



การวิเคราะห์ผลกระทบของ ESG Score ต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทน
ของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์

โดย

ธัญชนก อูสาหะ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2568

IMPACT ANALYSIS OF ESG SCORE ON FIRM VALUE AND
SECURITIES RETURN EVIDENCE FROM THAI ENERGY
COMPANIES LISTED ON THE SET

BY

TANCHANOK USAHA

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF
MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2025

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

ฉันทน์ชนก อูสาหะ

เรื่อง

การวิเคราะห์ผลกระทบของ ESG Score ต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทน
ของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

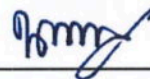
เมื่อ วันที่ 14 ธันวาคม 2568

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



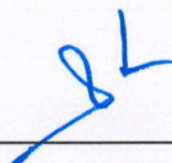
(รองศาสตราจารย์ ดร. มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นพพล ตั้งจิตพรม)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร. สุรัตน์ ทิระมาภิบาล)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การวิเคราะห์ผลกระทบของ ESG Score ต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์
ชื่อผู้เขียน	ธัญชนก อู่สาหะ
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะ/มหาวิทยาลัย	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นพพล ตั้งจิตพรม
ปีการศึกษา	2568

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มุ่งวิเคราะห์ผลกระทบของคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ทั้งในภาพรวมและรายมิติ รวมถึงราคาน้ำมันดิบต่อมูลค่าหุ้น (Tobin's Q และ P/BV) และผลตอบแทนหุ้น (Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return) ของบริษัทพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงปี 2562–2567 โดยใช้ข้อมูลแบบ Panel Data และประมาณค่าแบบจำลอง Random Effects ตามผลการทดสอบ Hausman Test ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนน ESG รวมไม่มีผลต่อ Tobin's Q แต่มีผลเชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ต่อค่า P/BV สะท้อนว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนอาจเพิ่มต้นทุนระยะสั้นจนยังไม่สะท้อนเป็นมูลค่าตลาดที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ESG ยังมีผลเชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติต่อ Capital Gain ขณะที่ไม่พบผลที่มีนัยสำคัญต่อ Dividend Yield และ Total Return ในระดับรายมิติพบว่า Environmental (E) และ Social (S) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนทุกรูปแบบ ขณะที่ Governance (G) ส่งผลเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อค่า P/BV แต่ไม่ปรากฏผลต่อ Tobin's Q หรือผลตอบแทนอื่น ๆ ราคาน้ำมันดิบไม่พบผลที่มีนัยสำคัญในทุกโมเดลที่ศึกษา โดยสรุป ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจยังไม่ตอบสนองเชิงบวกต่อข้อมูลด้านความยั่งยืนในระยะสั้น โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมพลังงานที่การดำเนินงานด้าน ESG อาจเพิ่มต้นทุนมากกว่าผลประโยชน์ในช่วงต้น ส่งผลให้ข้อมูล ESG ยังไม่เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดมูลค่าหุ้นหรือผลตอบแทนระยะสั้นของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ: คะแนน ESG, มูลค่าหุ้น, ผลตอบแทน, บริษัทพลังงาน, ราคาน้ำมันดิบ, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

Independent Study Title	IMPACT ANALYSIS OF ESG SCORE ON FIRM VALUE AND SECURITIES RETURN EVIDENCE FROM THAI ENERGY COMPANIES LISTED ON THE SET
Author	Tanchanok Usaha
Degree	Master of Business Administration
Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Nopphon Tangjitprom, Ph.D.
Academic Year	2025

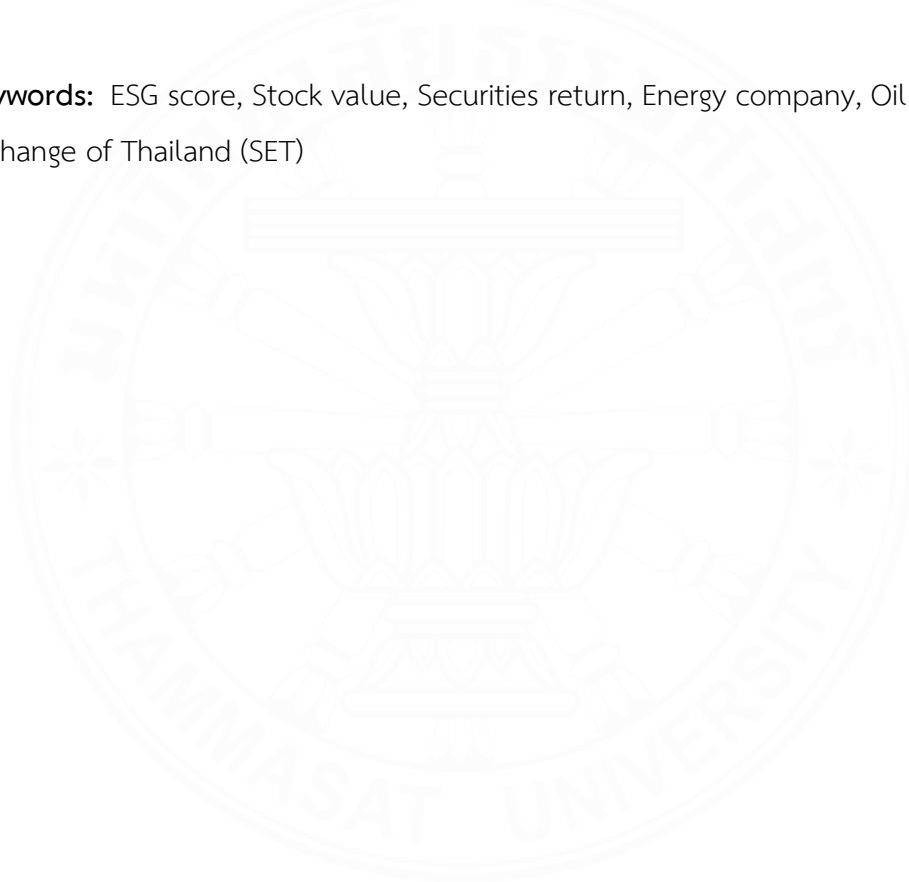
ABSTRACT

This study examines the impact of sustainability performance—measured by the Environmental, Social, and Governance (ESG) Score, both in aggregate and as individual dimensions—along with crude oil prices, on stock valuation (Tobin’s Q and P/BV) and stock returns (Dividend Yield, Capital Gain, and Total Return) of energy companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) during 2019–2024. Panel data were employed and estimated using the Random Effects model, as determined appropriate by the Hausman test. The empirical results indicate that the overall ESG Score has no significant effect on Tobin’s Q, but exhibits a negative and statistically significant effect on P/BV at the 5% level. This suggests that sustainability-related activities may increase short-term costs that are not yet reflected in higher market valuations. ESG also shows a negative and significant effect on Capital Gain, whereas no significant effect is found on Dividend Yield or Total Return. At the dimensional level, Environmental (E) and Social (S) Scores do not demonstrate any statistically significant influence on stock valuation or returns. In contrast, the Governance (G) Score shows a positive and significant effect on P/BV, but no significant relationship with

Tobin's Q or any return measures. Crude oil prices exhibit no significant effect on either stock valuation or stock returns across all models.

Overall, the findings imply that the Thai capital market may not yet respond positively to ESG information in the short term. In the energy sector, ESG activities may impose additional initial costs rather than generating immediate financial benefits, resulting in ESG information not being a key determinant of short-term firm valuation or investment performance for energy companies listed on the SET.

Keywords: ESG score, Stock value, Securities return, Energy company, Oil price, Stock Exchange of Thailand (SET)



กิตติกรรมประกาศ

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นพพล ตั้งจิตพรม อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้เมตตาให้คำแนะนำ ตรวจสอบเนื้อหา และช่วยชี้แนะในการปรับปรุงแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความเอาใจใส่และทุ่มเท ทำให้งานฉบับนี้มีความสมบูรณ์

ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์ ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่ได้กรุณาให้ข้อเสนอแนะและคำแนะนำอันมีคุณค่า ซึ่งช่วยส่งเสริมและยกระดับคุณภาพของงานวิจัย

นอกจากนี้ ข้าพเจ้ายังขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ได้ถ่ายทอดความรู้ ประสบการณ์ และแนวคิดตลอดระยะเวลาการศึกษา อันเป็นรากฐานสำคัญในการพัฒนางานวิจัยชิ้นนี้ รวมถึงผู้เขียนหนังสือ บทความ และเอกสารทางวิชาการต่าง ๆ ซึ่งถูกนำมาใช้ประกอบการศึกษาและอ้างอิงภายในงานฉบับนี้

ขอขอบคุณทุกท่านที่มีส่วนผลักดันและอยู่เบื้องหลังความสำเร็จของงานนี้จากใจจริง

ธัญชนก อูสาหะ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(4)
สารบัญตาราง	(9)
สารบัญภาพ	(10)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย	2
1.3 คำถามงานวิจัย	2
1.4 ขอบเขตของการวิจัย	3
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment, Social, Governance: ESG)	4
2.1.2 แนวความคิดเกี่ยวกับความยั่งยืน (Sustainability)	5
2.1.3 แนวความคิดเกี่ยวกับดัชนีชี้วัดความยั่งยืน (Sustainability Index)	5
2.1.4 Stakeholder Theory	6
2.1.5 Legitimacy Theory	6

2.1.6 Signaling Theory	6
2.1.7 แนวคิดเกี่ยวกับราคาน้ำมันดิบ	7
2.1.8 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าหุ้น	7
2.1.9 แนวคิดเรื่องผลตอบแทนของหลักทรัพย์	7
2.2 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	8
2.2.1 ESG Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	8
2.2.2 Environmental Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	8
2.2.3 Social Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	9
2.2.4 Governance Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	9
2.2.5 Oil Price ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	9
2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย	10
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	12
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	12
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	12
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	13
3.4 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย	16
3.5 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลและทดสอบสมมติฐาน	17
บทที่ 4 ผลการวิจัย	18
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis)	18
4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation & Multicollinearity)	20
4.2.1 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	20
4.2.2 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุคูณ (Variance Inflation Factor: VIF)	23
4.3 การตรวจสอบความเหมาะสมของแบบจำลองและการเลือกแบบจำลอง	24
4.3.1 การตรวจสอบปัญหาความแปรปรวนไม่เท่ากัน (Heteroskedasticity Test)	24
4.3.2 การทดสอบ Breusch–Pagan Lagrange Multiplier Test	24

4.3.3 การทดสอบ Hausman Test เพื่อเลือกแบบจำลอง Fixed Effects (FE) หรือ Random Effects (RE)	25
4.3.4 สรุปผลการเลือกแบบจำลอง	26
4.4 การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)	27
4.4.1 ผลของคะแนน ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่าหุ้น	27
4.4.1.1 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Tobin's Q (Dependent Variable)	27
4.4.1.2 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ P/BV (Dependent Variable)	28
4.4.2 ผลของ ESG ต่อผลตอบแทน	29
4.4.2.1 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Dividend Yield (Dependent Variable)	29
4.4.2.2 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบต่อ Capital Gain (Dependent Variable)	30
4.4.2.3 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบต่อ Total return (Dependent Variable)	31
4.4.3 สรุปผล ESG และราคาน้ำมันดิบ	32
4.5 ผลการประมาณสมการถดถอยตามรายมิติของ ESG (E, S, G)	33
4.5.1 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่าหุ้น	33
4.5.1.1 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Tobin's Q	33
4.5.1.2 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อ P/BV	34
4.5.2 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อผลตอบแทน	34
4.5.2.1 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Dividend yield	35
4.5.2.2 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Capital Gain	36
4.5.2.3 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Total Return	36
4.5.3 สรุปผล E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	37
4.6 การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)	39
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ	40
5.1 สรุป และอภิปรายผลการวิจัย	40

5.1.1 ESG Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	40
5.1.2 Environmental Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	40
5.1.3 Social Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	41
5.1.4 Governance Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	41
5.1.5 Oil Price ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	41
5.2 ข้อจำกัดสำหรับการวิจัย	42
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต	42
รายการอ้างอิง	44
ประวัติผู้เขียน	47

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 สรุปตัวแปร	15
4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	19
4.2 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	22
4.3 ผลการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุคูณ	23
4.4 ผลการทดสอบ Breusch–Pagan Lagrange Multiplier Test	25
4.5 ผลการทดสอบ Hausman Test	26
4.6 ผลการประมาณสมการถดถอย (Dependent Variable)	28
4.7 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ P/BV (Dependent Variable)	29
4.8 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Dividend yield (Dependent Variable)	30
4.9 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Capital Gain (Dependent Variable)	31
4.10 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Total return (Dependent Variable)	32
4.11 สรุปผล ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	32
4.12 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Tobin's Q (Dependent Variable)	33
4.13 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อ P/BV (Dependent Variable)	34
4.14 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Dividend yield (Dependent Variable)	35
4.15 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Capital Gain (Dependent Variable)	36
4.16 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Total Return (Dependent Variable)	37
4.17 สรุปผล E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทน	38

สารบัญภาพ

ภาพที่

หน้า

2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

11



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

ในปัจจุบันประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ได้รับความสนใจในระดับประเทศและระดับโลก เนื่องจากเป็นองค์ประกอบสำคัญที่สะท้อนถึงความยั่งยืน ความรับผิดชอบต่อสังคม และความโปร่งใสขององค์กร การดำเนินงานด้าน ESG สร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อสังคม และเป็นปัจจัยสำคัญในการดึงดูดนักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันที่ให้ความสำคัญกับการลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable and Responsible Investment) (Friede, et al. 2015)

ในบริบทของอุตสาหกรรมพลังงาน ESG ถือว่ามีความสำคัญ เนื่องจากธุรกิจพลังงานเป็นภาคธุรกิจที่มีการใช้ทรัพยากรและเกี่ยวข้องกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมโดยรวม ดังนั้น บริษัทพลังงานจึงอยู่ภายใต้การกำกับดูแลจากทั้งภาครัฐ นักลงทุน และผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย จึงต้องดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงหลักการความยั่งยืนและมีธรรมาภิบาลที่โปร่งใส (Canli & Sercemeli, 2025)

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กลุ่มบริษัทพลังงานถือเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมหลักที่มีสัดส่วนมูลค่าตลาดสูง และมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีโดยรวม การเปิดเผย ESG Score และการจัดอันดับใน SET ESG Ratings จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยเชื่อว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงาน ESG ในระดับสูงจะมีความสามารถในการบริหารความเสี่ยงได้ดีกว่า และสร้างผลตอบแทนที่มั่นคงในระยะยาว (Phatcharapol, 2023; Khamphaphan & Sinlapates, 2025)

งานวิจัยที่ผ่านมาเกี่ยวกับ ESG และผลประกอบการทางการเงินพบว่า ESG Score มีผลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ขณะที่บางงานกลับชี้ให้เห็นความสัมพันธ์เชิงลบ เนื่องจากการลงทุนด้าน ESG อาจสร้างภาระต้นทุนที่สูงขึ้น และกระทบต่อผลการดำเนินงานในระยะสั้น (Namchantra, 2021) ดังนั้น จึงมีความจำเป็นในการศึกษาผลกระทบของ ESG Score ต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นกลุ่มธุรกิจที่มีความสำคัญต่อโครงสร้างเศรษฐกิจไทยและเป็นที่จับตามองของนักลงทุน อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนและมูลค่าของบริษัทพลังงานไม่ได้ขึ้นอยู่กับ ESG เพียงอย่างเดียว แต่ยังได้รับอิทธิพลจาก ราคาน้ำมันดิบ ซึ่งเป็นปัจจัยเฉพาะอุตสาหกรรมที่ส่งผลกระทบต่อรายได้และกำไรของบริษัทพลังงาน การพิจารณาปัจจัยเหล่านี้

