ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มความยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Correlation Between Environmental, Social, and Governance (ESG) Scores and Profitability Impacting the Returns of Sustainability Index Securities on the Stock Exchange of Thailand

Received: 14 พ.ค. 2568
Revised: 7 ส.ค. 2568
Accepted: 13 ส.ค. 2568

เพชรอรุณ พุ่มแก้ว[1] และ ธนภณ วิมูลอาจ[2]
Pecharoon Pumkaew[1] and Thanapon Wimoonard[2]

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล และความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มความยั่งยืน (ESG) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่าง ที่ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดังกล่าวจำนวน 86 บริษัท ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิเป็นรายไตรมาสระหว่างไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2563 ถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2567 รวม 20 ไตรมาส ซึ่งก่อให้เกิดชุดข้อมูลจำนวน 1,720 รายการ ซึ่งใช้สถิติเชิงพรรณนา การทดสอบสหสัมพันธ์ และสมการถดถอยเชิงพหุคูณในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการศึกษาพบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม คะแนนด้านบรรษัทภิบาล และความสามารถในการทำกำไรวัดจากอัตรากำไรสุทธิ มีผลทางบวกต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มความยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แต่คะแนนด้านสังคม ความสามารถในการทำกำไร วัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มความยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ ค่า Adjusted R-squared มีค่า 0.548 สะท้อนให้เห็นว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปรของผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มความยั่งยืนได้ร้อยละ 54.8 ผลการศึกษานี้ช่วยเสริมสร้างความเข้าใจต่อบทบาทของปัจจัยด้าน ESG และความสามารถในการทำกำไรต่อผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มความยั่งยืน ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการวิเคราะห์การลงทุน ตลอดจนผู้กำหนดนโยบายและหน่วยงานกำกับดูแลในการส่งเสริมการลงทุนอย่างยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ: ผลตอบแทน, คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล, หลักทรัพย์กลุ่มความยั่งยืน

Abstract

This study aims to examine the Relationship Between Environmental, Social, and Governance (ESG) scores and profitability as determinants of stock returns in the SET ESG Index of the Stock Exchange of Thailand. The sample includes 86 listed companies in the SET ESG, with secondary data collected quarterly from Q1 2020 to Q4 2024, covering a total of 20 quarters and 1,720 observations. Descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression analysis were employed to analyze the data.

[1] *นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการ วิทยาลัยบัณฑิตศึกษาการจัดการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น อีเมล: Pecharoon.p@kkumail.com*
[2] *ดร. อาจารย์ประจำหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการ วิทยาลัยบัณฑิตศึกษาการจัดการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น อีเมล: thanwim@kku.ac.th*
[1] *A Master Student, Master of Business Administration, College of Graduate Study in Management, Khon Kaen University, Email: Pecharoon.p@kkumail.com*
[2] *Dr., Lecturer, Master of Business Administration, College of Graduate Study in Management, Khon Kaen University, Email: thanwim@kku.ac.th*

The results reveal that environmental scores, governance scores, and profitability measured by net profit margin have a statistically significant positive relationship with returns at the 0.05 significance level. In contrast, social scores, return on assets (ROA), and return on equity (ROE) do not have a statistically significant effect on stock returns. The adjusted R-squared value of 0.548 indicates that the independent variables in the model explain 54.8% of the variation in stock returns. These findings enhance the empirical understanding of the influence of ESG factors and profitability on the performance of SET ESG, offering valuable insights for investors in evaluating sustainable investment opportunities. Furthermore, the results can support policymakers and regulators in promoting sustainable investment practices in the Thai capital market.

Keywords: Returns, ESG Scores, SET ESG

บทนำ

ในช่วงระยะเวลาหนึ่งทศวรรษที่ผ่านมา แนวคิดการลงทุนที่คำนึงถึงความยั่งยืน (Sustainable Investment) ได้ทวีความสำคัญอย่างมีนัยสำคัญในระบบตลาดทุนทั่วโลก โดยมีองค์ประกอบหลักด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ซึ่งได้รับการยอมรับในวงกว้างว่าเป็นปัจจัยพื้นฐานที่มีอิทธิพลต่อความมั่นคงในการดำเนินธุรกิจ โอกาสในการขยายตัวทางธุรกิจ และการก่อให้เกิดผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2566) การผนวกรวมมิติ ESG เข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุนจึงถูกพัฒนาให้เป็นกรอบการดำเนินงานเชิงยุทธศาสตร์ที่ได้รับการสนับสนุนในระดับนานาชาติ เพื่อเสริมสร้างประสิทธิภาพในการแข่งขันและความยั่งยืนขององค์กรในระยะยาว (Friede, Busch & Bassen, 2015)

ในระบบตลาดทุนของประเทศไทยได้ดำเนินบทบาทเชิงรุกในการส่งเสริมกระบวนทัศน์การลงทุนที่ยึดมั่นในหลักการพัฒนาอย่างยั่งยืน โดยริเริ่มพัฒนาดัชนีหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานเป็นเลิศด้าน ESG ภายใต้กรอบ Thailand Sustainability Investment (THSI) เริ่มดำเนินการตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 โดยประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่นด้าน ESG โดยพิจารณาจากการประเมินตามเกณฑ์ที่ครอบคลุมด้านนโยบาย การบริหารจัดการ และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567) ทั้งนี้ รายชื่อบริษัทในดัชนี THSI ได้กลายเป็นเครื่องมือเชิงวิเคราะห์ที่สำคัญสำหรับนักลงทุนที่ต้องการพิจารณาปัจจัย ESG ควบคู่กับข้อมูลทางการเงินในการตัดสินใจลงทุน และยังมีบทบาทในการส่งเสริมให้ภาคธุรกิจดำเนินกิจการโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วน ในปี พ.ศ. 2566 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ยกระดับมาตรฐานการประเมินโดยการบูรณาการระบบ SET ESG Ratings ซึ่งมุ่งเน้นการประเมินความโปร่งใสและคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้แนวทางที่สอดคล้องกับมาตรฐานสากล เช่น GRI, SASB และ TCFD รวมถึงการนำข้อมูลจากสถาบันจัดอันดับ ESG ระดับโลกมาประยุกต์ใช้เพื่อเสริมสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567)

