

## อิทธิพลของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ที่มีต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

ณัฐรดา สกุสุรเอกพงศ์ \*

พรพรรณ นันทแพศย์ \*\*

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ที่มีต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ตัวแปรอิสระถูกแบ่งออกเป็น ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์, ดัชนี MSCI, ดัชนีความผันผวน, มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ, และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน และราคาน้ำมันดิบ ข้อมูลทุติยภูมิที่ใช้ในงานวิจัยนี้ถูกเก็บรวบรวมข้อมูลย้อนหลังเป็นรายวัน ระยะเวลาในการศึกษาเริ่มตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2563 ถึง 31 ธันวาคม 2567 เป็นระยะเวลา 5 ปี โดยใช้การวิเคราะห์ด้วยการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ

ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ดัชนี MSCI มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ดัชนีความผันผวนและราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย อย่างไรก็ตามดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์และมูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่ง

\*,\*\* ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

\* อีเมล: meen.natrada@gmail.com

\*\* อีเมล: pornwan.n@ku.th

วันที่รับบทความ: 6 พฤษภาคม 2568 วันที่แก้ไขบทความล่าสุด: 19 พฤศจิกายน 2568 วันที่อนุมัติการตีพิมพ์: 28 พฤศจิกายน 2568

ประเทศไทย ดัชนีความผันผวนและราคาน้ำมันดิบไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

**คำสำคัญ:** ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์, ดัชนี MSCI, ดัชนีความผันผวน, ดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทย (SET ESG), ดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทยมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia)

## The Influence of the Dow Jones Sustainability Index, MSCI Index, VIX Index, Net Foreign Investor Trading Value, and Macroeconomic Factors on the SET ESG Index of the Stock Exchange of Thailand and the FTSE4Good Bursa Malaysia Index of Bursa Malaysia

Natrada Sakulsuraekkapong \*

Pornwan Nunthaphad \*\*

### Abstract

This study aims to examine the influence of the Dow Jones Sustainability Index, MSCI Index, Volatility Index, net foreign investor trading value, and macroeconomic factors on the SET ESG Index of the Stock Exchange of Thailand and the FTSE4Good Bursa Malaysia Index of Bursa Malaysia. The independent variables include the Dow Jones Sustainability Index, MSCI Index, Volatility Index, net foreign investor trading value, and macroeconomic factors, including exchange rates and crude oil prices. The study uses secondary data collected daily over a five-years period, from January 1, 2020, to December 31, 2024 and use the multiple linear regression for analysis.

The study found that the Dow Jones Sustainability Index is positively correlated with the FTSE4Good Bursa Malaysia Index of Bursa Malaysia. The MSCI Index is positively correlated with both the SET ESG Index of the Stock Exchange of Thailand and the FTSE4Good Bursa Malaysia Index of Bursa Malaysia. The Volatility Index and crude oil prices are positively correlated with the SET ESG Index of the Stock Exchange of Thailand. Net foreign investor trading value is positively correlated with the FTSE4Good Bursa Malaysia Index of Bursa Malaysia. The exchange rate is negatively correlated with the SET ESG Index of the Stock Exchange of Thailand, while it is positively correlated with the FTSE4Good Bursa Malaysia Index of Bursa Malaysia. However, the Dow Jones Sustainability Index and net foreign investor trading value have no significant correlation with the SET ESG Index of the Stock Exchange of

---

\*\*\* Department of Finance, Faculty of Business Administration, Kasetsart University

\* Email: meen.natrada@gmail.com

\*\* Email: pornwan.n@ku.th

Thailand. Similarly, the Volatility Index and crude oil prices show no significant correlation with the FTSE4Good Bursa Malaysia Index of Bursa Malaysia.

**Keywords:** Dow Jones Sustainability Index, MSCI Index, Volatility Index (VIX), Sustainable Stock Indices of Thailand (SET ESG), Sustainable Stock Indices of Malaysia (FTSE4Good Bursa Malaysia)

## บทนำ

ปัจจุบันแนวคิดการลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investment) ได้รับความสนใจอย่างมากในตลาดการเงินโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากวิกฤตการณ์การเงินโลกในปี 2551 และการระบาดของโควิด-19 ที่ทำให้นักลงทุนทั่วโลกหันมาให้ความสำคัญกับการลงทุนที่คำนึงถึงปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social and Governance) หรือ ESG มากยิ่งขึ้น (นารินทิพย์ ท่องสายชล, 2565) การเติบโตของการลงทุน ESG สะท้อนให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของนักลงทุนที่ไม่ได้มุ่งเน้นเพียงผลตอบแทนทางการเงินเท่านั้น แต่ยังให้ความสำคัญกับผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมควบคู่กันไป โดยการจัดการด้าน ESG อย่างมีประสิทธิภาพไม่ได้เป็นเพียงความรับผิดชอบต่อสังคม แต่ยังเป็นกลยุทธ์ที่ช่วยเสริมสร้างความแข็งแกร่งและความยั่งยืนของธุรกิจในระยะยาว บริษัทที่ให้ความสำคัญกับ ESG จึงถูกมองว่ามีศักยภาพในการเติบโตที่มั่นคงและตอบสนองต่อความท้าทายของโลกยุคใหม่ได้ดีกว่าบริษัทที่ละเลยปัจจัยเหล่านี้

ดัชนี ESG เริ่มต้นขึ้นในระดับสากลจากการสร้างดัชนี Dow Jones Sustainability หรือดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ซึ่งเป็นดัชนีที่จัดตั้งขึ้นในปี 1999 โดยมีวัตถุประสงค์ในการประเมินบริษัทที่มีการดำเนินธุรกิจตามหลักการ ESG อย่างมีประสิทธิภาพ ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) เป็นดัชนีชั้นนำระดับโลกที่ใช้วัดประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน และเป็นตัวชี้วัดที่นักลงทุนใช้ในการประเมินความยั่งยืนของบริษัทในระดับโลก โดยแสดงให้เห็นถึงการเติบโตอย่างต่อเนื่องของบริษัทที่มีการดำเนินงานตามหลัก ESG

ในบริบทของประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ส่งเสริมแนวคิด ESG ผ่านการจัดทำดัชนี SET ESG โดยสะท้อนการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่ให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล หรือ ESG ซึ่งจะช่วยให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลเชิงลึกเกี่ยวกับศักยภาพด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นในการประกอบการตัดสินใจลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567)

นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศได้มีการจัดทำดัชนีความยั่งยืนเช่นเดียวกันหนึ่งในนั้นคือประเทศมาเลเซีย ซึ่งประเทศมาเลเซียมีความก้าวหน้าในการส่งเสริมหลักการ ESG ในการลงทุน โดยมีนโยบายและกฎระเบียบที่สนับสนุนการลงทุนอย่างยั่งยืน อาทิ การตั้งเป้าหมายในการเป็นศูนย์กลางการเงินยั่งยืนในเอเชีย ซึ่งเป็นตัวกระตุ้นให้นักลงทุนให้ความสนใจใน ESG มากยิ่งขึ้น ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Bursa Malaysia Stock Exchange) ได้ริเริ่มจัดทำดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ซึ่งเป็นดัชนีที่ประเมินและติดตามผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศ โดยใช้เกณฑ์ที่เป็นมาตรฐานสากล FTSE Russell ในการประเมินความยั่งยืน นอกจากนี้ รัฐบาลมาเลเซียยังได้สนับสนุน และส่งเสริมการลงทุนในโครงการที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในเชิงบวก ดัชนีดังกล่าวได้รับการยอมรับจากนักลงทุนสถาบันทั่วโลก และช่วยเสริมสร้างความมั่นใจในความโปร่งใสและความยั่งยืนของบริษัทในประเทศ