ควบคู่กับ ESG จึงทำให้การประเมินมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความครอบคลุมและแม่นยำมากยิ่งขึ้น (Chaisuwan, 2021; Rao, 2016)

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีความสำคัญทั้งเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติ ในเชิงทฤษฎีจะช่วยเพิ่มความรู้อีกเกี่ยวกับบทบาทของ ESG Score ต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์ในบริบทของประเทศไทย และในเชิงปฏิบัติเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการเลือกลงทุนในบริษัท และผู้บริหารองค์กรในการนำผลการศึกษาไปใช้กำหนดกลยุทธ์ด้าน ESG ที่เหมาะสม เพื่อสร้างความได้เปรียบเชิงการแข่งขัน เพิ่มความน่าเชื่อถือ และส่งเสริมความยั่งยืนของธุรกิจในระยะยาว

1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของ ESG Score ต่อมูลค่าหุ้น (Tobin's Q และ P/BV) และผลตอบแทน (Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return) ของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์
2. เพื่อเปรียบเทียบผลกระทบของมิติทั้งสามด้านของ ESG ได้แก่ Environmental (E), Social (S) และ Governance (G) ต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์

1.3 คำถามงานวิจัย

1. ESG Score โดยรวมมีผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่
2. มิติ Environmental (E) ของ ESG มีผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่
3. มิติ Social (S) ของ ESG มีผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่
4. มิติ Governance (G) ของ ESG มีผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้รับการจัดอันดับ ESG Score และมีข้อมูลทางการเงินครบถ้วน ในช่วงปี พ.ศ. 2562–2567 รวมระยะเวลา 6 ปี การศึกษาจะพิจารณาทั้ง ESG Score รวม และรายมิติย่อย ได้แก่ Environmental (E), Social (S), และ Governance (G) เพื่อตรวจสอบผลกระทบต่อ มูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เชิงทฤษฎี งานวิจัยนี้ศึกษาความรู้เกี่ยวกับบทบาทของ ESG Score ต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์เป็นการวิเคราะห์ในบริบทของประเทศไทย อีกทั้งยังพิจารณาราคาน้ำมันดิบเป็นปัจจัยเสริม เพื่อให้เห็นภาพรวมที่สอดคล้องกับลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมพลังงานมากขึ้น

2. เชิงปฏิบัติ ผลลัพธ์จากการศึกษาเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่ต้องการตัดสินใจในการประเมินโอกาสในการลงทุน โดยใช้ทั้งข้อมูลด้าน ESG และราคาน้ำมันมาช่วยประเมินความเสี่ยงและโอกาสในการลงทุน ขณะเดียวกัน ผู้บริหารบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์สามารถนำข้อค้นพบไปใช้ปรับกลยุทธ์ด้าน ESG และการจัดการความเสี่ยง เพื่อเสริมความน่าเชื่อถือและสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืน

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment, Social, Governance: ESG)

แนวคิดเรื่องสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ถือเป็นกรอบการดำเนินงานที่ถูกพัฒนาขึ้นเพื่อใช้ประเมินความยั่งยืนขององค์กร โดยเริ่มต้นอย่างชัดเจนจากรายงาน “Who Cares Wins” (2004) ขององค์การสหประชาชาติ ซึ่งเสนอให้นักลงทุนบูรณาการปัจจัย ESG เข้ากับการตัดสินใจลงทุน และต่อมาได้ถูกพัฒนาเป็นหลักการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบ (Principles for Responsible Investment: PRI) ในปี 2006 (UN, 2004; PRI, 2006) ESG ประกอบด้วย 3 มิติหลัก ได้แก่

Environment (สิ่งแวดล้อม): ครอบคลุมการจัดการทรัพยากรธรรมชาติ การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การใช้พลังงานหมุนเวียน และการอนุรักษ์ความหลากหลายทางชีวภาพ การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมที่เข้มแข็งช่วยลดความเสี่ยงด้านกฎหมาย ความเสียหายต่อชื่อเสียง และยังสร้างโอกาสเชิงกลยุทธ์ผ่านนวัตกรรมสีเขียว (Canli & Sercemeli, 2025)

Social (สังคม): เกี่ยวข้องกับสิทธิมนุษยชน ความปลอดภัยของแรงงาน ความเท่าเทียมทางเพศ การรับผิดชอบต่อผู้บริโภค และการมีส่วนร่วมในชุมชน การดำเนินงานด้านสังคมที่มีประสิทธิภาพช่วยสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและเพิ่มความภักดีของลูกค้า (Wiriyaakitjar et al., 2024)

Governance (ธรรมาภิบาล): ครอบคลุมโครงสร้างคณะกรรมการ ความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น และการต่อต้านคอร์รัปชัน ธรรมาภิบาลที่ดีช่วยลดปัญหา Agency Problem และเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Khamphaphan & Sinlapates, 2025)

การดำเนินงานด้าน ESG ได้รับความสนใจมากขึ้น เนื่องจากมีบทบาทในการสร้างความเชื่อมั่น ลดความเสี่ยง และเพิ่มโอกาสการเติบโตในระยะยาว จากงานวิจัยพบว่า บริษัทที่มี ESG Score ในระดับสูงมักมีมูลค่าหุ้นสูงขึ้นและต้นทุนเงินทุนต่ำลง (Phatcharapol, 2023; SET, 2023; Canli & Sercemeli, 2025)

ในประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดทำ SET ESG Ratings (เดิมคือ Thailand Sustainability Investment :THSI) เพื่อจัดอันดับบริษัทจดทะเบียนที่มีผลการ

ดำเนินงานด้าน ESG ดีเด่น โดยใช้เป็นเกณฑ์สนับสนุนการตัดสินใจลงทุน และเป็นแรงจูงใจให้องค์กรดำเนินธุรกิจตามหลักการความยั่งยืนมากยิ่งขึ้น (Stock Exchange of Thailand, 2023; Wiriyaikitjar et al., 2024)

2.1.2 แนวความคิดเกี่ยวกับความยั่งยืน (Sustainability)

แนวคิดเรื่องความยั่งยืน (Sustainability) เป็นที่รู้จักอย่างแพร่หลายจากรายงาน Our Common Future ของคณะกรรมการโลกด้านสิ่งแวดล้อมและการพัฒนา (World Commission on Environment and Development: WCED) หรือที่เรียกว่า รายงาน Brundtland Report (1987) ซึ่งให้นิยามความยั่งยืนว่าเป็น “การพัฒนาที่ตอบสนองความต้องการของคนรุ่นปัจจุบัน โดยไม่ทำลายความสามารถของคนรุ่นอนาคตในการตอบสนองความต้องการของตนเอง” (Quintiliani, 2022)

ในปัจจุบัน ความยั่งยืนได้กลายเป็นแนวทางสำคัญที่ใช้กำหนดทิศทางการดำเนินงานทั้งในระดับประเทศและระดับองค์กร โดยมีการบูรณาการเข้ากับ เป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) ขององค์การสหประชาชาติ ซึ่งประกอบด้วย 17 เป้าหมาย ครอบคลุมมิติด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม (United Nations, 2015) แนวคิดนี้สะท้อนถึงการเปลี่ยนผ่านจากการมุ่งเน้นผลตอบแทนทางเศรษฐกิจเพียงอย่างเดียว ไปสู่การคำนึงถึงคุณค่าร่วม (shared value) และการสร้างผลลัพธ์ที่สมดุลในระยะยาว

ในเชิงองค์กร ความยั่งยืนหมายถึงความสามารถในการจัดการความเสี่ยงและโอกาสที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) เพื่อสร้างคุณค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย ไม่ใช่เพียงผู้ถือหุ้น (Quintiliani, 2022; Canli & Sercemeli, 2025) งานวิจัยจำนวนมากชี้ว่าองค์กรที่ดำเนินงานตามหลักการความยั่งยืนจะได้รับประโยชน์เชิงการแข่งขัน เช่น การลดต้นทุนทางการเงิน ความน่าเชื่อถือที่เพิ่มขึ้น และความสามารถในการสร้างผลตอบแทนที่มั่นคงในระยะยาว (Canli & Sercemeli, 2025; Khamphaphan & Sinlapates, 2025)

2.1.3 แนวความคิดเกี่ยวกับดัชนีชี้วัดความยั่งยืน (Sustainability Index)

ดัชนีชี้วัดความยั่งยืน (Sustainability Index) หมายถึง เครื่องมือที่ใช้วัดและประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนขององค์กรในมิติสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสะท้อนความสามารถของบริษัทในการบริหารจัดการความเสี่ยงและโอกาสในระยะยาว (Bassen & Kovács, 2008) ดัชนีเหล่านี้ไม่เพียงใช้เป็นกลไกสร้างมาตรฐานในการดำเนินงาน แต่ยังทำหน้าที่เป็น ตัวชี้วัดสำหรับนักลงทุน ในการประเมินความมั่นคงและคุณค่าของบริษัทในเชิงยั่งยืน (Eccles et al., 2015) ดัชนีสากลที่สำคัญ ได้แก่

Dow Jones Sustainability Indices (DJSI): จัดตั้งขึ้นในปี 1999 โดย S&P Dow Jones Indices ร่วมกับ RobecoSAM เพื่อคัดเลือกบริษัทที่มีความโดดเด่นด้านความยั่งยืนในระดับโลก (S&P Global, 2023)

FTSE4 Good Index: จัดทำโดย FTSE Russell ในปี 2001 เพื่อวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่ปฏิบัติตามมาตรฐาน ESG และเป็นที่ยอมรับของนักลงทุนสถาบัน (FTSE Russell, 2023)

MSCI ESG Ratings & Indexes: ใช้ข้อมูล ESG เพื่อจัดอันดับบริษัทและสร้างดัชนีสำหรับการลงทุนที่ยั่งยืน (MSCI, 2023)

ดัชนีเหล่านี้มีบทบาทในการสร้างแรงจูงใจให้บริษัททั่วโลกดำเนินงานโดยคำนึงถึงความยั่งยืน และช่วยนักลงทุนในการคัดเลือกพอร์ตการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำและมีศักยภาพในการเติบโตระยะยาว (Friede et al., 2015)

ในประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดทำ Thailand Sustainability Investment (THSI) ตั้งแต่ปี 2015 และพัฒนาต่อมาเป็น SET ESG Ratings เพื่อจัดอันดับบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนสูง โดยครอบคลุมมิติด้าน E, S, G และเปิดเผยต่อสาธารณะเพื่อใช้เป็นข้อมูลอ้างอิงของนักลงทุน (Stock Exchange of Thailand, 2023) งานวิจัยล่าสุดพบว่า บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับ ESG ในระดับสูงมักมี มูลค่าบริษัทสูงขึ้น และมีต้นทุนเงินทุนต่ำลง เนื่องจากนักลงทุนมองว่ามีการบริหารจัดการที่โปร่งใสและมีความน่าเชื่อถือ (Phatcharapol, 2023; Wiriyakitjar et al., 2024)

2.1.4 Stakeholder Theory

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) เสนอว่า องค์กรไม่ได้มีหน้าที่รับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด เช่น พนักงาน ลูกค้า ชุมชน และสิ่งแวดล้อม (Freeman, 1984) การดำเนินงานด้าน ESG จึงถูกมองว่าเป็นกลไกสร้างคุณค่าร่วม (shared value) และรักษาสัมพันธภาพกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Canli & Sercemeli, 2025; Khamphaphan & Sinlapates, 2025)

2.1.5 Legitimacy Theory

ทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) อธิบายว่าธุรกิจดำเนินงานภายใต้ “สัญญาทางสังคม” (social contract) และต้องตอบสนองต่อค่านิยมและความคาดหวังของสังคม (Dowling & Pfeffer, 1975) ดังนั้น การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และรายงานความยั่งยืนจึงเป็นวิธีการสร้างความชอบธรรมและยืนยันถึงการดำเนินงานที่สอดคล้องกับบรรทัดฐานทางสังคม (Phatcharapol, 2023; Ozata Canli & Sercemeli, 2025)

2.1.6 Signaling Theory

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) มองว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นสัญญาณเชิงบวกที่บริษัทส่งไปยังผู้ลงทุนและตลาดทุน เพื่อบอกถึงคุณภาพ ความโปร่งใส และศักยภาพระยะยาวของบริษัท (Spence, 1978; Wiriyakitjar et al., 2024; Khamphaphan &

Sinlapates, 2025) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยพบว่าตลาดอาจตีความสัญญาณดังกล่าวแตกต่างกัน โดยบางครั้งการลงทุน ESG สูงอาจสะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้นและส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในระยะสั้น (Khamphaphan & Sinlapates, 2025)

2.1.7 แนวคิดเกี่ยวกับราคาน้ำมันดิบ

ราคาน้ำมันดิบเป็นปัจจัยมหภาคสำคัญที่ส่งผลโดยตรงต่อรายได้และกำไรของบริษัทพลังงาน รวมทั้งกระทบต่อการประเมินมูลค่าหุ้นในตลาดทุน ความผันผวนของราคาน้ำมันสะท้อนทั้งต้นทุนและศักยภาพการสร้างผลตอบแทน ทำให้นักลงทุนใช้เป็นเกณฑ์สำคัญในการตัดสินใจ (Rao, 2016)

สำหรับประเทศไทย งานวิจัยของ Chaisuwan (2021) พบว่าราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าหุ้นและมูลค่าตลาดของบริษัทพลังงาน เช่น บริษัท ปตท. จำกัด (PTT) ขณะที่งานวิจัยต่างประเทศ เช่น Rao (2016) ชี้ว่าราคาน้ำมันเป็นตัวแปรสำคัญที่อธิบายผลการเงินและความผันผวนของหุ้นในกลุ่มพลังงานได้อย่างชัดเจน นอกจากนี้ Kilian & Park (2009) ยังพบว่าความผันผวนของราคาน้ำมันมีผลต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นและภาคธุรกิจพลังงานในสหรัฐฯ อย่างมีนัยสำคัญ

2.1.8 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าหุ้น

การศึกษาครั้งนี้ใช้ตัวชี้วัดทางการเงินและตลาดเพื่อสะท้อนมูลค่าหุ้น (Stock Price) ของบริษัท โดยในการวิจัยนี้ตีความมูลค่าหุ้นผ่านตัวชี้วัดเชิงตลาดที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลาย ได้แก่ Tobin's Q และ Price-to-Book Value (P/BV) ซึ่งสะท้อนการประเมินมูลค่าของบริษัทโดยนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ งานวิจัยที่ผ่านมาของ Lourenço et al. (2012) และ Velte (2017) ใช้ Tobin's Q เป็นตัวแทนของมูลค่าหุ้นเชิงตลาด ในขณะที่ Kirkerud & Tran (2019) และ Žigaitė (2023) ชี้ว่า P/BV สามารถสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่าหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2.1.9 แนวคิดเรื่องผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หมายถึง กำไรหรือขาดทุนที่ผู้ลงทุนได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง โดยผลตอบแทนนี้อาจอยู่ในรูปของ ผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) และ ผลตอบแทนจากกำไรหรือขาดทุนจากส่วนต่างราคา (Capital Gain or Loss) (Bodie et al., 2014) การวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์มักคำนวณในรูปของอัตราร้อยละเมื่อเทียบกับราคาซื้อหลักทรัพย์หรือราคาตลาดในปัจจุบัน รวมถึงนิยมใช้ ผลตอบแทนรวม (Total Return) เป็นตัวชี้วัดซึ่งรวมผลตอบแทนจากเงินปันผลและส่วนต่างราคาหุ้น เพื่อสะท้อนความสามารถในการสร้างรายได้ที่แท้จริงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ตลอดช่วงเวลาการถือครองหลักทรัพย์นั้น (SET TRI Index, 2022)

