



ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลการประเมิน ESG
และอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

ปาไลตา อาจคงหาญ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบัญชีและการบริหารการเงิน)
สาขาวิชาการบัญชีและการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2566

THE RELATIONSHIP BETWEEN CHANGING OF ESG SCORES
AND THE STOCK PRICE OF LISTED COMPANIES
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

PALITA ARTKONGHARN



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE
REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
(ACCOUNTING AND FINANCIAL MANAGEMENT)
ACCOUNTING AND FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2023

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

ปาลิตา อาจคงหาญ

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลการประเมิน ESG และอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบัญชีและการบริหารการเงิน)

เมื่อ วันที่..... 19 ก.ค. 2567

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


.....
(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


.....
(รองศาสตราจารย์ ดร.ศรายุทธ เรืองสุวรรณ)

คณบดี


.....
(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลการประเมิน ESG และอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	ปาลิตา อัจจงหาญ
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบัญชีและการบริหารการเงิน)
สาขาวิชา	การบัญชีและการบริหารการเงิน
คณะ	พาณิชยศาสตร์และการบัญชี
มหาวิทยาลัย	มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.ศรายุทธ เรืองสุวรรณ
ปีการศึกษา	2566

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลการประเมิน ESG และอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่ถูกจัดอันดับอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2558 - 2566 และได้รับการประเมิน ESG ในปีนั้น ๆ โดย Refinitiv ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 273 ตัวอย่าง โดยใช้สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ผลการศึกษาพบว่าผลคะแนน ESG ของบริษัทที่ได้รับการเปลี่ยนแปลงคะแนนดีขึ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่ผลคะแนน ESG ของบริษัทที่ได้รับการเปลี่ยนแปลงคะแนนแย่ลงไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หมายความว่านักลงทุนตอบสนองเชิงบวกต่อผลคะแนน ESG ของบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับดีขึ้น แต่ไม่ตอบสนองต่อผลคะแนน ESG ของบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับแย่ลง โดยอาจจะมีสาเหตุมาจากที่แนวคิด ESG ยังคงใหม่สำหรับนักลงทุน และตลาดประเทศไทยอยู่มาก

คำสำคัญ: รายชื่อหุ้นยั่งยืน, คะแนน ESG, ราคาหุ้น, อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

Independent Study Title	THE RELATIONSHIP BETWEEN CHANGING OF ESG SCORES AND THE STOCK PRICE OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Palita Artkongharn
Degree	Master of Science (Accounting and Financial Management)
Major Field	Accounting and Financial Management
Faculty	Commerce and Accountancy
University	Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Sarayut Rueangsuwan, Ph.D.
Academic Year	2023

ABSTRACT

This independent study aims to investigate how investors in the Stock Exchange of Thailand react to changing in ESG scores. The sample group consists of companies that were included in the Stock Exchange of Thailand's list of sustainable stocks between 2015 and 2023 and that year obtained an ESG score from Refinitiv, which analyzed the relationship between variables in 273 samples by using a multiple regression equation.

The results of this study found that the ESG scores of companies whose scores were upgraded had a positive relationship with the stock price, but the ESG scores of companies whose scores were downgraded did not have a relationship with the stock price. This means that investors respond positively to the ESG scores of companies with upgraded ratings. But they do not respond to the downgraded ESG scores. This may be due to the fact that the ESG concept is still new to investors and Thai markets.

Keywords: Thai ESG, ESG Score, Stock Price, Stock Return

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี จากการสนับสนุนและการดูแลของ
รองศาสตราจารย์ ดร.ศรายุทธ อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษาแก่ข้าพเจ้า อีกทั้ง
รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล ที่สละเวลามาเป็นประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

ขอขอบพระคุณเจ้าหน้าที่โครงการหลักสูตรควบตรี-โท (IBMP) พิไลซ่า และ พีพร ที่คอย
สละเวลาช่วยเหลือประสานงานติดต่อนัดหมายสอบ และตอบคำถามข้อสงสัยของข้าพเจ้าอยู่เสมอ

ขอขอบพระคุณ อาจารย์รพีพัฒน์ อิงคสิทธิ์ ที่ช่วยตอบข้อสงสัยเกี่ยวกับงานวิจัย
และแนะนำพร้อมให้กำลังใจในยามที่ข้าพเจ้าหลงทางยังหาหัวข้อวิจัยไม่พบ

นอกจากนี้ขอขอบพระคุณเพื่อน ๆ เรณุกา สุภักขญา กรณิศ อรจิตรา และอีกหลายท่าน
ที่ไม่ได้เอ่ยชื่อ ที่คอยให้คำปรึกษา ช่วยแก้ปัญหาและอุปสรรคต่าง ๆ รวมถึงให้กำลังใจในยามที่ท้อแท้

สุดท้ายนี้หากการค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีข้อบกพร่องประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้
และขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

ปาไลตา อาจคงหาญ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์	4
1.3 ขอบเขตข้อมูลของเนื้อหา	5
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการรับผิดชอบต่อสังคม	6
2.1.1 แนวคิดการรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท (Corporate Social Responsibility: CSR)	6
2.1.2 แนวคิดการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน	8
2.1.3 แนวคิดความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG)	8
2.1.3.1 การลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investment)	8
2.1.3.2 เป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs)	9

2.1.4 ความแตกต่างระหว่างการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ บรรษัทภิบาล (ESG) กับการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม ของกิจการ (CSR)	11
2.1.5 แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) ในประเทศไทย	13
2.2 การให้คะแนน ESG (ESG score)	13
2.2.1 MSCI ESG Ratings	14
2.2.2 Refinitiv ESG Scores	14
2.2.3 S&P Global ESG Scores	16
2.2.4 Bloomberg ESG Ratings	16
2.3 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวกับการวัดอัตราผลตอบแทนของหุ้น	16
2.3.1 ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM)	16
2.3.2 ทฤษฎี Fama French Three Factor Model	17
2.3.3 The efficient-market hypothesis (EMH)	18
2.4 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	18
2.5 สมมติฐานงานวิจัย	20
2.6 กรอบแนวคิดงานวิจัย	20
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	21
3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล	21
3.2 ประชากร	21
3.3 กลุ่มตัวอย่าง	21
3.4 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย	22
3.4.1 ตัวแปรต้น (Independent Variable)	22
3.4.1.1 คะแนน ESG (ESG Score)	22
3.4.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)	22
3.4.2.1 ราคาหุ้น (Stock Price)	22
3.4.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)	23
3.4.3.1 ประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัท (Profitability)	23
3.4.3.2 ขนาดของบริษัท (Size)	23

3.4.3.3 อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage)	23
3.4.3.4 ความเสี่ยงของตลาด (Market Risk)	24
3.4.3.5 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Ratio)	24
3.5 แบบจำลองการวิจัย	25
3.6 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลและทดสอบสมมติฐาน	25
3.6.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)	25
3.6.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic Analysis)	25
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	26
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)	26
4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	28
4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	29
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	34
5.1 สรุปผลการศึกษา	34
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	34
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	35
รายการอ้างอิง	36
ประวัติผู้เขียน	42

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 จำนวนกองทุนรวมจำแนกตามประเภท ณ วันที่ 30 เมษายน 2567	4
2.1 Refinitiv ESG materiality matrix	15
3.1 กลุ่มตัวอย่างในงานวิจัย	22
4.1 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรของกลุ่ม Upgrade	27
4.2 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรของกลุ่ม Downgrade	27
4.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม (Correlation)	29
4.4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในรายชื่อหลักทรัพย์ยั่งยืนของกลุ่ม Upgrade	29
4.5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในรายชื่อหลักทรัพย์ยั่งยืนของกลุ่ม Downgrade	31
4.6 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลคะแนน ESG ที่สูง กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในรายชื่อหลักทรัพย์ยั่งยืนของกลุ่ม Upgrade	32

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 Global Average Surface Temperature	1
1.2 Global Climate Risk Index: Ranking 2000 - 2019	2
2.1 เป้าหมายการพัฒนายั่งยืนขององค์การสหประชาชาติ	10



บทที่ 1

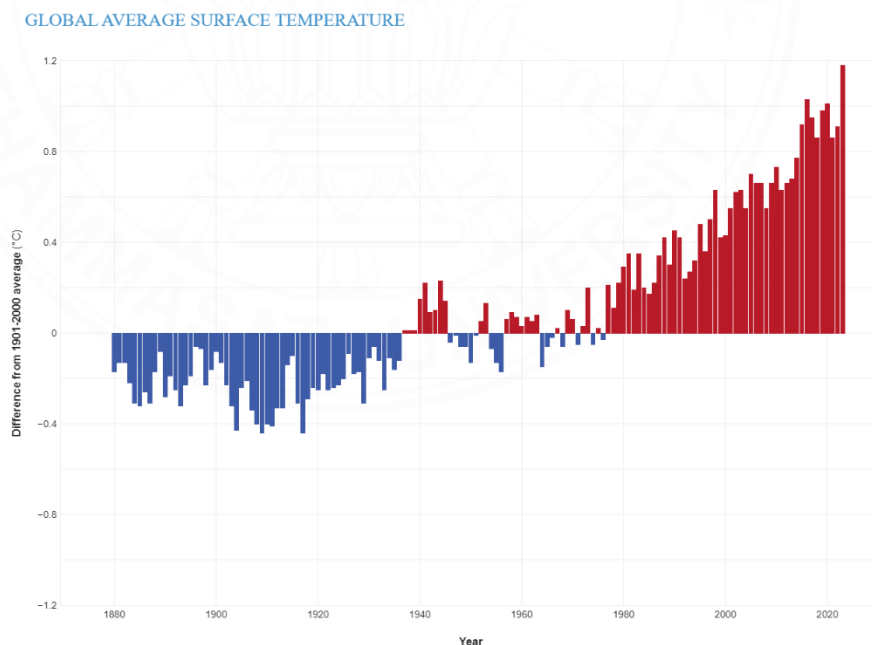
บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

