

# ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## FACTORS AFFECTING STOCK PRICES OF SUSTAINABLE INVESTMENT GROUP IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND \*

กนกพร รัตนอำพล, ธารินี พงศ์สุพัฒน์, อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์  
คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์  
Kanokporn Rattanaampol, Tharinee Pongsupatt, Apichat Pongsupatt  
Faculty of Business Administration, Kasetsart University  
E-mail: kanokporn.rat@ku.th

\*\*\*\*\*

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ คือ บริษัทในกลุ่มหุ้นยั่งยืนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 25 บริษัท รวบรวมข้อมูลด้วยวิธีทฤษฎี โดยเก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ปี 2558 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี 2563 รวมระยะเวลา 20 ไตรมาส รวมทั้งหมด 500 ข้อมูล ซึ่งหปัจจัยที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ผลประกอบการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV), ผลประกอบการดำเนินงานด้านสังคม (SOC), ผลประกอบการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV), กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI), อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยวิธี Fixed Effects Regression Model (FEM) เนื่องจากข้อมูลที่น่าสนใจวิเคราะห์เป็นข้อมูล Panel Data

ผลการศึกษาพบว่า สามปัจจัยที่ส่งผลในทิศทางเดียวกัน ต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ได้แก่ ผลประกอบการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV), ผลประกอบการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) โดยมีค่า R-Square เท่ากับ 0.888765

**คำสำคัญ:** ราคาหลักทรัพย์; หุ้นยั่งยืน; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### Abstract

The purpose of this study was to explore factors affecting stock prices of sustainable investment group in the Stock Exchange of Thailand. Data was collected from 25 sustainable companies listed on the Stock Exchange of Thailand on a quarterly basis from 2015 to 2020. A total of 20 quarters, total amount of 500 data were accumulated. Six factors used in the study were Environmental score (ENV), Social

\* ได้รับบทความ: 2 สิงหาคม 2564; แก้ไขบทความ: 10 ธันวาคม 2564; ตอปรับตีพิมพ์: 31 ธันวาคม 2564

score (SOC), Governance score (GOV), Cash flows from investing activities (CFI), Price to book value (PBV) and Return on asset (ROA). This study used fixed effects regression methods because the analyzed data were panel figures.

The results of the study found that three factors affecting stock prices of sustainable investment group in the Stock Exchange of Thailand with positively statistical significance level of 0.05 in the same direction were Environmental score (ENV), Governance score (GOV) and Price to book value (PBV) with R-Square value of 0.888765.

**Keywords:** Stock price; Sustainable investment group; The Stock Exchange of Thailand

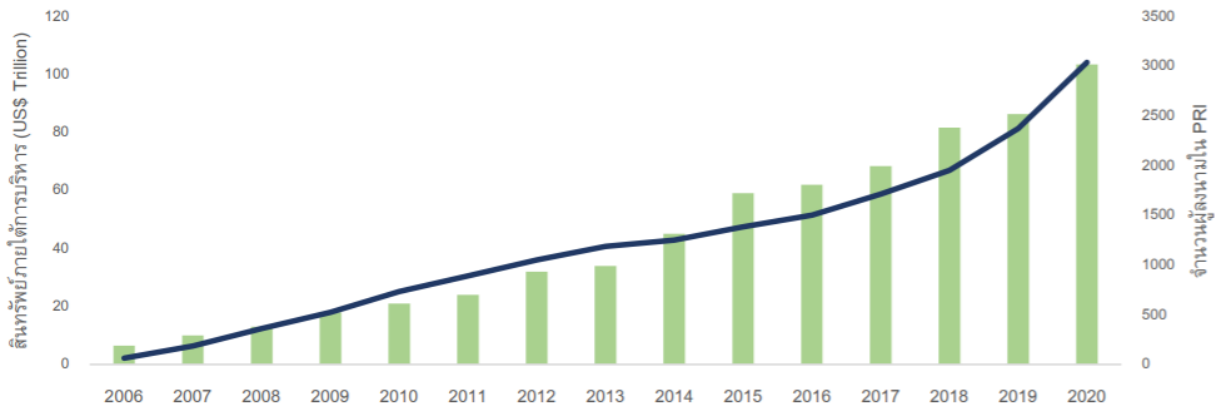
## บทนำ

แนวคิดในการดำเนินธุรกิจที่มุ่งเน้นความยั่งยืนในระยะยาว ไม่หวังเพียงผลกำไรในระยะสั้น เริ่มเข้ามา มีบทบาทและได้รับความนิยมนมากขึ้นในยุคปัจจุบัน โดยกรอบแนวคิดหลักที่ได้รับความนิยมคือการคำนึงถึง ปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment, Social and Governance: ESG) ซึ่งจากการ พัฒนาแนวคิดในการดำเนินธุรกิจนำไปสู่การขยายตัวอย่างรวดเร็วในมิติด้านการลงทุน ก่อให้เกิดแนวคิด การลงทุนอย่างรับผิดชอบและเพื่อความยั่งยืน (Responsible and Sustainable Investment) โดย จุดเริ่มต้นของแนวคิดนี้มาจากกรอบแนวทางในการดำเนินธุรกิจของภูมิภาคยุโรป ที่กำหนดเป็นข้อบังคับทาง กฎหมาย โดยระบุให้องค์กรธุรกิจนอกเหนือจากการดำเนินธุรกิจเพื่อหวังผลกำไรแล้ว ยังต้องดำเนินธุรกิจอย่าง มีธรรมาภิบาลและคำนึงถึงผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมตลอดทั้งห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain) รวมไปถึงจนถึงการสร้างผลประโยชน์ตอบแทนสู่สังคมเพื่อความยั่งยืนในระยะยาวของทั้งธุรกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม (สุรเดช กิตติวรรณโชติ, 2561)