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน เพราะสะท้อนถึงทั้งความสามารถในการสร้างรายได้และระดับความเสี่ยงของการลงทุน (Sharpe et al., 1999) ในงานวิจัยด้าน ESG พบว่าการดำเนินงานที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลสามารถมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงมักถูกมองว่ามีความเสี่ยงต่ำ และมีแนวโน้มสร้างผลตอบแทนระยะยาวที่มั่นคง (Friede et al., 2015)

2.2 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 ESG Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ESG (Environmental, Social, and Governance) ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นอย่างมากในฐานะเกณฑ์สำคัญที่ใช้ประเมินความยั่งยืนและคุณภาพของบริษัท นักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียใช้ ESG Score เป็นสัญญาณในการสะท้อนถึงความสามารถของบริษัทในการจัดการความเสี่ยงและโอกาสในระยะยาว สอดคล้องกับแนวคิด Stakeholder Theory ที่ชี้ว่าการดำเนินงาน ESG สามารถเพิ่มคุณค่ากิจการผ่านความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และการลดความเสี่ยงด้านกฎระเบียบและสิ่งแวดล้อม งานวิจัยก่อนหน้านี้ เช่น Lourenço et al. (2012) และ Velte (2017) พบว่า ESG มีผลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้น ดัชนีมาตรฐาน เช่น Tobin's Q และ P/BV สะท้อนมูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ขณะเดียวกันหลายงานพบว่า ESG มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแง่ของ Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return (Friede et al., 2015; Jungprasert, 2024) ดังนั้น

สมมติฐานที่ 1 (H1): H1: ESG Score มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์

2.2.2 Environmental Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

Environmental Score เป็นตัวชี้วัดด้านสิ่งแวดล้อมที่สะท้อนถึงการจัดการพลังงาน การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการลงทุนในพลังงานหมุนเวียน งานวิจัยจำนวนมากยืนยันว่าการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน และมูลค่าหุ้น โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมพลังงานที่เผชิญแรงกดดันสูงจากประเด็นสิ่งแวดล้อม (Paun, 2017; Kludacz-Alessandri & Cyganska, 2021) ผลการศึกษาของ Lourenço et al. (2012) และ Velte (2017) พบว่า Environmental Score ส่งผลบวกต่อ Tobin's Q และการรับรู้ของนักลงทุน ในประเทศไทย Chaisuwan (2021) รายงานว่าปัจจัยสิ่งแวดล้อมและนโยบายพลังงานสะอาดมีผลต่อมูลค่าหุ้นของ PTT อย่างมีนัยสำคัญ จึงตั้งสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 2 (H2): Environmental Score มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์

2.2.3 Social Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

Social Score ของ ESG ครอบคลุมการดำเนินงานของบริษัทที่มีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เช่น พนักงาน ลูกค้า และชุมชน รวมถึงความรับผิดชอบต่อสังคมในระยะยาว โดย Stakeholder Theory อธิบายว่าการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจะช่วยลดความขัดแย้ง เพิ่มชื่อเสียง และสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน (Paun, 2017) งานวิจัยด้าน CSR พบว่าการลงทุนทางสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ มูลค่าหุ้น และช่วยเพิ่มโอกาสในการเข้าถึงเงินทุนด้วยต้นทุนที่ต่ำ (Kludacz-Alessandri & Cyganska, 2021) นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลด้าน CSR ยังช่วยสร้างความโปร่งใสและสะท้อนออกมาในมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของนักลงทุน (Lourengo et al., 2012; Velte, 2017) สำหรับอุตสาหกรรมพลังงาน งานวิจัยพบว่ากิจกรรมทางสังคมและการมีส่วนร่วมกับชุมชนสามารถเพิ่มความเชื่อมั่น ส่งผลเชิงบวกต่อ Tobin's Q และ P/BV ผ่านกลไกชื่อเสียงและการยอมรับของสังคม (Žigaitė, 2023) ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานว่า

สมมติฐานที่ 3 (H3): Social Score มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์

2.2.4 Governance Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

Governance Score เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนถึงระบบธรรมาภิบาล ความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อผู้บริหาร และการคุ้มครองผู้ถือหุ้น โดย Agency Theory และ Signaling Theory อธิบายว่าบริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่ดีสามารถลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร เพิ่มความเชื่อมั่นของตลาด และส่งสัญญาณถึงการจัดการที่โปร่งใส ส่งผลบวกต่อ Stock Price และผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Velte, 2017; Paun, 2017) งานวิจัยของ Kludacz-Alessandri and Cyganska (2021) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านธรรมาภิบาลช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนและสะท้อนในมูลค่าหุ้น ในอุตสาหกรรมพลังงาน ธรรมาภิบาลยังช่วยจัดการความเสี่ยงจาก leverage และการลงทุนขนาดใหญ่ ตลอดจนบรรเทาความผันผวนจากปัจจัยภายนอก (Chaisuwan, 2021) ดังนั้น จึงตั้งสมมติฐานว่า

สมมติฐานที่ 4 (H4): Governance Score มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์

2.2.5 Oil Price ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

ราคาน้ำมันดิบเป็นปัจจัยที่มีบทบาทสำคัญต่อธุรกิจพลังงาน เนื่องจากรายได้และกำไรของบริษัทพลังงานขึ้นอยู่กับระดับราคาน้ำมันโดยตรง ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นช่วยเพิ่มผลประกอบการและสะท้อนเป็น Stock Price ที่สูงขึ้น ในทางกลับกัน ราคาน้ำมันที่ลดลงย่อมส่งผลลบ

ต่อกำไรและมูลค่าหุ้น งานวิจัยของ Chaisuwan (2021) ในประเทศไทยพบว่าความผันผวนของราคาน้ำมันมีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าหุ้นและมูลค่าตลาดของบริษัทพลังงาน ขณะที่ Rao (2016) พบว่าราคาน้ำมันเป็นตัวแปรหลักที่อธิบายความผันผวนของหุ้นพลังงานได้อย่างชัดเจน นอกจากนี้ งานวิจัยของPeng (2025) พบว่าการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้น (วัดโดย Tobin's Q และ P/BV) และผลตอบแทนของบริษัทพลังงาน

สมมติฐานที่ 5 (H5): Oil Price มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์

2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย

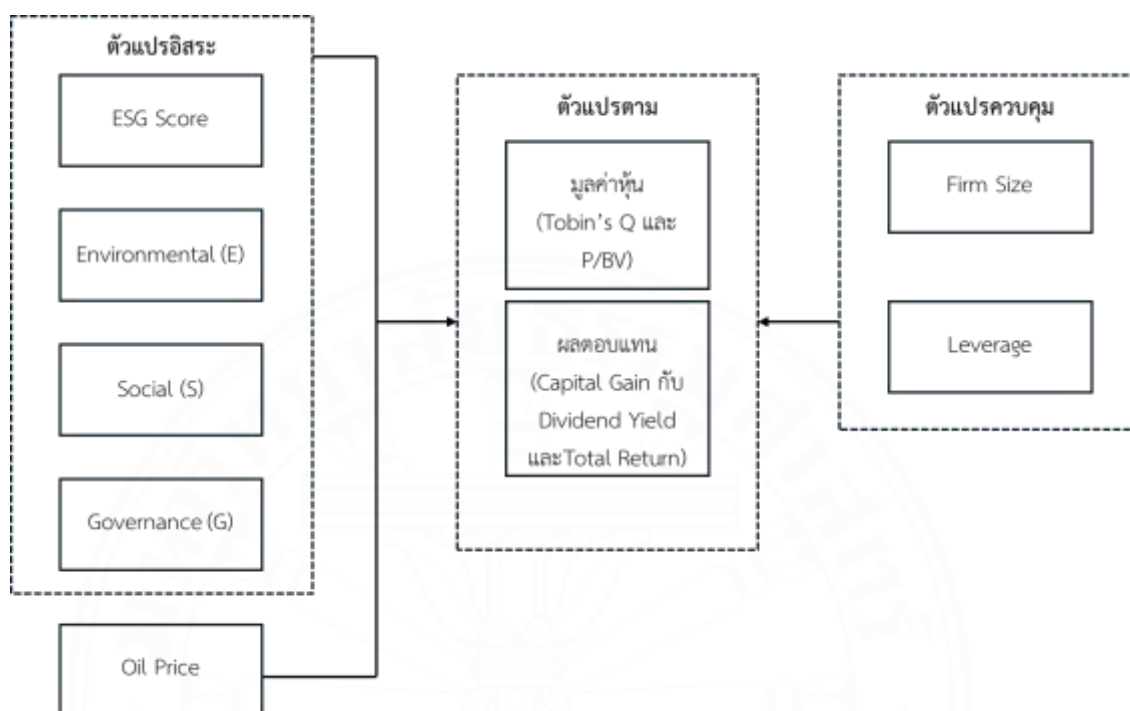
กรอบแนวคิดการวิจัยในครั้งนี้พัฒนาขึ้นจากการทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง โดยกำหนดให้ ESG Score (ทั้งในภาพรวมและรายองค์ประกอบ ได้แก่ Environmental, Social และ Governance) เป็น ตัวแปรอิสระที่คาดว่าจะส่งผลต่อ มูลค่าหุ้นและ ผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขณะเดียวกันราคาน้ำมันดิบ ถูกนำมาพิจารณาเพิ่มเติมในฐานะปัจจัยเฉพาะอุตสาหกรรม ที่อาจมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทพลังงาน (Chaisuwan, 2021) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเสริมความครอบคลุมของการวิเคราะห์ มากกว่าจะเป็นประเด็นหลักของการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ มูลค่าหุ้น วัดผ่านตัวชี้วัดเชิงตลาด ได้แก่ Price-to-Book Value (P/BV) และ Tobin's Q ขณะที่ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ วัดจาก Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return

นอกจากนี้ การวิจัยยังได้กำหนด ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ได้แก่ ขนาดบริษัท (Firm Size) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Leverage) เพื่อควบคุมอิทธิพลอื่นที่อาจมีผลต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

ภาพที่ 2.1

กรอบแนวคิดการวิจัย



บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน (Energy Sector) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งถือเป็นกลุ่มธุรกิจที่มีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจไทย และมีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) อย่างต่อเนื่อง การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างใช้วิธีการแบบเจาะจง (Purposive Sampling) โดยมีหลักเกณฑ์ดังนี้

บริษัทต้องจดทะเบียนอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค (Energy & Utilities) ตามการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์ เช่น บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน), บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน), บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) เป็นต้น

บริษัทต้องมีการเปิดเผยข้อมูล ESG Score อย่างครบถ้วน ในช่วง 6 ปี ระหว่าง พ.ศ. 2562–2567 (2019–2024) โดยอ้างอิงจาก SET ESG Ratings หรือฐานข้อมูล Refinitiv EIKON

บริษัทต้องมีข้อมูลทางการเงินและข้อมูลมูลค่าหุ้นครบถ้วน เพื่อใช้ในการคำนวณ มูลค่าหุ้น ได้แก่ Price-to-Book Value (P/BV) และ Tobin's Q รวมถึงข้อมูล ผลตอบแทน ได้แก่ Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return

การกำหนดกลุ่มตัวอย่างตามเกณฑ์ดังกล่าว ช่วยให้การศึกษานี้สามารถวิเคราะห์ผลกระทบของ ESG Score ต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานได้อย่างตรงประเด็นและมีความน่าเชื่อถือ

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่ได้จากฐานข้อมูลทางการเงินและรายงานของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งมีความน่าเชื่อถือและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล ข้อมูลที่ใช้สามารถแบ่งออกได้ดังนี้

1. ข้อมูลด้าน ESG

ข้อมูลคะแนนความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนได้จาก SET ESG Ratings (เดิม THSI) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และฐานข้อมูล Refinitiv EIKON ซึ่งเป็นการจัดอันดับ

บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) โดยใช้คะแนน ESG รวม (Overall ESG Score) เป็นตัวแทนของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท ข้อมูลที่นำมาใช้ครอบคลุมระยะเวลา 6 ปี ระหว่าง พ.ศ. 2562–2567 (2019–2024)

2. ข้อมูลด้านราคาน้ำมันดิบ

ใช้ข้อมูลราคาน้ำมันดิบดูไบ (Dubai Crude) และ/หรือ Brent Crude ซึ่งเป็นดัชนีราคาที่ใช้กันทั่วไปในตลาดโลกและภูมิภาคเอเชีย โดยข้อมูลได้จาก Energy Information Administration (EIA) และ กระทรวงพลังงานไทย ทั้งนี้จะนำมาคำนวณเป็นค่าเฉลี่ยรายปี เพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูลทางการเงินของบริษัท

3. ข้อมูลด้านการเงินและมูลค่าหุ้น

มูลค่าหุ้น ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART โดยวัดผ่าน Price-to-Book Value (P/BV) และ Tobin's Q เพื่อสะท้อนการประเมินมูลค่าหุ้นในเชิงตลาด

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Securities Return) ใช้ข้อมูลมูลค่าหุ้นและเงินปันผลจาก SETSMART เพื่อนำมาคำนวณผลตอบแทนในรูปของ Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return

ขนาดบริษัท (Firm Size) ซึ่งวัดจากมูลค่าสินทรัพย์รวม (Total Assets) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Leverage) เพื่อสะท้อนโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยข้อมูลทั้งหมดได้จากรายงานประจำปีและแบบแสดงรายการข้อมูล 56-1 One Report ของบริษัทจดทะเบียน

การเก็บข้อมูลใช้ข้อมูลรายปี (Firm-Year Data) ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานที่ผ่านเกณฑ์การจัดอันดับ ESG และมีข้อมูลทางการเงินครบถ้วน เพื่อนำมาใช้ในการทดสอบสมมติฐานตามกรอบแนวคิดที่กำหนด

3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษานี้ได้กำหนดตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ประเภทหลัก ได้แก่ ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ตัวแปรตาม (Dependent Variables) และตัวแปรควบคุม (Control Variables) ดังนี้

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

ESG Score คะแนนความยั่งยืนโดยรวม

Environmental (E) คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม เช่น การจัดการทรัพยากรธรรมชาติ การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

Social (S) คะแนนด้านสังคม เช่น สิทธิแรงงาน การสร้างความสัมพันธ์กับชุมชน และการรับผิดชอบต่อผู้บริโภค

Governance (G) คะแนนด้านธรรมาภิบาล เช่น โครงสร้างคณะกรรมการ ความโปร่งใส และการต่อต้านทุจริต

ราคาน้ำมันดิบ ใช้ราคาน้ำมันดิบดูไบ (Dubai Crude) และ/หรือ Brent Crude ซึ่งสะท้อนภาวะตลาดพลังงานระดับภูมิภาคและระดับโลก โดยใช้ค่าเฉลี่ยรายปี เพื่อประกอบการวิเคราะห์ในฐานะปัจจัยเฉพาะอุตสาหกรรมพลังงาน

ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

มูลค่าหุ้น ใช้ตัวชี้วัดเชิงตลาด ได้แก่ Price-to-Book Value (P/BV) และ Tobin's Q เพื่อสะท้อนมูลค่าหุ้นตามการประเมินของตลาดทุน