อย่างไรก็ตามการเคลื่อนไหวของดัชนีความยั่งยืนเหล่านี้ยังได้รับอิทธิพลจากความผันผวนในตลาดการเงินโลก ซึ่งสามารถวัดได้ผ่านดัชนีความผันผวน (VIX) รวมถึงบทบาทของนักลงทุนต่างประเทศซึ่งมีแนวโน้มจะนำพาเงินทุนเข้าสู่กิจการที่มีมาตรฐาน ESG สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องในตลาดเกิดใหม่ รวมถึงอิทธิพลจากปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค อ้างอิงจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า อัตราแลกเปลี่ยน และราคาน้ำมัน นั้นอาจมีอิทธิพลต่อดัชนีความยั่งยืนในภูมิภาค ดังนั้น การทำความเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีความยั่งยืนในภูมิภาคกับปัจจัยเศรษฐกิจและพฤติกรรมของนักลงทุน จึงเป็นสิ่งสำคัญ เพื่อวางนโยบายและกลยุทธ์ที่เหมาะสมในการพัฒนาตลาดทุนอย่างยั่งยืนในระยะยาว

โดยประเทศไทยและมาเลเซียนั้นมีความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจที่แน่นแฟ้น นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียก็ได้มีความร่วมมือระหว่างกันมาอย่างต่อเนื่องในการพัฒนาระบบนิเวศด้านความยั่งยืนของตลาดทุน เพื่อสร้างผลลัพธ์เชิงบวกต่อสังคม เศรษฐกิจ และโลก สะท้อนถึงความร่วมมือและการให้ความสำคัญต่อความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์สำคัญของภูมิภาค (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567)

จากการทบทวนงานวิจัยในเบื้องต้นพบผลการศึกษาที่ยังมีความไม่สอดคล้องกันในประเด็นความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัย ESG และดัชนีตลาดทุน กล่าวคือ งานวิจัยของ Friede, Busch และ Bassen (2015) ซึ่งทำการสรุปผลจากการศึกษาเชิงประจักษ์ พบว่า ESG มีแนวโน้มสร้างผลตอบแทนในเชิงบวกในระยะยาว และมีนัยสำคัญทางการเงิน แต่อย่างไรก็ตาม Ruan (2018) และ Serbu et al. (2022) กลับชี้ว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับความผันผวนของตลาดนั้นยังไม่แน่นอน โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนสูง ส่งผลให้ในปัจจุบันยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่า ปัจจัย ESG จะมีอิทธิพลเชิงบวกต่อดัชนีตลาดทุนอย่างต่อเนื่องหรือไม่ และยังไม่ปรากฏงานวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ที่ส่งผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทย และดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศมาเลเซีย ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้จึงมีคำถามสำหรับการศึกษาว่า ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ส่งผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทย และดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศมาเลเซียหรือไม่ โดยผลการศึกษาในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน และเป็นแนวทางในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทยและมาเลเซียต่อไป

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ที่ส่งผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ที่ส่งผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

## ขอบเขตการศึกษา

ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยมุ่งศึกษาอิทธิพลของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และดัชนีเศรษฐกิจมหภาคที่ส่งผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียโดยทำการเก็บข้อมูลตัวแปรตามคือ ดัชนี SET ESG ของประเทศไทย และดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของประเทศมาเลเซีย และตัวแปรอิสระคือ ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งเก็บรวบรวมเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) โดยการศึกษาในครั้งนี้จะทำการเก็บรวบรวมข้อมูลย้อนหลังเป็นรายวันของตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามทั้งหมดที่ต้องการศึกษาในช่วงระยะเวลา 1 มกราคม 2563 ถึง 31 ธันวาคม 2567 เพื่อให้ได้ข้อมูลที่เพียงพอในการวิเคราะห์แนวโน้มและความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ โดยช่วงเวลาดังกล่าวครอบคลุมทั้งช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 และช่วงฟื้นตัวหลังโควิด ซึ่งนับเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญของตลาดหุ้นทั่วโลก ทั้งในด้านพฤติกรรมของนักลงทุน ความผันผวนของตลาด และการตื่นตัวต่อการลงทุนที่ยั่งยืนที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว การเก็บข้อมูลในครั้งนี้ดำเนินการในเชิงปริมาณ โดยทำการเก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทางการเงินที่มีความน่าเชื่อถือและใช้ฐานข้อมูล Bloomberg ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลที่มีความครบถ้วน

## วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยได้ประยุกต์องค์ความรู้ต่าง ๆ เป็นกรอบแนวคิดในการวิจัย ดังนี้ การลงทุนอย่างยั่งยืน การลงทุนที่คำนึงถึงปัจจัยด้าน ESG (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของ Freeman (1984) ทฤษฎีการลงทุนที่รับผิดชอบต่อสังคมของ Sparkes & Cowton (2004) ทฤษฎีมูลค่าร่วมของ Porter & Kramer (2011) รวมถึงแนวคิดของดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทยและประเทศมาเลเซีย (วารางคณา ภัทรเสน, 2560) และทำการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรอิสระซึ่งประกอบไปด้วย

ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) เป็นหนึ่งในดัชนีความยั่งยืนที่มีชื่อเสียงและได้รับการยอมรับในระดับสากลเพื่อประเมินประสิทธิภาพด้านความยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นทั่วโลก มุ่งเน้นไปที่การคัดเลือกบริษัทที่มีการดำเนินงานที่โดดเด่นในด้านความยั่งยืน ซึ่งรวมถึงสามด้านหลัก ได้แก่ สิ่งแวดล้อม (Environmental) สังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) อาทิ งานวิจัยของธนวรรธน์ ตรีระสทกุลย์ และสุเมธ ชูดาราทระกุล (2561) Friede, Busch & Bassen (2015) López, Garcia & Rodriguez (2007) Hawn, Chatterji & Mitchell (2018)

สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวกับดัชนี MSCI อาทิงานวิจัยของปิติวรรณ ธนาเลิศกุลธรณ์ และสมพร ปันโกษา (2563) พบว่า การเปลี่ยนแปลงของดัชนี MSCI ส่งผลต่อราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับศุภณัฐ ต้นชัชวาล (2556) และ Huang et al. (2002) รวมถึงงานวิจัยของนันท์นภัส อาทิยรัตน์สกุล

และภูมิฐาน รั้งकुณวัฒน์ (2561) พบว่า ดัชนี MSCI ของแต่ละประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งรวมถึงดัชนี MSCI Thailand และดัชนี MSCI Malaysia นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศ

ดัชนีความผันผวน (VIX) นั้นเป็นดัชนีชี้วัดที่สะท้อนถึงระดับความผันผวนที่คาดการณ์ไว้ในตลาดการเงิน ซึ่งมีความสำคัญในการประเมินความเสี่ยงและความไม่แน่นอนของตลาด โดยส่งผลกระทบต่อทั้งผลตอบแทนและความผันผวนของดัชนีแบบดั้งเดิมและดัชนีที่มุ่งเน้นความยั่งยืน (Ruan, 2018) โดยความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีความผันผวน (VIX) และมาตรฐาน ESG ซึ่งสามารถช่วยนักลงทุนในการวางแผนกลยุทธ์การลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Serbu et al., 2022) และส่งผลกระทบต่อดัชนีหุ้นในระยะยาว

มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ การลงทุนจากต่างประเทศมีบทบาทสำคัญในระบบการเงินโลก ซึ่งสามารถส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพและประสิทธิภาพของตลาดได้อย่างมีนัยสำคัญ อาทิ งานวิจัยของคมกิติติ อังคทะวิวัฒน์ (2557) พบว่า มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และทิพสุคนธ์ วาริตี (2558) พบว่า มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลเชิงบวกต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ Nguyen, Kecské & Mansi (2020) พบว่า บริษัทที่มีการดำเนินงานอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมที่ดีนั้นจะดึงดูดนักลงทุนสถาบันจากต่างประเทศได้มากยิ่งขึ้น แสดงถึงปัจจัยด้าน ESG ที่ส่งผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ Dyck et al. (2019) พบว่า นักลงทุนต่างประเทศนั้นมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมให้บริษัทนั้นพัฒนาการดำเนินงานด้าน ESG โดยบริษัทที่ได้รับการลงทุนนั้นจะมีแนวโน้มในการปรับนโยบายด้านความยั่งยืนให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากล

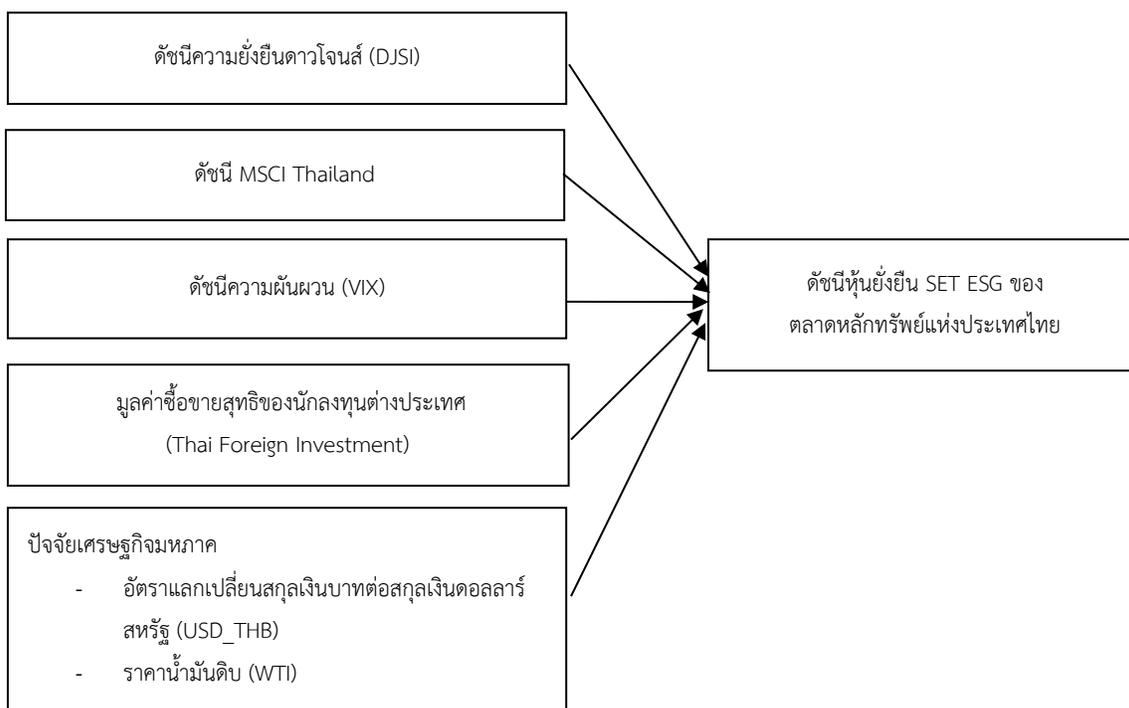
ในบริบทของการลงทุนแบบยั่งยืนปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคด้านอัตราแลกเปลี่ยนนั้นมีผลกระทบอย่างสำคัญต่อการเคลื่อนไหวของตลาดการเงิน การลงทุนระหว่างประเทศ และเศรษฐกิจโดยรวม โดยเฉพาะในประเทศที่เศรษฐกิจเปิดกว้างและพึ่งพาการค้าระหว่างประเทศ โดยอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนถึงมูลค่าของสกุลเงินหนึ่งเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่น (Froot & Thaler, 1990) และส่งผลกระทบต่อการจัดสรรเงินทุนและพฤติกรรมของนักลงทุนต่างประเทศ โดยนักลงทุนที่ให้ความสำคัญในด้านของ ESG อาจคำนึงถึงความเสี่ยงด้านค่าเงินควบคู่ไปกับปัจจัยด้านความยั่งยืนของบริษัทที่ลงทุน (Jang et al., 2020) โดยผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของการลงทุนในบริษัทที่เน้นในด้านของ ESG และส่งผลกระทบต่อความเคลื่อนไหวของดัชนี ESG ในประเทศที่มีความสัมพันธ์กับตลาดการเงินโลก โดยประเทศที่มีคะแนน ESG สูงมักมีค่าสกุลเงินที่แข็งแกร่งขึ้นและมีเสถียรภาพมากขึ้น ซึ่งสะท้อนถึงความมั่นคงทางเศรษฐกิจและการลงทุนของประเทศนั้น ๆ (Baker et al., 2022) งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เช่น งานของสันติ เต็มประเสริฐสกุล และปิยดา สมบัติวัฒนา (2560) พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐนั้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ราคาน้ำมันนั้นเป็นตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่มีบทบาทสำคัญในเศรษฐกิจโลกและการลงทุน โดยเฉพาะในประเทศที่พึ่งพาพลังงานจากน้ำมันดิบในกระบวนการผลิตและการดำเนินธุรกิจ การเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันส่งผลกระทบต่อวงกว้าง ตั้งแต่ระดับผู้บริโภคไปจนถึงผู้ผลิต และยังมีผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดการเงินและการลงทุน

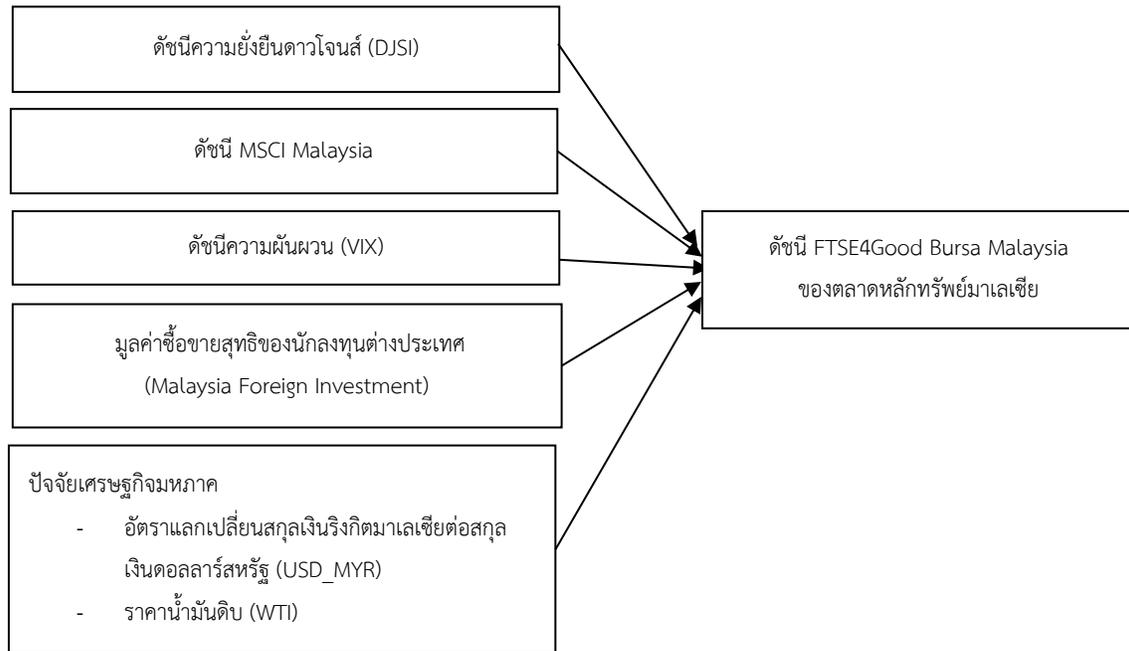
โดยงานวิจัยของ Guliyeva (2023) และ Akbulaev et al. (2022) พบว่า ราคาน้ำมัน (WTI) ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีหุ้นตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ นันทรัต ริกอร์ริยะธรรม (2554) ที่พบว่า ราคาน้ำมันดิบมีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ทั้ง 8 กลุ่มอุตสาหกรรม เช่นเดียวกันกับนรภัทร เนิยมเจริญ (2566) พบว่า ดัชนีราคาน้ำมันดิบนั้นมีความสัมพันธ์กับราคาดัชนีความยั่งยืน