การขยายตัวของการลงทุนหลักทรัพย์ที่มุ่งเน้นด้าน ESG ในประเทศไทยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะในกองทุน ESG ทั้งนี้ รายงานของ Morningstar Thailand (2023) ระบุว่า ณ ปี พ.ศ. 2566 กองทุนรวม ESG ในประเทศไทยมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวมทั้งสิ้นประมาณ 45,000 ล้านบาท แบ่งเป็นกองทุนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยจำนวน 22 กองทุน คิดเป็นมูลค่า 2,500 ล้านบาท และกองทุนที่เน้นการลงทุนในต่างประเทศจำนวน 91 กองทุน คิดเป็นมูลค่ารวม 43,000 ล้านบาท ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ากว่าร้อยละ 94 ของกองทุน ESG ที่มีจำหน่ายในประเทศมุ่งเน้นการลงทุนในตลาดทุนต่างประเทศ โดยปัจจัยสนับสนุนแนวโน้มดังกล่าว ได้แก่ การสนับสนุนเชิงนโยบายจากหน่วยงานกำกับดูแล การเพิ่มขึ้นของการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยบริษัทจดทะเบียน รวมถึงการเปลี่ยนแปลงในกระบวนทัศน์ของนักลงทุนที่มีการตระหนักถึงความสำคัญของหลักการพัฒนาที่ยั่งยืนในระดับที่สูงขึ้น (Global Sustainable Investment Alliance, 2021)

การลงทุนที่ให้ความสำคัญกับ ESG นอกจากจะมีบทบาทในการสนับสนุนเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนแล้ว ยังมีแนวโน้มในการสร้างผลตอบแทนที่มีเสถียรภาพในระยะยาว งานวิจัยของ Eccles et al. (2014) ชี้ให้เห็นว่าองค์กรที่นำหลักการ ESG ไปประยุกต์ใช้อย่างมีประสิทธิภาพสามารถสร้างผลตอบแทนในระดับที่สูงกว่าองค์กรทั่วไป ขณะที่ Clark et al. (2015) เสนอว่าการบริหารจัดการประเด็น ESG อย่างมีประสิทธิผลสามารถช่วยลดต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับชื่อเสียงองค์กร

จากเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงเลือกกลุ่มบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์ความยั่งยืน เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา เนื่องจากบริษัทในกลุ่มนี้มีลักษณะโดดเด่นด้าน ESG อย่างชัดเจน และเป็นกลุ่มที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนเชิงยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง การศึกษาผลกระทบของปัจจัย ESG ต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้จึงมีความเหมาะสมและสามารถสร้างองค์ความรู้ที่เป็นประโยชน์ทั้งในเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติ

ในด้านการวิเคราะห์ทางการเงิน ผู้วิจัยเลือกใช้อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) ได้แก่ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin), อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) เป็นตัวแปรด้านการเงินในการศึกษา เนื่องจากอัตราส่วนเหล่านี้เป็นตัวแทนที่สำคัญของประสิทธิภาพการดำเนินงาน การควบคุมต้นทุน และการสร้างมูลค่าต่อผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นประเด็นสำคัญที่นักลงทุนใช้ในการประเมินความสามารถของกิจการในการสร้างผลตอบแทนในระยะยาว (Brigham & Ehrhardt, 2013) อีกทั้งยังสอดคล้องกับแนวทางของการลงทุนที่มุ่งเน้นการเติบโตอย่างยั่งยืนซึ่งต้องอาศัยความแข็งแกร่งทั้งในเชิง ESG และการเงินควบคู่กัน

ด้วยเหตุนี้ งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนด้าน ESG และความสามารถในการทำกำไรกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มความยั่งยืน โดยมุ่งหวังให้ผลการศึกษาสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน ผู้กำหนดนโยบาย และหน่วยงานกำกับดูแล ในการส่งเสริมการลงทุนอย่างยั่งยืนในตลาดทุนไทย

วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มความยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิดและสมมติฐาน

1. แนวคิดการลงทุนอย่างยั่งยืน

การลงทุนอย่างยั่งยืนได้รับการนิยามโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2567) ว่าเป็นแนวทางการลงทุนที่ผสานประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) เข้ากับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงิน เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างรอบด้าน โดยมีเป้าหมายเพื่อสร้างผลตอบแทนทางเศรษฐกิจในระยะยาว ควบคู่กับการส่งเสริมผลกระทบเชิงบวก หรือการลดผลกระทบเชิงลบที่อาจเกิดขึ้นต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม ทั้งนี้ มีการยอมรับอย่างแพร่หลายว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ ทั้งในแง่ของการลดความเสี่ยง การเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน และการได้รับความไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนความมั่นคงและการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการในระยะยาว โดยแนวทางการลงทุนอย่างยั่งยืนได้พัฒนาและแพร่หลายในระดับสากล โดยมีหลากหลายกลยุทธ์ เช่น การใช้เกณฑ์คัดกรองเชิงลบ (Negative Screening) เพื่อหลีกเลี่ยงการลงทุนในกิจการที่อาจขัดต่อจริยธรรมของสังคม และการใช้เกณฑ์คัดกรองเชิงบวก (Positive Screening) เพื่อคัดเลือกกิจการที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมหรือมีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่โดดเด่น ซึ่งปัจจุบันการลงทุนอย่างยั่งยืนได้รับความสนใจจากนักลงทุนทั่วโลก โดยเฉพาะในภูมิภาคยุโรปและสหรัฐอเมริกา ซึ่งมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่อง สำหรับประเทศไทย แนวคิดดังกล่าวเริ่มได้รับการยอมรับมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะในหมู่นักลงทุนสถาบัน ที่ให้ความสำคัญกับปัจจัยด้าน ESG เป็นองค์ประกอบในการพิจารณาคัดเลือกหลักทรัพย์เพื่อประกอบการลงทุน