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ วัดจากผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจากการถือครองหุ้น ได้แก่ Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return

ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

Firm Size (ขนาดบริษัท) ปัจจัยควบคุมที่วัดขนาดของบริษัทเพื่อประเมินผลกระทบของสเกลธุรกิจ

Leverage วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-Equity Ratio: D/E) เพื่อสะท้อนโครงสร้างเงินทุนและระดับความเสี่ยงทางการเงิน บริษัทที่มี Leverage สูงมีภาระหนี้เพิ่มขึ้น อาจส่งผลทั้งเชิงบวกและเชิงลบต่อมูลค่าและผลตอบแทนของหลักทรัพย์

การกำหนดตัวแปรควบคุมนี้เพื่อให้สามารถวิเคราะห์ผลกระทบของคะแนน ESG ต่อมูลค่าบริษัทและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้อย่างชัดเจน รักษาความน่าเชื่อถือและความถูกต้องของผลการศึกษา โดยไม่คลาดเคลื่อนจากปัจจัยอื่น ๆ ซึ่งสอดคล้องกับแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัยนี้ รายละเอียดของตัวแปรดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1

สรุปตัวแปร

ตัวแปร	วิธีการวัด / สูตรคำนวณ	ความหมาย	แหล่งข้อมูล / อ้างอิง
ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)			
ESG Score	คะแนน ESG รวม (Overall ESG Score)	สะท้อนการดำเนินงาน ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของบริษัท	SET ESG Ratings, Refinitiv EIKON
Environmental (E)	คะแนนย่อยด้านสิ่งแวดล้อม	การดำเนินงานและนโยบายของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการจัดการสิ่งแวดล้อม	SET ESG Ratings, Refinitiv EIKON
Social (S)	คะแนนย่อยด้านสังคม	การดำเนินงานด้านแรงงาน ความสัมพันธ์กับชุมชน และความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย	SET ESG Ratings, Refinitiv EIKON
Governance (G)	คะแนนย่อยด้านธรรมาภิบาล	โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ ความโปร่งใส การบริหารจัดการ และความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย	SET ESG Ratings, Refinitiv EIKON
Oil Price	ค่าเฉลี่ยรายปีของราคาน้ำมันดิบ	ราคาน้ำมันดิบซึ่งมีผลต่อสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและต้นทุนดำเนินงานของธุรกิจ	EIA, กระทรวงพลังงานไทย
ตัวแปรตาม (Dependent Variables)			
Tobin's Q	$Tobin's Q = \frac{Total\ Market\ Value\ of\ Firm}{Total\ Assets\ Value\ of\ Firm}$	วัดมูลค่าตลาดของบริษัทเทียบกับสินทรัพย์ที่มีอยู่ ค่า >1 แสดงว่าตลาดให้มูลค่าสูงกว่าทุนที่ลงทุนไป สะท้อนศักยภาพการสร้างมูลค่าเพิ่ม	Tobin (1969), Kaldor (1966), Lindenberg & Ross (1981)
P/BV	$P/BV = \frac{Market\ Price\ per\ Share}{Book\ Value\ per\ Share}$	วัดการประเมินมูลค่าตลาดเทียบกับมูลค่าทางบัญชี	Kirkerud & Tran (2019); Rattanaampol et al. (2021)
Dividend Yield	$\frac{Dividend\ Yield}{Dividend\ per\ Share} \times 100$ $= \frac{BMarket\ Price\ per\ Share}{Price_t - Price_{(t-1)}} \times 100$	ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับเมื่อเทียบกับมูลค่าหุ้น	Bodie, Kane, & Marcus (2014)
Capital Gain	$Capital\ Gain = \frac{Price_t - Price_{(t-1)}}{Price_{(t-1)}}$	ผลตอบแทนจากกำไรส่วนต่างมูลค่าหุ้น	Bodie, Kane, & Marcus (2014)
Total Return	Dividend Yield + Capital Gain	ผลตอบแทนรวมจากการถือครองหลักทรัพย์ในช่วงเวลาหนึ่ง	Bodie, Kane, & Marcus (2014)
ตัวแปรควบคุม (Control Variables)			
Firm Size	มูลค่าสินทรัพย์รวม (Total Assets)	วัดขนาดของบริษัทเพื่อสะท้อน Economies of scale	งบการเงินประจำปี, SET
Leverage (Debt to Equity Ratio: D/E)	$D/E = \frac{Total\ Debt}{Shareholders' Equity}$	ระดับการพึ่งพาเงินทุนจากเจ้าหนี้ในการดำเนินงานของบริษัท	Quintiliani (2022)

3.4 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณโดยวิธีการถดถอยพานเนล (Panel Data Regression) เพื่อศึกษาผลกระทบของ ESG Score ต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน โดยมี Firm Size และ Leverage เป็นตัวแปรควบคุม นอกจากนี้ Oil Price ถูกนำมาพิจารณาร่วมในฐานะ ปัจจัยเสริมเฉพาะอุตสาหกรรมพลังงาน เพื่อเพิ่มความครอบคลุมของการวิเคราะห์ แบบจำลองการวิจัยสามารถเขียนได้ดังนี้

โมเดลที่ 1 ผลกระทบของ ESG และ Oil Price ต่อ มูลค่าหุ้น

$$\text{มูลค่าหุ้น}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \beta_2 \text{E}_{it} + \beta_3 \text{S}_{it} + \beta_4 \text{G}_{it} + \beta_5 \text{Oil Price}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{LEV}_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

โดยที่ มูลค่าหุ้น_{it} วัดจาก Price-to-Book Value และ Tobin's Q ของบริษัท i ในช่วงเวลา t

โมเดลที่ 2 ผลกระทบของ ESG และ Oil Price ต่อ ผลตอบแทน

$$\text{ผลตอบแทน}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ESG}_{it} + \alpha_2 \text{E}_{it} + \alpha_3 \text{S}_{it} + \alpha_4 \text{G}_{it} + \alpha_5 \text{Oil Price}_{it} + \alpha_6 \text{SIZE}_{it} + \alpha_7 \text{LEV}_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

โดยที่ ผลตอบแทน_{it} วัดจาก Capital Gain, Dividend Yield และ Total Return ของบริษัท i ในช่วงเวลา t

ทั้งสองโมเดลนี้พัฒนาต่อยอดจากงานวิจัยก่อนหน้า เช่น Ahmed และ Khalaf (2025) และ Quintiliani (2022) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Score และการประเมินค่าของบริษัทผ่าน Tobin's Q รวมถึงงานของ Namchantra (2021) และ Khamphaphan & Sinlapates (2025) ที่วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Score และมูลค่าหุ้น ในบริบทของตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยงานเหล่านี้ยังคงใช้ตัวแปรควบคุม เช่น Firm Size และ Leverage เพื่อเพิ่มความแม่นยำในการวิเคราะห์

3.5 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลและทดสอบสมมติฐาน

การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยแบ่งออกเป็น 3 ขั้นตอนหลัก ได้แก่ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน เพื่อทดสอบผลกระทบของ ESG Score ต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis) ใช้อธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล ได้แก่ ESG Score (รวมและรายมิติ Environmental, Social, Governance), Oil Price, มูลค่าหุ้น (P/BV, Tobin's Q), ผลตอบแทน (Dividend Yield, Capital Gain, Total Return), Firm Size และ Leverage โดยรายงานค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด เพื่อแสดงการกระจายตัวของข้อมูล

2. การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ทำการตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรต่าง ๆ โดยเฉพาะความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Score และ Oil Price กับ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน พร้อมทั้งใช้เพื่อประเมินปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุคูณ (Multicollinearity) ของตัวแปรอิสระ หากพบว่าค่าสหสัมพันธ์อยู่ในระดับสูง จะพิจารณาประกอบด้วยดัชนี VIF (Variance Inflation Factor)

3. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics Analysis) ใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณสำหรับข้อมูลแบบแผง (Panel Data Regression) เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยโดยประมาณค่าแบบจำลองทั้ง Pooled OLS Model, Fixed Effects Model (FEM) และ Random Effects Model (REM) จากนั้นใช้ Hausman Test เพื่อตัดสินใจเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดในการตีความผลลัพธ์ (Gujarati & Porter, 2009; Wooldridge, 2010) นอกจากนี้ เพื่อตรวจสอบความถูกต้องและความน่าเชื่อถือของแบบจำลองทางสถิติ ได้ทำการทดสอบประกอบ ได้แก่ การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุคูณ (Multicollinearity) และการทดสอบความแปรปรวนไม่เท่ากัน (Heteroskedasticity) ทั้งนี้เพื่อให้มั่นใจว่าแบบจำลองที่ใช้มีความเหมาะสมและผลการวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือ (Gujarati & Porter, 2009; Wooldridge, 2010)

บทที่ 4

ผลการวิจัย

ก่อนเริ่มทำการวิเคราะห์ข้อมูล จำเป็นต้องตรวจสอบความครบถ้วนของข้อมูลในตัวแปรที่ใช้ในโมเดล เนื่องจากการประมาณสมการแบบ Panel Regression ในโปรแกรม Stata หากข้อมูลของตัวแปรใดขาดหาย โปรแกรมจะตัดทิ้งทั้งแถวของข้อมูลนั้นโดยอัตโนมัติ เพื่อให้ผลการประมาณค่ามีความถูกต้องและสอดคล้องตามหลักสถิติ จากการตรวจสอบเบื้องต้น พบว่าชุดข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ประกอบด้วยตัวแปรสำคัญ ได้แก่ Tobin's Q, ESG, E, S, G, SIZE, LEV และ Oil Price ซึ่งยังมีบางการสังเกตที่ไม่สมบูรณ์ จึงได้ดำเนินการคัดกรองและกำจัดข้อมูลที่มีค่าว่างออกไปตามหลักการดังกล่าว

หลังจากคัดเลือกข้อมูลแล้ว พบว่าเหลือข้อมูลที่มีความสมบูรณ์และสามารถนำมาวิเคราะห์ได้จำนวน 84 observations โดยข้อมูลชุดนี้มีค่าครบถ้วนในทุกตัวแปรที่ใช้ในโมเดล

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis)

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในการวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ครอบคลุมตัวแปรตามด้านมูลค่าหุ้น (Tobin's Q และ P/BV) และผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Dividend yield, Capital gain และ Total return) ตัวแปรอิสระด้านการดำเนินงานตามเกณฑ์ ESG (ESG Score และมิติ E, S, G) และตัวแปรอิสระด้านปัจจัยมหภาค คือราคาน้ำมันดิบ ตลอดจนตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) โดยรายงานค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุดของข้อมูลแบบ panel จากบริษัทพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี 2019–2024 ดังแสดงในตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1

สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Tobin_Q	84	1.2651	1.1793	0.7480	8.9305
PBV	84	1.5067	1.6796	0.35	11.65
Dividend Yield	84	4.2945	2.5666	0.24	13.78
Capital Gain	84	-0.0874	0.2817	-0.9105	1.2222
Total Return	84	4.2072	2.5184	-0.0745	13.2764
ESG Score	84	61.0036	14.7298	13.1695	84.3747
E (Environment)	84	58.6217	20.7330	0	93.0867
S (Social)	84	68.2749	17.3231	4.9282	91.6589
G (Governance)	84	56.6938	18.1256	16.1871	95.7122
SIZE	84	11.7266	1.3008	9.0396	15.0569
LEV	84	0.5626	0.1234	0.2223	0.8206
Oil Price	84	82.3771	10.5147	70.68	99.02

จากตารางที่ 4.1 ตัวแปรด้าน ESG โดยรวมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 61.00 คะแนน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 14.73 และมีค่าต่ำสุด-ค่าสูงสุดระหว่าง 13.17–84.37 คะแนน แสดงให้เห็นว่าบริษัทพลังงานในกลุ่มตัวอย่างมีระดับการดำเนินงานด้านความยั่งยืนอยู่ในช่วงปานกลางถึงค่อนข้างสูง แต่ยังคงมีความแตกต่างระหว่างบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันอยู่พอสมควร

เมื่อพิจารณารายมิติ พบว่า มิติด้านสังคม (S) มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดที่ 68.27 คะแนน สะท้อนถึงการให้ความสำคัญต่อประเด็นแรงงาน ความปลอดภัย และชุมชน ในขณะที่มิติด้านสิ่งแวดล้อม (E) และธรรมาภิบาล (G) มีค่าเฉลี่ยใกล้เคียงกันที่ประมาณ 58.62–56.69 คะแนน โดยทั้งสองมิติมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานระดับสูงกว่า 17–20 จุด บ่งชี้ความแตกต่างด้านการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมและระบบธรรมาภิบาลในหมู่บริษัทพลังงานที่ค่อนข้างหลากหลาย

สำหรับตัวแปรที่สะท้อนมูลค่าหุ้น พบว่า Tobin's Q มีค่าเฉลี่ยประมาณ 1.27 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.18 โดยมีช่วงค่าระหว่าง 0.75–8.93 แสดงถึงความแตกต่างด้านประสิทธิภาพในการสร้างมูลค่าตลาดของบริษัทพลังงานอย่างชัดเจน นอกจากนี้ อัตราส่วน P/BV มีค่าเฉลี่ย 1.51 โดยมีค่าต่ำสุด 0.35 และค่าสูงสุด 11.65 สะท้อนว่าตลาดให้มูลค่าบริษัทสูงกว่ามูลค่าทางบัญชีในระดับหนึ่ง แต่ก็มีมีความแปรผันระหว่างบริษัทตามศักยภาพการเติบโตและการรับรู้ของนักลงทุน

ในส่วนของตัวแปรผลตอบแทน พบว่า Dividend Yield มีค่าเฉลี่ย 4.29% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2.57 แสดงว่าบริษัทพลังงานส่วนใหญ่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลในระดับที่น่าสนใจ แม้จะมีความแตกต่างกันมากตามลักษณะธุรกิจและความสามารถในการทำกำไร ขณะที่ Capital Gain มีค่าเฉลี่ยติดลบเล็กน้อยที่ -0.087 แสดงถึงแนวโน้มการปรับลดของราคาหุ้นในบางช่วงเวลา ซึ่งอาจได้รับอิทธิพลจากภาวะตลาดและความผันผวนของราคาพลังงานระหว่างปี 2019–2024 อย่างไรก็ตาม Total Return มีค่าเฉลี่ยเป็นบวกที่ 4.21% แสดงว่าผลตอบแทนรวมของผู้ถือหุ้นในระยะเวลาศึกษายังคงอยู่ในระดับที่ดี โดยเงินปันผลมีบทบาทสำคัญช่วยชดเชยการลดลงของราคาหุ้น

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าราคาน้ำมันดิบ (Oil Price) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 82.38 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ค่าต่ำสุด 70.68 และค่าสูงสุด 99.02 ซึ่งสอดคล้องกับความผันผวนของตลาดพลังงานในช่วงวิกฤตโควิด-19 และเหตุการณ์ด้านภูมิรัฐศาสตร์ ส่วน ขนาดบริษัท (SIZE) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 11.73 สะท้อนถึงโครงสร้างที่ประกอบด้วยบริษัทขนาดกลางถึงใหญ่ และ อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) มีค่าเฉลี่ย 0.56 ซึ่งสะท้อนระดับภาระหนี้ที่ไม่สูงเกินไปและโครงสร้างเงินทุนที่ค่อนข้างใกล้เคียงกันในกลุ่มบริษัทพลังงานโดยสรุป ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาบ่งชี้ว่าตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์มีการกระจายตัวที่เหมาะสมและสามารถสะท้อนความแตกต่างระหว่างบริษัทพลังงานได้อย่างชัดเจน ทั้งด้าน ESG มูลค่าหุ้น ผลตอบแทนหลักทรัพย์ และตัวแปรควบคุม ซึ่งถือว่าเพียงพอต่อการนำไปใช้วิเคราะห์ด้วยแบบจำลองถดถอยพหุคูณ

