

Factors Affecting Capital Gain Yield of Sustainable and Non-Sustainable Stocks in the Property and Construction Industry During 2015–2023

Tharathep Topun¹ Wanrapee Banchuenvijit^{2,*} and Rinrada Sangbua³

Received: April 8, 2025 Revised: November 29, 2025 Accepted: December 13, 2025

Abstract

This study investigates the factors influencing capital gain yield of sustainable and non-sustainable stocks in the real estate and construction industry of the Stock Exchange of Thailand from 2015 to 2023. The sample comprises 108 listed companies, classified according to the Thailand Sustainability Investment (THSI) list. Variables examined include the Property and Construction Industry Index (PROPCON), Gross Domestic Product (GDP), Construction Materials Price Index (CMI), Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Debt-to-Equity Ratio (DE), Net Profit Margin (NPM), firm size, firm age, and a dummy variable distinguishing sustainable from non-sustainable stocks. Descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression with panel data are employed. The results show that PROPCON, GDP, and ROA positively affect capital gain yield, while CMI, ROE, and the interaction between ROA and the sustainability dummy exert negative effects. The findings identify key determinants shaping capital gain yield in Thailand's real estate and construction sector.

Keyword: Capital Gain Yield, Property and Construction Sector, The Stock Exchange of Thailand

¹ Master of Business Administration in Finance Business School, The University of the Thai Chamber of Commerce

^{2,3} Business School, The University of the Thai Chamber of Commerce

* Corresponding author E-mail : wanrapee_ban@utcc.ac.th

ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหุ้นยังยืน กับหุ้นที่ไม่เป็นหุ้นยังยืนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง ช่วงปี พ.ศ. 2558–2566

ธราเทพ โถบัน¹ วรณรพี บานชื่นวิจิตร^{2,*} และรินรดา แสงบัว³

วันรับบทความ: April 8, 2025 วันแก้ไขบทความ November 29, 2025 วันตอบรับบทความ: December 13, 2025

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital Gain Yield) ของหุ้นยังยืนและหุ้นไม่เป็นหุ้นยังยืนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2558–2566 กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนจำนวน 108 บริษัท ซึ่งจัดประเภทตามรายชื่อ Thailand Sustainability Investment (THSI) ตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ ได้แก่ ดัชนีอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง (CMI) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนกำไรสุทธิ (NPM) ขนาดบริษัท อายุบริษัท และตัวแปรหุ่นเพื่อจำแนกหุ้นยังยืนและหุ้นไม่เป็นหุ้นยังยืน การวิเคราะห์ใช้สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณด้วยข้อมูลแบบ Panel Data ผลการวิจัยพบว่า PROPCON GDP และ ROA ส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา ขณะที่ CMI ROE และตัวแปรปฏิสัมพันธ์ระหว่าง ROA กับตัวแปรหุ่นยังส่งผลเชิงลบต่อผลตอบแทนดังกล่าว ผลการศึกษาแสดงถึงปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของประเทศไทย

คำสำคัญ: อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹ สาขาการเงิน บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

