เพิ่งมีความตื่นตัวด้านความยั่งยืนเมื่อเทียบกับหลายประเทศทั่วโลกนั้น ผลประเมินด้านความยั่งยืน (Sustainability Index) ในด้านต่าง ๆ ทั้งด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทหรือไม่ ซึ่งหากพบว่า ESG ส่งผลต่อความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ก็จะเป็นประโยชน์ทั้งต่อบริษัทและนักลงทุน โดยในส่วนของบริษัทนั้นก็สามารถลดความเสี่ยงเฉพาะตัวได้ด้วยการจัดการด้าน ESG เช่น การกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลเพื่อส่งเสริมให้กรรมการบริษัทและผู้บริหารระดับสูงตระหนักถึงความเสี่ยงด้าน ESG และสร้างวัฒนธรรมการบริหารจัดการความเสี่ยงที่ดีภายในองค์กร ทำความเข้าใจ ติดตาม วิเคราะห์ความเสี่ยงและประเด็นสำคัญด้านความยั่งยืน และสื่อสารประเด็นความเสี่ยงด้าน ESG ที่อาจส่งผลต่อความเสี่ยงเฉพาะตัว การดำเนินธุรกิจ รวมถึงกลยุทธ์องค์กร สามารถเลือกวิธีตอบสนองต่อความเสี่ยงด้าน ESG อย่างเหมาะสม ซึ่งการบริหารจัดการความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพโดยครอบคลุมประเด็นด้าน ESG จะเป็นพื้นฐานที่สำคัญในการขับเคลื่อนองค์กรไปสู่ความสำเร็จตามเป้าหมายอย่างยั่งยืน ในส่วนของนักลงทุนก็สามารถบริหารความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนด้วยกลยุทธ์การลงทุนที่คัดกรองทั้งปัจจัยเชิงบวกและปัจจัยเชิงลบด้วยการพิจารณาผลการดำเนินงานด้าน ESG ประกอบการตัดสินใจลงทุนควบคู่ไปกับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของธุรกิจ เพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาวและสร้างผลกระทบเชิงบวกหรือลดผลกระทบเชิงลบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (SET, n.d. b) นอกจากนี้ ผลของการวิจัยนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องในการวางกรอบการทำงานหรือหลักเกณฑ์เกี่ยวกับ ESG เพื่อยกระดับคุณภาพของธุรกิจและรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันในระยะยาวเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืนต่อไป

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development) ที่ระบุใน Brundtland Report ในปี ค.ศ. 1987 นั้นเป็นแนวทางในการพัฒนาที่สามารถตอบสนองความต้องการของคนในรุ่นปัจจุบันโดยไม่ทำให้ความสามารถในการตอบสนองความต้องการของคนในรุ่นอนาคตลดลง ประเทศสมาชิกขององค์การสหประชาชาติได้ร่วมกันวางกรอบเป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development Goals, SDGs) ซึ่งมีทั้งหมด 17 เป้าหมาย (Goals)



ภายใต้หนึ่งเป้าหมายจะประกอบไปด้วยเป้าหมายย่อย ๆ ที่เรียกว่า เป้าหมายย่อย (Targets) ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 169 เป้าหมายย่อย และพัฒนาตัวชี้วัด (Indicators) จำนวน 232 ตัวชี้วัด (ทั้งหมด 244 ตัวชี้วัด แต่มีตัวที่ซ้ำ 12 ตัว) เพื่อติดตามความก้าวหน้าของเป้าหมายย่อยดังกล่าว องค์การสหประชาชาติแบ่งเป้าหมาย 17 ข้อ ออกเป็น 5 กลุ่ม (เรียกว่า 5 Ps) ประกอบด้วย People (มิติด้านสังคม) Prosperity (มิติด้านเศรษฐกิจ) Planet (มิติด้านสิ่งแวดล้อม) Peace (มิติด้านสันติภาพและสถาบัน) และ Partnership (มิติด้านหุ้นส่วนการพัฒนา) (SDG Move Team, n.d.)

การสร้างวาทะกรรมที่กระตือรือร้นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และการตั้งเป้าหมายที่นอกเหนือไปจากการเพิ่มผลกำไรและการลดความเสี่ยงกำลังเป็นแนวโน้มที่เติบโตขึ้นทั่วโลก รวมถึงในด้านการลงทุน ซึ่งได้ก่อให้เกิดการไหลเข้าของสินทรัพย์จำนวนมากในกองทุน ESG ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา สินทรัพย์ในกองทุน ESG ทั่วโลกได้เพิ่มขึ้นถึงประมาณ 2.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นปี ค.ศ. 2022 จาก 2.24 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นไตรมาสที่สาม การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์เกือบร้อยละ 12 นี้เพิ่มเกือบสองเท่าของการเติบโตในตลาดกองทุนทั่วโลกทั่วไป (Baker, 2023) กำพล อติเรกสมบัติ (2566) ให้ความเห็นว่า หนึ่งในประเด็นสำคัญที่ทำให้ ESG มีความสำคัญกับโลกการลงทุนมากขึ้นคือ ESG Rating มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัท ถึงแม้ว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวในระยะสั้นอาจถูกลดทอนจากปัจจัยเสี่ยงทางเศรษฐกิจในช่วงเวลา หลังปี พ.ศ. 2559 วิกฤตภาคเอกชนตื่นตัวกับ ESG มากขึ้น เนื่องจากมีการกำกับดูแลเกี่ยวกับ ESG เพิ่มขึ้นจากหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ โดยในปี พ.ศ. 2559 - 2563 มีการเพิ่มขึ้นของจำนวนกฎระเบียบด้าน ESG ทั่วโลกโดยเฉลี่ยร้อยละ 41 ต่อปี และในปี พ.ศ. 2564 มีการเติบโตร้อยละ 17 นักลงทุนมีแนวโน้มให้ความสำคัญกับการพิจารณาปัจจัยเรื่องอันดับความน่าเชื่อถือด้าน ESG หรือ ESG Rating ในการลงทุนมากขึ้น โดยในช่วงปี พ.ศ. 2561 - 2564 มีเงินลงทุนในกองทุนรวมที่ส่งเสริม ESG ที่เพิ่มขึ้นมากกว่ากองทุนรวมที่มีการส่งเสริม ESG อยู่บ้าง และในปี พ.ศ. 2565 ซึ่งเป็นปีที่อัตราดอกเบี้ยและเงินเฟ้อสูง กลุ่มนักลงทุนคนรุ่นใหม่ทั้ง Gen Y และ Gen Z เห็นว่า ESG Rating เป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุน รองจากผลตอบแทนจากการลงทุน