4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation & Multicollinearity)

4.2.1 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

จากผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในตารางที่ 4.2 พบว่า ตัวแปรด้านความยั่งยืน ได้แก่ ESG Score และรายมิติย่อยทั้ง Environmental (E), Social (S) และ Governance (G) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อกัน โดยมีค่าสหสัมพันธ์อยู่ในช่วงประมาณ 0.17–0.90 โดยคู่ที่มีความสัมพันธ์สูงได้แก่ ESG–E ($r = 0.90^*$) และ ESG–S ($r = 0.87^*$) สะท้อนว่าบริษัทที่มีการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมหรือสังคมในระดับสูง มักมีคะแนนความยั่งยืนด้านอื่นในทิศทางเดียวกัน

ในด้านความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ESG กับมูลค่าหุ้นพบว่า ESG, E และ S มีความสัมพันธ์เชิงลบเล็กน้อยกับ Tobin's Q และ P/BV (r ประมาณ -0.24 ถึง -0.32) แม้ค่าสหสัมพันธ์จะอยู่ในระดับต่ำ แต่สอดคล้องกับผลการถดถอยที่ระบุว่า ต้นทุนด้านความยั่งยืนโดยเฉพาะด้านสิ่งแวดล้อม อาจทำให้ผลตอบแทนหรือมูลค่าหุ้นปรับตัวเชิงบวกล่าช้ากว่าระยะสั้น

สำหรับตัวแปรผลตอบแทน พบว่า Dividend Yield มีความสัมพันธ์สูงมากกับ Total Return ($r = 0.99^*$) แสดงว่าผลตอบแทนรวมของผู้ถือหุ้นในกลุ่มบริษัทพลังงานเกิดจากเงินปัน

ผลเป็นหลัก ขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่าง Capital Gain กับ Total Return อยู่ในระดับต่ำ และเป็นลบเล็กน้อย ($r = -0.12$) ซึ่งสะท้อนว่าการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นมีความผันผวนสูงในช่วงที่ศึกษา

ส่วนตัวแปรราคาน้ำมันดิบ (Oil Price) มีความสัมพันธ์ใกล้เคียงศูนย์กับตัวแปรทั้งหมด เช่น ESG (0.05), Tobin's Q (-0.07) และ PBV (-0.09) ซึ่งสอดคล้องกับผลถดถอยที่แสดงให้เห็นว่าราคาน้ำมันไม่มีผลกระทบโดยตรงต่อมูลค่าหุ้น หรือผลตอบแทนหุ้นของบริษัทในช่วงเวลา 2562-2567

โดยรวม ไม่พบสัญญาณของความสัมพันธ์เชิงพหุคูณที่รุนแรงระหว่างตัวแปรอิสระจากตารางสหสัมพันธ์ เนื่องจากไม่มีคู่ตัวแปรใดที่มีค่าสหสัมพันธ์สูงกว่า 0.90 ซึ่งเป็นเกณฑ์ที่มักใช้พิจารณาความรุนแรงของ multicollinearity



ตารางที่ 4.2

สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ตัวแปร	ESG	E	S	G	Oil Price	Tobin Q	PBV	Dividend Yield	Capital Gain	Total Return	SIZE	LEV
ESG	1.00											
E	0.90*	1.00										
S	0.87*	0.75*	1.00									
G	0.49*	0.17*	0.23*	1.00								
Oil Price	0.05	0.06	0.07	-0.05	1.00							
Tobin Q	-0.25*	-0.24*	-0.32*	0.04	-0.07	1.00						
PBV	-0.25*	-0.28*	-0.32*	0.11	-0.09	0.87*	1.00					
Div Yield	0.10	0.08	0.16	-0.01	0.14	-0.31*	-0.37*	1.00				
Cap Gain	0.00	-0.01	-0.01	0.06	0.01	0.35*	0.41*	-0.22*	1.00			
Total Return	0.05	-0.02	0.12	-0.03	0.10	-0.26*	-0.33*	0.99*	-0.12	1.00		
SIZE	0.57*	0.63*	0.54*	0.11	0.02	-0.05	-0.16	0.07	0.06	0.08	1.00	
LEV	0.33*	0.29*	0.20*	0.25*	0.04	-0.03	-0.04	-0.20	0.01	-0.27*	0.14	1.00

หมายเหตุ: * แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%

4.2.2 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุคูณ (Variance Inflation Factor: VIF)

การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุคูณ (Multicollinearity) เป็นขั้นตอนสำคัญในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบถดถอยพหุคูณ เนื่องจากความสัมพันธ์ที่สูงผิดปกติระหว่างตัวแปรอิสระอาจทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานบิดเบือน และส่งผลให้การตีความนัยสำคัญทางสถิติคลาดเคลื่อน

ในงานวิจัยนี้ได้ทำการประเมินค่า Variance Inflation Factor (VIF) โดยพิจารณาจากแบบจำลอง Pooled OLS ซึ่งเป็นวิธีมาตรฐานที่ใช้ตรวจสอบเบื้องต้นก่อนการประมาณค่าโมเดล Panel Data

ตารางที่ 4.3

ผลการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุคูณ

ตัวแปร	VIF	1/VIF
ESG	2.03	0.492
E	1.68	0.595
S	1.70	0.587
G	1.12	0.893
Oil_Price	1.06	0.944
Tobin_Q	1.49	0.670
PBV	1.59	0.629
Div_Yield	1.04	0.964
Capital_Gain	1.12	0.890
Total_Return	1.68	0.594
SIZE	1.46	0.683
LEV	1.20	0.832
Mean VIF	1.42	-

จากค่าที่ได้พบว่า ทุกตัวแปรมีค่า VIF ต่ำกว่า 5 ซึ่งเป็นเกณฑ์ที่นิยมใช้พิจารณาว่า ไม่มีปัญหา multicollinearity ในระดับที่น่ากังวล นอกจากนี้ ค่า Mean VIF อยู่ที่ 1.42 อยู่ในระดับต่ำมาก สอดคล้องกับผลในตารางสหสัมพันธ์ที่ไม่พบคู่ตัวแปรใดมีความสัมพันธ์สูงเกินไป

ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า โมเดลไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุคูณ และสามารถใช้ในการประมาณค่าถดถอยพหุคูณได้อย่างเหมาะสม

4.3 การตรวจสอบความเหมาะสมของแบบจำลองและการเลือกแบบจำลอง

4.3.1 การตรวจสอบปัญหาความแปรปรวนไม่เท่ากัน (Heteroskedasticity Test)

ข้อมูล Panel Data มักเผชิญกับปัญหาความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่ (heteroskedasticity) ระหว่างหน่วยข้อมูลหรือช่วงเวลา ซึ่งอาจทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน มีความเอนเอียง ส่งผลให้ผลการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติเกิดความคลาดเคลื่อนได้ เพื่อจัดการปัญหาดังกล่าว งานวิจัยนี้จึงใช้การประมาณค่าแบบ Robust Standard Errors ในทุกแบบจำลอง ได้แก่ Pooled OLS, Fixed Effects (FE) และ Random Effects (RE)

จากผลการประมาณค่าในทุกแบบจำลอง พบว่าการใช้ robust standard errors ทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานมีความเสถียรและสะท้อนความผันแปรของข้อมูลได้ดียิ่งขึ้น ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ปัญหาความแปรปรวนไม่เท่ากันได้รับการจัดการอย่างเหมาะสมแล้ว และผลการประมาณค่าของแบบจำลองมีความน่าเชื่อถือเพียงพอ

4.3.2 การทดสอบ Breusch–Pagan Lagrange Multiplier Test

เพื่อประเมินว่าแบบจำลอง Pooled OLS เหมาะสมกับข้อมูลหรือไม่ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบแผง ได้ทำการทดสอบ Breusch–Pagan Lagrange Multiplier Test (LM Test) ซึ่งใช้ตรวจสอบว่าความแตกต่างเฉพาะรายบริษัท มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อแบบจำลองหรือไม่

หากผลการทดสอบระบุว่ามีความแตกต่างระหว่างบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าแบบจำลอง Pooled OLS ไม่เพียงพอในการรองรับโครงสร้างข้อมูลที่มีความแตกต่างระหว่างหน่วยข้อมูลในช่วงเวลา และจำเป็นต้องใช้แบบจำลองที่รองรับลักษณะดังกล่าว เช่น Fixed Effects (FE) หรือ Random Effects (RE)

ผลการทดสอบพบว่า ค่า LM มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% โดยมีค่า chi-square เท่ากับ 128.45 และ p-value = 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 อย่างมาก ผลนี้ชี้ชัดว่า ความแตกต่างเฉพาะบริษัท มีผลต่อข้อมูลอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานเดิมที่ว่าแบบจำลอง Pooled OLS เหมาะสม

กล่าวโดยสรุป แบบจำลอง Pooled OLS ไม่เหมาะสม สำหรับชุดข้อมูลนี้ และต้องใช้แบบจำลองที่รองรับโครงสร้าง Panel ได้แก่ FE หรือ RE ซึ่งจะพิจารณาเพิ่มเติมในหัวข้อถัดไป

ตารางที่ 4.4

ผลการทดสอบ Breusch–Pagan Lagrange Multiplier Test

รายการ	ผลที่ได้
Variance of Tobin_Q (overall)	1.29e+12
Variance of e (idiosyncratic error)	1.21e+11
Variance of u (random effect)	1.31e+11
LM statistic (chibar2)	52.76
p-value	0.0000
ผลการทดสอบ	ปฏิเสธโมเดล Pooled OLS → จำเป็นต้องใช้ FE หรือ RE

4.3.3 การทดสอบ Hausman Test เพื่อเลือกแบบจำลอง Fixed Effects (FE) หรือ Random Effects (RE)

หลังจากผลการทดสอบ LM Test ยืนยันว่าแบบจำลอง Pooled OLS ไม่เหมาะสมสำหรับข้อมูลแบบแผง ขั้นตอนต่อไปคือการพิจารณาเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมระหว่าง Fixed Effects (FE) และ Random Effects (RE) โดยใช้ Hausman Test เป็นเครื่องมือสำคัญในการตัดสินใจ เนื่องจากการทดสอบนี้ใช้ตรวจสอบว่าความแตกต่างเฉพาะรายบริษัท (individual-specific effects) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในโมเดลหรือไม่ ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่บ่งชี้ว่าแบบจำลอง FE หรือ RE ควรเป็นโมเดลที่เหมาะสมกว่า

หลักเกณฑ์การตีความผลการทดสอบมีดังนี้ หากค่า p-value มีค่าต่ำกว่า 0.05 จะสื่อว่าความแตกต่างเฉพาะรายบริษัทมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ทำให้แบบจำลอง Fixed Effects เหมาะสมกว่าเนื่องจากสามารถควบคุมอคติที่เกิดจากความแตกต่างเหล่านี้ได้ ในทางกลับกัน หากค่า p-value สูงกว่า 0.05 หมายความว่าความแตกต่างเฉพาะรายบริษัทไม่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ของตัวแปรในโมเดล และแบบจำลอง Random Effects จะมีประสิทธิภาพมากกว่าในการประมาณค่าพารามิเตอร์

สำหรับข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ ผลการทดสอบ Hausman พบว่าค่า chi-square เท่ากับ 8.75 และค่า p-value เท่ากับ 0.27 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์ร้อยละ 5 อย่างชัดเจน ผลดังกล่าวสะท้อนว่าความแตกต่างเฉพาะรายบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับตัวแปรอิสระในแบบจำลอง ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องใช้ Fixed Effects ในการควบคุมความแตกต่างเฉพาะตัวของ

บริษัท และสามารถสรุปได้ว่าแบบจำลอง Random Effects (RE) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมและให้ค่าประมาณที่มีประสิทธิภาพมากกว่า

ด้วยเหตุนี้ การวิเคราะห์ผลการถดถอยในหัวข้อ 4.4 ทั้งหมดจะอ้างอิงจากผลของแบบจำลอง Random Effects ซึ่งสอดคล้องกับลักษณะข้อมูลและผลการทดสอบทางสถิติในขั้นตอนนี้

ตารางที่ 4.5

ผลการทดสอบ Hausman Test

รายการ	ผลที่ได้
Chi-square statistic	8.75
p-value	0.27
ผลลัพธ์	ไม่ปฏิเสธสมมติฐานเดิม (H_0)
ข้อสรุป	เลือกแบบจำลอง Random Effects (RE)

4.3.4 สรุปผลการเลือกแบบจำลอง

จากผลการตรวจสอบสมมติฐานของแบบจำลองข้อมูลแบบแผง ทั้งในด้านโครงสร้างข้อมูลและความเหมาะสมของโมเดล พบว่าแบบจำลอง Pooled OLS ไม่เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยนี้ เนื่องจากผลการทดสอบ Breusch–Pagan LM Test ระบุว่าความแปรปรวนเฉพาะรายบริษัทมีผลต่อแบบจำลองอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้ต้องใช้แบบจำลองที่รองรับโครงสร้างของข้อมูลแบบแผง ได้แก่ Fixed Effects (FE) หรือ Random Effects (RE)

อย่างไรก็ตาม การทดสอบ Hausman Test ซึ่งใช้พิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างความแตกต่างเฉพาะรายบริษัทกับตัวแปรอิสระ พบว่าค่า p-value สูงกว่า 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าความแตกต่างดังกล่าวไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลอง จึงสามารถใช้แบบจำลอง Random Effects ได้โดยไม่มีอคติในการประมาณค่าพารามิเตอร์

เมื่อพิจารณาควบคู่กับการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุคูณ ซึ่งพบว่าค่า VIF อยู่ในระดับต่ำ และการแก้ไขปัญหาความแปรปรวนไม่เท่ากันด้วย Robust Standard Errors จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดสำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบของ ESG Score และราคาน้ำมันดิบต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนหลักทรัพ์ของบริษัทพลังงานคือ แบบจำลอง Random Effects (RE)

4.4 การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)

การวิเคราะห์ที่นำเสนอผลของแบบจำลอง Random Effects (RE) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดตามผลการตรวจสอบสมมติฐานของ Panel Data ในหัวข้อที่ผ่านมา โดยพิจารณาผลกระทบของ ESG Score (ทั้งแบบรวมและแบบรายมิติ ได้แก่ Environmental: E, Social: S และ Governance: G) และราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่าหุ้น (Tobin's Q และ P/BV) และผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return) ของบริษัทพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

4.4.1 ผลของคะแนน ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่าหุ้น

จากผลการประมาณค่าแบบ Random Effects พบว่า คะแนน ESG ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าหุ้นเมื่อวัดด้วย Tobin's Q อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณามูลค่าหุ้นผ่านอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) พบว่าคะแนน ESG มีค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($p = 0.003$) แสดงว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงกว่าจะมีระดับ P/BV ต่ำกว่าในระยะสั้น ผลลัพธ์นี้ชี้ให้เห็นว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนอาจก่อให้เกิดต้นทุนเพิ่มขึ้นซึ่งยังไม่สะท้อนเป็นการประเมินมูลค่าที่สูงขึ้นในช่วงเวลาที่ศึกษา ขณะที่ราคาน้ำมันดิบไม่ได้ปรากฏผลอย่างมีนัยสำคัญต่อทั้ง Tobin's Q และ P/BV