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลที่มีต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ งานวิจัยที่ใช้ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน นั้นมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหลักทรัพย์ จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ต่อดัชนียั่งยืนของหลายประเทศมีความสำคัญกัน และปัจจัยมูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนมีความสัมพันธ์กับดัชนีตลาดหุ้นและความยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ทั้งอัตราแลกเปลี่ยน และราคาน้ำมัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจในการนำตัวแปรที่ได้มีการศึกษาในงานวิจัยทั้งในประเทศไทยและในต่างประเทศมาเป็นต้นแบบในการศึกษาในงานวิจัย

### กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1. กรอบแนวคิดในการวิจัยของดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพที่ 2. กรอบแนวคิดในการวิจัยของดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

### ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ในรูปแบบอนุกรมเวลา (Time Series) โดยรวบรวมข้อมูลย้อนหลังเป็นรายวันของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามทั้งหมดที่ต่อศึกษา ตั้งแต่ 1 มกราคม 2563 ถึง 31 ธันวาคม 2567 เป็นระยะเวลา 5 ปี ทั้งนี้ผู้วิจัยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลของตัวแปรตาม คือ ดัชนี SET ESG ของประเทศไทย และดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของประเทศมาเลเซีย และ ตัวแปรอิสระ คือ ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน และราคาน้ำมัน จากฐานข้อมูล Bloomberg ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่มีความเชื่อถือในระดับสากล และให้ข้อมูลที่ครบถ้วนและเป็นปัจจุบันมากที่สุดในช่วงเวลาที่ศึกษา โดยใช้วิธีการสร้างสมการถดถอยแบบพหุคูณเชิงเส้น (Multiple Linear Regressions) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square) โดยมีแบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระต่าง ๆ กับดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ดังนี้

$$SET\ ESG_t = \beta_0 + \beta_1 DJSI_{t-1} + \beta_2 MSCI\_TH_t + \beta_3 VIX_t + \beta_4 FOREIGN\_TH_t + \beta_5 USD\_THB_t + \beta_6 WTI_t + \varepsilon_t$$

$$FTSE4G_t = \beta_0 + \beta_1 DJSI_{t-1} + \beta_2 MSCI\_MY_t + \beta_3 VIX_t + \beta_4 FOREIGN\_MY_t + \beta_5 USD\_MYR_t + \beta_6 WTI_t + \varepsilon_t$$

โดยที่ SET ESG<sub>t</sub> คือ ดัชนีความยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

FTSE4G<sub>t</sub> คือ ดัชนีความยั่งยืน FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

$\beta_0$  คือ ค่าคงที่

$DJSI_{t-1}$  คือ ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์

$MSCI\_TH_t$  คือ ดัชนี MSCI Thailand

$MSCI\_MY_t$  คือ ดัชนี MSCI Malaysia

$VIX_t$  คือ ดัชนีความผันผวน

$FOREIGN\_TH_t$  คือ มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$FOREIGN\_MY_t$  คือ มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

$USD\_THB_t$  คือ อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ

$USD\_MYR_t$  คือ อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินริงกิตมาเลเซียต่อดอลลาร์สหรัฐ

$WTI_t$  คือ ราคาน้ำมันดิบ

$\varepsilon_t$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

โดยมีสมมติฐานของงานวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 1: ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกับดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์ไทยและมาเลเซีย

สมมติฐานที่ 2: ดัชนี MSCI มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกับดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์ไทยและมาเลเซีย

สมมติฐานที่ 3: ดัชนีความผันผวน (VIX) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกับดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์ไทยและมาเลเซีย

สมมติฐานที่ 4: มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกับดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์ไทยและมาเลเซีย

สมมติฐานที่ 5: อัตราแลกเปลี่ยนมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกับดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์ไทยและมาเลเซีย

สมมติฐานที่ 6: ราคาน้ำมันดิบ (WTI) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกับดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์ไทยและมาเลเซีย

โดยสามารถแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ประเภท คือ การวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ผ่านโปรแกรมวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ EViews จัดเตรียมข้อมูลโดยการจัดการปัญหาทางสถิติที่สำคัญ ดังนี้

- 1) การทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test) ด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller Test: ADF
- 2) การทดสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) ด้วยวิธี Variance Inflation Factor (VIF)
- 3) การทดสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) จากค่าสถิติ Durbin-Watson
- 4) การทดสอบปัญหาความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ (Heteroscedasticity)

โดยผลการวิเคราะห์ข้อมูลของงานวิจัยในครั้งนี้ ได้ผ่านการจัดการปัญหาทางสถิติที่สำคัญดังกล่าวข้างต้นมาแล้ว

## ผลการศึกษา

ตารางที่ 1. แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม

ตัวแปร	ไทย (n=1,212)				มาเลเซีย (n=1,212)			
	Mean	S.D.	Max	Min	Mean	S.D.	Max	Min
SET ESG	28.07	2.98	34.00	18.71	-	-	-	-
FTSE4G	-	-	-	-	201.09	15.52	243.62	150.75
DJSI	2,008.28	266.62	2,545.86	1,184.60	2,008.28	266.62	2,545.86	1,184.60
MSCI	14.66	1.39	18.78	11.04	112.81	11.16	137.82	93.03
VIX	21.41	8.36	82.69	11.86	21.41	8.36	82.69	11.86
FI	-11.22	77.04	625.52	-555.55	-5.69	34.52	148.90	-212.80
USD	33.68	2.07	38.32	29.78	4.38	0.22	4.79	4.00
WTI	71.29	20.25	123.70	-37.63	71.29	20.25	123.70	-37.63

จากตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยแสดงค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) สำหรับข้อมูลรายวันในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาคครอบคลุมทั้งประเทศไทยและมาเลเซีย ซึ่งสามารถอธิบายผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปรได้ ดังนี้

ดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 34.00 จุด และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 18.71 จุด โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 28.07 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.98 ทั้งนี้ค่าต่ำสุดของดัชนีเกิดขึ้นในวันที่ 23 มีนาคม 2563 เป็นผลมาจากตลาดหลักทรัพย์ได้ใช้มาตรการ Circuit Breaker เพื่อหยุดการซื้อขายชั่วคราว และลดความตื่นตระหนกของนักลงทุนจากความกังวลเกี่ยวกับการแพร่ระบาดของโควิด-19 ส่งผลให้มีแรงเทขายอย่างหนัก

ดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาเลเซีย (FTSE4G) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 243.62 จุด และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 150.75 จุด โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 201.09 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 15.52 โดยค่าสูงสุดของดัชนีเพิ่มขึ้นมากในช่วงปี 2567 จากการที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียระดมทุนเพิ่มขึ้น และมีบริษัทเข้า IPO เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 2,545.86 จุด และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 1,184.60 จุด โดยค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2,008.28 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 266.62 ซึ่งได้รับผลกระทบจากปัจจัยเศรษฐกิจและการเปลี่ยนแปลงของตลาดหุ้น ในช่วงที่ตลาดมีความไม่แน่นอนจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 ทำให้มีค่าต่ำสุดในเดือนมีนาคม ปี 2563