หนึ่งในปัจจัยที่นักวิจัยหลายคนได้นำมาอธิบายว่าเป็นแรงจูงใจเบื้องหลังการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับ ESG ขององค์กรก็คือความต้องการที่จะทำให้องค์กรนั้น ๆ เป็นที่ยอมรับตามทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ที่อธิบายว่า บริษัทพยายามที่จะทำให้มั่นใจได้ว่ากิจกรรมของบริษัทไม่ละเมิดกฎและบรรทัดฐานของชุมชนโดยรอบ เนื่องจากองค์กรธุรกิจมีข้อตกลงทางสังคมกับชุมชนที่เกี่ยวข้อง นั่นคือ บริษัทได้รับอิทธิพลจากสังคมที่บริษัทนั้นดำเนินงานอยู่ และในทางกลับกันบริษัทก็มีอิทธิพลต่อสังคมนั้น ๆ ด้วย นโยบายการเปิดเผยข้อมูลขององค์กรจึงเป็นวิธีสำคัญวิธีหนึ่งที่ผู้บริหารสามารถใช้เพื่อมีอิทธิพลต่อการรับรู้จากภายนอกเกี่ยวกับองค์กร (Deegan, 2002) นอกจากนี้ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) อธิบายว่า การที่บริษัททำกิจกรรมที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมจะทำให้บริษัทมีชื่อเสียงที่ดีและเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกให้กับสาธารณะ เพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Becchetti, Ciciretti, & Hasan, 2015) จึงอนุมานได้ว่า ความมุ่งมั่นต่อความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทซึ่งสะท้อนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จะเอื้อต่อการพัฒนาในระยะยาวของบริษัทและเป็นประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลายฝ่ายในแง่ของการลดความเสี่ยงขององค์กร (He et al., 2023) ซึ่งเป็นความเสี่ยงเฉพาะตัว (Idiosyncratic Risk) ที่มีความเฉพาะเจาะจงของแต่ละบริษัทเนื่องจากการให้ข้อมูลที่มีประสิทธิภาพเกี่ยวกับตลาดทุน

Fu, Yu, Guo and Zhang (2024) ศึกษาผลกระทบของคะแนน ESG ที่มีต่อความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทในอุตสาหกรรมเหมืองแร่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีนโดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสในช่วงปี ค.ศ.



2009 - 2021 ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีขึ้นจะทำให้ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทลดลง เนื่องจากผลการดำเนินงานด้าน ESG ช่วยลดข้อจำกัดด้านการเงิน ทำให้บริษัทมีการควบคุมความเสี่ยงที่ดีขึ้น ลดปัญหาตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จึงทำให้ความเสี่ยงทางการเงินลดลง สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Wang and Chen (2017) ที่พบว่า คะแนน ESG ที่ต่ำอาจส่งผลให้กิจการเหมืองแร่มีความเสี่ยงทางการเงินเนื่องจากมีการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมที่ไม่เพียงพอ มีความสัมพันธ์ที่ไม่ดีระหว่างบริษัทกับสังคมแวดล้อมและมีโครงสร้างการกำกับดูแลที่ไม่เข้มแข็ง Liang and Renneboog (2020) สรุปว่า คะแนน ESG เป็นเครื่องมือสำคัญสำหรับนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับกิจการในการประเมินสุขภาพทางการเงินและความเสี่ยงทางการเงินของกิจการเหมืองแร่

Kong, Pan, Sun and Taghizadeh-Hesary (2020) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อมขององค์กร (Environmental Corporate Social Responsibility, ECSR) และความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงและจีนแผ่นดินใหญ่ ระหว่างปี ค.ศ. 2011 - 2017 พบว่า บริษัทที่มีคะแนน ECSR สูงมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น เป็นการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ส่งผลให้ความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทลดลง Hu, Shen and Chen (2021) ศึกษาผลกระทบของความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (Corporate Social Responsibility, CSR) ที่มีต่อความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทในกลุ่ม A-Shares ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงและจีนแผ่นดินใหญ่ ในช่วงปี ค.ศ. 2010 - 2018 ซึ่งเป็นบริษัทที่มีฐานธุรกิจการเงินแผ่นดินใหญ่ และให้นักลงทุนสัญชาติจีนและนักลงทุนสถาบันต่างชาติลงทุนได้เท่ากันโดยใช้สกุลเงินหยวนในการซื้อ-ขาย ผลการศึกษาพบว่า CSR ลดความเป็นไปได้ที่จะเกิดความเสี่ยงเฉพาะตัวในอนาคตเนื่องจาก CSR สะท้อนถึงความโปร่งใสในการดำเนินงานที่สูงขึ้น

Benlemlih, Shaukat, Qiu and Trojanowski (2018) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม และความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในสหราชอาณาจักร ระหว่างปี ค.ศ. 2005 - 2013 พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงเชิงระบบ แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับความเสียหายรวมและความเสี่ยงเฉพาะตัว แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่ครอบคลุมและเป็นกลางจะส่งเสริมความโปร่งใสทางธุรกิจ ซึ่งช่วยสร้างชื่อเสียงด้านบวกและความไว้วางใจกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทำให้ความเสี่ยงเฉพาะตัวหรือความเสี่ยงด้านการดำเนินงานของบริษัทลดลง สอดคล้องกับ Annisa and Hartanti (2021) ที่ศึกษาผลกระทบของผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่มีต่อความเสี่ยงของบริษัทในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ 5 ประเทศ ได้แก่ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ไทย ฟิลิปปินส์ และสิงคโปร์ ในช่วงปี ค.ศ. 2011 - 2017 พบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีขึ้นทำให้ความเสี่ยงรวมและความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทลดลง แต่ไม่ส่งผลต่อความเสี่ยงเชิงระบบ นอกจากนี้ Xue, Zhang and Li (2020) ศึกษาผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทกับความเสียหายของธุรกิจในสหราชอาณาจักรระหว่างปี ค.ศ. 2002 - 2013 โดยแบ่งผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมออกเป็น 2 มิติ ได้แก่ มิติด้านการจัดการสิ่งแวดล้อมและมิติด้านการปฏิบัติการด้านสิ่งแวดล้อม ผลการศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานด้านการจัดการสิ่งแวดล้อมเป็นกลไกที่มีประสิทธิผลในการลดความเสี่ยงของบริษัท แต่ไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนระหว่างผลการดำเนินงานด้านการปฏิบัติการด้านสิ่งแวดล้อมและความเสียหายของธุรกิจ