4.4.1.1 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Tobin's Q (Dependent Variable)

ผลการประมาณค่าด้วยแบบจำลอง Random Effects (RE) สำหรับตัวแปรตาม Tobin's Q พบว่าคะแนน ESG มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ แสดงว่าการเพิ่มขึ้นของคะแนนด้านความยั่งยืนมีแนวโน้มสัมพันธ์กับระดับมูลค่าหุ้นที่ลดลง แม้ว่าผลดังกล่าวจะไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติในระดับมาตรฐาน แต่ทิศทางของผลลัพธ์สะท้อนว่าตลาดอาจยังไม่ตอบสนองเชิงบวกต่อการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทพลังงานในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา

ลักษณะของผลนี้เป็นไปได้ว่า การดำเนินงานด้านความยั่งยืน โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมพลังงาน มักเกี่ยวข้องกับต้นทุนการลงทุนจำนวนมาก เช่น การปรับปรุงระบบการผลิต การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก หรือการยกระดับมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อม ผลเหล่านี้อาจสะท้อนออกมาเป็นต้นทุนในระยะสั้น ซึ่งยังไม่แปรเปลี่ยนเป็นผลเชิงบวกในมูลค่าหุ้นทันที ทำให้ตลาดไม่ตอบสนองผ่านตัวชี้วัดอย่าง Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับราคาน้ำมันดิบ ซึ่งนำมาใช้เป็นตัวแปรควบคุมเพื่อสะท้อนภาวะเศรษฐกิจและภาวะตลาดพลังงาน พบว่าไม่มีผลต่อ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน แม้ว่า

วงจรธุรกิจของบริษัทพลังงานมักได้รับผลกระทบจากทิศทางราคาน้ำมัน แต่ผลการวิเคราะห์ชี้ว่าตลาดอาจไม่ได้สะท้อนการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันผ่านการประเมินมูลค่าหุ้นโดยตรง อาจเป็นเพราะนักลงทุนให้ความสำคัญกับผลประกอบการที่แท้จริงมากกว่าปัจจัยเชิงมหภาคในระยะสั้น

โดยสรุป ผลการวิเคราะห์ชี้ให้เห็นว่า ทั้งคะแนน ESG และราคาน้ำมันดิบยังไม่ใช่ปัจจัยที่มีอิทธิพลชัดเจนต่อมูลค่าหุ้นตามตัวชี้วัด Tobin's Q ในช่วงเวลาศึกษา และอาจสะท้อนถึงการที่ตลาดยังไม่รับรู้ประโยชน์ของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนในระยะสั้น หรือประโยชน์ของ ESG อาจเป็นผลเชิงบวกที่เกิดขึ้นในช่วงระยะยาวมากกว่า

ตารางที่ 4.6

ผลการประมาณสมการถดถอย (Dependent Variable)

ตัวแปร	Coef.	Std. Err.	z	P-value	นัยสำคัญ
ESG	-0.0108511	0.010646	-1.02	0.308	ไม่มีนัยสำคัญ
SIZE	-0.0571387	0.173373	-0.33	0.742	ไม่มีนัยสำคัญ
LEV	-0.7809693	1.550552	-0.50	0.614	ไม่มีนัยสำคัญ
Oil Price	0.0026923	0.0085658	0.31	0.753	ไม่มีนัยสำคัญ
Constant	2.794684	2.126598	1.31	0.189	ไม่มีนัยสำคัญ

4.4.1.2 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ P/BV (Dependent Variable)

จากผลการประมาณค่าแบบจำลอง Random Effects พบว่า คะแนน ESG มีค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($p = 0.003$) สะท้อนว่าการเพิ่มขึ้นของคะแนน ESG ส่งผลให้ค่า P/BV ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ผลลัพธ์นี้ชี้ว่าตลาดยังไม่ได้ประเมินผลเชิงบวกของ ESG ผ่านมูลค่าตลาดของบริษัทเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีในระยะสั้น

ในทางปฏิบัติ การลงทุนด้านความยั่งยืนอาจทำให้เกิดต้นทุนเพิ่มขึ้น เช่น ค่าใช้จ่ายด้านสิ่งแวดล้อมหรือการปรับปรุงกระบวนการผลิต ซึ่งส่งผลให้มูลค่าทางบัญชีเพิ่มขึ้น แต่ราคาตลาดอาจยังไม่ปรับตัวตามทันที ทำให้ค่า P/BV ลดลงตามที่ผลการวิเคราะห์แสดง

สำหรับตัวแปร Oil Price, SIZE และ LEV ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยสรุป ESG เป็นเพียงตัวแปรเดียวที่มีผลต่อ P/BV ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ในทางกลับกันที่ตัวแปรอื่นไม่แสดงผลกระทบที่ชัดเจนในแบบจำลอง RE

ตารางที่ 4.7

ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ P/BV (Dependent Variable)

ตัวแปร	Coef.	Std. Err.	z	P-value	นัยสำคัญ
ESG	-0.0249582	0.0084114	-2.97	0.003	มีนัยสำคัญ
SIZE	-0.1295329	0.1125464	-1.15	0.252	ไม่มีนัยสำคัญ
LEV	-1.3560100	1.4837440	-0.91	0.363	ไม่มีนัยสำคัญ
Oil Price	-0.0009274	0.0066367	-0.14	0.886	ไม่มีนัยสำคัญ
Constant	3.641154	1.986648	1.83	0.067	ไม่มีนัยสำคัญ

4.4.2 ผลของ ESG ต่อผลตอบแทน

ผลการวิเคราะห์แบบ Random Effects พบว่า คะแนน ESG ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อ Dividend Yield และ Total Return อย่างไรก็ตาม สำหรับผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital Gain) พบว่าคะแนน ESG มีผลเชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($p = 0.047$) ซึ่งสะท้อนว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนอาจก่อให้เกิดต้นทุนระยะสั้นหรือความกังวลของนักลงทุนที่ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับลดลง ขณะที่ราคาน้ำมันดิบไม่พบผลอย่างมีนัยสำคัญ

4.4.2.1 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Dividend Yield (Dependent Variable)

ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Random Effects สำหรับตัวแปรตาม Dividend Yield พบว่า คะแนน ESG ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทพลังงานไทยในช่วงเวลาศึกษา แม้ว่าสัมประสิทธิ์ของ ESG จะมีทิศทางเชิงลบ แต่ค่าความนัยสำคัญอยู่ในระดับสูง สะท้อนว่าตลาดไม่ได้ตอบสนองการดำเนินงานด้านความยั่งยืนในรูปแบบของการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ

ผลนี้สอดคล้องกับลักษณะของ Dividend Yield ซึ่งขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายปันผล กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และผลประกอบการของบริษัทโดยตรง มากกว่าการดำเนินงานด้าน ESG ที่อาจเกี่ยวข้องกับต้นทุนในระยะสั้น เช่น การลงทุนเพื่อปรับปรุงกระบวนการผลิตให้เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมหรือการลงทุนด้านสังคม ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ส่งผลต่อเงินปันผลโดยตรงในทันที

สำหรับราคาน้ำมันดิบซึ่งเป็นตัวแปรด้านเศรษฐกิจมหภาค ไม่พบผลกระทบที่มีนัยสำคัญต่อ Dividend Yield เช่นกัน แม้ว่าราคาน้ำมันจะมีบทบาทต่อรายได้และกำไรของบริษัทพลังงาน แต่ผลลัพธ์นี้ชี้ว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาในช่วงเวลาสั้น ๆ ไม่ได้สะท้อนผ่าน

การเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายปันผลของบริษัทอย่างทันที เนื่องจากการกำหนดการจ่ายปันผลมักอยู่บนพื้นฐานของเสถียรภาพทางการเงินและการบริหารสภาพคล่องระยะยาวมากกว่าผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบต่อ Capital gain

ตารางที่ 4.8

ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Dividend yield (Dependent Variable)

ตัวแปร	Coef.	Std. Err.	z	P-value	นัยสำคัญ
ESG	0.0993	0.0734	1.35	0.176	ไม่มีนัยสำคัญ
Oil Price	0.0140	0.0102	1.37	0.171	ไม่มีนัยสำคัญ
SIZE	-0.0733	0.0528	-1.39	0.163	ไม่มีนัยสำคัญ
LEV	-0.2671	0.1080	-2.47	0.014	มีนัยสำคัญ
Constant	2.0652	1.0241	2.02	0.043	มีนัยสำคัญ

4.4.2.2 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบต่อ Capital Gain (Dependent Variable)

ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Random Effects (RE) สำหรับตัวแปรตาม Capital Gain พบว่าคะแนน ESG มีผลเชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งสะท้อนว่าการเพิ่มขึ้นของคะแนนด้านความยั่งยืนสัมพันธ์กับการเติบโตของราคาหุ้นที่ลดลงในระยะสั้น สำหรับกลุ่มบริษัทพลังงานไทย ทิศทางของผลลัพธ์บ่งชี้ว่า การดำเนินงานหรือการลงทุนด้านความยั่งยืนอาจทำให้บริษัทมีต้นทุนเพิ่มขึ้นในช่วงแรก เช่น ค่าใช้จ่ายเพื่อปรับปรุงกระบวนการผลิต การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก หรือโครงการด้านสิ่งแวดล้อม ส่งผลให้ราคาหุ้นไม่ตอบสนองเชิงบวกทันที และสะท้อนออกมาเป็น Capital Gain ที่ลดลง

ผลนี้ยังสอดคล้องกับลักษณะของอุตสาหกรรมพลังงานที่มีต้นทุนการดำเนินงานและการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อมค่อนข้างสูง ทำให้การดำเนินงานด้าน ESG อาจไม่ได้เพิ่มมูลค่าระยะสั้นในมุมมองนักลงทุน จึงเกิดความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

ในส่วนของราคาน้ำมันดิบ ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญของกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญต่อ Capital Gain แม้ว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันจะมีผลต่อรายได้และกำไร แต่ผลลัพธ์บ่งชี้ว่าตลาดอาจสะท้อนผลดังกล่าวผ่านผลประกอบการหรือปัจจัยภายในอื่น ๆ มากกว่าการตอบสนองผ่านการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในทันที

ตารางที่ 4.9

ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Capital Gain (Dependent Variable)

ตัวแปร	Coef.	Std. Err.	z	P-value	นัยสำคัญ
ESG	-0.0112	0.0056	-2.00	0.047	มีนัยสำคัญ
Oil Price	0.00002	0.00003	0.68	0.496	ไม่มีนัยสำคัญ
SIZE	-0.00314	0.00187	-1.68	0.093	ไม่มีนัยสำคัญ
LEV	-0.00052	0.00084	-0.62	0.537	ไม่มีนัยสำคัญ
Constant	0.1247	0.0281	4.43	0.000	มีนัยสำคัญ

4.4.2.3 ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบต่อ Total return (Dependent Variable)

ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Random Effects (RE) สำหรับตัวแปรตาม Total Return ซึ่งสะท้อนผลตอบแทนรวมของผู้ถือหุ้นจากทั้งส่วนต่างราคาหุ้น (Capital Gain) และเงินปันผล (Dividend Yield) พบว่า คะแนน ESG มีค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบ แต่ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหมายความว่า การดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทพลังงานยังไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนรวมของผู้ถือหุ้นในช่วงเวลาศึกษา โดยเฉพาะในระยะสั้นที่ผลของ ESG อาจสะท้อนผ่านต้นทุนการดำเนินงานมากกว่าผลตอบแทนทางการเงิน

ลักษณะของผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับผลในสมการย่อยก่อนหน้านี้ ทั้งในส่วน of Dividend Yield และ Capital Gain ซึ่งพบว่าคะแนน ESG ไม่ได้ส่งผลบวกต่อผลตอบแทนในระยะสั้น และในบางกรณี เช่น Capital Gain ยังพบทิศทางเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ความสอดคล้องนี้ช่วยสนับสนุนว่า ผลตอบแทนของบริษัทพลังงานอาจยังไม่ได้สะท้อนคุณค่าทางเศรษฐกิจของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลในช่วงเวลาสั้น ๆ จนกว่าผลประโยชน์ด้านความยั่งยืนจะเริ่มชัดเจนในอนาคต

สำหรับราคาน้ำมันดิบ ซึ่งมีบทบาทสำคัญในธุรกิจพลังงาน ไม่พบผลกระทบที่มีนัยสำคัญต่อ Total Return เช่นกัน โดยงานวิจัยหลายฉบับอธิบายว่า ราคาน้ำมันแม้จะส่งผลต่อผลประกอบการของบริษัท แต่ตลาดอาจตีความผลกระทบดังกล่าวผ่านมุมมองอื่น เช่น เสถียรภาพทางการเงิน การลงทุนในโครงการต่าง ๆ หรือคาดการณ์การเติบโต มากกว่าการตอบสนองทันทีผ่านผลตอบแทนรวม

ตารางที่ 4.10

ผลของ ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Total return (Dependent Variable)

ตัวแปร	Coef.	Std. Err.	z	P-value	นัยสำคัญ
ESG	-0.0450	0.0301	-1.49	0.143	ไม่มีนัยสำคัญ
Oil Price	0.00004	0.00005	0.88	0.381	ไม่มีนัยสำคัญ
SIZE	-0.00641	0.00337	-1.90	0.057	ไม่มีนัยสำคัญ
LEV	0.00125	0.00174	0.72	0.471	ไม่มีนัยสำคัญ
Constant	0.2914	0.0626	4.65	0.000	มีนัยสำคัญ

4.4.3 สรุปผล ESG และราคาน้ำมันดิบ

ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนน ESG ไม่ได้ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าหุ้นในภาพรวม ยกเว้นในโมเดล PBV ที่พบผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ (Coef. = -0.0250 , $p = 0.003$) ขณะที่ Tobin's Q ไม่พบผลกระทบที่มีนัยสำคัญ แม้ทิศทางจะเป็นลบเช่นกัน สำหรับผลตอบแทนการลงทุน พบว่า ESG ไม่มีผลต่อ Dividend Yield และ Total Return แต่มีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อ Capital Gain (Coef. = -0.0112 , $p = 0.047$) โดยรวมแล้ว ผลลัพธ์สะท้อนว่า ESG ยังไม่เป็นปัจจัยที่สร้างผลเชิงบวกในระยะสั้นต่อตลาดทุนไทย และตลาดยังไม่ตอบสนองต่อคะแนน ESG ในลักษณะที่ส่งผลต่อระดับราคาและผลตอบแทนอย่างชัดเจนในช่วงเวลาที่ศึกษา

ตารางที่ 4.11

สรุปผล ESG และราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

ตัวแปรตาม	Coef. ESG	P-value ESG	ทิศทาง ESG	Coef. Oil Price	P-value Oil Price	ทิศทาง Oil Price
Tobin's Q	-0.0109	0.308	เชิงลบ	0.0011	0.721	เชิงบวกเล็กน้อย (ไม่มีนัยสำคัญ)
PBV	-0.0250	0.003	เชิงลบ (มีนัยสำคัญ)	-0.0013	0.941	เชิงลบ (ไม่มีนัยสำคัญ)
Dividend Yield	0.0993	0.176	เชิงบวก	0.0242	0.227	เชิงบวก (ไม่มีนัยสำคัญ)
Capital Gain	-0.0112	0.047	เชิงลบ (มีนัยสำคัญ)	-0.0018	0.500	เชิงลบ (ไม่มีนัยสำคัญ)
Total Return	-0.0450	0.143	เชิงลบ	0.0225	0.243	เชิงบวก (ไม่มีนัยสำคัญ)