ดัชนี MSCI ของประเทศไทย (MSCI\_THAI) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 18.78 และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 11.04 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 14.66 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.39 ทั้งนี้ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเป็นผลมาจากสถานการณ์

การแพร่ระบาดของโควิด-19 เช่นเดียวกัน ซึ่งส่งผลให้ในช่วงเดือนมีนาคม ปี 2563 ตลาดหุ้นไทยประสบกับความผันผวนอย่างรุนแรง และกลับมาฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังของปี 2567

ดัชนี MSCI ของประเทศมาเลเซีย (MSCI\_MALAYSIA) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 137.82 และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 93.03 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 112.81 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 11.16 ดัชนี MSCI ของประเทศมาเลเซียนั้นก็เผชิญสถานการณ์เดียวกันกับดัชนี MSCI ของประเทศไทย ซึ่งเป็นผลมาจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 ทำให้มีการประกาศใช้มาตรการล็อกดาวน์ที่เข้มงวดและการปิดกิจการทางเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อดัชนี และค่อย ๆ กลับมาฟื้นตัวในระยะเวลาต่อมา

ดัชนีความผันผวน (VIX) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 82.69 และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 11.86 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 21.41 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 8.36 สะท้อนถึงความกังวลของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจหรือเหตุการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 ซึ่งส่งผลกระทบต่อระดับความผันผวนของตลาด

มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศของประเทศไทย (FI\_THAI) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 625.52 และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -555.55 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -11.22 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 77.04 ซึ่งการติดลบของมูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศของประเทศไทยนั้นเป็นผลสืบเนื่องมาจากในปี 2563 เศรษฐกิจไทยหดตัวอย่างต่อเนื่องจากผลกระทบการแพร่ระบาดของโควิด-19

มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศของประเทศมาเลเซีย (FI\_MALAYSIA) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 148.90 และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -212.80 โดยมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ -5.69 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 34.52 ทั้งนี้ประเทศมาเลเซียได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 เช่นเดียวกับประเทศไทยส่งผลให้มูลค่าการซื้อขายนั้นติดลบทั้งนี้ในปี 2567 ประเทศมาเลเซีย ได้มีบริษัทต่าง ๆ เข้ามาลงทุนเพิ่มมากยิ่งขึ้น

อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (USDTHB) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 38.32 และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 29.78 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 33.68 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.07 ทั้งนี้ค่าต่ำสุดนั้นเป็นผลมาจากในปี 2564 ซึ่งเป็นช่วงที่ค่าเงินบาทนั้นเคลื่อนไหวค่อนข้างกว้าง แต่กลับอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐสืบเนื่องมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 ที่เข้ามากระทบต่อปัจจัยพื้นฐานของค่าเงิน ผนวกกับสัญญาณทยอยลดมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน และเตรียมที่จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟด

อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินริงกิตมาเลเซียต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (USDMYR) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 4.79 และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 4.00 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.38 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.22 ทั้งนี้ค่าต่ำสุดนั้นสะท้อนถึงช่วงที่ค่าเงินนั้นแข็งค่าจากการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ การไหลเข้าของเงินทุน และนโยบายการเงินที่เข้มงวดของธนาคารกลางมาเลเซีย

ราคาน้ำมันดิบ (WTI) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 123.70 และมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -37.63 ค่าเฉลี่ยทั้ง 2 ประเทศ อยู่ที่ 71.29 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานทั้ง 2 ประเทศ อยู่ที่ 20.25 โดยราคาน้ำมันดิบที่ติดลบนั้นเป็นผลสืบเนื่องมาจากความต้องการใช้น้ำมันลดลง ประกอบกับมาตรการล็อกดาวน์ที่ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกนั้นหยุดชะงัก รวมถึงสงครามราคากระหว่างประเทศผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ของโลก ทำให้น้ำมันดิบผันตลาด

**ตารางที่ 2.** ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ที่มีต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	ค่าความคลาดเคลื่อน (Std. Error)	ค่าสถิติ (t-Statistic)	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)
Constant	-0.8101	0.03299	-24.5522	0.0000**
D(DJSI)	0.0001	0.00021	0.5308	0.5956
MSCI_THAI	0.0399	0.00195	20.4691	0.0000**
VIX	0.0054	0.00027	20.1721	0.0000**
FI_THAI	0.0036	0.00530	0.68220	0.4952
D(USDTHB)	-1.3899	0.01572	-88.3794	0.0000**
D(WTI)	0.0312	0.00184	16.9776	0.0000**
R-Squared	0.8960	F-statistic	163.1609	
Adjusted R-squared	0.8953	Prob (F-statistic)	0.0000	
Durbin-Watson	1.9993			

\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 2 แสดงผลการทดสอบมีค่า F-statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงว่าตัวแปรในแบบจำลองทั้งหมดมีอิทธิพล หรือสามารถร่วมกันพยากรณ์ตัวแปรตาม คือ ดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) โดยมีค่า R-Square เท่ากับ 0.8960 นั้นแสดงว่าตัวแปรในแบบจำลองทั้งหมดมีอิทธิพล หรือสามารถร่วมพยากรณ์ตัวแปรตาม คือ ดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) ได้เท่ากับร้อยละ 89.60 สำหรับร้อยละ 10.40 ที่ไม่สามารถพยากรณ์ได้อาจเกิดจากปัจจัยอื่น ๆ นอกเหนือจากปัจจัยที่ได้ทำการศึกษารั้งนี้ และมีค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.8953

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถคำนวณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรและค่า t-statistic ของตัวแปร เพื่อตรวจสอบความน่าเชื่อถือทางสถิติของสมการการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น จากการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ ต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 พบว่า มีตัวแปรอิสระ 4 ตัวแปรที่ส่งผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) ได้แก่ ดัชนี MSCI ของประเทศไทย (MSCI\_THAI) ดัชนีความผันผวน (VIX) อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (USDTHB) และราคาน้ำมันดิบ (WTI)

ผลการทดสอบ t-statistic มีตัวแปรที่อธิบายตัวแปรตาม คือ ดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) ได้แก่ ดัชนี MSCI ของประเทศไทย มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0399 ดัชนีความผันผวนมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0054 อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐที่มีความนิ่งของข้อมูลอยู่ในระดับที่หนึ่ง มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -1.3899 และราคาน้ำมันดิบที่มีความนิ่งของข้อมูลอยู่ในระดับที่หนึ่ง มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0312 ซึ่งสามารถประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างดัชนี MSCI ของประเทศไทย ดัชนีความผันผวน อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐที่มีความนิ่งของข้อมูลอยู่ในระดับที่หนึ่ง และราคาน้ำมันดิบที่มีความนิ่งของข้อมูลอยู่ในระดับที่หนึ่ง ที่มีผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียนเป็นสมการพยากรณ์ได้ ดังนี้

$$\text{SET ESG} = -0.8101 + 0.0399^{**}(\text{MSCI\_THAI}) + 0.0054^{**}(\text{VIX}) - 1.3899^{**}D(\text{USDTHB}) + 0.0312^{**}D(\text{WTI})$$