สรุปได้ว่า การลงทุนอย่างยั่งยืนหมายถึงการพิจารณาปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ควบคู่กับการวิเคราะห์ทางการเงิน เพื่อสร้างผลตอบแทนระยะยาวและลดผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยผลการดำเนินงานด้าน ESG มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยง ความสามารถในการแข่งขัน และการยอมรับจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งล้วนส่งผลต่อความยั่งยืนของธุรกิจในระยะยาว

2. ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) เป็นแนวคิดที่เสนอโดย Freeman (1984) ซึ่งเน้นว่าการดำเนินธุรกิจขององค์กรไม่ควรมุ่งเน้นเฉพาะการสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ควรให้ความสำคัญต่อกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด ไม่ว่าจะเป็นลูกค้า พนักงาน ชุมชน ซัพพลายเออร์ ภาครัฐ หรือแม้กระทั่งสิ่งแวดล้อม โดยมองว่าความสำเร็จขององค์กรในระยะยาวขึ้นอยู่กับความสามารถในการบริหารความสัมพันธ์กับกลุ่มเหล่านี้อย่างมีประสิทธิภาพและมีความรับผิดชอบ แนวคิดนี้ได้รับการขยายผลและนำมาใช้ในบริบทของความยั่งยืนและ ESG (Environmental, Social

and Governance) โดยเฉพาะในด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม ซึ่งบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างจริงจังมักสามารถลดความเสี่ยงจากปัญหาภายนอก สร้างภาพลักษณ์เชิงบวก และได้รับความไว้วางใจจากนักลงทุน (Clarkson, 1995; Jones, 1995) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจึงสนับสนุนแนวคิดที่ว่าคะแนนด้าน ESG ที่ดี โดยเฉพาะในด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม จะสามารถส่งผลเชิงบวกต่อความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของบริษัทได้

3. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ถูกพัฒนาโดย Jensen and Meckling (1976) โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น (Principal) และผู้บริหาร (Agent) ซึ่งมักเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างทั้งสองฝ่าย เนื่องจากผู้บริหารอาจดำเนินการตามเป้าหมายส่วนตัวมากกว่าผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว ทฤษฎีนี้เสนอให้มีการออกแบบโครงสร้างบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ที่มีประสิทธิภาพ เช่น การจัดตั้งคณะกรรมการอิสระ การเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส และการใช้ระบบตรวจสอบภายในที่เข้มแข็ง เพื่อสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารปฏิบัติหน้าที่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) และเพิ่มความน่าเชื่อถือขององค์กรในสายตานักลงทุน (Fama & Jensen, 1983) ในการศึกษาด้าน ESG คะแนนบรรษัทภิบาลที่ดีจึงสะท้อนถึงระบบการจัดการที่เข้มแข็งและสามารถสร้างผลตอบแทนที่ยั่งยืนให้แก่ผู้ถือหุ้น อันเป็นผลลัพธ์ที่สอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน

4. แนวคิดเกี่ยวกับการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยอาศัยปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) เป็นแนวทางที่ใช้ในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ โดยพิจารณาปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถในการดำเนินธุรกิจของบริษัท ทั้งในระดับมหภาค ระดับอุตสาหกรรม และระดับองค์กร เพื่อใช้ในการกำหนดความเหมาะสมของราคาหลักทรัพย์ และสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผลและประสิทธิผล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561) โดยกระบวนการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานสามารถจำแนกได้เป็นสามระดับหลัก ดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ (Macroeconomic Analysis) เป็นการศึกษาสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจในภาพรวม ทั้งในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ในอนาคต เพื่อประเมินผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อระบบธุรกิจโดยรวม ซึ่งมักใช้ตัวชี้วัดเศรษฐกิจ เช่น อัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP growth rate) ระดับเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย การจ้างงาน และเสถียรภาพของนโยบายการเงินและการคลังของภาครัฐ เนื่องจากปัจจัยเหล่านี้มีผลโดยตรงต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน รวมถึงผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดทุน

4.2 การวิเคราะห์ระดับอุตสาหกรรม (Industry-Level Analysis) การวิเคราะห์ในระดับนี้มุ่งเน้นไปที่การศึกษาสภาพแวดล้อมทางธุรกิจของอุตสาหกรรมที่บริษัทตั้งอยู่ โดยพิจารณาถึงโครงสร้างการแข่งขันในอุตสาหกรรม วงจรการเติบโตของอุตสาหกรรม (Industry Life Cycle) แรงผลักดันจากเทคโนโลยีหรือกฎระเบียบ ตลอดจนแนวโน้มของอุปสงค์และอุปทานในตลาดเฉพาะกลุ่ม การประเมินเหล่านี้ช่วยให้เข้าใจถึงโอกาสและข้อจำกัดในการเติบโตของธุรกิจภายในอุตสาหกรรม และสามารถใช้เป็นพื้นฐานในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีศักยภาพในระยะยาว

4.3 การวิเคราะห์ระดับบริษัท (Firm-Level Analysis) เป็นกระบวนการประเมินข้อมูลเฉพาะของบริษัทเพื่อวิเคราะห์ประสิทธิภาพและศักยภาพในการดำเนินงาน แบ่งออกเป็นการวิเคราะห์เชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ โดยการวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) ครอบคลุมถึงโครงสร้างองค์กร คุณภาพของทีมผู้บริหาร กลยุทธ์การดำเนินธุรกิจ วัฒนธรรมองค์กร และปัจจัยด้านนวัตกรรมหรือความสามารถในการแข่งขันที่ไม่สามารถวัดได้ด้วยตัวเลข และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) ใช้ข้อมูลทางการเงินที่เป็นตัวเลข เช่น งบกำไรขาดทุน งบดุล และงบกระแสเงินสด โดยพิจารณาอัตราส่วนทางการเงินต่าง ๆ โดยหนึ่งในกลุ่มที่ได้รับความนิยมสูงคือ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) ซึ่งสะท้อนศักยภาพในการสร้างผลกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท โดยตรง ทั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้อัตราส่วนสามรายการ ได้แก่ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM), อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) เป็นอัตราส่วนที่สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไร เนื่องจากแต่ละตัวแปรสะท้อนมิติที่แตกต่างกันของผลการดำเนินงาน โดย NPM แสดงถึงความสามารถในการควบคุมต้นทุนและสร้างกำไรสุทธิจากยอดขาย (ROA) สะท้อนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดให้เกิดผลตอบแทน (ROE) สะท้อนความสามารถในการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นจากเงินทุนที่ลงไป

การเลือกศึกษาทั้งสามตัวแปรพร้อมกัน แทนที่จะเลือกเพียงตัวใดตัวหนึ่ง จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ครอบคลุมภาพรวมของความสามารถในการทำกำไรจากทั้งมุมมองด้านการดำเนินงาน ทรัพยากร และผู้ถือหุ้น ซึ่งช่วยเพิ่มความแม่นยำในการวิเคราะห์ และลดความลำเอียงที่อาจเกิดจากการพึ่งพาตัวแปรเดียว

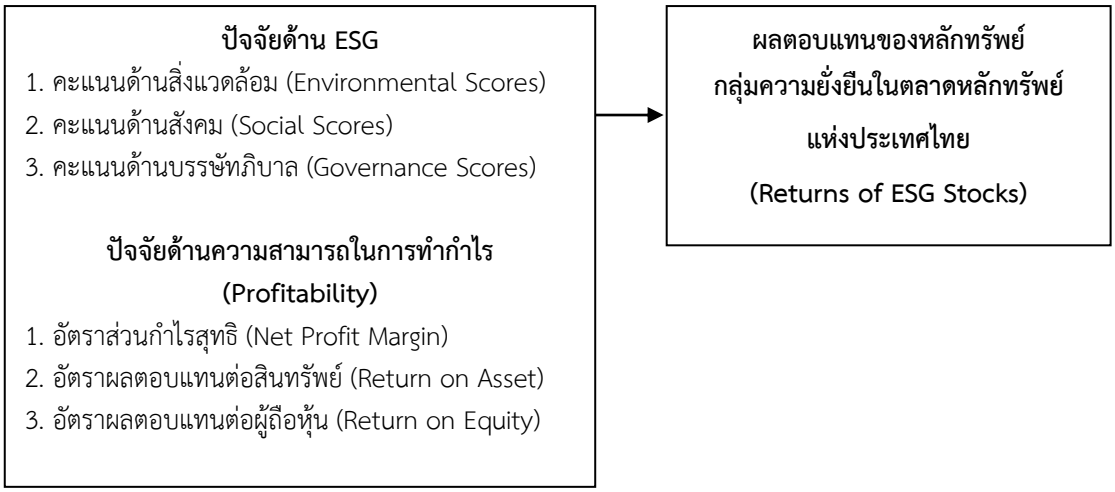
5. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นในตลาดทุน พบว่า มีหลักฐานเชิงประจักษ์สนับสนุนความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างปัจจัยด้าน ESG กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดทุนในต่างประเทศ

งานวิจัยของกนกพร รัตนอำพล และคณะ (2564) และ Wiriyakitjar et al. (2024) ระบุว่า คะแนนประเมินผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและด้านบรรษัทภิบาลมีผลกระทบเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ullah (2012) ที่วิเคราะห์ข้อมูลจากดัชนี KSE-30 ในประเทศปากีสถาน และ Teker and Yüksel (2014) ที่ศึกษาตลาดหลักทรัพย์อิสตันบูล โดยต่างพบว่า การดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลส่งผลดีต่อราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ปัจจัยด้านสังคมได้รับการเน้นย้ำในงานวิจัยของ Fatmy (2016) ที่ศึกษาจากดัชนี FTSE-100 และ HDAX