การลงทุนโดยให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล หรือ ESG นั้นนับได้ว่ามีความสำคัญเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ โดยสิ่งที่เห็นเป็นรูปธรรมมากที่สุด คือ การรวมตัวของผู้ลงทุนสถาบันทั่วโลก ภายใต้ชื่อ UN PRI (Principles for Responsible Investment) ซึ่งเป็นเครือข่ายที่ได้รับการสนับสนุนจาก สหประชาชาติ เพื่อให้ผู้ลงทุนสถาบันได้เห็นความสำคัญของการนำปัจจัยด้าน ESG มาประกอบการวิเคราะห์ และการตัดสินใจในการลงทุน ตลอดจนส่งเสริมให้ภาคธุรกิจมีการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างเป็นรูปธรรม เพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องและผู้ลงทุนมั่นใจได้ว่ามีส่วนร่วมสนับสนุนบริษัทที่ดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ ความยั่งยืนอย่างแท้จริง (ฝ่ายวิจัยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563)

จากข้อมูลการลงทุนของ UNPRI ในระหว่างปี ค.ศ. 2006-2020 แสดงให้เห็นว่า ในปี 2020 มีนัก ลงทุนสถาบันที่ลงนามสนับสนุนหลักการของ PRI แล้วทั้งสิ้นกว่า 3,000 แห่ง คิดเป็นสินทรัพย์ภายใต้การ

บริหารมากกว่า 103.4 ล้านล้านบาทหรือสหรัฐฯ เติบโตขึ้นจากปี 2006 ที่มีนักลงทุนสถาบันเพียง 63 แห่ง และสินทรัพย์ภายใต้การบริหารเพียง 6.5 ล้านล้านบาท (ภาพที่ 1)



ภาพที่ 1 ข้อมูลจำนวนผู้ลงนามใน PRI

ที่มา : UN PRI. รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หากมองกลับมาที่ประเทศไทยถือได้ว่ามีการเติบโตแบบก้าวกระโดดเช่นกัน โดย ณ สิ้นเดือนธันวาคม ปี 2563 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวมอยู่ที่ 2.2 หมื่นล้านบาท เติบโตมากกว่า 4 เท่าจากปี 2562 ที่มีมูลค่ารวมราว 5 พันกว่าล้านบาท และจากข้อมูลล่าสุด ณ สิ้นเดือนกุมภาพันธ์ 2564 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวมเพิ่มขึ้นไปที่ 3.4 หมื่นล้านบาท (ภาพที่ 2)



ภาพที่ 2 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิกองทุนรวม ESG ในประเทศไทย (ข้อมูล ณ สิ้นเดือนกุมภาพันธ์ 2564)

ที่มา : Morningstar Direct รวบรวมโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากแนวโน้มและทิศทางของการลงทุนในหุ้นยั่งยืนที่เกิดขึ้น ทำให้ตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งทั่วโลกได้เริ่มพัฒนาดัชนีชี้วัดด้านความยั่งยืน หรือ Sustainability Index ซึ่งจัดทำโดยกลุ่มผู้จัดทำดัชนีชั้นนำ (Index Provider) ได้แก่ S&P Dow Jones, MSCI , FTSE Russell หรือกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศในแถบเอเชีย ได้แก่ Bursa Malaysia, Singapore Stock Exchange และ Korea Stock Exchange เป็นต้น

สำหรับในประเทศไทยปี พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้จัดทำรายชื่อนักลงทุนยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment หรือ THSI) เพื่อเป็นทางเลือกสำหรับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีความโดดเด่นด้าน ESG รวมถึงเป็นการสนับสนุนบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอย่างครอบคลุมทั้งด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม มีกระบวนการบริหารจัดการเพื่อสร้างความยั่งยืนให้แก่องค์กร เช่น การบริหารความเสี่ยง การจัดการห่วงโซ่อุปทาน และการพัฒนานวัตกรรม ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงจัดทำดัชนี SETTHSI ขึ้น เพื่อเป็นดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวราคาของกลุ่มหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนซึ่งมีขนาดและสภาพคล่องผ่านตามเกณฑ์ที่กำหนด นอกจากนั้น ได้มีเปิดเผยข้อมูลผลการประเมินด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของบริษัทจดทะเบียนจากผู้ให้บริการจัดอันดับ rating ด้าน ESG ซึ่งเป็นพันธมิตรระดับโลกที่ให้บริการประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (sustainability rating agencies) ของธุรกิจทั่วโลก โดยนักลงทุนสามารถนำข้อมูลไปประกอบการวิเคราะห์และตัดสินใจในการลงทุนได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564)