**ตารางที่ 3.** ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ที่มีต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	ค่าความคลาดเคลื่อน (Std. Error)	ค่าสถิติที (t-Statistic)	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)
Constant	0.0766	0.0937	0.8174	0.4138
D(DJSI)	0.0134	0.0013	9.7559	0.0000**
D(MSCI_MALAYSIA)	1.3632	0.0240	56.6715	0.0000**
VIX	-0.0025	0.0060	-0.4163	0.6772
FI_MALAYSIA	0.0012	0.0004	2.5339	0.0114*
D(USDMYR)	2.8898	1.2798	2.2579	0.0241*
D(WTI)	0.0213	0.0148	1.4373	0.1509
R-Squared	0.6505	F-statistic	751.1413	
Adjusted R-squared	0.6482	Prob(F-statistic)	0.0000	
Durbin-Watson	1.9787			

\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบมีค่า F-statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงว่าตัวแปรในแบบจำลองทั้งหมดมีอิทธิพลหรือสามารถร่วมกันพยากรณ์ตัวแปรตาม คือ ดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (FTSE4G) โดยมีค่า R-Square เท่ากับ 0.6505 นั้นแสดงว่าตัวแปรในแบบจำลองทั้งหมดมีอิทธิพลหรือสามารถร่วมกันพยากรณ์ตัวแปรตาม คือ ดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (FTSE4G) ได้เท่ากับร้อยละ 65.05 สำหรับร้อยละ 34.95 ที่ไม่สามารถพยากรณ์ได้อาจเกิดจากปัจจัยอื่น ๆ นอกเหนือจากปัจจัยที่ได้ทำการศึกษาครั้งนี้ และมีค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.6482

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ด้วยวิธีการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น (Multiple Linear Regression) ซึ่งสามารถคำนวณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรและค่า t-statistic ของตัวแปรเพื่อตรวจสอบความน่าเชื่อถือทางสถิติของสมการการถดถอยพหุคูณเชิงเส้นจากการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ ต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 0.05 พบว่า มีตัวแปรอิสระ 4 ตัวแปรที่ส่งผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (FTSE4G) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ได้แก่ ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) และดัชนี MSCI ของประเทศมาเลเซีย (MSCI\_MALAYSIA) และระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ได้แก่ มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศของประเทศมาเลเซีย (FI\_MALAYSIA) และอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินริงกิตมาเลเซียต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (USDMYR)

ผลการทดสอบ t-statistic มีตัวแปรที่อธิบายตัวแปรตาม คือ ดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (FTSE4G) ได้แก่ ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ที่มีความนิ่งของข้อมูลอยู่ในระดับที่หนึ่ง มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0134 ดัชนี MSCI ของประเทศมาเลเซียที่มีความนิ่งของข้อมูลอยู่ในระดับที่หนึ่ง มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.3632 มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศของประเทศมาเลเซีย มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0012 และอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินริงกิตมาเลเซียต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐที่มีความนิ่งของข้อมูลอยู่ในระดับที่หนึ่ง มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 2.8898 ซึ่งสามารถประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ที่มีความนิ่งของข้อมูลอยู่ในระดับที่หนึ่ง ดัชนี MSCI ของประเทศมาเลเซียที่มีความนิ่งของข้อมูลอยู่ในระดับที่หนึ่ง มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศของประเทศมาเลเซีย และอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินริงกิตมาเลเซียต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐที่มีความนิ่งของข้อมูลอยู่ในระดับที่หนึ่ง ที่มีผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียนเป็นสมการพยากรณ์ได้ ดังนี้

$$FTSE4G = 0.0766 + 0.0134^{**}(DJSI) + 1.3632^{**}(MSCI\_MALAYSIA) + 0.0012^{*}(FI\_MALAYSIA) + 2.8898^{*}D(USDMYR)$$

โดยแสดงผลสรุปการทดสอบสมมติฐานที่มีต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนี FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ดังตารางต่อไปนี้

**ตารางที่ 4.** ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ที่มีต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

ตัวแปรอิสระ	สมมติฐาน	ค่าสัมประสิทธิ์จากการทดสอบ	
		SET ESG Index	FTSE4Good Bursa Malaysia Index
ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์	ทิศทางเดียวกัน	0.0001	0.0134**
ดัชนี MSCI ของประเทศไทย	ทิศทางเดียวกัน	0.0399**	
ดัชนี MSCI ของประเทศมาเลเซีย	ทิศทางเดียวกัน		1.3632**
ดัชนีความผันผวน	ทิศทางเดียวกัน	0.0054**	-0.0025
มูลค่าซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศของประเทศไทย	ทิศทางเดียวกัน	0.0036	

**ตารางที่ 4.** ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน มูลค่าซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ที่มีต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน FTSE4Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	สมมติฐาน	ค่าสัมประสิทธิ์จากผลการทดสอบ	
		SET ESG Index	FTSE4Good Bursa Malaysia Index
มูลค่าซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศของประเทศมาเลเซีย	ทิศทางเดียวกัน		0.0012*
อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ	ทิศทางเดียวกัน	-1.3899**	
อัตราแลกเปลี่ยนริงกิตมาเลเซียต่อดอลลาร์สหรัฐ	ทิศทางเดียวกัน		2.8898*
ราคาน้ำมันดิบ	ทิศทางเดียวกัน	0.0312**	0.0213

\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

## อภิปรายผลการวิจัย

การลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investment) ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวางจากนักลงทุนทั่วโลก โดยเฉพาะในตลาดหุ้นที่มีการนำหลักเกณฑ์ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG: Environmental Social and Governance) มาใช้เป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนในปัจจุบันไม่ได้มุ่งหวังเพียงแต่ความมั่งคั่งทางการเงินในระยะสั้น แต่ยังให้ความสำคัญกับความมั่นคงและความยั่งยืนของผลตอบแทนในระยะยาว การลงทุนในหุ้นที่มีการดำเนินธุรกิจตามหลัก ESG ไม่เพียงช่วยสร้างผลตอบแทนในระยะยาว แต่ยังช่วยลดความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอกที่อาจส่งผลกระทบต่อองค์กร อย่างไรก็ตาม การเคลื่อนไหวของดัชนีหุ้นยั่งยืนอาจได้รับอิทธิพลจากหลายปัจจัยทั้งภายในและภายนอกประเทศ โดยเฉพาะปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคและตัวแปรทางการเงินระดับสากล ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน (VIX) มูลค่าซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีอิทธิพลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนี FTSE4 Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องและงานวิจัยที่ได้ผลเชิงประจักษ์ข้างต้น จึงสามารถสรุปผลการศึกษาได้ ดังนี้

การศึกษานี้ใช้วิธีการวิเคราะห์เชิงอนุมาน (Inferential Statistics) โดยเป็นการวิเคราะห์ด้วยวิธีถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน (VIX) มูลค่าซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน

ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) และประเทศมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) โดยสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่า

ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน และสอดคล้องกับการศึกษาของ Friede, Busch & Bassen (2015) และ López, Garcia & Rodriguez (2007) ที่พบว่า ดัชนีความยั่งยืนระดับโลกนั้นมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการลงทุน และการกำหนดมูลค่าของหลักทรัพย์ในตลาดทุนที่มีการให้ความสำคัญกับ ESG แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทย (SET ESG) แสดงถึงแนวทางการลงทุนที่แตกต่างกันของทั้งสองประเทศ

ดัชนี MSCI มีอิทธิพลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) และประเทศมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ดังนั้น ดัชนี MSCI ซึ่งเป็นตัวชี้วัดตลาดทุนนั้นสามารถนำมาพยากรณ์ หรือคาดการณ์ผลการดำเนินการของดัชนีหุ้นยั่งยืนทั้งในประเทศไทยและประเทศมาเลเซียได้ เนื่องจากมีการเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันกับตลาดที่ยั่งยืนในทั้งสองประเทศ สอดคล้องกับ Huang et al. (2002) ที่พบว่า ดัชนี MSCI นั้นมีอิทธิพลต่อทิศทางของตลาดหุ้น และสามารถใช้ในการวิเคราะห์แนวโน้มการลงทุน