นอกจากปัจจัยด้าน ESG แล้ว ยังมีการศึกษาถึงปัจจัยทางการเงินที่อาจมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ควบคู่กัน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ผ่านมายังมีแนวโน้มแยกการวิเคราะห์ระหว่างปัจจัยด้าน ESG และปัจจัยด้านการเงินโดยไม่รวมไว้ในกรอบการศึกษาร่วมกัน โดยปัจจัยทางการเงินที่ได้รับความสนใจส่วนใหญ่เป็นอัตราส่วนทางการเงินซึ่งสะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท เช่น งานวิจัยของ วิไลลักษณ์ แสงสุวรรณ (2564) พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของมโนรา รังสิมาวรางกูร (2563) ที่เน้นกลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคนอกจากนี้ ไพรัลยา วิจิตรประดิษฐ์ (2562) ยังพบว่าอัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM) มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับงานของศรากรณ์ หนูศักดิ์ (2564) ที่ศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมและก่อสร้าง และ รัฐิยา ส่งสุข (2566) ที่ศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ส่วนใหญ่จะศึกษาเฉพาะด้านใดด้านหนึ่งเป็นหลักและยังขาดกรอบการวิเคราะห์ที่รวม ESG และอัตราส่วนทางการเงินเข้าด้วยกันอย่างเป็นระบบ

ดังนั้น กรอบแนวคิดในการวิจัยครั้งนี้พัฒนาขึ้นจากแนวคิดการลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investment) ซึ่งมุ่งเน้นการบูรณาการปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) เข้ากับการตัดสินใจลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567) โดยแนวคิดดังกล่าวได้รับการยอมรับว่าสามารถลดความเสี่ยงและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันขององค์กรในระยะยาว (Clarkson, 1995; Jones, 1995) และการวิจัยในครั้งนี้ใช้ตัวแปรด้านด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ควบคู่กับตัวแปรด้านความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่นิยมใช้ในการประเมินประสิทธิภาพของบริษัท (ไพรัลยา วิจิตรประดิษฐ์, 2562; มโนรา รังสิมาวรางกูร, 2563) นอกจากนี้ งานวิจัยยึดตามแนวคิดของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Freeman, 1984) และทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) เพื่ออธิบายบทบาทของ ESG และบรรษัทภิบาลในการลดความขัดแย้งและสร้างมูลค่าเพิ่มให้ผู้ลงทุน) เพื่อประเมินผลกระทบร่วมกันระหว่างปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม บรรษัทภิบาล (ESG) และความสามารถในการทำกำไรต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มยั่งยืน (กนกพร รัตนอำพล และคณะ, 2564; Ullah, 2012; Teker & Yüksel, 2014) ซึ่งเป็นประเด็นที่ยังไม่ถูกสำรวจอย่างครอบคลุมในบริบทของตลาดทุนไทย



ภาพ 1 กรอบแนวคิดการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และความสามารถทำกำไรที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มความยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การวิจัยฉบับนี้อาศัยข้อมูลเชิงปริมาณในรูปแบบข้อมูลพาเนล (Panel Data) โดยครอบคลุมระยะเวลาไตรมาสที่ 1 ปี 2563 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2567 รวมทั้งสิ้น 20 ไตรมาส กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ประกอบด้วยบริษัทที่ได้รับการจัดประเภทอยู่ในหลักทรัพย์กลุ่มยั่งยืน และมีข้อมูลทางการเงินครบถ้วนตามช่วงเวลาที่กำหนดไว้ โดยคัดเลือกมาได้จำนวนทั้งสิ้น 86 บริษัท และเมื่อคำนวณตามจำนวนไตรมาสทั้งหมด ส่งผลให้ได้ชุดข้อมูลรวมจำนวน 1,720 รายการ ผู้วิจัยได้จัดจำแนกกลุ่มตัวอย่าง 86 บริษัทตาม หมวดอุตสาหกรรมหลัก (Industry Classification) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้เข้าใจบริบทของการวิเคราะห์มากยิ่งขึ้น โดยพบว่าบริษัทกลุ่มตัวอย่างกระจายอยู่ในอุตสาหกรรมต่าง ๆ ดังนี้

1.1 กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 8 บริษัท
1.2 กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค 14 บริษัท
1.3 กลุ่มบริการ 18 บริษัท
1.4 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 10 บริษัท
1.5 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 15 บริษัท
1.6 กลุ่มเทคโนโลยี 6 บริษัท
1.7 กลุ่มเกษตรและอาหาร 7 บริษัท
1.8 กลุ่มการเงิน 8 บริษัท

ในด้านความเหมาะสมของขนาดกลุ่มตัวอย่าง งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากบริษัทจำนวน 86 แห่ง ซึ่งถือว่าเพียงพอในการวิเคราะห์ข้อมูลตามหลักการทางสถิติ เนื่องจากขนาดกลุ่มตัวอย่างที่มากกว่า 30 ราย ($n > 30$) มักถือว่าเพียงพอในเชิงสถิติสำหรับการประมาณค่าพารามิเตอร์ของแบบจำลองถดถอย (Gujarati & Porter, 2009) โดยในกรณีนี้ ข้อมูลรวมทั้งสิ้น 1,720 รายการ ยิ่งเพิ่มความน่าเชื่อถือของการวิเคราะห์และช่วยให้สามารถตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และความสามารถทำกำไรที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มความยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยความสามารถทำกำไร วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ในการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อพิจารณาระดับ

ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG แต่ละด้านและตัวแปรด้านกำไรกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้สถิติสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) ซึ่งเป็นวิธีมาตรฐานในการวัดความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณ (Hair et al., 2019) และใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ คือ SPSS ในการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูล ซึ่งเป็นเครื่องมือวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้รับความนิยมในงานวิจัยเชิงปริมาณ (Zikmund et al., 2013)