การลงทุนในหุ้นยั่งยืนนั้น นอกจากจะทำให้เราเป็นส่วนหนึ่งในการผลักดันให้ธุรกิจดำเนินงานอย่างยั่งยืนแล้ว ยังทำให้ผลตอบแทนระยะยาวมีความมั่นคงขึ้นด้วย เนื่องจากว่าทุกครั้งที่มีการขึ้นหรือประเด็นด้านลบที่เกี่ยวข้องกับ ESG ราคาหุ้นก็จะสะท้อนในด้านลบด้วยเช่นเดียวกัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการปรับตัวของราคาหุ้นเกิดจากความกังวลในประเด็น ESG ของบริษัทที่ปรับเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ปัจจัยเสี่ยงที่เกิดจากประเด็นนี้อาจนำมาซึ่งความเสียหายทางการเงินได้อีกเช่นเดียวกัน เช่น ถ้าหากบริษัทถูกปรับจากประเด็นที่เกิดขึ้น อาจนำไปสู่ค่าใช้จ่ายจำนวนมากที่ยังไม่มีใครรู้ว่าจะจบลงที่เท่าไร

ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งเน้นศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะช่วยให้ทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นยั่งยืนที่แท้จริงว่ามีปัจจัยใดบ้าง เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถนำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนควบคู่ไปกับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของหลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นยั่งยืนที่สนใจลงทุนต่อไป

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## วิธีการดำเนินวิจัย

### 1. วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้เป็นการศึกษาข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบผสม (Panel data) ซึ่งประกอบด้วย ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross sectional data) และข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series data) เก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ของปี 2558 จนถึงไตรมาสที่ 3 ของปี 2563 รวมระยะเวลา 5 ปี 20 ไตรมาส จำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 500 ข้อมูล ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 25 บริษัท จากเว็บไซต์ฐานข้อมูลหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

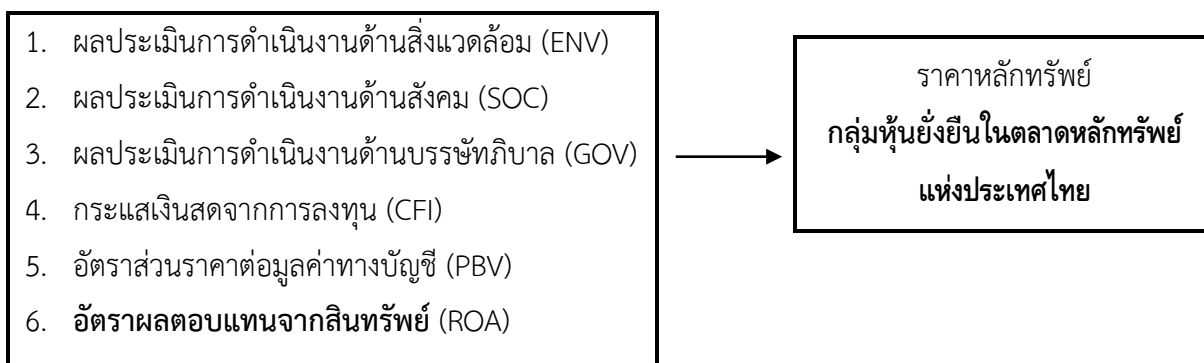
และเว็บไซต์ของผู้ให้บริการประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน Arabesque S-Ray โดยใช้วิธีการสร้างรูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อนพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และการวิเคราะห์โดยใช้แบบจำลอง Panel Least Square Method (OLS) เพื่ออธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีแบบจำลองดังนี้

$$\text{STOCKPRICE}_{it} = f \{ \text{ENV}_{it}, \text{SOC}_{it}, \text{GOV}_{it}, \text{CFI}_{it}, \text{PBV}_{it}, \text{ROA}_{it} \}$$

จากความสัมพันธ์ดังกล่าว นำมาเขียนในรูปแบบสมการ ดังนี้

$$\text{STOCKPRICE}_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{ENV}_{it} + \beta_3 \text{SOC}_{it} + \beta_4 \text{GOV}_{it} + \beta_5 \text{CFI}_{it} + \beta_6 \text{PBV}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \mu_{it}$$

#### กรอบแนวคิด



ภาพที่ 3 กรอบแนวคิดในการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### สมมติฐานในการศึกษา

ผลคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลคะแนนด้านสังคม มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลคะแนนด้านบรรษัทภิบาล มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 2. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ในการวิจัย ดังนี้

2.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) โดยวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้น คือ ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum), ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum), ค่าเฉลี่ยเลขคณิตของข้อมูล (Mean), ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation)

2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) โดยทำการสร้างแบบจำลอง ในรูปของสมการถดถอยเชิงซ้อนพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และทดสอบสมมติฐานทางสถิติ เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ว่าตัวแปรอิสระใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม และประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลอง โดยมีขั้นตอนในการศึกษาดังนี้

2.2.1 การทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงอย่างสมบูรณ์ (Multicollinearity) โดยจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละคู่ เพื่อที่จะศึกษาระดับความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างกันของตัวแปรอิสระ และนำมาตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ซึ่งจะเกิดจากการที่ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในสมการมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างกันในระดับสูง ทั้งนี้ จะถือว่าเกิดปัญหา Multicollinearity ในการวิเคราะห์การถดถอย หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) มีค่าสูงกว่า 0.7 หรือต่ำกว่า -0.7 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (กิตติศักดิ์ เคลือบหิรัญ, 2559)