ปัจจุบันปัญหาภาวะโลกร้อนเป็นปัญหาที่ประชากรมนุษย์ทั่วโลกกำลังประสบปัญหาอยู่ด้วยปริมาณก๊าซเรือนกระจกที่เพิ่มมากขึ้นในชั้นบรรยากาศของโลกที่มากกว่าระดับปกติ ทำให้โลกไม่สามารถระบายความร้อนออกไปได้เช่นในอดีต ส่งผลให้หลายประเทศทั่วโลกเกิดภัยพิบัติทางธรรมชาติมากมาย เช่น อุทกภัย วาตภัย และภัยความแห้งแล้ง ส่งผลให้อุณหภูมิเฉลี่ยทั่วโลกเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ นับตั้งแต่ช่วงปี ค.ศ. 1980 ดังภาพที่ 1.1 และกระทบต่อความหลากหลายทางชีวภาพของสิ่งมีชีวิต ทำให้นำไปสู่ปัญหาในระดับอุตสาหกรรม ด้านการเกษตร สุขภาพของประชาชน สาธารณสุข สังคม และเศรษฐกิจ

ภาพที่ 1.1

Global Average Surface Temperature

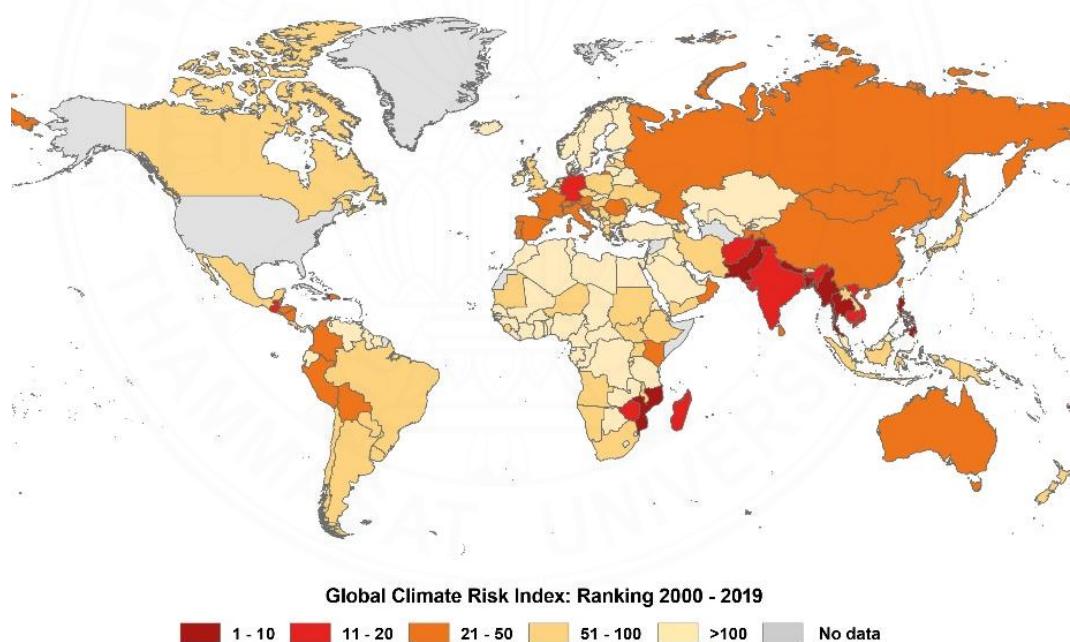


Note. From *Climate Change: Global Temperature*, by L. Rebecca, & D. Luann, 2024, (<https://www.climate.gov/news-features/understanding-climate/climate-change-global-temperature>)

โดยประเทศไทยก็เป็นหนึ่งในประเทศที่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศโลก Germanwatch (GIZ) (2021) ได้จัดอันดับให้ประเทศไทยอยู่ในอันดับที่ 9 ของประเทศที่มีความเสี่ยงสูงที่ได้รับผลกระทบจาก Climate Change ในระยะยาว ดังภาพที่ 1.2 จากปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่ แนวโน้มอุณหภูมิเฉลี่ยที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง แนวโน้มระดับน้ำทะเลที่สูงขึ้น ปริมาณน้ำฝนตลอดทั้งปีที่เปลี่ยนแปลงไปไม่ตกตามฤดูกาล มลพิษทางอากาศที่เพิ่มสูงขึ้น ตลอดจนการเกิดภัยพิบัติที่รุนแรงและบ่อยครั้งขึ้นในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ผลกระทบที่ได้กล่าวมาส่งผลกระทบต่อทุกภาคส่วนทั้ง การเกษตร การท่องเที่ยว อุตสาหกรรม การพัฒนาเมือง การย้ายถิ่นฐานของประชากร และการแพร่กระจายของโรคระบาด

ภาพที่ 1.2

Global Climate Risk Index: Ranking 2000 - 2019



Note. From *Global Climate Risk Index*, by Germanwatch (GIZ), 2021,
(<https://www.germanwatch.org/en/cri>)

จากผลกระทบทั้งหมดที่เกิดขึ้นทำให้ภาครัฐและเอกชนเริ่มมีนโยบายเกี่ยวกับการรับมือกับภัยพิบัติและสิ่งแวดล้อมมากขึ้น จากในอดีตที่ธุรกิจส่วนใหญ่ดำเนินกิจการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์และกำไรเป็นหลัก แต่ปัจจุบันพบว่าบริษัทส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มีการดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียรายย่อยมากขึ้น เช่น ชุมชนรอบข้าง สิ่งแวดล้อมใกล้เคียง สถานที่ตั้งของบริษัท พนักงาน และแรงงานชั่วคราว เป็นต้น

แนวคิดเรื่อง “ความเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล หรือ ESG” ถูกพัฒนามาจากแนวคิดเรื่อง “การกำกับดูแลกิจการ” เป็นประเด็นที่น่าสนใจและถูกพูดถึงกัน ในหลายองค์กรซึ่งเป็นการบริหารธุรกิจโดยคำนึงถึงองค์ประกอบ 3 ด้าน ได้แก่ สิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และ บรรษัทภิบาล (Governance) ควบคู่ไปกับการทำกำไร และสร้างผลตอบแทนให้นักลงทุน ซึ่งถูกใช้กันแพร่หลายและเป็นที่ยอมรับทั่วโลก ซึ่งบริษัทจดทะเบียนส่วนมากจะเปิดเผยข้อมูล ESG ผ่านรายงานประจำปี หรือบางบริษัทก็เลือกที่จะจัดทำ Sustainability Report แยกออกมาโดยตรง เพื่อแสดงให้เห็นถึงการให้ความสำคัญด้านความยั่งยืนของบริษัทเอง

จากการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนของภาคเอกชน ทำให้ในปี พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ได้ให้ความสำคัญของธุรกิจที่ประกอบกิจการอย่างยั่งยืน โดยเริ่มรวบรวมรายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ประกอบกิจการโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม มีความรับผิดชอบต่อสังคม และบริหารงานตามหลักบรรษัทภิบาลตามกรอบแนวคิด ESG เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนให้แก่นักลงทุน ซึ่งต่อมาในปี พ.ศ. 2566 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปลี่ยนชื่อจาก “รายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI (Thailand Sustainability Investment)” เป็น “หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings” พร้อมทั้งมีการประกาศผลประเมินในรูปแบบ ESG Ratings เป็นปีแรกอีกด้วย

ปัจจุบันนักลงทุนส่วนใหญ่เริ่มให้ความสำคัญกับการลงทุนในหลักทรัพย์ยั่งยืน จากข้อมูลของ สมาคมบริษัทจัดการลงทุน (2567) แสดงให้เห็นถึงมูลค่ารวมของการลงทุนในกองทุน Thailand ESG ที่มากกว่า 6 พันล้านบาท ดังตารางที่ 1.1 ถึงแม้จะเป็นเพียงแค่ร้อยละ 0.13 ของมูลค่ารวมของตลาดกองทุนรวมแต่ก็แสดงให้เห็นถึงความสำคัญที่นักลงทุนเริ่มมอบให้กับบริษัทที่ดำเนินธุรกิจด้วยความยั่งยืน และได้จัดอันดับอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์และผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่ก็ให้ความสำคัญกับการจัดอันดับด้านความยั่งยืนของบริษัทภายนอก เช่น Morningstar, Reuters และ S&P เป็นต้น โดยนำมาใช้เป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกบริษัทเข้ามาลงทุนในกองทุนเช่นเดียวกัน

ตารางที่ 1.1

จำนวนกองทุนรวมจำแนกตามประเภท ณ วันที่ 30 เมษายน 2567

Fund Groups	Number of Funds	Total Net Assets (Baht)	Mkt. Share
		April 30, 2024	
Thailand ESG Fund (ThaiESG)	32	6,822,960,071.29	0.13%

หมายเหตุ. จาก ข้อมูลและสถิติกลุ่มกองทุนรวม. โดย สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2567, (<https://ns3.aimc.or.th/web/กองทุนรวม/>)

ในช่วงสิบปีที่ผ่านมา มีงานวิจัยหลายฉบับที่ศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนในบริษัทที่โดดเด่นด้านความยั่งยืน และความสัมพันธ์ระหว่างผลคะแนน ESG กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในประเทศไทย อย่างเช่น ธนิสร์ ศิลามณีรัตน์ (2562) พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์หุ้นยั่งยืนมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์หุ้นไม่ยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ เยาวลักษณ์ ปริญญาพล และคณะ (2565) พบว่า หุ้นยั่งยืนให้ผลตอบแทนส่วนเกินที่สูงกว่าอย่างมีนัยสำคัญ