3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยฉบับนี้เก็บรวบรวมข้อมูลผ่านทางแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ โดยคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ได้จากหน่วยงานที่ประเมินคะแนน ESG คือ Refinitiv ซึ่งเป็นฐานข้อมูลเชิงพาณิชย์ที่มีข้อมูลย้อนหลังครบถ้วนตามระยะเวลาที่ศึกษา ทั้งนี้ Refinitiv เป็นฐานข้อมูลที่ต้องชำระค่าบริการในการเข้าถึงข้อมูล อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยมีสิทธิ์เข้าถึงข้อมูลจาก Refinitiv ได้ผ่านการใช้สิทธิ์ของสถาบันการศึกษา เนื่องจากมหาวิทยาลัยต้นสังกัดได้ทำสัญญาซื้อลิขสิทธิ์ฐานข้อมูลนี้ไว้เพื่อสนับสนุนการศึกษาและการวิจัย นอกจากนี้ ข้อมูลด้านอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร และผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มความยั่งยืน เก็บรวบรวมจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นข้อมูลสาธารณะที่สามารถเข้าถึงได้ผ่านเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติชิงอนุมานในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้เพื่อสรุปลักษณะทั่วไปของข้อมูลตัวแปร ทั้งในตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยพิจารณาจากค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum)

4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ก่อนการใช้สถิติเชิงอนุมาน ต้องมีการตรวจสอบความถูกต้องของข้อสมมติพื้นฐานของแบบจำลองทางเศรษฐมิติ โดยเฉพาะความเป็นพหุสหสัมพันธ์ (Multicollinearity) ซึ่งอาจส่งผลให้การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคลาดเคลื่อนและไม่สามารถให้ข้อสรุปที่น่าเชื่อถือได้ การทดสอบดังกล่าวดำเนินการผ่านการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) ซึ่งมีค่าตั้งแต่ -1 ถึง 1 โดยค่าที่อยู่ในช่วง -0.7 - 0.7 ถือว่าไม่มีปัญหาดังกล่าวในระดับที่กระทบต่อความแม่นยำของแบบจำลอง (Hair et al., 2019) เมื่อยืนยันว่าไม่มีปัญหาดังกล่าวแล้ว จึงสามารถดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติต่อไปได้ โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ซึ่งเป็นเครื่องมือที่ใช้ในทางสถิติหลัก โดยการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลองเชิงเส้นจะช่วยระบุทิศทางและระดับของผลกระทบที่แต่ละปัจจัยมีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มยั่งยืน

สรุปผล

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน จำนวนทั้งสิ้น 86 บริษัท ซึ่งมีข้อมูลครบถ้วนตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา ส่งผลให้ได้จำนวนหน่วยข้อมูลรวมทั้งสิ้น 1,720 รายการ โดยผู้วิจัยได้ใช้สถิติเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตาราง 1 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มยั่งยืน จำแนกตามค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงสุดและค่าต่ำสุด

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
อัตราผลตอบแทน (RETURN)	2.60	16.85	144.90	-54.94
คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV)	59.96	10.52	82.89	36.21
คะแนนด้านสังคม (SOC)	62.61	7.34	74.97	44.29
คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (GOV)	50.49	13.56	76.32	17.83
อัตรากำไรสุทธิ (NPM)	11.42	12.43	62.68	-35.69
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)	9.00	4.89	23.25	-9.73
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE)	13.09	9.22	55.05	-17.08

จากตาราง 1 พบว่า ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนาในช่วงการศึกษาระหว่างไตรมาสที่ 1 ปี 2563 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2567 ซึ่งครอบคลุมระยะเวลา 20 ไตรมาส แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มยั่งยืนมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 2.60 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 16.85 ในส่วนของตัวชี้วัดความยั่งยืน ปรากฏว่าคะแนนเฉลี่ยด้านสิ่งแวดล้อมเท่ากับ 59.96 คะแนน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 10.52 คะแนน คะแนนเฉลี่ยด้านสังคมเท่ากับ 62.61 คะแนน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.34 คะแนน และคะแนนเฉลี่ยด้านบรรษัทภิบาล เท่ากับ 50.49 คะแนน มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 13.56 คะแนน สำหรับความสามารถในการทำกำไร พบว่า อัตราส่วนกำไรสุทธิมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 11.42 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 12.43 เท่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 9.00 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 4.89 ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 13.09 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 9.2

ตาราง 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ตัวแปร	RETURN	ENV	SOC	GOV	NPM	ROA	ROE
RETURN	-	0.312*	0.293	0.413*	0.015*	0.033	0.045
ENV		-	0.612**	0.094**	-0.373**	-0.172*	-0.253*
SOC			-	-0.037**	-0.492*	-0.184*	-0.264*
GOV				-	0.312*	0.276*	0.062**
NPM					-	0.471**	0.193**
ROA						-	0.235**
ROE							-

** หมายถึง ระดับนัยสำคัญ < 0.01 * หมายถึง ระดับนัยสำคัญ < 0.05

จากตาราง 2 ได้นำเสนอผลลัพธ์จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระเพื่อทดสอบปัญหาพหุสัมพันธ์โดยอาศัยการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน ผลการวิเคราะห์บ่งชี้ว่า พบว่า ไม่ปรากฏตัวแปรอิสระคู่ใด ที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงเกินเกณฑ์อันจะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity กล่าวคือ ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมดอยู่ภายในช่วงระหว่าง -0.7 ถึง 0.7 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ทางสถิติ และไม่ส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของการวิเคราะห์แบบถดถอยพหุคูณ นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวกับตัวแปรตาม พบว่าตัวแปรอิสระบางตัวแสดงความสัมพันธ์ในระดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางที่สามารถนำไปใช้วิเคราะห์เชิงสาเหตุได้ จึงสรุปได้ว่าชุดข้อมูลดังกล่าวมีความเหมาะสมในการนำไปวิเคราะห์โดยใช้เทคนิคสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อศึกษาผลกระทบของตัวแปรอิสระต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนในลำดับถัดไป

ตาราง 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

ตัวแปร	Beta	Std. Error	t-statistic	P-value
ค่าคงที่	11.232	8.981	1.251	0.013**
ENV	0.293	0.142	2.063	0.042*
SOC	0.043	0.164	0.262	0.773
GOV	0.404	0.073	5.534	0.027*
NPM	0.375	0.623	0.602	0.023*
ROA	0.603	0.454	1.328	0.192

ตาราง 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (ต่อ)

ตัวแปร	Beta	Std. Error	t-statistic	P-value
ROE	0.125	0.545	0.229	0.234
Observations = 1,720				
R2 = 0.563				
Adjusted R2 = 0.548				
F-Statistics (Sig.) = 38.292**				

** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตาราง 3 พบว่าแบบจำลองถดถอยเชิงพหุคูณสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลตอบแทนหุ้นกลุ่มยั่งยืนได้ร้อยละ 54.8 (Adjusted R^2 = 0.548) โดยตัวแปรสำคัญที่ส่งผลในเชิงบวกต่อผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (ENV), คะแนนบรรษัทภิบาล (GOV) และ ความสามารถในการทำกำไรโดยวัดจากอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีการดำเนินงานด้าน ESG ที่แข็งแกร่งและสามารถสร้างกำไรได้ดี มีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า ในทางตรงกันข้าม ตัวแปรอิสระอื่น ได้แก่ คะแนนด้านสังคม ความสามารถในการทำกำไรวัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่ปรากฏว่ามีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอาจสะท้อนให้เห็นว่าปัจจัยดังกล่าวไม่ได้มีบทบาทสำคัญหรือมีความเชื่อมโยงโดยตรงกับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนในช่วงเวลาที่ศึกษา สำหรับค่า Adjusted R-squared ที่ได้จากแบบจำลอง มีค่าเท่ากับ 0.548 ซึ่งหมายความว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนได้คิดเป็นร้อยละ54.8 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 45.2 อาจเกิดจากอิทธิพลของปัจจัยภายนอกแบบจำลองหรือปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ถูกรวมอยู่ในการศึกษา ผลการศึกษานี้จึงแสดงให้เห็นถึงความสำคัญของการดำเนินงานที่ดีในด้านสิ่งแวดล้อม บรรษัทภิบาล และความสามารถในการสร้างกำไรในฐานะปัจจัยสำคัญที่สามารถส่งผลต่อศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนของบริษัทในกลุ่มหุ้นยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญ

อภิปรายผล

จากผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งสนับสนุนข้อสมมติที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตของกนกพร รัตนอำพล และคณะ (2564), Ullah (2012) Teker and Yüksel (2014) และ Wiriyakitjar et al. (2024) ที่ชี้ให้เห็นว่า การที่บริษัทมีผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมในระดับสูง สะท้อนถึงการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ การบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมที่รัดกุม และความสามารถในการลดความเสี่ยงจากผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมอย่างเป็นระบบ สิ่งเหล่านี้ช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน และสนับสนุนให้บริษัทสามารถสร้างผลตอบแทนได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว ผลการศึกษานี้สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งเสนอว่าองค์กรที่คำนึงถึงผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ไม่ว่าจะเป็นชุมชน ลูกค้า หรือสิ่งแวดล้อม จะสามารถสร้างความสัมพันธ์ที่ดีและลดความเสี่ยงในระยะยาว ส่งผลต่อความสามารถในการสร้างผลตอบแทนอย่างยั่งยืน

ในทำนองเดียวกัน คะแนนด้านบรรษัทภิบาลก็ปรากฏว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานและสนับสนุนข้อค้นพบจากงานวิจัยของ กนกพร รัตนอำพล และคณะ (2564), Ullah (2012), Teker and Yüksel (2014) และ Wiriyakitjar et al. (2024) โดยระบุว่าการที่มีบริษัทมีบรรษัทภิบาลที่เข้มแข็งเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์องค์กร เพิ่มความโปร่งใสในการดำเนินงาน และแสดงถึงการบริหารจัดการด้านความเสี่ยง ห่วงโซ่อุปทาน นวัตกรรม และจริยธรรมทางธุรกิจที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งล้วนเป็นองค์ประกอบที่นำไปสู่ความไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและนักลงทุน อันเป็นรากฐานของความยั่งยืนทางการเงินของบริษัท ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดในทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่มุ่งเน้นการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้น (Principal) กับผู้บริหาร (Agent) โดยการมีกลไกบรรษัทภิบาลที่เข้มแข็ง เช่น คณะกรรมการอิสระ โครงสร้างกรรมการที่

โปร่งใส และระบบตรวจสอบภายในที่มีประสิทธิภาพ จะช่วยสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินงานในทิศทางที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น ซึ่งมีผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและราคาหลักทรัพย์

นอกจากนี้ อัตราส่วนกำไรสุทธิ ยังปรากฏว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มยั่งยืนที่ระดับ 0.05 ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับงานวิจัยของไพรัลยา วิจิตรประดิษฐ์ (2562), ศรากรณ์ หนูศักดิ์ (2564) และ รัฐิยา ส่งสุข (2566) ซึ่งชี้ว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัดสำคัญของประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจของบริษัท หากบริษัทสามารถรักษาหรือเพิ่มอัตรากำไรสุทธิได้อย่างต่อเนื่อง ย่อมเป็นสัญญาณที่ดีต่อตลาดทุน ทำให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจในการถือครองหรือเพิ่มการลงทุนในหุ้นของบริษัทนั้น ๆ ซึ่งส่งผลให้อัตราผลตอบแทนปรับตัวเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้