2.2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลถดถอยแบบ Panel Data Regression เป็นการวิเคราะห์ข้อมูล โดยใช้ข้อมูลแบบผสม (Panel data) ระหว่างข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross sectional data) และข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series data) ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลของแต่ละหน่วยของข้อมูลภาคตัดขวางในหลายช่วงเวลา ทั้งนี้ ข้อมูลภาคตัดขวางที่ต้องการวิเคราะห์นั้นจะไม่เปลี่ยนแปลงแต่จะเป็นหน่วยเดิมที่ต้องเก็บข้อมูลซ้ำในแต่ละช่วงเวลา วิธีการวิเคราะห์ Panel data ทำได้ 3 วิธี ดังนี้

1) การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Pooled OLS Regression เป็นวิธีการวิเคราะห์การถดถอย ที่ไม่สนว่าตัวแปรจะมีปัจจัยภายนอกเฉพาะตัวเข้ามามีผลกระทบหรือไม่ และบันทึกข้อมูลตามเวลาไว้แตกต่างกันเพียงใด วิธีการคำนวณจะทำการรวบรวมข้อมูลทั้งหมดและใช้วิธี Ordinary Least Square (OLS) มาวิเคราะห์เสมือนข้อมูลมาจากหน่วยวิเคราะห์เดียวกัน ในการศึกษาครั้งนี้ ประกอบไปด้วยกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 25 บริษัท ในช่วงเวลา 20 ไตรมาส ทำให้การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Pooled OLS Regression ไม่มีความเหมาะสมที่จะใช้วิเคราะห์ เนื่องจาก เป็นวิธีวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่สนใจว่าหน่วยสำรวจ (Cross section unit) จะได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกเฉพาะตัวที่มีความแตกต่างกันหรือไม่และบันทึกข้อมูลตามเวลา (Time series data) ใวันานแตกต่างกันเพียงใด อีกทั้งหน่วยสำรวจ (Cross section unit) ที่ต่างกัน อาจจะได้รับอิทธิพลจากตัวแปรที่แฝงตัวอยู่ภายนอกสมการถดถอยคนละตัวกัน (Unobserved heterogeneity) (มนตรี พิริยะกุล, 2556) ทำให้ตัวประมาณค่าจากกระบวนการ Pooled OLS มีลักษณะ Biased และ Inconsistent

2) การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Fixed Effect Regression Model (FEM) เป็นวิธีการวิเคราะห์เมื่อตัวแปรภายนอกไม่ผันแปรตามเวลาและสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ (ชลิต ทองดี และภูมิฐาน รั้งคุณานุวัฒน์, 2562) โดยในแบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) จะกำหนดให้มีข้อมูลที่เก็บมาสำรวจและไม่ได้นำมาวิเคราะห์ (ตัวแปร  $\alpha_i$ ) เป็นตัวแปรที่แสดงอิทธิพลที่ไม่สามารถสังเกตได้แต่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม (Unobserved Effects) ซึ่งในที่นี้คือ ลักษณะเฉพาะของแต่ละธนาคาร โดยตัวประมาณค่า (Estimator) จะมีความแม่นยำและมีความเหมาะสมมาก หากค่าตัวแปร  $\alpha_i$  มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งหรือมากกว่านั้นในสมการ แบบจำลองที่ได้จากการวิเคราะห์ Fixed Effect Regression จะมีความเหมาะสม (กิตติศักดิ์เคลือบหิรัญ, 2559:31)

$$Y_{it} = \beta_1 X_{it} + \alpha_i + \delta_t + \mu_{it}$$

โดยกำหนดให้

$\alpha_i$  เป็นค่า intercept ของแต่ละหน่วยที่ทำการการศึกษา (Individual fixed effects)

$\delta_t$  เป็นค่า intercept ของแต่ละช่วงเวลา (Time fixed effects)

$\mu_{it}$  เป็นค่าคลาดเคลื่อน

3) การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Random Effect Regression Model (REM) เป็นวิธีการวิเคราะห์เมื่อตัวแปรผลกระทบที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved Effects) ไม่มีความเกี่ยวข้องกับตัวแปรอิสระใด ๆ ในทุกช่วงเวลา วิธีการวิเคราะห์ด้วยวิธีนี้จึงจะมีความเหมาะสมมาก (กิตติศักดิ์ เคลือบหิรัญ, 2559:31) ซึ่งค่า  $\alpha_i$  คลาดเคลื่อนด้านตัดขวางจะถูกนำไปรวมอยู่กับค่าคลาดเคลื่อนด้านอนุกรมเวลา  $\epsilon_{it}$  ซึ่งกำหนดให้เป็นอิสระกับตัวแปรอิสระตัวคลาดเคลื่อนใหม่ที่ได้ เรียกว่า Composite error term ( $V_{it}$ )