นอกจากนี้ Liu, Gu and Hu (2023) พบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ช่วยลดความผันผวนเฉพาะตัวของหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม A-Share ของประเทศจีนอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Reber, Gold and Gold (2021) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG โดยสมัครใจช่วยลดความผันผวนเฉพาะตัวของบริษัทรวมทั้ง



ความเสี่ยงที่อาจเกิดผลขาดทุนเกินกว่าที่คาดการณ์ไว้ และ Izcan and Bektas (2022) ที่พบว่า คะแนน ESG รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับความเสี่ยงเฉพาะตัวของธนาคารในระดับความเสี่ยงปานกลางถึงสูง ซึ่งผลกระทบจะมากขึ้นเมื่อระดับความเสี่ยงของธนาคารสูงขึ้น รวมทั้ง Horn (2023) ที่พบว่าคะแนน ESG ช่วยลด ความเสี่ยงเฉพาะตัวของหุ้นในตลาดหุ้นของสหรัฐอเมริกาและแคนาดา และ Sciarelli, Landi, Turriziani and Prisco (2024) ที่พบว่า คะแนน ESG รวม รวมทั้งคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมสามารถลดความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท ได้

แม้ว่ามีงานวิจัยจำนวนหนึ่งที่พบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ทำให้ความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทลดลง อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีการลงทุนที่มากเกินไป (Overinvestment Theory) ซึ่งมีที่มาจาก Agency Theory อธิบายในอีก มุมมองว่า ผู้บริหารองค์กรมีแรงจูงใจที่จะลงทุนในเรื่องของความยั่งยืนมากเกินไปเพื่อทำให้ชื่อเสียงของตนเองดีขึ้นหรือ เพื่อปรับการจัดอันดับที่ไม่ใช่ทางการเงินของบริษัทและเบี่ยงเบนความสนใจของตลาดจากคุณภาพทางการเงินที่ไม่ เหมาะสม ดังนั้น จึงเป็นไปได้ว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลให้ความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน (Anwer et al., 2023) Barnea and Rubin (2010) พบหลักฐานที่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า การลงทุนใน CSR ที่มาก เกินไป อาจทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงของบริษัทไม่สามารถอธิบายความแปรปรวนของ คะแนน CSR ได้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ Sassen, Hinze and Hardeck (2016) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง คะแนน ESG และความเสี่ยงของบริษัท จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีชี้วัดความยั่งยืนกับความเสี่ยง เฉพาะตัวของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินผลการดำเนินงานด้านความ ยั่งยืนจะเป็นไปในทิศทางใด

จากการศึกษางานวิจัยในอดีต พบว่า ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจส่งผลต่อความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท งานวิจัยนี้จึงใช้ตัวแปรควบคุม 4 ตัวแปร ประกอบด้วย (1) ขนาดของบริษัท (Size) ที่งานวิจัยส่วนใหญ่พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของบริษัท (Annisa & Hartanti, 2021; He et al., 2023; He et al., 2023) โดยบริษัท ที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะบริหารจัดการความเสี่ยงได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็กเนื่องจากมีทรัพยากรมากกว่า (2) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Annisa & Hartanti, 2021; Benlemlih et al., 2018; Jo & Na, 2012) เนื่องจากกิจการที่มีกำไรสูงมีแนวโน้มที่จะมีความเสี่ยงต่ำ (3) สัดส่วนหนี้สิน (Leverage) (Annisa & Hartanti, 2021; Anwer et al., 2023; Sassen et al., 2016) ซึ่ง Benlemlih et al. (2018) อธิบายว่า กิจการที่มีสัดส่วนหนี้สินสูงก็จะมีความเสี่ยงสูงด้วยเนื่องจากมีโอกาสที่จะผิดนัดชำระหนี้สูงขึ้น และ (4) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด เพื่อควบคุมลักษณะความเสี่ยงที่แตกต่างกันของหุ้นเติบโต (Growth Stock) และหุ้นคุณค่า (Value Stock) ตามงานวิจัยของ Jo and Na (2012) และ Sassen et al. (2016)



ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่า ผลประเมินด้านความยั่งยืน (Sustainability Index) ในด้านต่าง ๆ คือ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล มีความสัมพันธ์กับความเสียหายเฉพาะตัวของบริษัทหรือไม่ โดยกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (ข้อมูล ณ วันที่ 19 มกราคม พ.ศ. 2567) ซึ่งมีคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Pillar Score) คะแนนผลการดำเนินงานด้านสังคม (Social Pillar Score) คะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล (Governance Pillar Score) และคะแนน ESG (ESG Score) จากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon ระหว่างปี พ.ศ. 2561 - 2565 จำนวน 562 ตัวอย่าง

สำหรับดัชนีชี้วัดความยั่งยืน (Sustainability Index) ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระ เป็นดัชนีสำหรับวัดว่าบริษัทได้มีการลงทุนและดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมสิ่งแวดล้อม ESG อย่างไรในการนำไปสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืน (บริษัท บารามิซี จำกัด, 2565) วัดจากคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลรวม (ESG Score) และแยกออกเป็นคะแนนผลการดำเนินงานในแต่ละด้าน ได้แก่ คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Pillar Score, E Score) คะแนนผลการดำเนินงานด้านสังคม (Social Pillar Score, S Score) คะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล (Governance Pillar Score, G Score) โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon ซึ่งผลการประเมินแต่ละด้านจะมีเกณฑ์คะแนนตั้งแต่ 0 - 100