^{2,3} คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

*Corresponding author E-mail : wanrapee_ban@utcc.ac.th

บทนำ

จากภาวะโลกร้อนต่างๆ ที่เกิดขึ้นทำให้ในส่วนของประเทศไทยได้เห็นถึงความสำคัญในการช่วยให้สถานะโลกร้อนดีขึ้นตามนโยบายของสหประชาชาติ ในปี พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดทำรายชื่อนหุ้นยั่งยืน หรือ TSI (Thailand Sustainability Investment) ซึ่งเป็นหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม มีความรับผิดชอบต่อสังคม และมีการบริหารงานตามหลักบรรษัทภิบาล (Environment, Social and Governance หรือ ESG) เพื่อเป็นอีกทางเลือกสำหรับนักลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน (Stock Exchange of Thailand, n.d.) โดยหุ้นที่ผ่านการประเมินจะได้จัดอยู่ใน SET TSI Index ซึ่งเป็นดัชนีเกี่ยวกับหุ้นยั่งยืน ในช่วงปี พ.ศ. 2558–2565 มีหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเข้ารับการประเมิน อาทิเช่น บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน), บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด(มหาชน) และ บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) จนมาถึงปี พ.ศ. 2566 ประเทศไทยโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เปลี่ยนชื่อจากรายชื่อนหุ้นยั่งยืน หรือ TSI (Thailand Sustainability Investment) เป็นหุ้นยั่งยืน SET ESG Rating พร้อมทั้งยังประกาศผลประเมินในรูปแบบ ESG Rating เป็นครั้งแรก โดยอุตสาหกรรมที่การดำเนินงานหลักของธุรกิจส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมสูง ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง เนื่องจากอุตสาหกรรมดังกล่าวมีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในปริมาณที่สูง การใช้หินปูนสำหรับสำหรับผลิตในอุตสาหกรรมซีเมนต์เฉลี่ยประมาณ 70 ล้านเมตริกตัน ต่อปี ปริมาณขยะและจากเศษวัสดุ และจากศึกษาจาก CBRE ในสหรัฐอเมริกา ยังพบว่า อาคารที่ได้รับ LEED certification มักสามารถปล่อยค่าเช่าในระดับค่าเช่าที่สูงกว่าอาคารทั่วไปตั้งแต่ร้อยละ 5 ถึงร้อยละ 50 ขึ้นอยู่กับเมืองและทำเลที่ตั้ง (Rattanabanchuen, 2023) และภาคการก่อสร้างและภาคอสังหาริมทรัพย์มีมูลค่าถึง 876,376 ล้านบาท หรือสัดส่วน 5.10% ของ GDP

ในปี 2567 อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างได้มีจำนวนหุ้นที่เข้ารับการประเมิน ESG rating จำนวน 29 บริษัท ซึ่งเป็นแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นจากปีก่อน (Stock Exchange of Thailand, n.d.) แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมดังกล่าวให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนมากขึ้น อีกทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังมีนวัตกรรมเพื่อความยั่งยืน อาทิเช่น ตราสารหนี้ยั่งยืน และกองทุนรวมเพื่อความยั่งยืนโดยประเทศไทยได้มีการสนับสนุนเกี่ยวกับกองทุน ThaiESG เพื่อเป็นการลงทุนมุ่งเป้าไปที่หุ้นยั่งยืนของหุ้นที่อยู่ในประเทศไทย รวมไปถึงมีมาตรการเกี่ยวกับการลดหย่อนภาษี สูงสุด 300,000 บาท สำหรับการลงทุนในกองทุน ThaiESG (Bualuang Asset Management Co., Ltd., 2024)

จากที่กล่าวมาทั้งหมดจึงเป็นที่มาของการศึกษาครั้งนี้ที่มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหุ้นยังยืนและหุ้นที่ไม่เป็นหุ้นยังยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ช่วงปี พ.ศ. 2558–2566

ทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ESG ย่อมาจาก Environmental Social and Governance ซึ่งหมายถึง การดำเนินธุรกิจ โดยคำนึงถึงปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจที่ใส่ใจและลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การจัดการทรัพยากรธรรมชาติอย่างมีประสิทธิภาพ ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และส่งเสริมการใช้พลังงานทดแทน ด้านสังคม เกี่ยวกับการรับผิดชอบต่อสังคมและชุมชน รวมถึงการดูแลพนักงาน การส่งเสริมความเท่าเทียม การเคารพสิทธิมนุษยชน และการมีส่วนร่วมในการพัฒนาสังคม และด้านบรรษัทภิบาล เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการองค์กรอย่างโปร่งใส มีธรรมาภิบาล ป้องกันการทุจริต และมีโครงสร้างการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ แนวคิดนี้เป็นพื้นฐานสำคัญในการพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน

Akaswipat and Chiwakiatyinyong (2022) ได้ศึกษาอิทธิพลของอัตราส่วนมูลค่าตลาดที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ พบว่า อัตราส่วนหนี้สินกับส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ไม่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

Candio (2024) ศึกษาอิทธิพลของทัศนคติด้าน ESG และ CSR ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินในยุโรป: การทบทวนเชิงปริมาณ โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินการด้าน ESG และผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในยุโรป จากการศึกษาพบว่า การดำเนินการด้าน ESG มีผลเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้น

Kanokporn et al. (2021) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยังยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 25 บริษัท วิเคราะห์ข้อมูล Fixed Effect Regression พบว่า อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีมีผลในทิศทางเดียวกันต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยังยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Ratanawarocho (2018) ได้ศึกษาเรื่อง ผลกระทบของการประกาศรายชื่อบริษัทที่มีการดำเนินงานโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ติดอันดับ ESG100 ต่อการตอบสนองของตลาดและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่ติดอันดับ ESG100 ช่วงปี พ.ศ. 2558–2561 จำนวน 178 บริษัท ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ พบว่า การติดอันดับ ESG100 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

Seanghen and Thongjeen (2023) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยมีกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 20 บริษัท ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ช่วงปี พ.ศ. 2559–2563 ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ และการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ พบว่า อัตราส่วนของเงินปันผลต่อผลตอบแทน (Dividend Yield Ratio) เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหุ้นของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

Sukkanit and Koowattanatianchai (2023) ได้ศึกษาผลกระทบของปัจจัยด้านเศรษฐกิจมหภาคต่อดัชนีหุ้นกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ เปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยและประเทศไต้หวัน โดยค้นหาข้อมูลทุติยภูมิ ตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2546–2565 และแบบจำลองถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Liner Regression) โดยผลการศึกษาพบว่า ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ไม่มีผลกระทบต่อดัชนีราคา

Xu and et. (2023) ศึกษาเรื่อง ESG ของบริษัทและความยืดหยุ่นของราคาหุ้นภายใต้บริบทการแพร่ระบาดของโควิด-19 ในประเทศจีน โดยใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด A-share และคะแนน ESG วิเคราะห์ regression model จากการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงมีความสามารถในการฟื้นตัวของราคาหุ้นเร็วขึ้น

วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหุ้นยังยืนและหุ้นที่ไม่เป็นหุ้นยังยืนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2558–2566

ระเบียบวิธีวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ การวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็นสองส่วน ได้แก่ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เพื่อให้สามารถตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ศึกษาและผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ ต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital Gain Yield) โดยตัวแปรที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ประกอบไปด้วย ดัชนีอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง (CMI) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนกำไรสุทธิ (NPM) ขนาดของบริษัท (Size) และอายุทะเบียนหลักทรัพย์

ของบริษัท (Age) ตัวแปรแทนค่าหุ้นยังยืน = 1 หุ้นไม่เป็นหุ้นยังยืน = 0 (Dummy Variable) และ อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหลักทรัพย์

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาใช้เพื่ออธิบายลักษณะพื้นฐานของข้อมูลที่ศึกษา โดยนำเสนอค่าทางสถิติต่างๆ เช่น ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) มัธยฐาน (Median) ของตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานใช้เพื่อทดสอบสมมติฐานและระบุความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบปัจจัยที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม แต่เนื่องจากข้อมูลเป็น Panel จึงต้องมีการทดสอบ Random Effect และ Fixed Effect เพื่อเลือกใช้แบบจำลองที่เหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลต่อไป โดยใช้รูปแบบจำลองดังนี้

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Propcon_{it} + \beta_2 CPI_{it} + \beta_3 GDP_{it} + \beta_4 CMI_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 DE_{it} + \beta_8 NPM_{it} + \beta_9 Dummy_{it} + \beta_{10} (ROA \times Dummy)_{it} + \beta_{11} (ROE \times Dummy)_{it} + \beta_{12} (DE \times Dummy)_{it} + \beta_{13} (NPM \times Dummy)_{it} + \beta_{14} SIZE_{it} + \beta_{15} AGE_{it} + E_{it}$$

สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ในการศึกษาครั้งนี้ ได้ทำการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง โดยพิจารณาค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ค่าต่ำสุด (Min) และค่าสูงสุด (Max) ประกอบไปด้วย ดัชนีอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง (CMI) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนกำไรสุทธิ (NPM) ขนาดของบริษัท (Size) และอายุทะเบียนหลักทรัพย์ของบริษัท (Age) จำนวน 823 ชุดข้อมูล

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

Variable	Mean	Median	S.D.	Min	Max
PROPCON	124.42	117.64	17.698	94.370	151.79
CMI	106.27	100.40	9.9812	97.300	122.90
GDP	16.089	16.180	1.2909	13.530	17.920
ROA	3.0200	2.5300	6.4479	-53.320	31.730
ROE	3.5390	6.3050	64.711	-1809.9	69.290
NPM	-0.74375	6.6350	111.28	-3090.1	94.480
DE	1.4470	1.1000	1.8984	-17.450	34.970
Size	4.0630	4.0503	0.62527	2.4877	5.9574
Age	22.844	22.000	10.022	1.0000	49.000
Capital Gain Yield	-0.88859	-8.5498	46.490	-82.000	523.08

ที่มา: Analyzed and concluded by the authors

จากผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาตารางที่ 1 พบว่า ดัชนีอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 124.42 จุด มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 94.370 จุด และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 151.79 จุด ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง (CMI) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 106.27 จุด มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 97.300 จุด มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 122.90 จุด ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 16.089 ล้านบาท มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 13.530 ล้านบาท และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 16.180 ล้านบาท อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.0200 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -53.320 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 31.730 อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.5390 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -1809.9 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 69.290 อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ -0.74375 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -3090.1 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 94.480 และหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1.4470 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -17.450 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 34.970 ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของบริษัท (Size) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 4.0630 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 2.4877 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 5.9574 อายุจดทะเบียนหลักทรัพ์ของบริษัท (Age) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 22.844 ปี มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 1.00 ปี มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 49.00 ปี

และในส่วนของตัวเองแปรตามพบว่า อัตราการผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital gain yield) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ -0.88859 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -82.000 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 523.08

2. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม (Correlation)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม (Correlation)

Variable	PropconInd	CMI	GDP	ROA	ROE	NPM	DE	Size	Age	Capital Gain Yield
PropconInd	1.0000	0.4954	0.5165	-0.0948	-0.0290	-0.0578	0.0143	0.0423	-0.1074	0.1675
CMI		1.0000	0.7594	-0.0783	-0.0767	-0.0075	0.0302	0.0317	-0.1274	-0.0991
GDP			1.0000	-0.1017	-0.0683	-0.0089	0.0047	0.0492	-0.1334	-0.1525
ROA				1.0000	0.2858	0.1949	-0.2409	0.0968	-0.0839	0.2317
ROE					1.0000	0.0507	0.2399	0.0633	0.0003	0.0362
NPM						1.0000	-0.1013	0.0687	-0.0197	-0.0130
DE							1.0000	0.1851	0.0070	-0.0428
Size								1.000	0.3178	-0.0309
Age									1.0000	-0.0358
Capital Gain Yield										1.0000

ที่มา: Analyzed and concluded by the authors

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ Variance Inflation Factor (VIF)

Variable	VIF
PROPCON	1.429
CMI	2.463
GDP	2.549
ROA	1.333
ROE	1.235
NPM	1.052
DE	1.279
Size	1.228
Age	1.184