งานวิจัยฉบับนี้จึงตั้งสมมติฐานว่าผลกระทบเชิงบวกต่อนักลงทุนอาจจะมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นนั้น ๆ ด้วย ในการลงทุนเพื่อเก็งกำไรของนักลงทุน หากบริษัทเลือกดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส และเป็นไปตามแนวคิด ESG อาจมีอิทธิพลต่อมูลค่าของบริษัททั้งในเชิงบวกและเชิงลบ บริษัทที่มุ่งเน้นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนอาจจะได้รับผลตอบแทนเป็นการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในเชิงบวก ดังนั้นสำหรับงานวิจัยนี้ต้องการที่จะศึกษาผลกระทบของผลคะแนน ESG ของที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงคะแนน

สุดท้ายนี้งานวิจัยนี้ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของผลคะแนน ESG และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนำงานวิจัยที่ผ่านมาปรับใช้ในการศึกษา และเติมเต็มในส่วนที่ยังคลุมเครือ เพื่อเป็นข้อมูลสำหรับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และเป็นการส่งเสริมให้บริษัทคำนึงถึงการดำเนินธุรกิจตามกรอบแนวคิด ESG มากขึ้น

1.2 วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาคะแนน ESG และความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลการประเมิน ESG กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ขอบเขตข้อมูลของเนื้อหา

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และราคาหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เฉพาะบริษัทที่ได้รับการประเมิน ESG โดย Refinitiv

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เพื่อเป็นข้อมูลให้แก่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนำไปเป็นแนวทางในการปรับปรุงและพัฒนาการดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมเพื่อให้ได้คะแนน ESG ที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น และเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนเพื่อนำคะแนน ESG ไปประกอบการตัดสินใจลงทุน

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการรับผิดชอบต่อสังคม

2.1.1 แนวคิดการรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท (Corporate Social Responsibility: CSR)

สำหรับประเทศไทย แนวคิดการรับผิดชอบต่อสังคมได้เกิดขึ้นพร้อมกับการกำเนิดของธุรกิจมาอย่างยาวนาน ซึ่งอยู่ในรูปแบบของการทำบุญ การบริจาคเพื่อการกุศล และการอาสาช่วยกันทำงาน เพียงแต่ในอดีตอาจจะยังไม่ได้ถูกเรียกด้วยคำว่า CSR ดังเช่นในปัจจุบัน ส่วนคำว่า CSR หรือการรับผิดชอบต่อสังคมเริ่มเป็นที่รู้จักกันในวงกว้างก็เมื่อ ปี พ.ศ. 2549 ได้ถูกบรรจุเป็นแนวปฏิบัติที่ผนวกเข้ากับการดำเนินธุรกิจ เช่น การจัดทำเอกสารเข็มทิศธุรกิจเพื่อสังคม (Corporate Social Responsibility Guidelines) สำหรับบริษัทจดทะเบียน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556)

ในปี พ.ศ. 2553 กระทรวงอุตสาหกรรม โดยสำนักงานมาตรฐานผลิตภัณฑ์อุตสาหกรรม ได้ออกมาตรฐานแนวทางความรับผิดชอบต่อสังคม หรือ Social Responsibility Guidance Standard มอก. 26000 - 2553 ที่ล้อกับมาตรฐาน ISO 26000: 2010 ซึ่งองค์กรทุกประเภทไม่เฉพาะหน่วยงานภาครัฐกิจ สามารถนำแนวทางของ มอก. 26000 ไปใช้ปฏิบัติได้

ในอดีตแนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นเกิดขึ้นมาอย่างยาวนาน นับตั้งแต่ช่วง พ.ศ. 2470 ได้เริ่มมีการอภิปรายเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมของภาคเอกชน หลังจากนั้นแนวคิดเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมก็ถูกพูดถึงและมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ในช่วงปี พ.ศ. 2513 เกิดการตื่นตัวในเรื่องของสิ่งแวดล้อม สิทธิมนุษยชนและสิทธิแรงงาน เป็นช่วงเวลาที่ภาคเอกชนได้รับอิทธิพลจากแรงกดดันทางสังคม ซึ่งนำไปสู่ความคาดหวังทางสังคมที่สูงขึ้นในด้านพฤติกรรมขององค์กร ในปี พ.ศ. 2514 Social Responsibilities of Business Corporations ได้กำหนดหลักการพื้นฐานใหม่โดยอ้างอิงจากสมมติฐานว่า สัญญาประชาคม (Social Contract) ระหว่างธุรกิจและสังคมกำลังถูกพัฒนาขึ้น โดยภาคเอกชนถูกคาดหวังให้มีความรับผิดชอบต่อสังคมที่มากกว่าที่เคยเป็นมา ด้วยเหตุนี้แนวคิดเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจึงได้รับความนิยมมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ยังคงให้ความสำคัญกับประเด็นด้านการจัดการของเสีย มลภาวะ สิทธิมนุษยชน และสิทธิแรงงานอย่างจำกัด (Latapi Agudelo et al., 2019)

ในปี พ.ศ. 2543 ได้มีการนำเอาเป้าหมายการพัฒนาแห่งสหัสวรรษ (Millennium Development Goals: MDGs) มาใช้ในการสร้าง UN Global Compact (UNGC) หรือ กรอบความร่วมมือการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนแห่งสหประชาชาติ เพื่อส่งเสริมการมีส่วนร่วมขององค์กรธุรกิจในการดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อสังคม บนพื้นฐานของความสมัครใจและมาตรการที่ปฏิบัติได้จริง โดยเป้าหมายของ UNGC คือ การร่วมกันสร้างเศรษฐกิจโลกที่ยั่งยืนและเปิดโอกาส ให้ทุกคนมีส่วนร่วมในการพัฒนาทั้งด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมให้มีความสมดุล โดยการสร้าง UNGC ทำให้เกิดมิติใหม่ในการทำความเข้าใจเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม โดยเน้นที่ความรับผิดชอบต่อสังคมในวงกว้างสำหรับองค์กรต่าง ๆ ส่งผลให้สถาบันระหว่างประเทศ เช่น คณะกรรมาธิการยุโรป (European Commission: EC) ได้มองเห็นแนวทางของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในการจัดการกับความท้าทายใหม่ ๆ ขององค์กร ส่งผลให้เกิดการรับรู้แนวคิดนี้มากขึ้นในวงกว้างในช่วงทศวรรษแรกของศตวรรษที่ 21 (European Strategy and Policy Analysis System (ESPAS), 2019; Latapi Agudelo et al., 2019)

Bowen (2013) ได้ให้นิยามของความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการว่า คือ พันธกิจในการดำเนินนโยบายของบริษัท เพื่อตัดสินใจ หรือปฏิบัติตามแนวทางที่พึงปฏิบัติให้เป็นไปในทางที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์และค่านิยมของสังคม

Carroll (1979) ได้ให้นิยามของความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการว่า คือ การที่บริษัทดำเนินธุรกิจซึ่งครอบคลุมความคาดหวังด้านเศรษฐกิจ กฎหมาย จริยธรรม และดุลยพินิจที่สังคมมีต่อองค์กร ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง

Kotler and Lee (2008) ได้ให้นิยามของความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการว่าเป็นพันธกิจที่จะปรับปรุงความเป็นอยู่ที่ดีให้กับชุมชนผ่านการตัดสินใจดำเนินธุรกิจ และทรัพยากรขององค์กร ซึ่งมีใจความสำคัญอยู่ที่คำว่า การตัดสินใจดำเนินธุรกิจเพื่อพัฒนาสังคมต้องเป็นไปด้วยความสมัครใจ ไม่ใช่การตัดสินใจปฏิบัติเพียงเพราะว่ามีกฎหมายระบุไว้ หรือกล่าวได้ว่าการทำ CSR ต้องไม่ใช่การบังคับ

ส่วนค่านิยมของความรับผิดชอบต่อสังคมที่ครอบคลุมและเป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวาง ได้แก่ นิยามของสภาธุรกิจโลกเพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน หรือ World Business Council on Sustainable Development (2001) ที่กล่าวว่า CSR หมายถึง การดำเนินธุรกิจภายใต้หลักจริยธรรมและการกำกับดูแลที่ดีควบคู่ไปกับการใส่ใจดูแลรักษาสังคมและสิ่งแวดล้อมเพื่อนำไปสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืน นอกจากนี้ ISO 26000 (2550) ได้อธิบายว่า CSR คือการดำเนินกิจกรรมภายในและภายนอกองค์กรที่คำนึงถึงผลกระทบต่อสังคมทั้งในระดับใกล้ ได้แก่ ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องโดยตรงกับองค์กร เช่น ลูกค้า คู่ค้า พนักงาน และระดับไกล หมายถึงผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับองค์กรทางอ้อม เช่น

คู่แข่งทางธุรกิจ และประชาชนทั่วไป ด้วยการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ร่วมกันด้วยแนวทางที่จะทำให้อยู่ร่วมกันในสังคมอย่างเป็นปกติสุข (นพรัตน์ ทองเต็มดวง, 2559)

2.1.2 แนวคิดการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

วิกฤตการณ์การเงินโลก (Global Financial Crisis: GFC) ที่เกิดขึ้นระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2552 ไม่เพียงกระตุ้นให้เกิดการโต้เถียงที่สาธารณะ (Public Debate) ในหัวข้อที่เกี่ยวกับการปรับปรุงธรรมาภิบาลของตลาดการเงินเพื่อลดผลกระทบทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศ แต่ยังทำให้มีการเพิ่มความกังวลในความบกพร่องของตลาดที่เกี่ยวข้องกับตลาดการเงินแบบทุนนิยม (Finance Capitalism) และรวมไปถึงการละเลยความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม ตัวอย่างเช่น การเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ และการหลีกเลี่ยงการพัฒนาที่ยั่งยืน (Richardson, 2013) การลงทุนอย่างยั่งยืนจึงเกิดขึ้นมาโดยเป็นวิธีที่เป็นไปได้ในการแก้ไขปัญหาทางสังคมและระบบนิเวศ ด้วยการทำให้ตลาดการเงินรับผิดชอบต่อผลกระทบดังกล่าวมากขึ้น (Landier & Nair, 2009)