1.1 นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับบริษัทที่มีคะแนนประเมินด้านสิ่งแวดล้อมและบรรษัทภิบาลในระดับสูง เนื่องจากสะท้อนถึงแนวทางการดำเนินงานที่มุ่งเน้นการจัดการสิ่งแวดล้อมและระบบกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งสามารถเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อความสามารถในการเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กร

1.2 บริษัทควรกำหนดนโยบายการจัดการทรัพยากรและสิ่งแวดล้อมที่ชัดเจน รวมถึงดำเนินโครงการที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม อาทิ การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการของเสียอย่างมีประสิทธิภาพ และการใช้พลังงานหมุนเวียน ซึ่งจะช่วยเพิ่มคะแนนผลประเมินด้านสิ่งแวดล้อมและดึงดูดกลุ่มนักลงทุนที่สนใจลงทุนในหุ้นกลุ่มยั่งยืน รวมถึงการปรับปรุงด้านบรรษัทภิบาล โดยบริษัทสามารถเพิ่มความโปร่งใสและความสามารถในการตรวจสอบได้โดยการนำมาตรฐานการบริหารจัดการระดับสากลมาใช้ เช่น ระบบการกำกับดูแลกิจการที่สอดคล้องกับหลักการของ OECD หรือมาตรฐาน GRI (Global Reporting Initiative) นอกจากนี้ การมีส่วนร่วมในกิจกรรมเพื่อสาธารณประโยชน์และการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างองค์กรกับผู้มีส่วนได้เสียสามารถช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์และเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนในระยะยาว

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

2.1 สำหรับการวิจัยในอนาคต ควรศึกษาวรรณกรรมเพิ่มเติมเกี่ยวกับตัวแปรทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มความยั่งยืน เพื่อให้ได้องค์ความรู้ที่ครอบคลุมและแม่นยำยิ่งขึ้น

2.2 ศึกษาในรายกลุ่มอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ผู้ที่สนใจจะลงทุนเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นๆ ได้มีข้อมูลประกอบในการตัดสินใจ เนื่องจากในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมอาจมีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน และไม่เหมือนกับภาพรวมของตลาด

เอกสารอ้างอิง

กนกพร รัตนอำพล, ธารินี พงศ์สุพัฒน์ และ อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์. (2564). ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Buddhist Education and Research*, *7*(3), 62-76.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568, 5 กุมภาพันธ์). *SET ESG Ratings สร้างโอกาสการลงทุนด้วย SET ESG Ratings*. https://setsustainability.com//ESG-ratings

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2561). *การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน* (พิมพ์ครั้งที่ 5). ส่วนสิ่งพิมพ์ฝ่ายสื่อสารองค์กร.

ไพรัลยา วิจิตรประดิษฐ์. (2562). *อัตราส่วนทางการเงินที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์]. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

มโนรา รังสิมาวรางกูร. (2563). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค* [วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์]. ฐานข้อมูลวิทยานิพนธ์ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์. https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Manora.Run.pdf

รัฐิยา ส่งสุข. (2566). ผลกระทบระหว่างอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารร้อยแก่นสารด้านมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, *8*(2), 386-404.

วิไลลักษณ์ แสงสุวรรณ. (2564). *ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100* [วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์]. ฐานข้อมูลวิทยานิพนธ์มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์. https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Wilailuck.San.pdf

ศรากรณ์ หนูศักดิ์. (2564). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง* [วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. TU Digital Collections. https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:271375

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2568, 16 มกราคม). *กองทุนรวมเพื่อความยั่งยืน (Sustainable and Responsible Investing Fund : SRI Fund) มุ่งมั่นใส่ใจการลงทุนเพื่อผลตอบแทนที่ยั่งยืน.* https://www.sec.or.th/TH/Template3/Articles/2566/120166.pdf

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial management: Theory & practice* (14th ed.). South-Western Cengage Learning.

Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015*). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance.* https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2508281

Clarkson, M. B. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92–117. https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271994

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, *60*(11), 2835–2857. https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics,* 26(2), 301–325. https://doi.org/10.1086/467037

Fatmy, V. (2016). *Analysis of environmental and social scores on firm profitability, lending and dividends in Germany and the UK Master's thesis, University of Vaasa.* https://osuva.uwasa.fi/handle/10024/6436

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

Global Sustainable Investment Alliance. (2021). *Global sustainable investment review 2020*. https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill/Irwin.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage Learning.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review, 20*(2), 404–437. https://doi.org/10.5465/amr.1995.9507312924

Morningstar Thailand. (2023). *ESG fund*. https://www.morningstarthailand.com/th/news/242688/กองทุน-esg.aspx

Teker, S., & Yüksel, A. H. (2014). Stock price reaction for scoring on corporate governance. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 150, 985-992. https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.109

Ullah, S. (2012). Relationship between corporate governance score and stock prices: Evidence from KSE-30 index companies. *International Journal of Business and Social Science, 3*(4), 239-249.

Wiriyakitjar, R., Ousawat, T., Lekhakul, C., & Bumalayu, A. (2024). The impact of ESG factors on stock prices in family-owned businesses: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *Pakistan Journal of Life and Social Sciences*, *22*(2), 6711-6718.

Zikmund, W. G., Babin, B. J., Carr, J. C., & Griffin, M. (2013). *Business research methods* (9th ed.). South-Western Cengage Learning.