ที่มา: Analyzed and concluded by the authors

จากตารางที่ 2 การศึกษาได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุม (Correlation) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรใด > 0.8 หรือ < -0.8 และจากตารางที่ 3 เป็นการวิเคราะห์การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดย VIF ต้องมีค่าน้อยกว่า 10 จึงจะไม่มีปัญหา Multicollinearity โดยตัวแปรที่ทำการทดสอบทั้งหมด ไม่มีตัวแปรใดมีค่ามากกว่า 10 จึงสามารถนำตัวแปรไปทำการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณต่อไปได้

3. การวิเคราะห์สมการเชิงถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

งานวิจัยนี้ต้องการทราบถึงปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหุ้นที่ยั่งยืนกับหุ้นที่ไม่เป็นหุ้นยั่งยืนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในช่วงปี พ.ศ. 2558–2566 ภายใต้สมมุติฐานว่า มีปัจจัยใดที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหุ้นที่ยั่งยืนกับหุ้นที่ไม่เป็นหุ้นยั่งยืนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยใช้วิธี Panel Data ซึ่งมีการวิเคราะห์ Random Effect และ Fixed-Effects Model ตามลำดับ พบว่า ผลของ Fixed-effect มี p-value มากกว่า 0.05 ซึ่งหมายถึง ไม่มีนัยสำคัญ จึงทำให้แบบจำลอง Pool OLS เหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูล

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณจากแบบจำลองของงานวิจัย (Pool OLS)

Variable	Coefficient	Std. error	T-ratio	p-value
Const	22.33	19.63	1.13	0.25
PROPCON	1.10	0.12	9.52	1.83e-20***
CMI	-1.46	0.19	-7.73	3.27e-14***
GDP	2.87	0.61	4.72	2.76e-06***
ROA	2.28	0.27	8.29	4.41e-16***
ROE	-0.05	0.02	-2.2	0.03 **
NPM	-0.02	0.01	-1.13	0.26
DE	1.52	0.89	1.71	0.08
Size	-4.59	2.84	-1.62	0.11
Age	0.01	0.16	0.06	0.94
Dummy	1.19	10.17	0.11	0.91
ROAxDummy	-3.51	1.73	-2.02	0.04**
ROExDummy	1.07	0.79	1.35	0.17
NPMxDummy	0.22	0.31	0.73	0.46
DExDummy	-1.76	4.13	-0.42	0.66

ค่า R-squared เท่ากับ 0.1946

, * ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.01

ที่มา: Analyzed and concluded by the authors

จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหุ้นยังยืนกับหุ้นไม่เป็นหุ้นยังยืนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในช่วงปี พ.ศ. 2558–2566 โดยการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่าง ๆ กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาด้วยวิธีการวิเคราะห์สมการเชิงพหุคูณ (Multiple Regression analysis) พบปัจจัยที่ส่งผลต่อส่วนต่างราคาทั้งหมด 6 ตัวแปร และค่า R-squared เท่ากับ 0.1946 หรือ 19.46% โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ดัชนีอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital gain yield) อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อดัชนีอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนต่างราคาเพิ่มขึ้นตาม เนื่องจากการที่ดัชนีเพิ่มสูงขึ้นมาจากราคาของหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนีอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเพิ่มขึ้น จึงส่งผลให้บริษัทในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital gain yield) ที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับวิจัยของ (Seanghen & Thongjeen, 2023) ศึกษาพบว่า อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนมีผลกระทบต่อดัชนีอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

2. ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง (CMI) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital gain yield) อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างเพิ่มขึ้นส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาลดลง อาจเกิดจากความกังวลด้านต้นทุนของบริษัทในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จึงส่งผลให้หุ้นปรับราคาลดลง แต่จากการศึกษาของ (Thakdanai, 2018) พบว่าดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างไม่ส่งผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในประเทศไทย

3. ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศไทย (GDP) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital gain yield) อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศไทยเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาเพิ่มขึ้น เมื่อ GDP เพิ่มขึ้นแสดงขึ้นเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศดีขึ้น ลูกค้าของกลุ่มอุตสาหกรรมหรือนักลงทุนที่สนใจในอุตสาหกรรม มีรายได้ กำลังการซื้อ และเงินในการลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Saraphon, 2022) พบว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นสามัญ

4. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital gain yield) อย่างมีนัยสำคัญ เมื่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นทำให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น เนื่องจากบริษัทใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพ มีแนวโน้มที่ราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ (Ratanawarocho, 2018) ศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสำคัญเชิงบวกต่อการตอบสนองของตลาดและผลการดำเนินงานของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญ

5. อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital gain yield) อย่างมีนัยสำคัญ เมื่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น ทำให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหลักทรัพย์ลดลง เนื่องจากบริษัทในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีหนี้ในระดับสูง นักลงทุนจึงอาจเกิดความกังวล อย่างไรก็ตาม จากงานวิจัยของ (Maiwattana, 2011) ศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

6. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับ Dummy (ROAxDummy) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital gain yield) อย่างมีนัยสำคัญ เมื่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของหุ้นยั่งยืนเพิ่มสูงขึ้น ทำให้ส่วนต่างราคาของหลักทรัพย์ลดลง เนื่องจากของการที่บริษัทมีนโยบาย ESG ทำให้บริษัทมีต้นทุนเพิ่มสูงขึ้น ทำให้กำไรสุทธิลดลง ส่งผลให้ราคาของหุ้นปรับตัวลดลง จากงานวิจัยของ (Kanokporn et al., 2024) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน

ส่วนตัวแปรที่ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital Gain Yield) ของกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ประกอบไปด้วย อัตรากำไรสุทธิ (NPM) หนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ (DE) ขนาดของบริษัท (Size) และอายุจดทะเบียนหลักทรัพย์ของบริษัท (Age)

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหุ้นยั่งยืนและหุ้นไม่ยั่งยืนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในช่วงปี พ.ศ. 2558 – 2566 การเข้าร่วมหุ้นยั่งยืนและไม่เข้าร่วมหุ้นยั่งยืนไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา สำหรับนักลงทุนที่สนใจลงทุนในหุ้นของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง สามารถนำผลของการศึกษานี้ไปช่วยตัดสินใจในการลงทุน โดยปัจจัยภายนอกนักลงทุนอาจให้ความสำคัญที่ดัชนีอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ มีการปรับตัวสูงขึ้น แสดงให้เห็นว่าหุ้นในอุตสาหกรรมฯ กำลังปรับขึ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาเพิ่มขึ้น แต่หากดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างเพิ่มขึ้น จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาลดลง ขณะที่ปัจจัยภายใน นักลงทุนควรคัดเลือกหุ้นในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) สูงเพื่อให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนที่คาดหวังจากส่วนต่างราคาที่สูง สำหรับผู้บริหารของบริษัท การบริหารสินทรัพย์ของบริษัท ได้อย่างมีประสิทธิภาพในการสร้างผลกำไร จะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีอัตราส่วนกำไรจากส่วนต่างราคาสูงขึ้น แต่ต้องพิจารณา ในด้านอัตราผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่มีหนี้ ในระดับสูง อาจส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาลดลง และอัตราผลตอบแทนจาก

สินทรัพย์ของหุ้นยังยืน ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาลดลง เนื่องจากต้นทุนในการทำกิจกรรมนโยบาย ESG ค่อนข้างสูง

ข้อจำกัดของงานวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดหลายประการที่ควรพิจารณาในการตีความผลลัพธ์ โดยงานวิจัยมุ่งศึกษาบริษัทเฉพาะในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ทำให้ผลการวิจัยไม่สามารถสรุปอ้างอิงไปยังอุตสาหกรรมอื่นได้อย่างครอบคลุม นอกจากนี้ การจำแนกหุ้นยังยืนและหุ้นไม่เป็นหุ้นยังยืนอาศัยรายชื่อ TSI ผ่านตัวแปรแบบทวิภาค ซึ่งอาจไม่สะท้อนระดับความเข้มแข็งด้าน ESG ของบริษัทแต่ละแห่งได้อย่างครบถ้วน