ปัจจุบันธุรกิจส่วนมากเลือกนำแนวคิดการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (Environmental, Social and Governance: ESG) ซึ่งได้แก่ ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เข้ามาปรับใช้ในการดำเนินธุรกิจ โดยจะให้ความสำคัญกับทั้ง 3 ประเด็นตลอดห่วงโซ่อุปทาน ตั้งแต่ต้นน้ำยันปลายน้ำ ซึ่งจะเป็นการช่วยสร้างความยั่งยืนในการประกอบธุรกิจและดำเนินงานให้เติบโตอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ส่วนใหญ่เลือกทำ CSR (Corporate Social Responsibility) และดำเนินธุรกิจตามหลักแนวคิด ESG

2.1.3 แนวคิดความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG)

2.1.3.1 การลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investment)

การลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investment) กลายเป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวางหลังจากที่องค์การสหประชาชาติได้ออกหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อ (Principles for Responsible Investment: PRI) ในปี พ.ศ. 2549 โดยหลักปฏิบัตินี้เป็นความร่วมมือกันระดับนานาชาติเพื่อส่งเสริมการรวมปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เข้ากับการตัดสินใจเพื่อการลงทุน เมื่อเดือนมีนาคม พ.ศ. 2563 มีสถาบันทางการเงินเข้าร่วมมากกว่า 2,700 แห่ง ซึ่งได้ลงนามในหลักปฏิบัติที่สำคัญ 6 ประการของ PRI และมีการยื่นรายงานความคืบหน้าเป็นประจำ จึงทำให้หลักปฏิบัติ PRI กลายเป็นมาตรฐานสากลสำหรับการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (FERNANDO et al., 2021; PRI Association, 2020) ภายหลังการเกิดขึ้นของหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อได้ไม่นาน ESG ก็เป็นคำที่ถูกใช้โดยทั่วไปโดยนักลงทุนและหน่วยงานที่กำกับดูแล เพื่อแสดงถึงพฤติกรรมของบริษัทและสัญญาณของประสิทธิภาพทางการเงินในอนาคต (Britton, 2021) ทั้งนี้ 6 หลักปฏิบัติของ PRI ประกอบด้วย

หลักปฏิบัติที่ 1 พึงนำประเด็นด้าน ESG มาประกอบการวิเคราะห์และการตัดสินใจลงทุน

หลักปฏิบัติที่ 2 พึงใช้สิทธิในฐานะผู้ถือหุ้นอย่างจริงจังและนำประเด็นด้าน ESG ไว้เป็นส่วนหนึ่งของการกำหนดนโยบายและหลักปฏิบัติการใช้สิทธิในฐานะผู้ถือหุ้น

หลักปฏิบัติที่ 3 พึงสนับสนุนให้บริษัทต่างๆที่เราเข้าไปลงทุน เปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างเหมาะสม

หลักปฏิบัติที่ 4 พึงส่งเสริมประเด็นด้าน ESG ให้เกิดการยอมรับและนำหลักการไปปฏิบัติในอุตสาหกรรมการลงทุน

หลักปฏิบัติที่ 5 พึงทำงานร่วมกันเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการนำหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบมาใช้ให้เกิดผลสำเร็จ

หลักปฏิบัติที่ 6 พึงรายงานข้อมูลข่าวสารความคืบหน้าในการดำเนินงานตามหลักปฏิบัติการลงทุนที่รับผิดชอบถึงแม้ว่าการลงทุนอย่างยั่งยืนจะได้รับความนิยมอย่างสูง แต่การลงทุนอย่างยั่งยืนไม่ได้มีนิยามเป็นของตัวเอง กล่าวคือ การลงทุนอย่างยั่งยืนเป็นการให้ความหมายโดยทั่วไปของการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (Socially Responsible Investing) หรือการลงทุนในบริษัทรวมที่ปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เข้าเป็นปัจจัยในการตัดสินใจลงทุน

2.1.3.2 เป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs)

แนวคิดการลงทุนอย่างยั่งยืนยังสอดคล้องและมีบทบาทในการขับเคลื่อนเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) ที่จัดทำขึ้นโดยองค์การสหประชาชาติ (United Nations: UN) ในปี พ.ศ. 2558 ประกอบด้วย 17 เป้าหมาย 169 เป้าประสงค์ (Targets) และ 232 ตัวชี้วัด (Indicators) ดังแสดงในภาพที่ 2.3 ซึ่งเป็นการเรียกร้องให้ดำเนินการอย่างเร่งด่วนจากทุกประเทศ ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศที่กำลังพัฒนา โดยประเทศสมาชิกทราบดีว่าการกำจัดปัญหาความยากจนและความด้อยโอกาส จะต้องดำเนินการควบคู่ไปกับกลยุทธ์ในการพัฒนาด้านการศึกษา สุขภาพ การลดความเหลื่อมล้ำ และการเติบโตทางเศรษฐกิจ ขณะเดียวกันก็จัดการกับปัญหาการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (Climate Change) และทำงานร่วมกันเพื่อรักษามหาสมุทรและป่าไม้ (United Nation, 2023)

ภาพที่ 2.1

เป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืนขององค์การสหประชาชาติ



หมายเหตุ. จาก งานของเราเกี่ยวกับเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนใน ประเทศไทย, โดย องค์การสหประชาชาติ ประเทศไทย, 2563, (<https://thailand.un.org/th/sdgs>)

เป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainability Development Goals) มีทั้งหมด 17 เป้าหมาย ภายใต้อันหนึ่งเป้าหมายจะประกอบไปด้วยเป้าหมายย่อย ๆ ที่เรียกว่าเป้าหมายย่อย (Targets) ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 169 เป้าหมายย่อย และพัฒนาตัวชี้วัด (Indicators) จำนวน 232 ตัวชี้วัด (ทั้งหมด 244 ตัวชี้วัดแต่มีตัวที่ซ้ำ 12 ตัว) เพื่อติดตามความก้าวหน้าของเป้าหมายย่อยดังกล่าว โดยเป้าหมายทั้ง 17 เป้าหมายประกอบด้วย

เป้าหมายที่ 1: ยุติความยากจนทุกรูปแบบในทุกที่

เป้าหมายที่ 2: ยุติความหิวโหย บรรลุความมั่นคงทางอาหารและยกระดับโภชนาการ และส่งเสริมเกษตรกรรมที่ยั่งยืน

เป้าหมายที่ 3: สร้างหลักประกันการมีสุขภาพที่ดี และส่งเสริมความเป็นอยู่ที่ดีสำหรับทุกคนในทุกช่วงวัย

เป้าหมายที่ 4: สร้างหลักประกันว่าทุกคนมีการศึกษาที่มีคุณภาพอย่างครอบคลุมและเท่าเทียม และสนับสนุนโอกาสในการเรียนรู้ตลอดชีวิต

เป้าหมายที่ 5: บรรลุความเสมอภาคระหว่างเพศ และเพิ่มบทบาทของสตรีและเด็กหญิงทุกคน

เป้าหมายที่ 6: สร้างหลักประกันเรื่องน้ำและการสุขาภิบาล ให้มีการจัดการอย่างยั่งยืนและมีสภาพพร้อมใช้ สำหรับทุกคน

เป้าหมายที่ 7: สร้างหลักประกันว่าทุกคนเข้าถึงพลังงานสมัยใหม่ในราคาที่สามารถซื้อหาได้ เชื่อถือได้ และยั่งยืน

เป้าหมายที่ 8: ส่งเสริมการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ต่อเนื่อง ครอบคลุม และยั่งยืน การจ้างงานเต็มที่และ มีผลิตภาพ และการมีงานที่มีคุณค่าสำหรับทุกคน

เป้าหมายที่ 9: สร้างโครงสร้างพื้นฐานที่มีความยืดหยุ่นต่อการเปลี่ยนแปลง ส่งเสริมการพัฒนาอุตสาหกรรม ที่ครอบคลุมและยั่งยืน และส่งเสริมนวัตกรรม

เป้าหมายที่ 10: ลดความไม่เสมอภาคภายในและระหว่างประเทศ

เป้าหมายที่ 11: ทำให้เมืองและการตั้งถิ่นฐานของมนุษย์ มีความครอบคลุม ปลอดภัย ยืดหยุ่นต่อการเปลี่ยนแปลง และยั่งยืน

เป้าหมายที่ 12: สร้างหลักประกันให้มีแบบแผนการผลิตและการบริโภคที่ยั่งยืน

เป้าหมายที่ 13: ปฏิบัติการอย่างเร่งด่วนเพื่อต่อสู้กับการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศและผลกระทบที่เกิดขึ้น

เป้าหมายที่ 14: อนุรักษ์และใช้ประโยชน์จากมหาสมุทร ทะเลและทรัพยากรทางทะเลอย่างยั่งยืนเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน

เป้าหมายที่ 15: ปกป้อง ปันฟู และสนับสนุนการใช้ระบบนิเวศบนบกอย่างยั่งยืน จัดการป่าไม้อย่างยั่งยืน ต่อสู้การกลายสภาพเป็นทะเลทราย หยุดการเสื่อมโทรมของที่ดิน และฟื้นสภาพกลับมาใหม่ และหยุดการสูญเสียความหลากหลายทางชีวภาพ

เป้าหมายที่ 16: ส่งเสริมสังคมที่สงบสุขและครอบคลุม เพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน ให้ทุกคนเข้าถึงความยุติธรรม และสร้างสถาบันที่มีประสิทธิภาพ รับผิดชอบ และครอบคลุมในทุกระดับ

เป้าหมายที่ 17: เสริมความเข้มแข็งให้แก่งlobalization การดำเนินงานและฟื้นฟูสภาพหุ้นส่วนความร่วมมือระดับโลกสำหรับการพัฒนาที่ยั่งยืน

2.1.4 ความแตกต่างระหว่างการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ (CSR)

แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในด้านการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม ถึงแม้ว่าทั้งสองแนวคิดนี้จะมีเป้าหมายร่วมกันในการส่งเสริมจริยธรรมของบริษัทและผลกระทบเชิงบวกต่อสังคม แต่ก็มีขอบเขตและการนำไปปฏิบัติที่แตกต่างกัน หลักเกณฑ์ ESG เป็นกรอบการทำงานที่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียใช้ในการประเมินการดำเนินงานของบริษัทใน 3 มิติด้วยกัน ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล โดยด้านสิ่งแวดล้อม บริษัทต้องพิจารณาการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพและต้องบริหารจัดการโดยใส่ใจผลกระทบต่อ

สิ่งแวดล้อม รวมถึงการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจด้านสังคม บริษัทต้องพิจารณาการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียมโดยการคำนึงถึงสิทธิมนุษยชนและความเป็นอยู่ของสังคมทั้งภายในและภายนอกบริษัท และด้านบรรษัทภิบาล บริษัทต้องพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดี การมีระบบบริหารจัดการภายในที่ดีและแนวทางบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน รวมถึงการต่อต้านการทุจริตและคอร์รัปชัน (Li et al., 2021) นักลงทุนได้ใช้หลักเกณฑ์ ESG ของบริษัทเป็นเครื่องมือสำคัญในการพิจารณาความเป็นไปได้ของความเสี่ยงด้านการเงินและชื่อเสียงในระยะยาว Friede et al. (2015) พบว่า บริษัทที่นำหลักเกณฑ์ ESG เข้าเป็นส่วนหนึ่งในกระบวนการตัดสินใจลงทุนมีส่วนช่วยให้ประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัทในระยะยาวมีแนวโน้มที่ดีขึ้น

ในทางตรงข้าม CSR เน้นไปที่การดำเนินงานอย่างสมัครใจของบริษัทในด้านการช่วยเหลือสังคมและสิ่งแวดล้อม ซึ่งอาจจะรวมไปถึงกิจกรรมด้านการกุศล การมีส่วนร่วมกับชุมชน และการปฏิบัติต่อลูกค้าอย่างมีจริยธรรม (Carroll, 1979) ทำให้สามารถสรุปได้ว่าแนวคิด CSR เป็นแนวทางที่ภาคเอกชนเลือกใช้กำกับดูแลตัวเองเพื่อรับรองว่ามีการดำเนินงานอย่างมีจริยธรรมและมีการปฏิบัติตามกฎระเบียบอย่างเหมาะสม ขณะที่นิยามของ CSR ตามนิยามของ Kotler and Lee (2008) คือ พันธกิจที่จะปรับปรุงความเป็นอยู่ที่ดีให้กับชุมชนผ่านการตัดสินใจดำเนินธุรกิจและทรัพยากรขององค์กรซึ่งมีความสำคัญอยู่ที่ค่าว่าการตัดสินใจดำเนินธุรกิจเพื่อพัฒนาสังคมต้องเป็นไปด้วยความสมัครใจ ไม่ใช่การตัดสินใจปฏิบัติเพียงเพราะว่ามีกฎหมายระบุไว้

ทั้ง ESG และ CSR มุ่งเน้นไปที่การดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน แต่ ESG นั้นคือการมองภาพที่กว้างขึ้นโดยการรวมเอาปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) ควบคู่ไปกับปัจจัยด้านสังคม และสิ่งแวดล้อม ขณะที่ CSR เน้นการดำเนินกิจกรรมโดยสมัครใจของบริษัทในการบรรเทาผลกระทบด้านลบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมเป็นหลัก (พชรพล สุขอร่าม, 2565)

สถาบันไทยพัฒน์ให้เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่าง ESG และ CSR ว่า ESG เป็นคำที่กลุ่มทุนใช้เพื่อพิจารณาบริษัทที่ต้องการจะเข้าไปลงทุนว่ามีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอยู่ในเกณฑ์ที่สามารถลงทุนได้หรือไม่ ดังนั้น ESG จึงเป็นคำที่ใช้สื่อสารระหว่างนักลงทุนกับบริษัท ขณะที่ CSR เป็นคำที่บริษัทใช้แสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (รวมถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดี) ผ่านกระบวนการดำเนินงานต่าง ๆ ของบริษัท ดังนั้น CSR จึงเป็นคำที่ใช้สื่อสารระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (สถาบันไทยพัฒน์, 2556)

2.1.5 แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) ในประเทศไทย

การพัฒนาหลักเกณฑ์ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในประเทศไทย มีความชัดเจนขึ้น เมื่อปี พ.ศ. 2557 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เข้าร่วมกับ UN Sustainable Stock Exchange (SSE) Initiative ซึ่งเป็นเครือข่ายความร่วมมือระหว่างหน่วยงานขององค์การสหประชาชาติ 4 แห่ง ได้แก่ ได้แก่ UNTAD (United Nations Conference on Trade and Development), ข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ (United Nations Global Compact), หลักการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบ (United Nations Principles for Responsible Investment) และ โครงการสิ่งแวดล้อมแห่งสหประชาชาติด้านการเงิน (United Nations Environment Program Finance Initiative) เพื่อสร้างเครือข่ายผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนทั่วโลกให้เกิดความร่วมมือในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และตลาดทุนให้มีความยั่งยืนภายใต้กรอบสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (สมาคมเครือข่ายโกลบอลคอมแพ็กแห่งประเทศไทย, 2563)

2.2 การให้คะแนน ESG (ESG Score)

การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่เพิ่มมากขึ้นของบริษัทจดทะเบียนในไทย ทำให้นักลงทุนเริ่มให้ความสนใจกับข้อมูลส่วนนี้มากขึ้น และย่อมทำให้บริษัทเกิดแรงผลักดันที่จะเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG เพิ่มมากขึ้น โดยเลือกกรอบแนวคิดที่ได้รับความนิยมเพื่อใช้ในการพัฒนาการดำเนินธุรกิจและการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG เพื่อให้ตอบสนองต่อการประเมินที่บริษัทภายนอกได้ให้คะแนน โดยเปรียบเทียบข้อมูลด้าน ESG กับบริษัทอื่น ๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

นับตั้งแต่ปี 2018 การจัดอันดับ ESG มีจำนวนกว่า 600 รายการ และมีจำนวนมากขึ้นเรื่อย ๆ จนถึงปัจจุบัน (ERM Sustainability Institute, 2020) การให้คะแนนของแต่ละรายการมีกลุ่มเป้าหมายที่แตกต่างกัน ดังนั้นรายละเอียดและตัวชี้วัดในการให้คะแนนของแต่ละรายการ แต่ละ ESG Raters ย่อมแตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม ทุกการประเมินจะอ้างอิงตามกรอบแนวคิด ESG ที่ตั้งอยู่บนประเด็นหลัก 3 ประเด็น ได้แก่ สิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และ บรรษัทภิบาล (Governance) โดยผลการประเมินส่วนใหญ่จะเป็นการให้คะแนนที่ 0 - 100 คะแนน มีรายการประเมินที่ถูกใช้อย่างแพร่หลาย

2.2.1 MSCI ESG Ratings

เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการอิสระที่ใหญ่ที่สุดในการจัดอันดับ ESG มีการจัดอันดับ ESG ให้กับบริษัทกว่า 8,500 แห่งทั่วโลก ที่อยู่ในดัชนี MSCI Indexes และผลการประเมินจะเป็นการจัดอันดับโดยให้ rating AAA ถึง CCC

2.2.2 Refinitiv ESG Scores

เป็นผู้ประเมินที่ให้คะแนนครอบคลุม 12,500 บริษัททั่วโลก โดยมีการกำหนดสาระสำคัญเป็น 10 หัวข้อหลัก และให้คะแนนจาก 0 - 100

วิธีการให้คะแนน ESG ของ Refinitiv (2022) สามารถแบ่งประเด็น ESG ได้เป็น 3 มิติ โดยมีหมวดหมู่ และรูปแบบในการให้คะแนน ดังต่อไปนี้ (หน่วย: ช่วงคะแนนตั้งแต่ 0 ถึง 100) ผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Scores) คำนวณมาจากองค์ประกอบหมวดหมู่ที่อยู่ในคะแนนทางมิติที่มี 3 มิติได้แก่ คะแนนหมวดหมู่มิติทางด้านสิ่งแวดล้อม (ENV Scores), คะแนนหมวดหมู่มิติทางด้านสังคม (SOC Scores) และคะแนนหมวดหมู่มิติทางด้านธรรมาภิบาล (GOV Scores) โดยในการคำนวณคะแนนนั้นในแต่ละอุตสาหกรรมจะมีการเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักไปในแต่ละด้านหมวดหมู่ไม่เท่ากัน เพื่อทำการคำนวณคะแนนโดยรวมของบริษัท

คะแนนหมวดหมู่มิติทางด้านสิ่งแวดล้อม (ENV Scores) ประกอบไปด้วยหมวดหมู่ย่อยของเรื่องการปล่อยมลภาวะ (Emission), นวัตกรรม (Innovation) และการใช้ทรัพยากร (Resource use) โดยในมิติส่วนนี้จะเน้นการให้ความสำคัญในส่วนของการดำเนินงานของบริษัทว่ามีการส่งผลกระทบต่อระบบนิเวศมากน้อยเพียงใด รวมไปถึงหลักการที่บริษัทใช้ในการบริหารจัดการความเสี่ยงทางด้านสิ่งแวดล้อมเพื่อที่จะสามารถสร้างความยั่งยืนทางสิ่งแวดล้อมได้

คะแนนหมวดหมู่มิติทางด้านสังคม (SOC Scores) ประกอบไปด้วยหมวดหมู่ย่อยของเรื่องชุมชน (Community), สิทธิมนุษยชน (Human rights), ความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์ (Product responsibility) และแรงงาน (Workforce) โดยในมิติส่วนนี้จะเน้นการให้ความสำคัญในส่วนของการจัดการการสร้างความบริหารจัดการองค์กรที่ดีในบริษัทเพื่อเสริมสร้างความเชื่อมั่นและภาพลักษณ์ที่ดีขององค์กร ทั้งต่อบุคลากรภายในองค์กรและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภายนอกองค์กร