สำหรับความเสียหายเฉพาะตัวของบริษัท (Idiosyncratic Risk) ซึ่งเป็นตัวแปรตามนั้น งานวิจัยนี้คำนวณความเสียหายเฉพาะตัวโดยใช้ Fama-French Three-Factor Model ตามงานวิจัยของ He et al. (2023); Hu et al. (2021) และ Reber et al. (2021) ที่ให้ความเห็นว่า โมเดลนี้สามารถวัดปัจจัยความเสี่ยงทั่วไปในระดับตลาดได้ดีกว่า Market Model ทั่ว ๆ ไป โดยมีแนวคิดที่ว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจในระดับมหภาคจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านทางขนาด (Size Factor) และมูลค่า (Value) ของกิจการ ดังนั้น ผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์จะมีค่าเท่ากับผลบวกของค่าชดเชยความเสี่ยง 3 ประเภท คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยตลาด (Market Risk Premium) ค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยขนาด (Size Premium) และค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยมูลค่า (Value Premium) ซึ่งมีแบบจำลองดังนี้

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + S_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่	$R_{i,t} - R_{f,t}$	คือ ผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ i ณ เดือน t
	$R_{i,t}$	คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เดือน t
	$R_{f,t}$	คือ ผลตอบแทนของสินทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง ณ เดือน t
	α_i	คือ ค่าคงที่ของสมการถดถอยของหลักทรัพย์ i
	$R_{m,t} - R_{f,t}$	คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงตลาด ณ เดือน t
	SMB_t	คือ ผลตอบแทนจากพอร์ตการลงทุนตามขนาดของบริษัท คำนวณจากมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ณ เดือน t และแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กและกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ จากนั้นจึงคำนวณผลต่าง



	ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่
HML _t	คือ ผลตอบแทนจากพอร์ตการลงทุนตามอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด ณ เดือน t คำนวณโดยการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดปานกลาง และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ จากนั้นจึงคำนวณผลต่างของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ
ε _{i,t}	คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของหลักทรัพย์ i ณ เดือน t

จากนั้น นำสมการข้างต้นไปทำการวิเคราะห์ถดถอย (Regression Analysis) แล้วจึงคำนวณความเสี่ยงเฉพาะตัว (Idiosyncratic Risk, IDIOR) ด้วยการคูณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าความคลาดเคลื่อน (Standard Deviation of Residual Term) กับรากที่สองของเดือนที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในหนึ่งปี

สำหรับตัวแปรควบคุมคำนวณตามงานวิจัยในอดีต (เช่น Annisa & Hartanti, 2021; Anwer et al., 2023; Benlemlih et al., 2018; Sassen et al., 2016) โดยขนาดของบริษัท (Size) คำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวม ความสามารถในการทำกำไรวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset, ROA) คำนวณโดยการหารกำไรหลังภาษีเงินได้ด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย สัดส่วนหนี้สิน (Leverage Ratio, LEV) คำนวณโดยการหารหนี้สินรวมด้วยสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด (Book to Market Ratio, BTM) คำนวณโดยการหารมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นด้วยมูลค่าตลาดต่อหุ้น โดยข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณตัวแปรต่าง ๆ ได้มาจาก Refinitiv Eikon และ ThaiBMA และมีแบบจำลองในการศึกษา ดังนี้

$$IDIOR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG\ Score_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BTM_{i,t} + \varepsilon$$

โดยสรุปคำนิยามของตัวแปรและการวัดค่าในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 คำนิยามและการวัดค่าตัวแปร

ประเภทตัวแปร	ชื่อตัวแปร	คำนิยามและการวัดค่า
ตัวแปรตาม	IDIOR	ความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท วัดค่าโดยใช้ Fama-French Three-Factor Model
ตัวแปรอิสระ	ESG Score	ดัชนีวัดความยั่งยืน วัดค่าจากคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (เกณฑ์คะแนน 0 – 100)
ตัวแปรควบคุม	Size	ขนาดของบริษัท วัดค่าจาก Natural Log ของสินทรัพย์รวม
	ROA	ความสามารถในการทำกำไร วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (%)
	LEV	สัดส่วนหนี้สิน วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (%)



ประเภทตัวแปร	ชื่อตัวแปร	คำนิยามและการวัดค่า
	BTM	อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด (%)

สำหรับ ESG Score นั้น งานวิจัยนี้ได้จำแนกเป็นคะแนนผลการดำเนินงานในแต่ละด้านด้วย เพื่อที่จะทดสอบเพิ่มเติมว่า ผลการดำเนินงานในแต่ละด้านของ ESG นั้น ส่งผลต่อความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทหรือไม่ โดย E Score คือ คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม S Score คือ คะแนนผลการดำเนินงานด้านสังคม และ G Score คือ คะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล ในการทดสอบว่าความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) และตัวแปรควบคุมหรือไม่ จะใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผลการศึกษาและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้รวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 562 ตัวอย่าง ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ซึ่งสะท้อนถึงดัชนีชี้วัดความยั่งยืนจาก Refinitiv Eikon และมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครบถ้วนระหว่างปี พ.ศ. 2561 - พ.ศ. 2565 นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้แบ่งกลุ่มตัวอย่างตามความอ่อนไหวของอุตสาหกรรม (Industry sensitivity) ตามการจัดประเภทของ Global Industry Classification Standard (GICS) โดยบริษัทที่อยู่ในกลุ่มพลังงาน (Energy) กลุ่มวัสดุ (Material) และกลุ่มสาธารณูปโภค (Utility) ธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมยาสูบ การพนัน เครื่องดื่มแอลกอฮอล์ และธุรกิจบันเทิงสำหรับผู้ใหญ่ จะถูกจัดประเภทเป็นอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหว (Garcia, Mendes-Da-Silva, & Orsato, 2017; Yoon, Lee, & Byun, 2018) ซึ่งกลุ่มตัวอย่างจำนวน 562 ตัวอย่าง เป็นกลุ่มตัวอย่างจากอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวร้อยละ 21.71 โดยมีจำนวนตัวอย่างแยกตามความอ่อนไหวของอุตสาหกรรมในแต่ละปีและข้อมูลทางสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างแสดงในตารางที่ 2 และตารางที่ 3 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 จำนวนกลุ่มตัวอย่างแยกตามประเภทอุตสาหกรรม