$$Y_{it} = \beta_1 X_{it} + V_{it}$$

โดยกำหนดให้

$$V_{it} = \alpha_i + \epsilon_{it}$$

2.2.3 การพิจารณาเลือกใช้การประมาณสมการถดถอย โดยวิธี Hausman Test ใช้ในการเลือกระหว่างแบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) และ Random Effect Regression Model (REM) ซึ่งจะทดสอบเกี่ยวกับข้อมูลที่เก็บมาสำรวจและไม่ได้นำมาวิเคราะห์ (ตัวแปร  $\alpha_i$ ) และความสัมพันธ์ของช่วงเวลาต่าง ๆ ว่าสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อตัวแปรตามได้อย่างไร (Wooldridge, 2003) หากมีสหสัมพันธ์ แบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) จะมีความเหมาะสมมากกว่า เนื่องจาก แบบจำลอง Random Effect Regression Model (REM) จะมีลักษณะ Biased และ Inconsistent ในทางตรงกันข้าม หากตัวแปรดังกล่าวไม่มีสหสัมพันธ์ต่อกัน แบบจำลอง Random Effect Regression Model (REM) โดยมีสมมติฐาน ดังนี้ (กิตติศักดิ์ เคลือบหิรัญ, 2559:32)

$H_0$ : Unobserved Effects ( $\alpha_i$ ) ไม่มีความสัมพันธ์กันกับตัวแปรอิสระ (RE)

$H_1$ : Unobserved Effects ( $\alpha_i$ ) มีความสัมพันธ์กันกับตัวแปรอิสระ (FE)

2.2.4 การวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยเชิงซ้อนหลายตัวแปร (Multiple Regression) ด้วยวิธี Panel Least Square Method (OLS) เป็นการวิเคราะห์หาขนาดของความสัมพันธ์ ทิศทางของความสัมพันธ์ ระหว่างตัวแปรตามกับกลุ่มตัวแปรอิสระ โดยมีการตรวจสอบความน่าเชื่อถือทางสถิติของสมการถดถอย ดังนี้ สถิติทดสอบ T-test, R-Square ( $R^2$ ) และ Adjusted R-Square

## ผลการศึกษา

### 1. การทดสอบเชิงพรรณนา

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 25 บริษัท จำนวนข้อมูลในการวิเคราะห์ทั้งสิ้น 500 ข้อมูล ผู้วิจัยได้วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติพรรณนาของตัวแปรอิสระ 6 ตัวและตัวแปรตาม 1 ตัว ผลการวิเคราะห์ข้อมูล ด้วยสถิติเชิงพรรณนา มีรายละเอียดเชิงพรรณนาเป็นค่าทางสถิติ ได้แก่ ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) มาวิเคราะห์ข้อมูลโดยมีรายละเอียด ดังนี้

ตารางที่ 1 ผลสถิติเชิงพรรณนาที่ศึกษาที่ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงไตรมาสที่ 4 ปี 2558 ถึง ไตรมาสที่ 3 ปี 2563

Variables ( N=500)	Maximum	Minimum	Mean	Std. Deviation
STOCKPRICE (Baht)	163.00	0.88	41.04	34.41
ENV (Score)	82.89	36.21	59.96	10.52
SOC (Score)	74.97	44.29	62.61	7.34
GOV (Score)	76.32	17.83	50.49	13.56
PBV (X)	14.86	0.37	3.03	2.77
CFI (Million baht)	188,218.20	0.00	14,396.92	26,824.05
ROA (%)	8.04	-5.92	1.58	1.56

จากตารางที่ 1 สรุปได้ว่า ราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (STOCKPRICE) มีค่าสูงสุด 163.00 บาท ค่าต่ำสุด 0.88 บาท ค่าเฉลี่ย 41.04 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 34.41 บาท ผลประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีค่าสูงสุด 82.89 คะแนน ค่าต่ำสุด 36.21 คะแนน ค่าเฉลี่ย 59.96 คะแนน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 10.52 คะแนน ผลประเมินการดำเนินงานด้านสังคม (SOC) มีค่าสูงสุด 74.97 คะแนน ค่าต่ำสุด 44.29 คะแนน ค่าเฉลี่ย 62.61 คะแนน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 7.34 คะแนน ผลประเมินการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) มีค่าสูงสุด 76.32 คะแนน ค่าต่ำสุด 17.83 คะแนน ค่าเฉลี่ย 50.49 คะแนน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 13.56 คะแนน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) เท่ากับ 188,218.20 ล้านบาท ค่าต่ำสุด 0.00 บาท ค่าเฉลี่ย 14,396.92 ล้านบาท



บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 26,824.05 ล้านบาท อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มีค่าสูงสุด 14.86 เท่า ค่าต่ำสุด 0.37 เท่า ค่าเฉลี่ย 3.03 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2.77 เท่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าสูงสุดร้อยละ 8.04 ค่าต่ำสุดร้อยละ -5.92 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 1.58 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 1.56

## 2. การทดสอบเชิงปริมาณ

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน (Multicollinearity)

	STOCKPRICE	ENV	SOC	GOV	LOG(CFI)	PBV	ROA
STOCKPRICE	1.0000						
ENV	0.3147	1.0000					
SOC	0.2926	0.6149	1.0000				
GOV	0.4075	0.0935	-0.0328	1.0000			
LOG(CFI)	0.0384	0.2537	0.2583	-0.0620	1.0000		
PBV	0.0059	-0.3721	-0.4851	0.3124	-0.1929	1.0000	
ROA	0.0294	-0.1673	-0.1766	0.2746	-0.0558	0.4721	1.0000