คะแนนหมวดหมู่มิติทางด้านธรรมาภิบาล (GOV Scores) ประกอบไปด้วยหมวดหมู่ย่อยของเรื่องกลยุทธ์ความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR strategy), การจัดการ (Management) และผู้ถือหุ้น (Shareholders) โดยในมิติส่วนนี้จะเน้นการให้ความสำคัญในส่วนของการบริหารจัดการและการดูแลบริหารจัดการองค์กรที่ดีและมีความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วนเพื่อดูแลรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและสามารถที่จะสร้างคุณค่าและผลตอบแทนกลับคืนสู่ผู้ถือหุ้นได้อย่างยั่งยืน

โดยคะแนนหมวดหมู่มิติตามที่กล่าวตามข้างบนนั้น ในการคำนวณคะแนนแต่ละหมวดหมู่มีตินั้นจะการใช้การเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามอุตสาหกรรมที่บริษัทนั้นสังกัดอยู่ เพื่อทำการคำนวณคะแนนหมวดหมู่มิติแต่ละมิติของบริษัท

ตารางที่ 2.1

Refinitiv ESG materiality matrix

มิติ	หมวดหมู่	รูปแบบ
1. สิ่งแวดล้อม (Environmental)	การปล่อย (Emission)	การปล่อยมลพิษ
		ของเสีย
		ความหลากหลายทางชีวภาพ
		ระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม
	นวัตกรรม (Innovation)	นวัตกรรมด้านผลิตภัณฑ์
		รายได้สีเขียว (Green Revenues)
		การวิจัย และการพัฒนา (R&D)
		การลงทุนกับสินทรัพย์ถาวร (CapEx)
	การใช้ทรัพยากร (Resource use)	น้ำ
		พลังงาน
		บรรจุภัณฑ์ที่ยั่งยืน
		ห่วงโซ่อุปทานด้านสิ่งแวดล้อม
2. สังคม (Social)	ชุมชน (Community)	ความเท่าเทียมกันสำหรับทุกกลุ่มอุตสาหกรรม
	สิทธิมนุษยชน (Human Rights)	สิทธิมนุษยชน
	ความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์ (Product Responsibility)	การตลาดที่มีความรับผิดชอบต่อ
		คุณภาพของผลิตภัณฑ์
		ความเป็นส่วนตัวของข้อมูล
	แรงงาน (Workforce)	ความหลากหลายและการรวม
		การพัฒนาอาชีพ และการฝึกอบรม
		สภาพการทำงาน
		สุขภาพและความปลอดภัย

ตารางที่ 2.1

Refinitiv ESG materiality matrix (ต่อ)

มิติ	หมวดหมู่	รูปแบบ
3. ธรรมาภิบาล (Governance)	กลยุทธ์ความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR Strategy)	กลยุทธ์ความรับผิดชอบต่อสังคม
		การรายงาน ESG และความโปร่งใส
	การจัดการ (Management)	โครงสร้าง (ความเป็นอิสระ, ความหลากหลาย, คณะกรรมการ)
		ค่าตอบแทน
	ผู้ถือหุ้น (Shareholders)	สิทธิผู้ถือหุ้น
		การป้องกันการครอบงำกิจการ

Note. From Environmental, social and governance scores from Refinitiv, by Refinitiv, 2022, (https://www.lseg.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)

2.2.3 S&P Global ESG Scores

เป็นผู้ประเมินที่เน้นประเมินจากข้อมูลที่เปิดเผยสู่สาธารณะ มีการประเมินบริษัทกว่า 8,000 แห่งทั่วโลก

2.2.4 Bloomberg ESG Ratings

ที่ประเมินบริษัทกว่า 10,000 แห่งทั่วโลก ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 โดยที่ในงานวิจัยนี้เลือกใช้ผลการประเมิน ESG จาก Refinitiv ESG Score เนื่องจากสามารถสืบค้นจากแหล่งข้อมูลของมหาวิทยาลัยได้ และเป็นหนึ่งในผู้ให้คะแนนที่มีความน่าเชื่อถือและเป็นที่ยอมรับในวงกว้าง

2.3 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวกับการวัดอัตราผลตอบแทนของหุ้น

2.3.1 ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM)

แบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) คือแบบจำลองที่คำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยจะคำนวณผลตอบแทนในระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น ๆ ภายใต้ปัจจัยควบคุมอย่างเดียวนั่นคือ ความเสี่ยงจากภาวะตลาด (Market Risk) ที่มีความเสี่ยงที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยวัดค่าความเสี่ยงผ่านค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (Coefficient: Bp) ซึ่งมีสมการการคำนวณคือ

$$E(R_{i,t}) = R_{f,t} + [E(R_{m,t}) - R_{f,t}]b_{i,t} + e_{i,t}$$

โดยที่ $E(R_{i,t})$ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$E(R_{m,t})$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา t

$R_{f,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ณ เวลา t

$b_{i,t}$ คือ ความสัมพันธ์เบต้าของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$e_{i,t}$ คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

แต่เนื่องจากแบบจำลอง CAPM มีสมมติฐานว่ามีเพียงปัจจัยเดียวที่กระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) หรือความเสี่ยงของตลาด (Market risk) นั้นเอง แต่ในความเป็นจริงจะพบว่ามีอีกหลายปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จึงเกิดข้อโต้แย้งว่าแบบจำลอง CAPM นั้นไม่สอดคล้องกับข้อเท็จจริงในทางปฏิบัติ จึงทำให้นักลงทุนบางกลุ่มเชื่อว่าแบบจำลอง CAPM ไม่สามารถประเมินอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้อย่างแท้จริง

2.3.2 ทฤษฎี Fama French Three Factor Model

จากความเชื่อที่ว่าแบบจำลอง CAPM ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพแบบจำลอง Fama และ French มีแนวคิดที่ว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หลังจากที่ Fama และ French ได้ทำการวิจัยจึงได้สร้างแบบจำลอง Fama-French Three-Factor Model (1992) ที่ถูกพัฒนาขึ้นผ่านการพัฒนามนฐานการศึกษา ที่กำหนดให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) ประกอบด้วย 3 ปัจจัย ได้แก่ ความเสี่ยงตลาด (Market risk) ขนาดของกิจการ (Size) และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Book to Market Ratio หรือ B/M ratio) โดยมีสมมติฐาน ดังนี้

(1) ค่าชดเชยความเสี่ยงตลาด (Market risk premium) คือ ความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาด (R_m) กับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (R_f) ซึ่งแสดงถึงผลตอบแทนส่วนเกินเพื่อชดเชยความผันผวนส่วนเกินที่สูงกว่าอัตราที่ปราศจากความเสี่ยง

(2) ค่าชดเชยความเสี่ยงจากขนาด (Size premium) เป็นผลกระทบของขนาดต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ หากขนาดต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่ำ จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดต่อมูลค่าตลาดสูงกว่า เนื่องจากหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่าจะมีความเสี่ยงสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่า ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจึงสูงตาม

(3) ค่าชดเชยความเสี่ยงจากมูลค่าตามบัญชี (Value premium) หลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดที่สูงจะมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชี

ต่อมูลค่าตลาดที่ต่ำกว่า เนื่องจากนักลงทุนเชื่อว่าในระยะยาวหุ้นมูลค่า (อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง) จะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นเติบโต (อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ) ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า

2.3.3 The efficient-market hypothesis (EMH)

ทฤษฎีสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (EMH) ของ Fama (1970) แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนจะตอบสนองต่อข้อมูลหรือข่าวใหม่ทันที หมายความว่า ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดกัน ในขณะนั้นได้สะท้อนถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดของหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังสะท้อนความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์นั้น ๆ ในอนาคตอีกด้วย โดยสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด แบ่งออกเป็น 3 ระดับ ได้แก่

2.3.3.1 ประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak form)

ราคาหุ้นสะท้อนผ่านทางข้อมูลความผันผวนของราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีต ทำให้การพยากรณ์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ไม่สามารถสร้างกำไรเกินกว่าปกติได้ ราคาในอนาคตมีการเคลื่อนไหวที่ไม่แน่นอน ทำให้คาดการณ์ราคาในอนาคตได้ยาก (Random Walk)

2.3.3.2 ประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-strong form)

นอกจากการที่ราคาหุ้นจะสะท้อนผ่านข้อมูลความผันผวนในอดีตแล้ว ยังสะท้อนถึงข้อมูลทางพื้นฐานที่ประกาศให้กับสาธารณชนรับรู้ด้วย เช่น งบการเงิน การประกาศเงินปันผล การควบรวมกิจการ การเพิ่มทุน การแตกหุ้น เป็นต้น ดังนั้นประสิทธิภาพตลาดในระดับนี้ทำให้การพยากรณ์ราคาทางพื้นฐาน (Fundamental Analysis) ไม่สามารถสร้างกำไรเกินกว่าปกติได้

2.3.3.3 ประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong form)

ประสิทธิภาพตลาดในระดับสูงเชื่อว่าข้อมูลข่าวสารทั้งหมดได้สะท้อนเข้าไปอยู่ในราคาหุ้นแล้ว รวมกระทั่งถึงข้อมูลภายใน (Insider Information) ซึ่งไม่เปิดเผยให้แก่สาธารณะชนทราบ ดังนั้นเมื่อข้อมูลข่าวสารทั้งหมดสะท้อนในราคาแล้ว จึงไม่มีนักลงทุนคนใด หรือแม้กระทั่งผู้บริหารที่จะสามารถสร้างกำไรเกินกว่าปกติได้