ปี พ.ศ.	ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวน	ร้อยละ
2561	Non-sensitive	28	4.98
	Sensitive	12	2.14
2562	Non-sensitive	72	12.81
	Sensitive	21	3.74
2563	Non-sensitive	98	17.44
	Sensitive	26	4.63
2564	Non-sensitive	127	22.60
	Sensitive	34	6.05



ปี พ.ศ.	ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวน	ร้อยละ
2565	Non-sensitive	115	20.46
	Sensitive	29	5.16
กลุ่มตัวอย่างรวม		562	100.00

ตารางที่ 3 ข้อมูลทางสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
ตัวแปรตาม				
IDIOR	0.188	0.116	0.035	1.097
ตัวแปรอิสระ				
ESG Score	52.158	18.272	2.396	91.790
E Score	44.018	25.488	0.000	97.415
S Score	58.865	21.627	2.399	97.828
G Score	50.313	20.826	1.344	95.329
ตัวแปรควบคุม				
Size	10.749	0.744	9.141	12.646
ROA	0.058	0.072	-0.209	0.634
LEV	0.319	0.204	0.000	0.829
BTM	0.715	0.602	-4.401	3.849

จากตารางที่ 3 คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) ซึ่งมีเกณฑ์การประเมินคะแนน คือ 0 – 100 พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีคะแนน ESG รวมอยู่ในระดับปานกลาง และเมื่อพิจารณาคะแนนผลการดำเนินงานในแต่ละด้าน คือ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล ก็พบว่า อยู่ในระดับปานกลางด้วยเช่นกัน อย่างไรก็ตาม คุณภาพและขอบเขตของการเปิดเผยข้อมูล ESG ของกลุ่มตัวอย่างนั้นค่อนข้างแตกต่างกัน พิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่มีค่าสูง สำหรับความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท (IDIOR) นั้นมีค่าเฉลี่ย 0.188 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.116 แสดงว่า กลุ่มตัวอย่างมีระดับความเสี่ยงเฉพาะตัวที่ค่อนข้างหลากหลายด้วยเช่นกัน



ตารางที่ 4 ข้อมูลทางสถิติเบื้องต้นของตัวแปรอิสระจำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม

ตัวแปร	ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
IDIOR	Sensitive	122	0.162**	0.091
	Non-sensitive	440	0.195	0.121
ESG Score	Sensitive	122	57.421**	18.476
	Non-sensitive	440	50.699	17.965
E Score	Sensitive	122	54.910**	24.953
	Non-sensitive	440	40.999	24.829
S Score	Sensitive	122	63.007**	20.644
	Non-sensitive	440	57.717	21.775
G Score	Sensitive	122	53.795**	17.552
	Non-sensitive	440	49.347	21.565

** ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยของตัวแปรอิสระจำแนกตามความอ่อนไหวของอุตสาหกรรมจากตารางที่ 4 พบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหว (Sensitive Industry) มีความเสี่ยงเฉพาะตัวเฉลี่ยต่ำกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีความอ่อนไหว (Non-sensitive Industry) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า กิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมอ่อนไหวจำนวนหนึ่งถูกควบคุมโดยหน่วยงานกำกับดูแลของภาครัฐ การเข้าสู่อุตสาหกรรมประเภทนี้ เป็นไปได้ค่อนข้างยากกว่าอุตสาหกรรมที่ไม่มีความอ่อนไหว จึงเป็นการจำกัดการแข่งขันทางธุรกิจ ทำให้มีสภาพแวดล้อมการดำเนินงานที่ค่อนข้างมั่นคง ความเสี่ยงเฉพาะตัวเฉลี่ยจึงต่ำกว่า ในส่วนของตัวแปรดัชนีชี้วัดความยั่งยืนซึ่งวัดจากคะแนนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) พบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวมี ESG Score โดยเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีความอ่อนไหวอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Garcia et al. (2017) ที่อธิบายว่า บริษัทในอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวมักจะเปิดเผยผลการดำเนินงานด้าน ESG ของตนเพื่อปกป้องชื่อเสียงซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) นอกจากนี้ เมื่อแยกเป็นคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (E Score) ด้านสังคม (S Score) และด้านธรรมาภิบาล (G Score) แล้วพบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวมีคะแนนการดำเนินงานทั้ง 3 ด้านโดยเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีความอ่อนไหวอย่างมีนัยสำคัญด้วยเช่นกัน



ตารางที่ 5 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน

ตัวแปร	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) IDIOR	1							
(2) ESG Score	-.096**	1						
(3) E Score	-.134***	.867***	1					
(4) S Score	-.160***	.891***	.769***	1				
(5) G Score	.079*	.600***	.283***	.286***	1			
(6) Size	-.259***	.454***	.471***	.507***	.028	1		
(7) ROA	.118***	-.156***	-.184***	-.161***	-.016	-.262***	1	
(8) LEV	-.013	-.064	-.029	-.113***	.024	.136***	-.291***	1
(9) BTM	-.018	.145***	.143***	.192***	.009	.259***	-.176***	-.147***

***, **, * แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 5 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน พบว่า ความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท (IDIOR) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (E Score) และด้านสังคม (S Score) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 นอกจากนี้ยังพบว่า ตัวแปรอิสระบางตัวแปรมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ ผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบค่า Variance Inflation Factor (VIF) และค่า Tolerance เพิ่มเติมเพื่อให้มั่นใจว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ที่อาจส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์การถดถอย

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์การถดถอย

	(1)	VIF	(2)	VIF
ESG Score	0.000 (0.828)	1.296		
E Score			3.322E ⁻⁰⁵ (0.113)	2.562
S Score			0.000 (-1.110)	2.810
G Score			0.001**	1.140



	(1)	VIF	(2)	VIF
			(2.408)	
SIZE	-0.044** (-5.821)	1.416	-0.036** (-4.545)	1.581
ROA	0.130 (1.812)	1.202	0.117 (1.622)	1.209
LEV	0.035 (1.396)	1.189	0.022 (0.875)	1.231
BTM	0.014 (1.675)	1.149	0.014 (1.685)	1.150
Constant	0.618** (8.255)		0.545** (6.836)	
Adjusted R ²	0.068		0.075	

(1) $IDIOR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG\ Score_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BTM_{i,t} + \varepsilon$