4.5 ผลการประมาณสมการถดถอยตามรายมิติของ ESG (E, S, G)

4.5.1 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่าหุ้น

ผลการวิเคราะห์แบบ Random Effects พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) และคะแนนด้านสังคม (S) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าหุ้น ไม่ว่าจะวัดด้วย Tobin's Q หรือ PBV โดยค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นลบเล็กน้อย สะท้อนว่ากิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมยังไม่สร้างผลกระทบด้านมูลค่าตลาดในระยะสั้นอย่างโดดเด่น ขณะที่คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) พบว่ามีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ PBV ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทที่มีระบบกำกับดูแลที่ดีและโปร่งใสได้รับการประเมินมูลค่าที่สูงขึ้นจากตลาดทุน ส่วนผลของ G ต่อ Tobin's Q ยังไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติ

4.5.1.1 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Tobin's Q

ผลการประมาณค่าแบบ Random Effects สำหรับตัวแปรตาม Tobin's Q พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) และด้านสังคม (S) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าหุ้น โดยค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นลบเล็กน้อย สะท้อนว่าการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมยังไม่สามารถสร้างมูลค่าในเชิงตลาดได้อย่างเด่นชัดในระยะสั้น ขณะที่คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) มีทิศทางเป็นบวก แต่ยังไม่แตกต่างจากศูนย์ในเชิงสถิติ ซึ่งบ่งชี้ว่าตลาดยังไม่ตอบสนองต่อคุณภาพด้านธรรมาภิบาลของบริษัทมากพอที่จะทำให้มูลค่าตลาดสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อวัดด้วย Tobin's Q

ในส่วนของราคาน้ำมันดิบซึ่งใช้เป็นตัวแปรอิสระร่วม พบว่า ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อ Tobin's Q เช่นกัน แสดงว่าความผันผวนของราคาพลังงานภายนอกไม่ได้ส่งผลการประเมินมูลค่าตลาดของบริษัทในอุตสาหกรรมพลังงานในช่วงเวลาที่ศึกษา

ตารางที่ 4.12

ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อ Tobin's Q (Dependent Variable)

ตัวแปร	Coef.	Std.Err.	z	P-value	นัยสำคัญ
E	-0.0107	0.0097	-1.08	0.277	ไม่มีนัยสำคัญ
S	-0.0007	0.0050	-0.14	0.886	ไม่มีนัยสำคัญ
G	0.0239	0.0149	1.61	0.108	ไม่มีนัยสำคัญ
Oil Price	0.0011	0.0030	0.36	0.721	ไม่มีนัยสำคัญ
SIZE	0.0288	0.0950	0.30	0.762	ไม่มีนัยสำคัญ
LEV	-1.4813	1.3978	-1.06	0.294	ไม่มีนัยสำคัญ
Constant	1.7895	0.5822	3.07	0.011	มีนัยสำคัญ

4.5.1.2 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อ P/BV

ผลการประมาณค่าแบบ Random Effects สำหรับตัวแปรตาม PBV พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) และด้านสังคม (S) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อระดับ PBV โดยค่าสัมประสิทธิ์มีทิศทางเป็นลบเล็กน้อย ซึ่งสะท้อนว่ากิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมยังไม่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าตลาดของบริษัทในรูปของราคาต่อมูลค่าทางบัญชีอย่างชัดเจนในระยะสั้น ในทางตรงกันข้าม คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี โปร่งใส และมีโครงสร้างการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ จะได้รับการประเมินมูลค่าที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น

สำหรับตัวแปรราคาน้ำมันดิบ พบว่า ไม่มีผลต่อ PBV อย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน สะท้อนว่าความผันผวนของราคาพลังงานภายนอกไม่ได้มีผลโดยตรงต่อการประเมินราคาตลาดเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของบริษัทพลังงานในช่วงเวลาที่ศึกษา รวมถึงตัวแปรด้านขนาดบริษัท (SIZE) และอัตราหนี้สิน (LEV) ก็ไม่ปรากฏความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อ PBV เช่นเดียวกัน

ตารางที่ 4.13

ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อ P/BV (Dependent Variable)

ตัวแปร	Coef.	Std.Err.	z	P-value	นัยสำคัญ
E	-0.0101497	0.0148476	-0.74	0.462	ไม่มีนัยสำคัญ
S	-0.0013661	0.0112564	-0.13	0.899	ไม่มีนัยสำคัญ
G	0.0422722	0.0198478	2.12	0.033	มีนัยสำคัญ
Oil Price	0.0013989	0.0046599	0.30	0.770	ไม่มีนัยสำคัญ
SIZE	0.1125546	0.1125546	1.15	0.252	ไม่มีนัยสำคัญ
LEV	-1.4837440	1.4837440	-1.00	0.318	ไม่มีนัยสำคัญ
Constant	3.641154	0.986848	3.69	0.000	มีนัยสำคัญ

4.5.2 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อผลตอบแทน

ผลการวิเคราะห์แบบ Random Effects สำหรับตัวแปรผลตอบแทน ได้แก่ Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ด้านสังคม (S) และด้านธรรมาภิบาล (G) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลตอบแทนทั้งสามประเภท โดยค่าประมาณส่วนใหญ่มีทิศทางทั้งบวกและลบในระดับเล็กน้อย ซึ่งบ่งชี้ว่าการดำเนินงานด้าน ESG ยังไม่สามารถสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่สังเกตได้ชัดเจนในระยะสั้นในกลุ่มบริษัทพลังงานไทย

สำหรับราคาน้ำมันดิบ ซึ่งใช้เป็นตัวแปรอิสระเสริม พบว่า ไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญในทุกโมเดล แม้ว่าจะมีทิศทางบวกใน Dividend Yield และ Total Return และทิศทางลบใน Capital Gain แต่ผลดังกล่าวไม่แตกต่างจากศูนย์ในเชิงสถิติ แสดงว่าความผันผวนของราคาพลังงานไม่ได้เป็นปัจจัยหลักในการกำหนดผลตอบแทนของผู้ลงทุนในช่วงเวลาที่ศึกษา

4.5.2.1 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Dividend yield

ผลการประมาณค่าแบบ Random Effects สำหรับตัวแปรตาม Dividend Yield พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) สังคม (S) และธรรมาภิบาล (G) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยค่าประมาณของ E และ G มีทิศทางเป็นลบ ขณะที่ S มีทิศทางเป็นบวกเล็กน้อย แต่ทั้งสามมิติไม่แตกต่างจากศูนย์ในเชิงสถิติ สะท้อนว่าการดำเนินงานด้าน ESG ยังไม่ส่งผลกระทบต่อระดับเงินปันผลที่บริษัทประกาศจ่ายในระยะสั้น

สำหรับราคาน้ำมันดิบซึ่งใช้เป็นตัวแปรอิสระร่วม พบว่า ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อ Dividend Yield แม้ค่าสัมประสิทธิ์จะเป็นบวก ซึ่งชี้ว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาพลังงานไม่ได้ส่งผลกระทบโดยตรงต่อการตัดสินใจด้านนโยบายปันผลของบริษัทพลังงานในช่วงเวลาที่ศึกษา

โดยสรุป ผลการวิเคราะห์ในส่วนนี้ชี้ว่า องค์ประกอบทั้งสามของ ESG รวมถึงราคาน้ำมันดิบ ไม่ได้เป็นปัจจัยที่อธิบายความผันแปรของ Dividend Yield ในกลุ่มบริษัทพลังงานไทยในระยะสั้น และปัจจัยอื่นภายในองค์กรอาจมีบทบาทสำคัญมากกว่าในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ตารางที่ 4.14

ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Dividend yield (Dependent Variable)

ตัวแปร	Coef.	Std.Err.	z	P-value	นัยสำคัญ
E	-0.0445989	0.0434575	-1.03	0.305	ไม่มีนัยสำคัญ
S	0.0032131	0.0367310	0.09	0.930	ไม่มีนัยสำคัญ
G	-0.0152601	0.0264601	-0.58	0.564	ไม่มีนัยสำคัญ
Oil Price	0.0241526	0.0200120	1.21	0.227	ไม่มีนัยสำคัญ
SIZE	0.2865458	0.3054463	0.94	0.348	ไม่มีนัยสำคัญ
LEV	-5.367964	2.503044	-2.14	0.032	มีนัยสำคัญ
Constant	1.446794	4.143134	0.35	0.727	ไม่มีนัยสำคัญ

4.5.2.2 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Capital Gain

ผลการประมาณค่าแบบ Random Effects สำหรับตัวแปรตาม Capital Gain พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) สังคม (S) และธรรมาภิบาล (G) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น โดยค่าสัมประสิทธิ์ของทั้งสามมีติดอยู่ในทิศทางบวกเล็กน้อย แต่ไม่แตกต่างจากศูนย์ในเชิงสถิติ สะท้อนว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทยังไม่สามารถกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างชัดเจนในระยะสั้น สำหรับราคาน้ำมันดิบ พบว่า ไม่มีผลต่อ Capital Gain อย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน แม้ว่าค่าสัมประสิทธิ์จะมีทิศทางเป็นลบเล็กน้อย แสดงให้เห็นว่าความผันผวนของราคาพลังงานไม่ใช่ปัจจัยสำคัญที่อธิบายการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในกลุ่มบริษัทพลังงานภายใต้ช่วงเวลาที่ศึกษา

ตารางที่ 4.15

ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Capital Gain (Dependent Variable)

ตัวแปร	Coef.	Std.Err.	z	P-value	นัยสำคัญ
E	0.0028453	0.0038223	0.74	0.457	ไม่มีนัยสำคัญ
S	0.0015674	0.0044450	0.35	0.724	ไม่มีนัยสำคัญ
G	0.0035931	0.0037550	0.96	0.339	ไม่มีนัยสำคัญ
Oil Price	-0.0017549	0.0025991	-0.68	0.500	ไม่มีนัยสำคัญ
SIZE	0.0162048	0.0273267	0.59	0.553	ไม่มีนัยสำคัญ
LEV	-0.1497847	0.2238931	-0.67	0.503	ไม่มีนัยสำคัญ
Constant	-0.0623025	0.2866049	-0.22	0.828	ไม่มีนัยสำคัญ

4.5.2.3 ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Total Return

ผลการประมาณค่าแบบ Random Effects สำหรับตัวแปรตาม Total Return พบว่า ตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม (E) สังคม (S) และธรรมาภิบาล (G) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลตอบแทนรวมของผู้ถือหุ้น แม้ค่าสัมประสิทธิ์ของ E และ G จะมีทิศทางเป็นลบ ขณะที่ S มีทิศทางเป็นบวกเล็กน้อย แต่ทุกมิติของ ESG ล้วนไม่แตกต่างจากศูนย์ในเชิงสถิติ ผลดังกล่าวสะท้อนว่า การดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทพลังงานยังไม่สามารถสร้างความแตกต่างในผลตอบแทนรวมที่นักลงทุนได้รับในระยะสั้นได้อย่างชัดเจน

สำหรับตัวแปรราคาน้ำมันดิบ พบว่า ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อ Total Return แม้ว่าค่าสัมประสิทธิ์จะเป็นบวกเล็กน้อย แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของภาวะราคาพลังงาน ไม่ได้ส่งผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทในลักษณะที่มีนัยสำคัญเชิงสถิติในช่วงเวลาที่ศึกษา

ตารางที่ 4.16

ผลของคะแนน E, S, G และราคาน้ำมันดิบต่อ Total Return (Dependent Variable)

ตัวแปร	Coef.	Std.Err.	z	P-value	นัยสำคัญ
E	-0.0474455	0.0421295	-1.13	0.260	ไม่มีนัยสำคัญ
S	0.0069562	0.0349492	0.20	0.842	ไม่มีนัยสำคัญ
G	-0.0114697	0.0253273	-0.45	0.651	ไม่มีนัยสำคัญ
Oil Price	0.0225468	0.0192958	1.17	0.243	ไม่มีนัยสำคัญ
SIZE	0.3629160	0.3164223	1.15	0.251	ไม่มีนัยสำคัญ
LEV	-5.306728	2.527138	-2.10	0.036	มีนัยสำคัญ
Constant	0.8327998	4.233987	0.20	0.844	ไม่มีนัยสำคัญ

4.5.3 สรุปผล E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

จากผลการวิเคราะห์พบว่า มิติด้านสิ่งแวดล้อม (E) และด้านสังคม (S) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าหุ้นหรือผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในทุกตัวชี้วัด โดยค่าสัมประสิทธิ์ส่วนใหญ่มีทิศทางเล็กน้อยทั้งบวกและลบ แต่ไม่แตกต่างจากศูนย์ในเชิงสถิติ สะท้อนว่ากิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมยังไม่เป็นปัจจัยที่ตลาดนำไปใช้ในการกำหนดมูลค่าหรือผลตอบแทนในระยะสั้นอย่างชัดเจน ในทางตรงกันข้าม มิติด้านธรรมาภิบาล (G) แสดงผลเชิงบวกต่อ PBV อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งบ่งชี้ว่าตลาดทุนให้ความสำคัญต่อความโปร่งใส การกำกับดูแลกิจการที่ดี และโครงสร้างบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โดยบริษัทที่มีคะแนน G สูงกว่าจะได้รับการประเมินมูลค่าที่สูงกว่า อย่างไรก็ตาม ผลของ G ต่อ Tobin's Q และผลตอบแทนทั้งสามประเภทไม่ปรากฏความมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.17

สรุปผล E, S, G และราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่างาน และผลตอบแทน

ตัวแปรตาม	Coef. E	P-value E	ทิศทาง E	นัยสำคัญ E	Coef. S	P-value S	ทิศทาง S	นัยสำคัญ S	Coef. G	P-value G	ทิศทาง G	นัยสำคัญ G	Coef. Oil	P-value Oil	ทิศทาง Oil	นัยสำคัญ Oil
Tobin's Q	-0.0107	0.277	ลบ	ไม่มี นัยสำคัญ	-0.0007	0.886	ลบ	ไม่มี นัยสำคัญ	0.0239	0.108	บวก	ไม่มี นัยสำคัญ	0.0027	0.753	บวก	ไม่มี นัยสำคัญ
P/BV	-0.0101	0.462	ลบ	ไม่มี นัยสำคัญ	-0.0014	0.899	ลบ	ไม่มี นัยสำคัญ	0.0423	0.033	บวก	มีนัยสำคัญ	0.0014	0.770	บวก	ไม่มี นัยสำคัญ
Dividend Yield	-0.0446	0.305	ลบ	ไม่มี นัยสำคัญ	0.0032	0.930	บวก	ไม่มี นัยสำคัญ	-0.0153	0.564	ลบ	ไม่มี นัยสำคัญ	0.0242	0.227	บวก	ไม่มี นัยสำคัญ
Capital Gain	0.0028	0.457	บวก	ไม่มี นัยสำคัญ	0.0016	0.724	บวก	ไม่มี นัยสำคัญ	0.0036	0.339	บวก	ไม่มี นัยสำคัญ	-0.00175	0.500	ลบ	ไม่มี นัยสำคัญ
Total Return	-0.0474	0.260	ลบ	ไม่มี นัยสำคัญ	0.0070	0.842	บวก	ไม่มี นัยสำคัญ	-0.0115	0.651	ลบ	ไม่มี นัยสำคัญ	0.0225	0.243	บวก	ไม่มี นัยสำคัญ