จากตารางที่ 2 การทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน (Multicollinearity) ผลการทดสอบไม่มีตัวแปรใดที่มีค่า Variance Inflation Factor (VIF) สูงกว่า 0.7 หรือ ต่ำกว่า -0.7 แสดงว่าแบบจำลองไม่มีปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบ Correlated Random Effects - Hausman Test

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	13.580621	6	0.0347

ที่มา : คำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

หมายเหตุ : ค่า Probability Value มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

จากตารางที่ 3 พบว่า ผลการทดสอบแบบจำลองด้วยวิธี Correlated Random Effects - Hausman Test ทดสอบว่า ตัวแปรผลกระทบภายนอกที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved Effect) มีสหสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ หรือไม่ หากมีสหสัมพันธ์ หรือมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตัวใดตัวหนึ่งหรือมากกว่าในสมการ แบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) จะมีความเหมาะสมมากกว่า ในทางตรงกันข้ามหากตัวแปรดังกล่าวไม่มีสหสัมพันธ์ต่อกันหรือไม่มีความเกี่ยวข้องกับตัวแปรใด ๆ ในทุกช่วงเวลา แบบจำลอง Random Effect Regression Model (REM) จะมีความเหมาะสมมากกว่า โดยมีสมมติฐาน ดังนี้

$H_0$ : Unobserved Effects ไม่มีความสัมพันธ์กันกับตัวแปรอิสระ (RE)

$H_1$ : Unobserved Effects มีความสัมพันธ์กันกับตัวแปรอิสระ (FE)

จากผลการทดสอบแบบจำลองวิธี Hausman Test ตามตารางที่ 3 พบว่าปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ระดับนัยทางสถิติที่ความเชื่อมั่นร้อยละ 0.05 คือควรทำการประมาณค่าจำลองในรูปแบบของ Fixed Effect Regression (FEM) จึงมีความเหมาะสมมากที่สุด

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณแบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM)

Dependent Variable: STOCKPRICE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2015Q4 2020Q3

Periods included: 20

Cross-sections included: 25

Total panel (balanced) observations: 500

Variable	Fixed Effect Regression Model		
	Coefficient	Std.Error	Prob.
ENV	0.2926	0.1392	0.0361*
SOC	0.0445	0.1555	0.7748
GOV	0.3975	0.0729	0.0000*
LOG(CFI)	-0.1003	0.0822	0.2230
PBV	3.9894	0.6166	0.0000*
ROA	0.6005	0.4533	0.1859
C	-11.852	8.9803	0.0000
R-squared		0.888765	
Adj R-squared		0.881650	
Prob (F-statistic)		0.000000	

ที่มา : คำนวณด้วยโปรแกรม Eviews

\* แสดงถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 0.05

จากตารางที่ 4 พบว่า แบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) มีความเหมาะสม ในการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสร้างสมการถดถอยเชิงซ้อนหลายตัวแปร โดยใช้แบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) สามารถเขียนรูปแบบสมการค่าเฉลี่ย ได้ดังนี้

$$\text{STOCKPRICE}_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{ENV}_{it} + \beta_3 \text{SOC}_{it} + \beta_4 \text{GOV}_{it} + \beta_5 \log(\text{CFI}_{it}) + \beta_6 \text{PBV}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} \\ + \alpha_i + \delta_t + \mu_{it}$$

เมื่อทำการแทนค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร สามารถอธิบายผลในรูปแบบการค่าเฉลี่ยได้ดังนี้

$$\text{STOCKPRICE}_{it} = -11.85289 + 0.2926 \text{ENV}_{it} + 0.3975 \text{GOV}_{it} + 3.9894 \text{PBV}_{it} \\ (0.0000) \quad (0.0361)^* \quad (0.0000)^* \quad (0.0000)^*$$

โดยมีค่า R-squared = 0.888765

Adj R-squared = 0.881650

Prob(F-statistic) = 0.000000

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า t-statistic

\* แสดงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4 พบว่า ในช่วงไตรมาสที่ 4 ปี 2558 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี 2563 ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย ผลประกอบการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) , ผลประกอบการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) และ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยเมื่อพิจารณาค่า R-squared จากแบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) มีค่าเท่ากับ 0.8887 แสดงว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืนได้ถึงร้อยละ 88.87 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 11.13 สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอื่น

## อภิปรายผล

**ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

**ผลประกอบการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV)** ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการศึกษา และสอดคล้องกับแนวคิดของ George H. IONESCU (2019), Artur Kruusman and Zakia Afrooz (2019) และ Hassel, L., Nilsson, H., & Nyquist, S. (2005) ที่พบว่า ผลประกอบการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมจะสะท้อนความมีประสิทธิภาพของการบริหารจัดการทรัพยากรของบริษัท หากผลประกอบการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมสูง แสดงว่าบริษัทมีการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมที่ดี เน้นบริหารทรัพยากรธรรมชาติอย่างมีประสิทธิภาพ มีการรักษาและฟื้นฟูสภาพแวดล้อมที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจของบริษัท จะช่วยลดความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจให้อยู่ในระดับต่ำ สร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน สามารถนำไปสู่ผลตอบแทนที่ดีในระยะยาวและเป็นบริษัทที่เติบโตอย่างยั่งยืนได้