2.4 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ปัจจุบันมีงานวิจัยมากมายที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลการประเมิน ESG ที่บริษัทนั้น ๆ ได้รับ โดยหลายงานวิจัยที่มีผลการศึกษาแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างผลคะแนน ESG และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือผลการดำเนินงานกิจการของบริษัท แต่ก็ม้งานวิจัยบางส่วนที่ตรงกันข้าม ทั้งในตลาดประเทศที่พัฒนาแล้วหรือในกลุ่มตลาดประเทศที่กำลังพัฒนาเองก็ตาม

งานวิจัยบางส่วนแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการดำเนินกิจการตามแนวคิด ESG และผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งในงานวิจัยของ Kotsantonis et al. (2016) พบว่า ในบริษัทที่มีการประเมินด้าน ESG สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด จะมีทั้งผลการดำเนินงานและอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าคู่แข่ง และงานวิจัยของ Khan (2019) ที่พบว่าตัวชี้วัดทาง ESG นั้นส่งผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานทางการเงินและอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงในงานวิจัยใหม่ ๆ ในตลาดหุ้นหลายประเทศ Klint and Norell (2022) พบว่าในตลาดหุ้นอินเดีย คะแนน ESG Score มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในเชิงบวก Koroleva et al. (2020) พบว่าบริษัทในประเทศรัสเซียที่ดำเนินกิจการตามหลักแนวคิด ESG จะมีผลประกอบการที่ดีกว่าบริษัทอื่น ๆ

รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยเอง ได้มีงานวิจัยที่สนับสนุนว่าการลงทุนอย่างยั่งยืนนั้น จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าจริง เช่น งานวิจัยของ ธนิสร ศิลาภรณ์รัตน์ (2562) พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์หุ้นยั่งยืนมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์หุ้นไม่ยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ เยาวลักษณ์ ปริญาพล และคณะ (2565) พบว่า หุ้นยั่งยืน ทั้ง 2 กลุ่ม คือ กลุ่ม Sensitive Industry และกลุ่ม Non-Sensitive Industry ให้ผลตอบแทนส่วนเกินที่สูงกว่าอย่างมีนัยสำคัญในขณะที่หุ้น Non ESG ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ และงานวิจัยของ พชรพล สุขขอร่าม (2565) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่เพิ่มขึ้นของบริษัท ส่งผลกระทบบั้มูลค่าบริษัทและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าเพิ่มขึ้น

อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยบางส่วนที่พบว่าผลการประเมิน ESG ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในเชิงลบ ได้แก่ งานวิจัยของ Sahut and Pasquini-descomps (2015) และ ธัญชนก ชีระภาพ (2565)

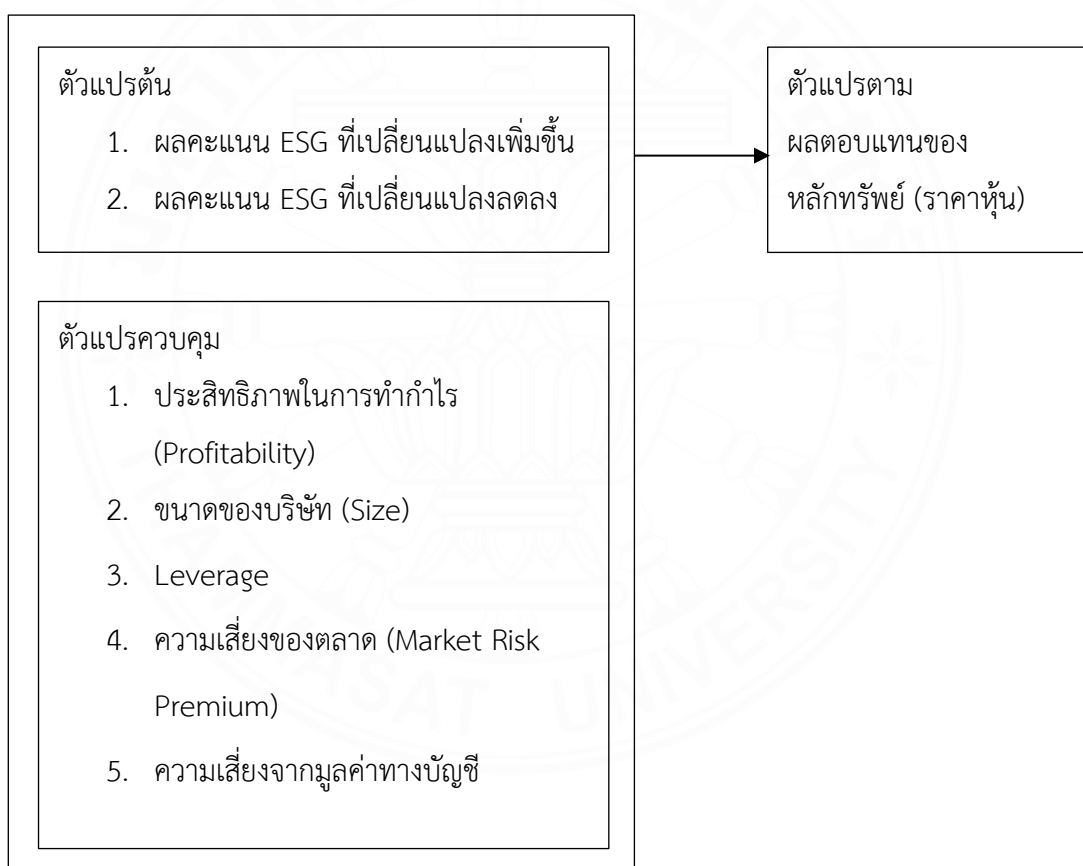
นอกจากนี้ยังคงมีงานวิจัยบางส่วนที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลคะแนน ESG และผลการดำเนินงานของบริษัท จากงานวิจัยของ กัลย์สุตา แหวนทองคำ (2563) พบว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และงานวิจัยในต่างประเทศด้วย เช่น งานวิจัยของ Kuruusman and Afrooz (2019) ใน 4 ประเทศนอร์ดิก พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างภาพรวมของการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน และผลคะแนน ESG Scores ต่อการเพิ่มขึ้นอย่างมากของราคาหุ้น (Stock price jump) และงานวิจัยของ Isabella et al. (2022) พบว่าผลคะแนน ESG ไม่มีผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหุ้นในทันทีอย่างมีนัยสำคัญ

2.5 สมมติฐานงานวิจัย

H1: การเปลี่ยนแปลงของผลคะแนน ESG ที่เพิ่มขึ้นส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2: การเปลี่ยนแปลงของผลคะแนน ESG ที่ลดลงส่งผลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.6 กรอบแนวคิดงานวิจัย



บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยนี้ ผู้วิจัยเลือกเก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) สำหรับข้อมูลคะแนน ESG ที่ประเมินโดย Refinitiv จากฐานข้อมูล Thomson Reuters Eikon และ Datastream ซึ่งจะเก็บข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2558 - 2566 และข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ได้แก่ ราคาหุ้นรายวันของบริษัท ขนาดของบริษัท (Market Capitalization), EBITDA, สินทรัพย์รวมของบริษัท, Leverage Ratio และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV Ratio) จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และแหล่งข้อมูล Setsmart

3.2 ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2558 - 2566 จำนวนทั้งสิ้น 701 บริษัท (ข้อมูลเผยแพร่ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2566 จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย www.set.or.th) (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566ก, 2566ข; เซ็ทเทรด, 2567)

3.3 กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้ คือบริษัทที่ถูกจัดอันดับอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2558 - 2566 โดยไม่เป็นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากกลุ่มดังกล่าวมีข้อบังคับในการจัดทำและนำเสนอรายงานทางการเงินจากบริษัทอื่น และต้องเป็นบริษัทที่ได้รับการประเมิน ESG ในปีนั้น ๆ โดย Refinitiv เนื่องจาก Refinitiv เป็นผู้ประเมินที่ได้รับการยอมรับจากทั่วโลก และเกณฑ์การประเมินมีความครอบคลุมครบทุกด้านย่อยของกรอบแนวคิด ESG และด้วยเหตุผลที่ผู้ประเมินรายอื่นยังจำกัดการเข้าถึงข้อมูลย้อนหลัง จึงอ้างอิงคะแนนจาก Refinitiv เพียงเท่านั้น ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นหลักทรัพย์ที่ได้รับการประเมิน ESG จาก Refinitiv ในช่วงปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2566 ได้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 273 กลุ่มตัวอย่างตามรายละเอียดดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1

กลุ่มตัวอย่างในงานวิจัย

ปีที่ทำการศึกษา (ระหว่างปี พ.ศ.)	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง ที่ได้รับการประเมินเพิ่มขึ้น	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง ที่ได้รับการประเมินลดลง	รวม
2558 - 2559	8	7	15
2559 - 2560	15	-	15
2560 - 2561	16	1	17
2561 - 2562	12	9	21
2562 - 2563	23	16	39
2563 - 2564	25	32	57
2564 - 2565	59	42	101
2565 - 2566	3	5	8
รวม	161	112	273

3.4 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

3.4.1 ตัวแปรต้น (Independent Variable)

3.4.1.1 คะแนน ESG (ESG Score)

แทนด้วยตัวแปร ESG_i หมายถึงคะแนน ESG ที่มาจากการประเมินของ Refinitiv Eikon ของบริษัท i มีคะแนนตั้งแต่ 0 - 100 โดยจัดกลุ่มอันดับคะแนนเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่ม Upgrade คือบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงผลคะแนน ESG ที่ดีขึ้นในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา และกลุ่ม Downgrade คือบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงผลคะแนน ESG แย่ลง

3.4.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

3.4.2.1 ราคาหุ้น (Stock Price)

แทนด้วยตัวแปร $R_{i,t}$ หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหุ้น i ณ เวลา t โดยเก็บข้อมูลราคาปิดย้อนหลังในช่วงปี พ.ศ. 2558 - 2566 นำมาคำนวณอัตราผลตอบแทน โดยมีกรอบระยะเวลาเป็นรายปี เพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูลคะแนน ESG จาก Thomson Reuters Refinitiv ที่ประกาศคะแนนรายปี โดยคำนวณจาก