(2) $IDIOR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E\ Score_{i,t} + \beta_2 S\ Score_{i,t} + \beta_3 G\ Score_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BTM_{i,t} + \varepsilon$

ตัวเลขบรรทัดแรกคือ ค่าสัมประสิทธิ์ (β) ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บคือ ค่าสถิติ t, **ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากการวิเคราะห์การถดถอยที่แสดงในตารางที่ 6 คอลัมน์ (1) พบว่า มีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.068 แสดงว่า คะแนนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) และตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายความแปรปรวนของความเสียหายเฉพาะตัวของบริษัทได้ร้อยละ 6.8 อย่างไรก็ตาม จากการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยพบว่า คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) ไม่มีความสัมพันธ์กับความเสียหายเฉพาะตัวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 มีเพียงขนาดของบริษัท (Size) ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสียหายเฉพาะตัวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

เมื่อแยกองค์ประกอบของ ESG Score เป็น 3 องค์ประกอบ ได้แก่ คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (E Score) คะแนนผลการดำเนินงานด้านสังคม (S Score) และคะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล (G Score) ดังแสดงในตารางที่ 6 คอลัมน์ (2) พบว่า มีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.075 แสดงว่า คะแนนการดำเนินงานในแต่ละด้านและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายความแปรปรวนของความเสียหายเฉพาะตัวของบริษัทได้ร้อยละ 7.5 จากการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยพบว่า E Score และ S Score ไม่มีความสัมพันธ์กับความเสียหายเฉพาะตัว แต่ G Score มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสียหายเฉพาะตัวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงว่า เมื่อบริษัทมีคะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลเพิ่มขึ้น ความเสียหายเฉพาะตัวของบริษัทก็จะสูงขึ้น



นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่า VIF พบว่า ไม่มีตัวแปรอิสระใดในสมการถดถอยที่มีค่า VIF มากกว่า 3 แสดงว่า ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันมากเกินไป จึงไม่มีปัญหา Multicollinearity (Hair, Risher, Sarstedt, & Ringle, 2019)

อภิปรายผล

ปัจจุบันธุรกิจต้องเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงหลายด้านที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมของโลก เพื่อให้กิจการดำเนินธุรกิจได้อย่างยั่งยืน ก็จะต้องมีการปรับตัวเพื่อเตรียมรับมือกับการเปลี่ยนแปลงต่าง ๆ เช่น ต้องดำเนินธุรกิจภายใต้หลักบรรษัทภิบาล มีการบริหารจัดการความเสี่ยงเพื่อลดโอกาสที่จะเกิดความเสียหายต่อทรัพยากรขององค์กรและผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้จะต้องคำนึงถึงผลตอบแทนที่ให้กับผู้ถือหุ้นแล้ว ยังต้องคำนึงถึงการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอีกด้วย อย่างไรก็ตาม จากการทดสอบพบว่า คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) ไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจอธิบายได้ว่า การดำเนินการด้าน ESG นั้นแม้ว่าจะทำให้มีการบริหารจัดการความเสี่ยงและการกระจายความเสี่ยงที่ดีขึ้นในระดับบริษัท แต่ก็อาจจะส่งผลกระทบต่อการลดลงของความเสี่ยงเชิงระบบ (Systemic Risks) มากกว่าการลดลงของความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท (Idiosyncratic Risks) เนื่องจากความเสี่ยงเฉพาะตัวมีความเฉพาะเจาะจงกับแต่ละบริษัท จึงอาจไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากแนวปฏิบัติ ESG ที่สอดคล้องกับปัญหาที่กว้างกว่าและเป็นระบบมากกว่า Aleksandra and Petrov-Nerling (2023) อธิบายว่า การปฏิบัติทางด้าน ESG ส่วนใหญ่ครอบคลุมความเสี่ยงเชิงระบบที่บริษัทจะต้องเผชิญจากการพิจารณาในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล เช่น การลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม การใช้ทรัพยากรที่มีจำกัดของโลกอย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Albuquerque, Koskinen and Zhang (2018) ที่พบว่า กิจกรรมด้าน CSR ลดความเสี่ยงเชิงระบบและเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กร นอกจากนี้ คุณภาพและขอบเขตของการเปิดเผยข้อมูล ESG ยังคงแตกต่างกันอย่างมากระหว่างบริษัทกลุ่มตัวอย่างเห็นได้จากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ค่อนข้างสูงที่แสดงในตารางที่ 3 บริษัทที่มีความโปร่งใสในการรายงาน ESG ที่สูงกว่า อาจสามารถจัดการและเปิดเผยความเสี่ยงอื่น ๆ ได้ดีกว่า ซึ่งอาจจะไม่ส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทโดยตรง

เมื่อแยกองค์ประกอบของ ESG Score เป็น 3 องค์ประกอบ ได้แก่ คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (E Score) คะแนนผลการดำเนินงานด้านสังคม (S Score) และคะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล (G Score) พบว่า มีเพียง G Score เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่า เมื่อบริษัทมีคะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลเพิ่มขึ้น ความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทก็จะสูงขึ้น แม้ว่าคะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลจะสะท้อนถึงการกำกับดูแลกิจการซึ่งเป็นกลไกในการขับเคลื่อนภายในให้องค์กรมีความโปร่งใส บริหารความเสี่ยงอย่างเหมาะสม แต่ Ferreira and Laux (2007) อธิบายว่า การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี อาจกระตุ้นให้นักลงทุนภายนอกต้องการเข้ามาถือหุ้นในบริษัทมากขึ้นเนื่องจากเห็นว่ามีโอกาสน้อยที่จะถูกเอาเปรียบโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัท (Controlling Shareholders) การซื้อขายที่เพิ่มขึ้นของนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อย (Less Informed Investor) หรือไม่มีข้อมูล (Uninformed Investor) เหล่านี้จะกระตุ้นให้เกิดการวิเคราะห์



ข้อมูลเฉพาะที่ไม่ได้เปิดเผยทั่วไป (Private Information) ซึ่งรวมถึงราคาหลักทรัพย์ ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เกิดการเคลื่อนไหวรุนแรง และทำให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทนั้นมีความผันผวนมากขึ้น แตกต่างจากการซื้อขายที่มีเหตุมีผลของนักลงทุนสถาบันซึ่งมีข้อมูลมากกว่า (Informed Investor)

สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น พบว่า มีเพียงขนาดของบริษัท (Size) ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท แสดงว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีทรัพยากรมากกว่าจึงสามารถจัดการความเสี่ยงได้มีประสิทธิภาพกว่าบริษัทขนาดเล็ก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Annisa and Hartanti (2021); He et al. (2023) และ He et al. (2023)

สรุปและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีชี้วัดความยั่งยืน (Sustainability Index) และความเสี่ยงเฉพาะตัว (Idiosyncratic Risk) ของบริษัท โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับการประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน ซึ่งมีคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม คะแนนผลการดำเนินงานด้านสังคม และคะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล จากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึง พ.ศ. 2565 ผลการศึกษาพบว่า คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) ไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากความเสี่ยงเฉพาะตัวมีความเฉพาะเจาะจงกับแต่ละบริษัท จึงอาจไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากแนวปฏิบัติ ESG ที่สอดคล้องกับปัญหาที่กว้างกว่าและเป็นระบบมากกว่า และเมื่อแยกองค์ประกอบของ ESG Score เป็น 3 องค์ประกอบ พบว่า คะแนนผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล (G Score) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเกิดจากการซื้อขายหุ้นจากนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลแต่ต้องการลงทุนในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

งานวิจัยนี้มีประโยชน์สำหรับบริษัทที่ต้องการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน มีการดำเนินงานที่รับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมภายใต้หลักธรรมาภิบาล โดยจัดให้มีการบริหารจัดการความเสี่ยงโดยพิจารณาความเสี่ยงด้าน ESG ที่เหมาะสมกับบริษัทและประเภทของอุตสาหกรรม ซึ่งอาจส่งผลต่อความเสี่ยงของบริษัท รวมถึงความเสี่ยงเชิงระบบของอุตสาหกรรม ลดโอกาสที่จะเกิดความเสียหายต่อผู้มีส่วนได้เสีย และตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ สำหรับในส่วนของนักลงทุน ก็สามารถนำผลการดำเนินงานในแต่ละด้านของ ESG มาพิจารณาในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุน (ESG Investment Strategies) เพื่อบริหารความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนให้อยู่ในระดับที่ยอมรับได้ รวมทั้งควรพิจารณาประเภทของอุตสาหกรรมประกอบการลงทุนด้วย เนื่องจากงานวิจัยนี้พบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวมีคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) โดยเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีความอ่อนไหวอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งบริษัทอาจใช้การปฏิบัติด้าน ESG เป็นการส่งสัญญาณให้เห็นถึงความมีอิทธิพลต่อการรับรู้จากภายนอกเกี่ยวกับองค์กรและเพื่อปกป้องชื่อเสียงตามทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) สำหรับหน่วยงานกำกับดูแลก็อาจพิจารณาว่าสมควรปรับหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในการพิจารณาคะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล เพื่อให้สะท้อนความเสี่ยงของบริษัทหรือตัวแปรอื่น ๆ มากกว่านี้หรือไม่ เพื่อให้ครอบคลุมเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนอย่างแท้จริง



ข้อจำกัดของงานวิจัยนี้คือ การเข้าถึงข้อมูลดัชนีชี้วัดความยั่งยืน จึงต้องคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างเฉพาะบริษัทที่ได้รับการประเมินผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล และมีข้อมูลในฐานข้อมูล Refinitiv Eikon เท่านั้น นอกจากนี้ งานวิจัยนี้คำนวณความเสี่ยงเฉพาะตัวโดยใช้ Fama-French Three-Factor Model ซึ่ง He et al. (2023); Hu et al. (2021) และ Reber et al. (2021) ให้ความเห็นว่า เป็นโมเดลที่สามารถวัดปัจจัยความเสี่ยงทั่วไปในระดับตลาดได้ดีกว่า Market Model ทั่ว ๆ ไป อย่างไรก็ตาม ผู้ที่สนใจสามารถศึกษาต่อยอดโดยการปรับเปลี่ยนวิธีการคำนวณความเสี่ยงเฉพาะตัววิธีอื่น เช่น Capital Asset Pricing Model (CAPM) หรือ Carhart Four-Factor Model ที่อาจจะท่อนถึงความเสี่ยงบางส่วนที่นอกเหนือจากที่วัดได้โดย Fama-French Three-Factor Model รวมทั้งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีชี้วัดความยั่งยืนและตัวแปรอื่นที่สะท้อนถึงการพัฒนอย่างยั่งยืน เช่น ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และมูลค่าขององค์กร

รายการอ้างอิง

- กำพล อติเรกสมบัติ. (2566). '6 ประเด็น' สำคัญต้องจับตาในธีมการลงทุน ESG. สืบค้นเมื่อ 2 มีนาคม 2568, จาก <https://thestandard.co/esg-investment-6-important-factors/>
- บริษัท บารามิซี จำกัด. (2565). 10 บริษัทที่ได้คะแนน ESG สูงสุดในปี 2022. สืบค้นเมื่อ 7 กรกฎาคม 2567, จาก <https://baramizi.co.th/trend/sustainable-corporate/>
- สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย. (ม.ป.ป.). แนวโน้มการลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investing)...เติบโตต่อเนื่องทั้งในต่างประเทศและในประเทศไทย. สืบค้นเมื่อ 5 พฤษภาคม 2567, จาก https://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/ASCO%20article_Sustainability%20Stocks_ed.pdf
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2018). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451-4469.
- Aleksandra, E., & Petrov-Nerling, G. (2023). Systemic ESG risks: Industrial analysis. *Procedia Computer Science*, 221, 1110-1114.
- Annisa, A. N., & Hartanti, D. (2021). The impact of environmental, social, and governance performance on firm risk in the ASEAN-5 countries, 2011-2017. In *Proceedings of the Asia-Pacific Research in Social Sciences and Humanities Universitas Indonesia Conference (APRISH 2019)* (pp. 625-634). Dordrecht, The Netherlands: Atlantis Press.
- Anwer, Z., Goodell, J. W., Migliavacca, M., & Paltrinieri, A. (2023). Does ESG impact systemic risk? Evidencing an inverted U-shape relationship for major energy firms. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 216, 10-25.
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(Supplement 2), S119-S127.
- Baker, B. (2023). *ESG investing statistics 2023*. Retrieved 10 July 2024, from <https://www.bankrate.com/investing/esg-investing-statistics/>