จากผลการศึกษาพบว่า ผลประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ของผลประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีค่าเท่ากับ 0.2926 อธิบายได้ว่า เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ ผลประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) เพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ย เพิ่มขึ้น 0.2926 บาท

**ผลประเมินการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV)** ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการศึกษา และสอดคล้องกับแนวคิดของ George H. IONESCU (2019), Artur Kruusman and Zakia Afrooz (2019) และ Hassel, L., Nilsson, H., & Nyquist, S. (2005) ที่พบว่า ผลประเมินการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล จะสะท้อนถึงภาพลักษณ์ของบริษัท ด้านการกำกับดูแลกิจการ การบริหารความเสี่ยงด้านความยั่งยืน การบริหารห่วงโซ่อุปทาน นวัตกรรมขององค์กร และจริยธรรมทางธุรกิจ โดยบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลหรือวางโครงสร้างระบบการกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ จะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับตนเองและสังคม รวมทั้งสร้างความน่าเชื่อถือและความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนได้อย่างยั่งยืน จากผลการศึกษาพบว่า ผลประเมินการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ของผลประเมินการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) มีค่าเท่ากับ 0.3975 อธิบายได้ว่า เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ ผลประเมินการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) เพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 0.3975 บาท

**อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV)** ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในทิศทางเดียวกัน เป็นไปตามสมมติฐานการศึกษา และสอดคล้องกับแนวคิดของ กังสดาล วงศ์สกุล(2562), สินี ภาคย์อุฬาร (2558) และ Martani, D., Mulyyono and Khairurizka, R. (2009) ที่พบว่า อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นกับการลงทุน หากอัตราส่วนนี้เพิ่มขึ้นแสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีอัตรามูลค่าที่แท้จริงเพิ่มสูงกว่าราคาตามบัญชี สะท้อนถึงความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์นั้นๆ จากผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มีค่าเท่ากับ 3.9894 อธิบายได้ว่า เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) เพิ่มขึ้น 1 เท่า จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ย เพิ่มขึ้น 3.9894 บาท

## สรุป

ในปัจจุบันแนวคิดเรื่องความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กำลังได้รับความสนใจเพิ่มมากขึ้นและเป็นประเด็นที่สังคมทั่วโลกต่างให้ความสำคัญ ทั้งจากนักลงทุนและตัวกิจการ โดยนักลงทุนเริ่มให้ความสนใจในการนำความเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) มาเป็นหลักเกณฑ์หนึ่งในการตัดสินใจเลือกลงทุน ส่วนตัวกิจการก็นำแนวคิดนี้มาทำให้เกิดการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืน โดยดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงผลกระทบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลไปพร้อมๆ กับการมุ่งเน้นสร้างผลประกอบการให้เป็นที่น่าพึงพอใจ การลงทุนในหุ้นกลุ่มยั่งยืนนั้น นอกจากจะทำให้เราเป็นส่วนหนึ่งในการผลักดันให้ธุรกิจดำเนินงานอย่างยั่งยืนแล้ว ยังทำให้ผลตอบแทนระยะยาวมีความมั่นคงขึ้นด้วย เนื่องจากว่าทุกครั้งที่มีการซื้อหรือประเด็นด้านลบที่เกี่ยวข้องกับ ESG ราคาหุ้นก็จะสะท้อนในด้านลบด้วย เช่นเดียวกัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการปรับตัวของราคาหุ้นเกิดจากความกังวลในประเด็น ESG ของบริษัทที่ปรับเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ปัจจัยเสี่ยงที่เกิดจากประเด็นนี้อาจนำมาซึ่งความเสียหายทางการเงินได้อีกเช่นเดียวกัน จากการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้ คือ บริษัทในกลุ่มหุ้นยั่งยืนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 25 บริษัท รวบรวมข้อมูลด้วยวิธีทฤษฎี โดยเก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ปี 2558 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี 2563 รวมระยะเวลา 20 ไตรมาส รวมทั้งหมด 500 ข้อมูล ซึ่งปัจจัยที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ผลประกอบการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) , ผลประกอบการดำเนินงานด้านสังคม (SOC) , ผลประกอบการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) , กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) , อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) และ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ทางสถิติด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยวิธี Panel Data Analysis แบบ Fixed Effects Regression Model (FEM) ผลการศึกษาพบว่า สามปัจจัยที่ส่งผลในทิศทางเดียวกัน ต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ได้แก่ ผลประกอบการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV), ผลประกอบการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) โดยมีค่า R-Square เท่ากับ 0.888765

## ข้อเสนอแนะ

### 1. ข้อเสนอแนะจากการศึกษา

1) นักลงทุนสามารถนำตัวแปรทั้ง 3 ปัจจัยจากการศึกษาที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน มาพิจารณาพร้อมกับปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ เพื่อเพิ่มความแม่นยำในการลงทุน และสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนระยะยาว โดยอาจเริ่มต้นจากการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีค่าเฉลี่ยของผลประกอบการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) และ ผลประกอบการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) สูง ซึ่งปัจจัยทั้งสองสะท้อนถึงภาพลักษณ์ด้านการจัดการสิ่งแวดล้อมและการกำกับดูแลกิจการที่ดี อันนำไปสู่ความเชื่อมั่นว่าบริษัทจะสามารถเติบโตอย่าง