ดัชนีความผันผวน (VIX) นั้นมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทย (SET ESG) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และ Serbu et al. (2022) ที่พบว่าดัชนีความผันผวน (VIX) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อดัชนีหุ้นในระยะยาว โดยเฉพาะในตลาดที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับ ESG แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) สะท้อนถึงโครงสร้างเศรษฐกิจที่แตกต่างกันของสองประเทศที่ส่งผลให้ความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

มูลค่าซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน สอดคล้องกับ Dyck et al. (2019) และ Garel & Petit-Romec (2021) ที่พบว่านักลงทุนต่างประเทศมีบทบาทสำคัญในการผลักดันและมีบทบาทในการขับเคลื่อนตลาดทุน โดยเฉพาะในประเทศที่มีการส่งเสริมความยั่งยืน แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทย (SET ESG) แสดงถึงแนวทางการลงทุนที่แตกต่างกันของนักลงทุนต่างประเทศที่ทำการลงทุนในประเทศไทยและประเทศมาเลเซีย

อัตราแลกเปลี่ยน นั้นมีอิทธิพลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) และประเทศมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับงานของ Baker et al. (2022) และ Bagh et al. (2017) ที่พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในหลายประเทศ ดังนั้น อัตราแลกเปลี่ยนนั้นสามารถนำมาพยากรณ์ หรือคาดการณ์ผลการดำเนินการของดัชนีหุ้นยั่งยืนทั้งในประเทศไทยและประเทศมาเลเซียได้

ราคาน้ำมันมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทย (SET ESG) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับ Akbulatov et al. (2022) และ Guliyeva (2023) ที่พบว่า ราคาน้ำมันมีผลต่อดัชนีตลาดหุ้นในหลายประเทศ แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) ซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างเศรษฐกิจที่แตกต่างกันของทั้งสองประเทศ

จากผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าปัจจัยข้างต้นนั้นมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อตลาดหุ้นยั่งยืนของทั้งประเทศไทยและประเทศมาเลเซีย โดยพบว่าดัชนี MSCI และอัตราแลกเปลี่ยน สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดแนวโน้มของดัชนีหุ้นยั่งยืนของทั้งสองประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) และมูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดแนวโน้มของดัชนีหุ้นยั่งยืนของมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) นอกจากนี้ดัชนีความผันผวน (VIX) และราคาน้ำมัน นั้นสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดแนวโน้มของดัชนีหุ้นยั่งยืนประเทศไทย (SET ESG) ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยทิศทางที่แตกต่างกันระหว่างสองประเทศนั้นสะท้อนถึงโครงสร้างเศรษฐกิจและแนวทางการลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะของแต่ละประเทศ โดยปัจจัยระดับโลกและระดับภูมิภาคนั้นมีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนตลาดหุ้นยั่งยืนต่อไป

## ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาอิทธิพลของดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ดัชนี MSCI ดัชนีความผันผวน (VIX) มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีอิทธิพลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนี FTSE4 Good Bursa Malaysia ของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ซึ่งผลการศึกษาสามารถนำไปใช้ประโยชน์ในด้านการลงทุนและการกำหนดกลยุทธ์ของนักลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

1. การใช้ดัชนีความยั่งยืนระดับโลก และดัชนี MSCI เป็นตัวชี้วัดแนวโน้มตลาดหุ้นยั่งยืน ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทยและมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) และ MSCI มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของมาเลเซีย ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของดัชนีเหล่านี้สามารถใช้เป็นสัญญาณในการคาดการณ์แนวโน้มของตลาดหุ้นยั่งยืนในภูมิภาคนี้ได้ นักลงทุนจึงสามารถนำดัชนีดังกล่าวมาประกอบการวิเคราะห์เชิงกลยุทธ์ ใช้พยากรณ์ทิศทางของดัชนี เพื่อปรับพอร์ตการลงทุนให้เหมาะสมกับภาวะตลาด
2. สภาวะตลาด จากผลการศึกษาพบว่า ความผันผวนของตลาด (VIX) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) ดังนั้นนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในหุ้นยั่งยืน ควรให้ความสำคัญกับการติดตามภาวะเศรษฐกิจโลกและระดับความผันผวนของตลาด เพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุนอย่างรอบคอบ โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดมีความไม่แน่นอน เพื่อให้การลงทุนนั้นเป็นไปตามเป้าหมาย

3. มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ เป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ส่งผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน โดยพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) การไหลเข้าออกของเงินทุนจากต่างประเทศสามารถกระทบต่อความเคลื่อนไหวของดัชนีได้อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น นักลงทุนควรติดตามแนวโน้มการเคลื่อนย้ายเงินทุนและปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ เช่น นโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) หรือสถานการณ์เศรษฐกิจโลก เพื่อวางแผนการลงทุนให้สอดคล้องกับกระแสเงินทุนที่เปลี่ยนแปลงไป
4. ปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่ส่งผลกระทบต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน และราคาน้ำมันดิบ พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับทั้งดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) และดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) และราคาน้ำมันนั้นที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับทั้งดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) ปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคจึงมีผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของทั้งสองประเทศอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในหุ้นยั่งยืน ควรให้ความสำคัญกับการติดตามภาวะเศรษฐกิจทั้งในประเทศ และภาวะเศรษฐกิจโลก รวมถึงความผันผวนของตลาด เพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุนอย่างรอบคอบ
5. จากผลการศึกษานี้สามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้ทั้งในเชิงนโยบายและเชิงปฏิบัติ ดังนี้

ในด้านของข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศมาเลเซีย (FTSE4Good Bursa Malaysia) และดัชนี MSCI มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีหุ้นยั่งยืนในทั้งสองประเทศ หน่วยงานกำกับดูแลด้านตลาดทุนสามารถพิจารณาข้อมูลดังกล่าว เพื่อเป็นองค์ประกอบในการพัฒนา หรือออกแบบนโยบายส่งเสริมการลงทุนยั่งยืน โดยเฉพาะในด้านหลักเกณฑ์ ESG ของบริษัทจดทะเบียน เพื่อให้เกิดความสอดคล้องกับมาตรฐานสากล และเพื่อส่งเสริมความน่าเชื่อถือของตลาดทุนในระดับภูมิภาค รวมถึงการพิจารณาติดตามปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อความผันผวนของตลาดทุนอย่างต่อเนื่อง ทั้งอัตราแลกเปลี่ยนและราคาน้ำมัน เพื่อใช้เป็นข้อมูลสนับสนุนในการออกมาตรการเชิงป้องกัน หรือแนวทางให้คำแนะนำแก่นักลงทุนในยามเกิดความผันผวนต่อไป

ในด้านของข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติ นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับปัจจัยมหภาคที่ส่งผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืน ไม่ว่าจะเป็นความผันผวนของตลาด (VIX) มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยน และราคาน้ำมันดิบ เพื่อปรับกลยุทธ์การลงทุนให้เหมาะสมกับสถานการณ์ ในขณะเดียวกันนักวิเคราะห์การลงทุนสามารถใช้ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) และดัชนี MSCI เป็นเครื่องมือในการคาดการณ์แนวโน้มของตลาด ESG ในภูมิภาคนี้เพิ่มเติม พร้อมทั้งเฝ้าระวังกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ซึ่งอาจกระทบต่อดัชนีอย่างมีนัยสำคัญ