4.6 การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)

ผลการวิเคราะห์แบบจำลอง Random Effects ซึ่งเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดตามผลการทดสอบ Hausman Test พบว่า ตัวแปรด้านความยั่งยืนทั้งในระดับคะแนนรวม (ESG Score) และระดับรายมิติ ได้แก่ Environmental (E), Social (S) และ Governance (G) ส่วนใหญ่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนของบริษัทพลังงานไทย อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์พบว่าเมื่อพิจารณามูลค่าหุ้นผ่านอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) คะแนน ESG มีค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงกว่ามีแนวโน้มมีค่า P/BV ลดลง ซึ่งสะท้อนว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนอาจก่อให้เกิดต้นทุนระยะสั้นหรือความกังวลของนักลงทุน ทำให้ตลาดยังไม่ตีความกิจกรรมด้านความยั่งยืนเป็นปัจจัยเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้นในระยะสั้น ขณะที่ผลของ ESG ต่อ Tobin's Q ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติ

ด้านผลตอบแทนหลักทรัพย์ ได้แก่ Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return ผลการวิเคราะห์พบว่า ESG ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อ Dividend Yield และ Total Return แต่มีผลเชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ต่อ Capital Gain ซึ่งแสดงว่าการเพิ่มขึ้นของคะแนน ESG สัมพันธ์กับการเติบโตของราคาหุ้นที่ลดลงในระยะสั้น อาจเป็นเพราะต้นทุนด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่เพิ่มขึ้นยังไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนทางการเงินทันที ขณะที่คะแนนรายมิติของ ESG ได้แก่ E-S-G ต่างไม่พบผลที่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลตอบแทนทั้งสามตัวแปร ส่วนราคาน้ำมันดิบซึ่งเป็นตัวแปรเฉพาะอุตสาหกรรมพลังงานก็ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อทั้งมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนเช่นเดียวกัน

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุป และอภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาผลกระทบของ ESG Score ทั้งในรูปแบบคะแนนรวม และรายมิติด้าน Environmental (E), Social (S) และ Governance (G) รวมถึงราคาน้ำมันดิบ ต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์ไทย

5.1.1 ESG Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

ESG Score พบว่ามีผลต่อมูลค่าหุ้นและผลตอบแทนบางตัวแปรเท่านั้น โดยผลการวิเคราะห์ชี้ว่า ESG ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าหุ้นเมื่อวัดด้วย Tobin's Q แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ต่อค่า P/BV ซึ่งสะท้อนว่าการดำเนินงานด้าน ESG อาจยังเพิ่มต้นทุนในระยะสั้นและตลาดหุ้นยังไม่ตอบสนองเชิงบวกต่อกิจกรรมดังกล่าวชัดเจนในช่วงเวลาที่ศึกษา นอกจากนี้ ESG ยังพบความสัมพันธ์เชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติต่อ Capital Gain สำหรับผลการศึกษาที่ผ่านมา เช่น Lourenço et al. (2014) และ Cheng et al. (2014) พบว่าผลกระทบของ ESG ต่อมูลค่าหุ้นอาจแตกต่างกันตามอุตสาหกรรมและระยะเวลา โดยบางงานวิจัยพบผลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้น ขณะที่บางงานพบผลเชิงลบหรือไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับบริบทของบริษัทพลังงานไทยที่ยังอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านด้านความยั่งยืน ซึ่งอาจทำให้ ESG ยังไม่ก่อให้เกิดผลเชิงบวกต่อมูลค่าและผลตอบแทนในระยะสั้นอย่างชัดเจน

5.1.2 Environmental Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

คะแนน Environmental Score (E) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อทั้งมูลค่าหุ้น (Tobin's Q และ P/BV) รวมถึง ไม่มีผลที่มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนหุ้นทุกประเภท ได้แก่ Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return ผลลัพธ์ดังกล่าวชี้ว่ากิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมยังไม่ถูกสะท้อนเป็นต้นทุนหรือประโยชน์ที่ชัดเจนในมุมมองของนักลงทุนในระยะสั้นในอุตสาหกรรมพลังงานไทย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Wang และ Hsu (2013) และ Tan และ Yang (2022) ซึ่งระบุว่าการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อมมักเป็นต้นทุนระยะสั้นและอาจยังไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนทางการเงินในทันที ส่งผลให้ตลาดหุ้นไม่สะท้อนผลเชิงบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น ขณะที่ผลเชิงบวกอาจปรากฏชัดเจนมากกว่าในระยะยาวเมื่อกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมช่วยลดความเสี่ยงในการดำเนินงานหรือเสริมสร้างภาพลักษณ์องค์กร

5.1.3 Social Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

ผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ชี้ให้เห็นว่า Social Score (S) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อทั้งมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนของบริษัทพลังงานไทย ไม่ว่าจะวัดด้วย Tobin's Q, P/BV, Dividend Yield, Capital Gain หรือ Total Return ซึ่งผลดังกล่าวแสดงว่า Social Score ของบริษัทพลังงานยังไม่สะท้อนผ่านตัวชี้วัดมูลค่าหุ้นหรือผลตอบแทนทางการเงินในระยะเวลาที่ศึกษา สอดคล้องกับแนวคิดในงานวิจัยของ Margolis และ Walsh (2003) ที่ระบุว่ากิจกรรมด้านสังคมมักเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นทันที มากกว่าจะสร้างผลตอบแทนทางการเงินในช่วงเวลาใกล้เคียง ขณะที่ Ullmann (1985) ชี้ว่าผลกระทบของกิจกรรมด้าน CSR มักสะสมและปรากฏผลในระยะยาวมากกว่า และตามที่ Aguinis and Glavas (2012) กล่าวไว้ กิจกรรมด้านสังคมช่วยสร้างความไว้วางใจและความชอบธรรมขององค์กร แต่ผลเชิงเศรษฐกิจมักต้องอาศัยเวลา ดังนั้น สำหรับกลุ่มบริษัทพลังงานไทยในช่วงเวลาศึกษา ผลการดำเนินงานด้านสังคมยังไม่เพียงพอที่จะสะท้อนผ่านราคาหุ้นหรือผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในระยะสั้น และอาจต้องใช้ระยะเวลาในการสร้างผลเชิงบวกที่ยั่งยืนมากกว่า

5.1.4 Governance Score ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

ผลการวิเคราะห์พบว่า Governance Score (G) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อ Tobin's Q อย่างไรก็ตาม พบว่ามีผลเชิงบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ต่อค่า P/BV แสดงว่า ด้านธรรมาภิบาลอาจเกี่ยวข้องกับคุณภาพการบริหารจัดการที่ช่วยเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bhagat และ Bolton (2008) ที่ระบุว่าความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการมักไม่สม่ำเสมอในแต่ละช่วงเวลา รวมถึง Larcker et al. (2007) ที่ชี้ว่าคะแนน Governance Score ของบริษัทขนาดใหญ่มีความผันผวนต่ำ จึงไม่สามารถใช้อธิบายความแตกต่างด้านมูลค่าหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญในหลายกรณี ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษานี้ที่พบว่า Governance Score ส่งผลเฉพาะบางตัวชี้วัดเท่านั้น

5.1.5 Oil Price ส่งผลต่อ มูลค่าหุ้น และผลตอบแทน

ราคาน้ำมันดิบ ไม่พบผลเชิงนัยสำคัญต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทพลังงานไทย ซึ่งอาจเกิดจากการบริหารความเสี่ยงราคาน้ำมัน (hedging) ของบริษัทพลังงานในประเทศ ทำให้ผลกระทบของราคาน้ำมันไม่สะท้อนผ่านราคาหุ้นโดยตรง ผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับงานของ Kilian และ Vega (2011) ที่พบว่าราคาน้ำมันไม่ค่อยส่งผลต่อราคาหุ้นในระยะสั้น เนื่องจากตลาดปรับตัวอย่างรวดเร็ว รวมถึง Sadorsky (1999) ที่ระบุว่าผลของราคาน้ำมันต่อราคาหุ้นขึ้นอยู่กับโครงสร้างอุตสาหกรรม ซึ่งในบางประเทศอาจไม่พบผลกระทบเลย

5.2 ข้อจำกัดสำหรับการวิจัย

1. จากข้อมูล ESG ของบริษัทพลังงานในตลาดหลักทรัพย์ไทยยังมีช่วงเวลาที่ยกเว้น และบางบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลไม่ต่อเนื่อง ซึ่งอาจทำให้จำนวนตัวอย่างน้อยกว่าที่ควรจะเป็น ส่งผลต่อความสามารถในการสรุปผลเชิงสถิติในบางมิติ เช่น Governance Score ที่มีความผันแปรต่ำมากจนไม่สามารถอธิบายผลลัพธ์ได้อย่างชัดเจน

2. งานวิจัยใช้ตัวชี้วัดมูลค่าหุ้นเพียงสองตัว คือ Tobin's Q และ Price-to-Book Value ซึ่งแม้จะเป็นตัวชี้วัดมาตรฐาน แต่ก็อาจไม่ครอบคลุมมูลค่าทางเศรษฐกิจทั้งหมด เช่น มูลค่าจากกระแสเงินสด ความได้เปรียบเชิงการแข่งขัน หรือสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน นอกจากนี้ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ใช้ ได้แก่ Dividend Yield, Capital Gain และ Total Return อาจไม่สะท้อนความผันผวนของความเสียหายอย่างเต็มรูปแบบ

3. อุตสาหกรรมพลังงานมีลักษณะเฉพาะ เช่น ต้นทุนด้านสิ่งแวดล้อมสูง ความผันผวนของราคาน้ำมัน และการกำกับดูแลที่เข้มงวด ทำให้ผลของ ESG ในอุตสาหกรรมนี้อาจแตกต่างจากภาคอื่น ๆ ส่งผลให้ข้อค้นพบอาจไม่สามารถอธิบายหรือประยุกต์ใช้กับทุกอุตสาหกรรมได้โดยตรง

4. ผลของ ESG มักปรากฏในระยะยาว เช่น การสร้างความไว้วางใจ การลดความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ หรือการเพิ่มประสิทธิภาพพลังงาน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลในช่วงเวลาจำกัด ทำให้ผลลัพธ์ส่วนใหญ่สะท้อนเพียงผลกระทบระยะสั้น ซึ่งอาจไม่ครอบคลุมประโยชน์ในระยะยาวที่ ESG สร้างขึ้น

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

1. จากผลการศึกษาค้นพบว่า การใช้ข้อมูลช่วงเวลาสั้นอาจยังสะท้อนประโยชน์ของการดำเนินงาน ESG ได้ไม่ครบถ้วน เนื่องจากอิทธิพลที่แท้จริงของ ESG โดยเฉพาะในมิติสิ่งแวดล้อมและสังคม มักเกิดขึ้นในระยะยาว ดังนั้น การขยายช่วงข้อมูลเป็นหลายปีหรือใช้ข้อมูลระดับรายไตรมาสจะช่วยเพิ่มความแม่นยำและจับประโยชน์ระยะยาวของ ESG ได้ดีกว่าเดิม

2. ควรเพิ่มตัวแปรควบคุมทางด้านกำไรและโครงสร้างต้นทุน เช่น Net Profit Margin, Operating Cost หรือ Cash Flow เพื่อให้ผลการวิเคราะห์สะท้อนช่องทางที่ราคาน้ำมันหรือการดำเนินงาน ESG ส่งผลต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนหุ้นอย่างครบถ้วน. ตัวแปรเหล่านี้ยังช่วยแยกผลของ ESG ที่อาจผสมกับการปรับโครงสร้างต้นทุนในแต่ละอุตสาหกรรมแตกต่างกัน

3. แนวทางวิเคราะห์ ควรพิจารณาวิธีการเชิงขั้นสูง เช่น Dynamic Panel Model (GMM) หรือ Panel VAR ที่สามารถศึกษาความสัมพันธ์แบบมีทิศทางและรองรับผลกระทบล่าช้าซึ่ง

เหมาะกับการวิเคราะห์ ESG ผลต่อผลตอบแทนที่อาจเปลี่ยนแปลงเมื่อเวลาผ่านไปและจับความสัมพันธ์ซับซ้อนระหว่างตัวแปรได้ดีขึ้น

4. การเพิ่มตัวแปรด้านภาพลักษณ์ และการเปิดเผยข้อมูล จะช่วยตรวจสอบว่าผลของ ESG เกิดจากการเปิดเผยหรือผลของการดำเนินงานจริง ซึ่งมักเป็นประเด็นสำคัญในการวิจัยด้านการเงินและตลาดทุน



รายการอ้างอิง

หนังสือ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2023). *SET ESG Ratings: รายงานการจัดอันดับความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน*. ผู้แต่ง.

วิทยานิพนธ์และการค้นคว้าอิสระ

- พชรพล สุขอร่าม. (2565). ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่มีต่อมูลค่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต]. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- พาริษา ชัยสุวรรณ. (2564). ปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้น PTT และผลกระทบจากนโยบายภาครัฐ [วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สุกิสรา นามจันทรา. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทฯ ในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล กับการจ่ายผลตอบแทนคืนให้กับเจ้าของ [การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Books

- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Spence, M. (1978). *Job market signaling*. Academic Press.

Articles

- Aguinis, H., & Glavas, A. (2012). Embedded versus peripheral CSR: Integrating HR management and organizational psychology. *Industrial and Organizational Psychology*, 5(1), 53–72. <https://doi.org/10.1111/j.1754-9434.2011.01336.x>

- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Consolandi, C., Eccles, R. G., & Gabbi, G. (2022). Does sustainability reporting matter for investors? *Journal of Business Ethics*, 175, 1–20. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04707-0>
- Di Tommaso, C., & Mazzuca, M. (2023). The stock price of European insurance companies: What is the role of ESG factors? *Journal of Risk and Financial Management*, 16(4), 215. <https://doi.org/10.3390/jrfm16040215>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136.
- Escobar-Saldivar, V., Villarreal-Samaniego, P., & Santillán-Salgado, R. (2025). ESG momentum and stock performance. *Journal of Cleaner Production*, 431, 139876. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2025.139876>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2,000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Hsu, C. H., & Wang, S. (2013). Does environmental risk matter? *Energy Economics*, 40, 45–61. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2013.06.002>
- 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.
- Lourenço, I. C., Callao, S., & colleagues. (2014). The value relevance of CSR disclosure. *Journal of Business Ethics*.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268–305.
- Tan, J., & Yang, X. (2022). ESG performance and firm outcomes. *Sustainability*, 14(7), 3982. <https://doi.org/10.3390/su14073982>

- Ullmann, A. A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540–557.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on firm value? *Journal of Accounting Literature*, 38, 127–152. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2017.03.001>

Theses

- Jungprasert, P. (2024). *ESG factors and their impact on firm value in the Thai stock market* [Master's thesis]. Kasetsart University.
- Žigaite, S. (2023). *The impact of ESG performance on stock price value* [Master's thesis]. Vilnius University.

Electronic Media

- Energy Information Administration (EIA). (2024). *Dubai crude oil prices*. <https://www.eia.gov>
- Refinitiv Eikon. (2024). *ESG data collection methodology*. <https://www.refinitiv.com>
- The Stock Exchange of Thailand. (2022). *SET TRI Calculation Method*. https://www.setsmart.com/download/TRI_Calculation_Method

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

ฉันท์ชนก อูสาหะ

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2561: วิศวกรรมศาสตรบัณฑิต

(วิศวกรรมไฟฟ้าอุตสาหกรรม)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