ยั่งยืนและสร้างผลประโยชน์ได้ในระยะยาว จากนั้น จึงพิจารณาอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ในลำดับถัดไป โดยอาจพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม เนื่องจากเป็นสิ่งที่สะท้อนว่าราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชี อย่างไรก็ตาม นักลงทุนควรให้ความระมัดระวังในการพิจารณาเปรียบเทียบความถูกแพงของราคาหลักทรัพย์จากอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี เนื่องจากในบางกรณี หลักทรัพย์ที่มีโอกาสในการเติบโตมากกว่ามักจะสะท้อนด้วยค่าอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ที่สูงเช่นกัน ดังนั้นจึงควรพิจารณาเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมนั้นๆ ประกอบการตัดสินใจว่าราคาหลักทรัพย์นั้นถูกหรือแพง

2) องค์ประกอบในผลประเมินการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (ESG Score) ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ควรพิจารณาให้ความสำคัญเป็นพิเศษได้แก่ ผลประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) และผลประเมินการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) เนื่องจาก ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าสองปัจจัยดังกล่าวส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ ในการพัฒนาผลประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) บริษัทสามารถกระทำได้โดยการกำหนดนโยบายและแนวทางในการบริหารจัดการทรัพยากรที่ชัดเจนและเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม ในส่วนการพัฒนาผลประเมินการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล (GOV) บริษัทอาจพิจารณาใช้เครื่องมือหรือระบบบริหารจัดการภายในที่มีชื่อเสียงและคุณภาพในระดับสากล เพื่อเพิ่มความโปร่งใสและง่ายต่อการตรวจสอบ รวมถึงพิจารณาสนับสนุนกิจกรรมเพื่อสาธารณประโยชน์ทั้งแก่องค์กรภาครัฐและเอกชนที่มีส่วนเกี่ยวข้อง เพื่อส่งเสริมภาพลักษณ์และสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้มีส่วนได้เสีย อีกทั้งยังช่วยดึงดูดนักลงทุนกลุ่มที่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์คุณค่าเพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาว

## 2. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

การศึกษารั้งนี้ ผู้ศึกษาได้นำข้อมูลผลประเมินการดำเนินงานด้านความยั่งยืนในด้านต่างๆ จาก Arabesque S-Ray ซึ่งเป็นผู้ให้บริการประเมินการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (Sustainability Rating Agencies) ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนำข้อมูลมาเผยแพร่ มาใช้ในการศึกษารั้งนี้ สำหรับการศึกษาในอนาคตผู้ศึกษาอาจนำเอาข้อมูลผลประเมินการดำเนินงานด้านความยั่งยืนจากผู้ให้บริการ (Rater) ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทำการเผยแพร่ข้อมูลไว้รายอื่น เช่น MSCI ESG Research, Vigeo Eiris มาใช้ในการวิเคราะห์เพื่อความหลากหลายทางด้านงานวิจัยในอนาคต

## เอกสารอ้างอิง

กังสตาล วงศ์สกุล. (2562). ปัจจัยทางเศรษฐกิจและอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย:กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน. ปริญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบัญชี. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

- กิตติศักดิ์ เคลือบศิริณ. (2559). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อปริมาณหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ชลิต ทองดี และ ภูมิฐาน รังคกุลวัฒน์. (2562). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยง สภาพคล่องและผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การประชุมนำเสนอผลงานวิจัยบัณฑิตศึกษาระดับชาติ ครั้งที่ 14 ปีการศึกษา 2562. มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *Thailand Sustainability Investment (THSI) สร้างโอกาสการลงทุนด้วยหุ้นยั่งยืน*. สืบค้นเมื่อ 21 เมษายน 2564 จาก <https://www.setsustainability.com/page/thsi-thailand-sustainability-investment>.
- ฝ่ายวิจัยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). *ข้อมูลด้าน ESG สำหรับการลงทุนอย่างยั่งยืน*. สืบค้นเมื่อ 27 เมษายน 2564. จาก [https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile\\_1606359771317.pdf](https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1606359771317.pdf).
- มนตรี พิริยะกุล. (2560). Panel data analysis. *วารสารรามคำแหง สาขาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี*. 30(2): 41-54.
- สินี ภาคย์อุหาร. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาสูงสุดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- สุรเดช กิตติวรรณโชติ. (2561). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ถูกคัดเลือกให้อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน*. ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- Artur Kruusman and Zakia Afrooz . (2019). *The Effect of The ESG Score on Stock price jump : A Quantitative Study on Nordic Countries*. Master's Thesis, Business Administration III. UMEA University.
- George H. IONESCU (2019). The Impact of ESG Factors on Market value of Companies from Travel and Tourism Industry. *Journal of Technological and Economic Development of Economy Issue*. 25(5): 820-849.
- Hassel, L., Nilsson, H., & Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*. 14(1): 41-61.
- Martani, D., Mulyyono and Khairurizka, R. (2009). The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return. *Chinese business review*. 72(6): 44-55.