จากผลการศึกษาดังกล่าว แสดงให้เห็นถึงอิทธิพลของปัจจัยด้านต่าง ๆ และเศรษฐกิจมหภาคที่มีอิทธิพลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์ของทั้งสองประเทศ ซึ่งผลการศึกษาสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์แนวโน้มของตลาดหลักทรัพย์ที่มุ่งเน้นด้านความยั่งยืน รวมถึงการกำหนดกลยุทธ์ด้านการลงทุน เพื่อให้สอดคล้องกับสถานะตลาดและปัจจัยแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาค และสนับสนุนการพัฒนาตลาดทุนที่มีเสถียรภาพและยั่งยืนต่อไปในอนาคต

### ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มุ่งเน้นศึกษาผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจและดัชนีตลาดทุนที่มีผลต่อดัชนีหุ้นยั่งยืนของประเทศไทยและประเทศมาเลเซีย อย่างไรก็ตามในการศึกษาครั้งต่อไปอาจพิจารณาขยายขอบเขตการศึกษาไปยังประเทศอื่นในภูมิภาคเอเชีย เช่น สิงคโปร์ เพื่อเปรียบเทียบลักษณะของดัชนีหุ้นยั่งยืนในแต่ละประเทศ และวิเคราะห์แนวโน้มการลงทุนในระดับภูมิภาคอื่น ๆ เพื่อช่วยในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนต่อไป

โดยการศึกษาครั้งนี้ใช้วิธีการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น (Multiple Linear Regression) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร แต่เนื่องจากข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลาซึ่งมีความเชื่อมโยงกันในเชิงพลวัต อาจมีการพิจารณาใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติอื่น ๆ เช่น แบบจำลอง VAR หรือ VECM เพื่อวิเคราะห์โครงสร้างความสัมพันธ์เชิงเวลา การทดสอบ Granger Causality เพื่อศึกษาทิศทางของความสัมพันธ์ มาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีหุ้นยั่งยืนกับปัจจัยเศรษฐกิจและตลาดทุนเพิ่มเติมเพื่อความลึกซึ้งมากยิ่งขึ้น

## References

- Akbulaev, N., Mammadli, E., & Bayramli, G. (2022). The effect of energy prices on stock indices in the period of COVID-19: Evidence from Russia, Turkey, Brazil, and India. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 12(3), 262–269. <https://doi.org/10.32479/ijeep.12919>
- Angkatawivat, K. (2014). *The Determinants Affecting Stock Market Index in The Stock Exchange of Thailand* [Master of Economics thesis, Kasetsart University]. KU E-Thesis.
- Atittayaratsakul, N., & Rangkakulnuwat, P. (2018). Volatility Forecasting for MSCI Index of Emerging Markets in Southeast Asia by Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Model. *Proceedings of the 13th Graduate Research Conference*. (pp. 2685–2691). University of the Thai Chamber of Commerce.
- Baker, E., Braga-Alves, M. V., & Morey, M. R. (2022). Exchange rate changes and ESG: Predicting exchange rate changes using country environmental, social, and governance ratings. *Journal of Investment Consulting*, 21(1), 15–29.
- Bagh, T., Azad, T., Razzaq, S., Liaqat, I., & Khan, M. A. (2017). The Impact of Exchange Rate Volatility on Stock Index: Evidence from Pakistan Stock Exchange (PSX). *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 7(3), 70-86. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARAFMS/v7-i3/3150>
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693-714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Froot, K. A., & Thaler, R. H. (1990). Anomalies: Foreign exchange. *Journal of Economic Perspectives*, 4(3), 179-192. <https://doi.org/10.1257/jep.4.3.179>
- Garel, A., & Petit-Romec, A. (2021). Investor rewards to environmental responsibility: Evidence from the COVID-19 crisis. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101948. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101948>

- Guliyeva, S. (2023). Analysis of the effect of energy prices on stock indexes during the epidemic crisis. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 13(2), 526–536. <https://doi.org/10.32479/ijeep.14052>
- Hawn, O., Chatterji, A. K., & Mitchell, W. (2018). Do investors actually value sustainability? New evidence from investor reactions to the Dow Jones Sustainability Index (DJSI). *Strategic Management Journal*, 39(4), 949-976. <https://doi.org/10.1002/smj.2752>
- Huang, W., Chakrabarti, R., Lee, J., & Jayaraman, N. (2002, June 26-29). *The 'Index Effect' on Stock Prices and Trading Volumes: International Evidence* [Conference Paper]. EFMA 2002 Annual Meetings, London, England. <https://doi.org/10.2139/SSRN.313944>
- Jang, B. H., Cho, S., & Lee, J. (2020). Exchange rate volatility and sustainable investment: Evidence from Asian stock markets. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(3), 295-310. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1728047>
- López, M. V., Garcia, A., & Rodriguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Business Ethics*, 75(3), 285-300. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9253-8>
- Nguyen, P., Kecskés, A., & Mansi, S. (2020). Does corporate social responsibility create shareholder value? The importance of the institutional environment. *Journal of Banking & Finance*, 112, 105217. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.013>
- Niemcharoen, N., & Pongsupatt, A. (2023). Factors Affecting the Thailand Sustainability Investment Index. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 1(7), 127.
- Pattarasen, W. (2017). *Sustainability Index*. <https://setsustainability.com/download/r86phity9mxkjs1i>
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62-77.
- Ruan, L. (2018). Research on sustainable development of the stock market based on VIX index. *Sustainability*, 10(11), 4036. <https://doi.org/10.3390/su10114113>
- Ruxariyatham, N. (2011). *Relationships between Economic Factors and Industries Stock Indices* [Master's thesis, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University]. TU Digital Collections.
- Serbu, R. S., Iancu, A.-N., & Rotar, E. (2022). A possible predictive causality between the new global trend, environmental, social, and governance (ESG) and market sentiment through “gold futures/VIX” ratio. *Revista Economic*, 74(4), 91-99. <https://doi.org/10.56043/reveco-2022-0040>
- Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45-57. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000033106.43260.99>

- Tanchajchaval, S. (2013). *Affect of MSCI Index Addition-Deletion to Stock Return*. [Independent study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University]. TU Digital Collections.
- Termprasertsakul, S., & Sombatwattana, P. (2017). *How does the movement of exchange rate affect listed firms in Thailand?*. Research Revenue Project, Faculty of Social Sciences, Srinakharinwirot University. <https://hdl.handle.net/20.500.14740/12989>
- Thanalerskulthon, P., & Punpocha, S. (2020). Study of the volatility of external factors affecting the SET index. *Proceedings of the 15th Graduate Research Conference, Academic Year 2020*. (pp. 2673–2686). Graduate School of Rangsit University.
- The Stock Exchange of Thailand. (2024). *SET ESG index profile*. SET. <https://www.set.or.th/th/market/index/setesg/profile>
- The Stock Exchange of Thailand. (2024). *News of the stock exchange of Thailand SET ESG*. SET. <https://www.set.or.th/th/market/news-and-alert>
- The Stock Exchange of Thailand. (2023). *Sustainability report 2023*. SET. <https://www.set.or.th/th/market/news-and-alert>
- Thongsaichon, N. (2022). *ESG investment in the modern world*. The Stock Exchange of Thailand. <https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/165-tsi-invest-in-esg-stocks-in-new-investment-era>
- Treerasahagul, T., & Tuvadaratragoo, S. (2018). The Economic determinants affecting the stock market index in the Stock Exchange of Thailand. *Srinakharinwirot Business Journal*, 9(2), 12-29.
- Wareedee, T. (2016). *The Influence of Net Purchase of Foreign Investors and Local Institutions on the SET50 Index*. [Independent study, Bangkok University]. BU Research.