บรรณานุกรม

- Akartwipart, A., & Cheewakiatyingyong, D., (2022). Influence of Market Value Ratio to Stock Price Change in the Securities of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand, SET100. *KKU Research Journal (Graduate Studies) Humanities and Social Sciences*, 10(2), 33–46. [in Thai]
- Bualuang Asset Management Co., Ltd. (2024). *Tax-saving fund recommendations*. Bualuang Asset Management. Retrieved December 11, 2025, from https://www.bblam.co.th/investor-services/tax-saving?utm_source=google&utm_medium=search&utm_campaign=tax_saving&gad_source=1&gclid=CjwKCAiAmrS7BhBJEiwAei59i1g_MJ8D_c_ZNiNMGNvJEZht72RMGya4Qmj7H6wvKYpUnadWqiPGVBoC_dwQAvD_BwE [in Thai]
- Candio, P. (2024). The effect of ESG and CSR attitude on financial performance in Europe: A quantitative re-examination. *Journal of Environmental Management*, 354, 120390. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.120390>
- Rattana-amphon, K., Supongphat, T., & Pongphat, A. (2021). Factors affecting the stock prices of sustainable stocks in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Buddhist Education and Research*, 7(3), 63–75. [in Thai]

- Ratanawarocho, R. (2018). *The impact of Environment Social and Governance rating (ESG100) announcement on market reaction and firm performance* [Master's thesis]. Thammasat University. <https://doi.org/10.14457/TU.the.2018.894> [in Thai]
- Rattanabanchuen, R. (2023, September 27). ESG: A sustainable investment trend in the real estate and construction sectors. *SET Investnow*. [in Thai]
<https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/409-iaa-esg-propcon-2023>
- Saraphon, C. (2022). The factor of stock price affection in the energy and utilities industry of Thailand: A case study of Global Power Synergy Public Company Limited [Master's thesis abstract, Ramkhamhaeng University]. Retrieved from https://www.mbafin-abstract.ru.ac.th/AbstractPdf/2565-1-2_1692598926.pdf [in Thai]
- Seanghen, T., & Thongjeen, C. (2023). Factors affecting the stock price of property and construction sector in the Stock Exchange of Thailand. *Northern Academic Journal*, 10(1), 73–82. [in Thai]
- Stock Exchange of Thailand. (n.d.). ESG ratings. *SET Sustainability*. [in Thai]. Retrieved December 11, 2025, from <https://setsustainability.com/ESG-ratings> [in Thai]
- Stock Exchange of Thailand. (n.d.). Return on equity. *SET Investnow*. [in Thai]. Retrieved December 11, 2025, from <https://www.setinvestnow.com/th/glossary/return-on-equity?lang=en> [in Thai]
- Sukkanit, P., & Koowattanatanchai, N. (2023). Impact of macroeconomic factors on the electronic index: Thailand vs. Taiwan. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 1(5), 30. [in Thai]
- Thakdanai V. (2018). Economic factors affecting the property and construction industry stock index in Thailand (Master's independent study, University of the Thai Chamber of Commerce).
- Maiwattana, W. (2011). The relationship between changes in return on assets (ROA), return on equity (ROE), and the debt-to-equity ratio and changes in share prices of companies in the finance and securities industry (Independent study No. 121980). Thammasat University.

ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาของหุ้นยังยืนกับหุ้นที่ไม่เป็นหุ้นยังยืนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และ
ก่อสร้าง ช่วงปี พ.ศ. 2558–2566

Xu N., Chen J., Zhou F., Dong Q., & He Z. (2023). Corporate ESG and resilience of stock prices in the
context of the COVID–19 pandemic in China. Pacific–Basin Finance Journal, 79,102040.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102040>