- Ballentine, C. (2020). *ESG stock resilience is paving the way for a surge in popularity*. Retrieved 15 July 2024, from <https://www.advisorperspectives.com/articles/2020/04/01/esg-stock-resilience-is-paving-the-way-for-a-surge-in-popularity>
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97, 71-86.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2015). Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 35, 297-309.
- Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2018). Environmental and social disclosures and firm risk. *Journal of Business Ethics*, 152, 613-626.
- Brundtland, G. (1987). *Our Common Future: The World Commission on Environment and Development*. Oxford: Oxford University Press.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of environmental management*. 345, DOI: 10.1016/j.jenvman.2023.118829
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures - A theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282-311.
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*. Oxford: Capstone.
- EY. (2017). *Is your nonfinancial performance revealing the true value of your business to investor?* Retrieved 14 July 2024, from <https://www.fundacionmicrofinanzasbbva.org/revistaprogreso/wp-content/uploads/2017/06/non-financial-performing-ey.pdf>
- Ferreira, M. A., & Laux, P. A. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *The Journal of Finance*, 62(2), 951-990.
- Fu, C., Yu, C., Guo, M., & Zhang, L. (2024). ESG rating and financial risk of mining industry companies. *Resources Policy*, 88, DOI: 10.1016/j.resourpol.2023.104308
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135-147.
- Goel, P. (2010). Triple bottom line reporting: An analytical approach for corporate sustainability. *Journal of Finance, Accounting and Management*, 1(1), 27-42.
- Hair, J. F., Risher, J. J., Sarstedt, M., & Ringle, C. M. (2019). When to use and how to report the results of PLS-SEM. *European Business Review*, 31(1), 2-24.
- He, F., Liu, G., Hao, J., & Li, Y. (2023). CSR performance and firm idiosyncratic risk in a data-rich environment: The role of retail investor attention. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 89, DOI: 10.1016/j.intfin.2023.101877



- He, G., Liu, Y., & Chen, F. (2023). Research on the impact of environment, society, and governance (ESG) on firm risk: An explanation from a financing constraints perspective. *Finance Research Letters*, 58(Part A), DOI: 10.1016/j.frl.2023.104038
- Horn, M. (2023). The influence of ESG ratings on idiosyncratic stock risk: The unrated, the good, the bad, and the sinners. *Schmalenbach Journal of Business Research*, 75, 415-442.
- Hu, Y., Shen, J., & Chen, R. (2021). Corporate social responsibility and idiosyncratic risk: The impact of CSR on the idiosyncratic risk of Chinese enterprises. *E3S Web of Conferences*, 308, DOI: 10.1051/e3sconf/202130801026
- Izcan D, & Bektas E. (2022). The relationship between ESG scores and firm-specific risk of Eurozone banks. *Sustainability*, 14(14), DOI: 10.3390/su14148619
- Jo, H., & Na, H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*, 110, 441-456.
- Kilic, Y., Destek, M. A., Cevik, E. I., Bugan, M. F., Korkmaz, O., & Dibooglu, S. (2022). Return and risk spillovers between the ESG global index and stock markets: Evidence from time and frequency analysis. *Borsa Istanbul Review*, 22(Supplement 2), S141-S156.
- Kong, X., Pan, Y., Sun, H., & Taghizadeh-Hesary, F. (2020). Can environmental corporate social responsibility reduce firms' idiosyncratic risk? Evidence from China. *Frontiers in Environment Science*, 8, DOI: 10.3389/fenvs.2020.608115
- Liang, H., & Renneboog, L. (2020). *Corporate social responsibility and sustainable finance: A review of the literature* (Finance Working Paper, 701/2020). Belgium: European Corporate Governance Institute.
- Liu, D., Gu, K., & Hu, W. (2023). ESG performance and stock idiosyncratic volatility. *Finance Research Letters*, 58(Part B), DOI: 10.1016/j.frl.2023.104393
- Macesar, A. F. (2024). *A brief history of ESG*. Retrieved 2 June 2024, from <https://thesustainableagency.com/blog/the-history-of-esg/>
- Marr, B. (2022). *The 5 biggest business trends in 2023 everyone must get ready for now*. Retrieved 12 May 2024, from <https://www.forbes.com/sites/bernardmarr/2022/10/03/the-5-biggest-business-trends-for-2023/>
- Prol, J. L., & Kim, K. (2022). Risk-return performance of optimized ESG equity portfolios in the NYSE. *Finance Research Letters*, 50, DOI: 10.1016/j.frl.2022.103312
- Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2021). ESG disclosure and idiosyncratic risk in initial public offerings. *Journal of Business Ethics*, 179, 867-886.
- Sassen, R., Hinze, A. K., & Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of Business Economics*, 86, 867-904.



- Sciarelli, M., Landi, G., Turriziani, L., & Prisco, A. (2024). Does corporate sustainability mitigate firm risk? An empirical analysis on S&P 500 controversial companies. *Social Responsibility Journal*, 20(1), 38-58.
- SDG Move Team. (n.d.). *Sustainable development goals*. Retrieved 5 June 2024, from <https://www.sdgmove.com/intro-to-sdgs/>
- SET. (n.d. a). *SET ESG ratings*. Retrieved 2 June 2024, from <https://setsustainability.com/ESG-ratings>
- SET. (n.d. b). *ESG risk*. Retrieved 2 March 2025, from <https://setsustainability.com/page/esg-risk>
- The Global Sustainable Investment Alliance. (2021). *Global sustainable investment review 2020*. Retrieved 14 July 2024, from <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- United Nations Thailand. (2024). *Our work on the sustainable development goals in Thailand*. Retrieved 14 July 2024, from <https://thailand.un.org/en/sdgs>
- Wang, M., & Chen, Y. (2017). Does voluntary corporate social performance attract institutional investment? Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, 25(5), 338-357.
- Xue, B., Zhang, Z., & Li, P. (2020). Corporate environmental performance, environmental management and firm risk. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1074-1096.
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), DOI: 10.3390/su10103635