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

โดย $R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนรายปีของบริษัท i ณ วันที่ t

$P_{i,t}$ คือ ราคาปิดของบริษัท i ณ วันที่ t (วันซื้อขายวันสุดท้าย ณ สิ้นปี)

$P_{i,t-1}$ คือ ราคาปิดของบริษัท i ณ วันที่ $t-1$ (ย้อนหลัง 1 ปี)

3.4.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

3.4.3.1 ประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัท (Profitability)

แทนด้วยตัวแปร ROA_t ซึ่งหมายถึงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัท (Profitability) ณ เวลา t โดยคำนวณจาก

$$ROA_t = NP/TA$$

โดย NP คือ Net Profit หรือกำไรสุทธิของกิจการ

TA คือ Total Asset หรือมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม

3.4.3.2 ขนาดของบริษัท (Size)

บริษัทขนาดใหญ่ย่อมมีดำเนินงาน และให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีบุคลากร เครื่องมือ ระบบข้อมูลทางการบัญชีพร้อมกว่าบริษัทขนาดเล็ก (ยุพิน มีใจเจริญ, 2562) นอกจากนี้บริษัทที่มีขนาดใหญ่มักรองรับผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ขนาดของบริษัทจึงถูกนำมาเป็นตัวแปรควบคุมด้วยในงานวิจัยนี้

แทนด้วยตัวแปร $Size_t$ ซึ่งหมายถึงขนาดของบริษัท ณ เวลา t โดยคำนวณจาก

$$Size_t = \text{Log}(\text{Sales})$$

3.4.3.3 อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage)

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเป็นเรื่องสำคัญ เป็นการพิจารณาเกี่ยวกับหนี้สินและทุนของกิจการที่เหมาะสมต่อมูลค่าของกิจการ (Abor, 2005) บริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินหรือมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำ จะมีความสามารถในการระดมทุนเพื่อเพิ่มยอดขายทำให้ผลประโยชน์การดีขึ้น มีความเข้มแข็งของกระแสเงินสด และส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น ในทางกลับกันบริษัทที่ไม่มีความยืดหยุ่นทางการเงิน ความสามารถในการระดมทุน และ

ความสามารถในการชำระหนี้จะต่ำลง ส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่ต่ำลง ดังนั้นความเสี่ยงทางการเงินที่ต่ำจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น

โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การศึกษาก่อนหน้านี้ได้แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ทำกำไรได้มากกว่า ใช้ Leverage น้อยกว่า และมีโอกาสการเติบโตที่มากกว่า จะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต (Kim & Nabar, 2003; Purda, 2007)

แทนด้วยตัวแปร $Leverage_t$ ซึ่งหมายถึงตัวแปรที่ช่วยวัดระดับหนี้สินที่บริษัทมี ณ เวลา t โดยคำนวณจาก Debt to Equity Ratio: D/E

$$Leverage_t = D/E$$

โดย D คือ Total Debt หรือหนี้สินทั้งหมดของบริษัท

E คือ Equity หรือมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

3.4.3.4 ความเสี่ยงของตลาด (Market Risk)

แทนด้วยตัวแปร MRP_t ซึ่งหมายถึงค่าชดเชยความเสี่ยงตลาด (Market Risk Premium) ณ เวลา t โดยคำนวณจาก

$$MRP_t = R_{m,t} - R_{f,t}$$

โดย MRP_t คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงตลาด (Market Risk Premium)

R_m คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา t

R_f คือ อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง โดยอ้างอิงจากผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี ณ วันทำการวันสุดท้ายของปีปฏิทิน

$$R_{m,t} = (SET_t - SET_{t-1}) / SET_{t-1}$$

โดย SET_t คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ตลาด ณ เวลา t หรือวันซื้อขายวันสุดท้ายของปีปฏิทิน

SET_{t-1} คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ตลาด ณ เวลา $t-1$ (ย้อนหลัง 1 ปี)

3.4.3.5 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Ratio)

แทนด้วยตัวแปร PBV_t หมายถึงค่าชดเชยความเสี่ยงจากมูลค่าทางบัญชี ใช้เป็นตัวชี้วัดโอกาสในการเติบโต โดยบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีสูงหมายความว่าตลาดเชื่อมั่นว่าบริษัทจะมีการเติบโตอย่างแข็งแกร่งในอนาคตเนื่องจากมูลค่าตลาดเป็นตัวสะท้อนความคาดหวังเกี่ยวกับรายได้และการโตเติบโตของบริษัทในอนาคต เมื่อนักลงทุนซื้อหุ้น

ของบริษัทในราคาที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชีส่งผลให้ผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการสูงขึ้น ขณะที่อัตราส่วนที่มีค่าต่ำ (น้อยกว่า 1) แสดงว่าบริษัทมีมูลค่าที่ต่ำเกินไป ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการประสบปัญหาทางการเงินของบริษัทหรือการที่นักลงทุนรู้ถึงโอกาสที่จะเกิดความเสี่ยงสูงกับการเติบโตของบริษัทในอนาคต (Fama & French, 1992)

โดยวัดมูลค่าจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของแต่ละบริษัท (P/BV Ratio) เก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 - 2566

3.5 แบบจำลองการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ของคะแนน ESG และ ราคาหุ้นยังยืน มีสมการแบบจำลองดังนี้

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (ESG_i) + \beta_2 (Profit_t) + \beta_3 (Size_t) + \beta_4 (Leverage_t) + \beta_5 (MRP_t) + \beta_6 (PBV_t) + \epsilon_{i,t}$$

โดย $R_{i,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนของบริษัท i ณ วันที่ t
ESG_i	คือ คะแนน ESG ของบริษัท i
$Profit_t$	คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัท
$Size_t$	คือ ขนาดของบริษัท
$Leverage_t$	คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท
MRP_t	คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงตลาด (Market Risk Premium)
PBV_t	คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงจากมูลค่าทางบัญชี

3.6 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลและทดสอบสมมติฐาน

3.6.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)

วิเคราะห์ข้อมูลเพื่อนำไปใช้ดูภาพรวมของแต่ละตัวแปร โดยวิเคราะห์ออกมาในรูปแบบสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) เป็นต้น

3.6.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic Analysis)

วิเคราะห์ข้อมูลโดยการนำตัวแปรที่กำหนดไว้ทั้งหมดมาวิเคราะห์ด้วยเครื่องมือทางสถิติเพื่อทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย และสามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรได้ โดยใช้การวิเคราะห์สมการเชิงถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในรายชื่อหลักทรัพย์ยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามวิธีวิเคราะห์ข้อมูลตามที่กล่าวไว้ในบทที่ 3 โดยมีตัวแปรควบคุม ได้แก่ ประสิทธิภาพในการทำกำไร (Profitability) ขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage) ความเสี่ยงของตลาด (Market Risk) และ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio) และแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม จากผลการจัดอันดับที่เปลี่ยนแปลงไป คือ กลุ่ม Upgrade หมายถึงบริษัทที่มีการจัดอันดับ ESG ที่ดีขึ้น และกลุ่ม Downgrade หมายถึงบริษัทที่มีการจัดอันดับ ESG แย่ลง โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

- 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)
- 4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)
- 4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)

การทดสอบสถิติเชิงพรรณนาเพื่อสรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่นำมาใช้ในงานวิจัย ซึ่งประกอบไปด้วย ตัวแปรต้น คือ ผลการประเมิน ESG ส่วนตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และมีตัวแปรควบคุมคือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร (Profitability) ขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage) ความเสี่ยงของตลาด (Market Risk) และ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio) โดยแบ่งเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่ม Upgrade คือบริษัทที่มีการจัดอันดับ ESG ที่ดีขึ้น มีจำนวน 161 ตัวอย่าง และกลุ่ม Downgrade คือบริษัทที่มีการจัดอันดับ ESG แย่ลง มีจำนวน 112 ตัวอย่าง รวมเป็น 273 ตัวอย่าง

ตารางที่ 4.1

ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรของกลุ่ม Upgrade

	Mean	Median	Std. Dev.	Minimum	Maximum
ESG	62.0032	63.5500	16.2574	17.4600	91.8100
RIT	0.0584	-0.0242	0.7086	-0.8955	8.0841
ROA	7.6564	7.4085	6.8043	-24.2734	28.4594
Size	4.8461	5.0010	0.7447	2.8108	6.4883
Leverage	1.4660	1.1260	1.1384	0.1155	7.1320
MRP	0.0111	-0.0114	0.1005	-0.1781	0.1842
PBV	2.9962	1.8300	2.8957	0.4700	16.4300

ตารางที่ 4.2

ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรของกลุ่ม Downgrade

	Mean	Median	Std. Dev.	Minimum	Maximum
ESG	60.7971	62.5350	14.6453	27.3900	89.2200
RIT	0.0692	0.0183	0.2941	-0.5614	1.6500
ROA	7.5669	6.5200	5.9321	-9.5333	23.4470
Size	4.9609	5.0248	0.6987	2.8619	6.5335
Leverage	1.5201	1.4570	1.0212	0.0973	5.4726
MRP	0.0297	-0.0114	0.1050	-0.1781	0.1842
PBV	2.9569	1.7450	2.6355	0.5600	12.1100

จากผลวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาจากตารางที่ 4.1 บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับดีขึ้น (Upgrade) ตัวแปรต้น คือผลการประเมิน ESG (ESG) ค่าต่ำสุดมีค่า 17.46 ค่าสูงสุดมีค่า 91.81 ค่าเฉลี่ยมีค่า 62.0032 ค่ามัธยฐานมีค่า 63.5500 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 16.2574 ในส่วนของตัวแปรตาม อัตราผลตอบแทน (RIT) ค่าต่ำสุดมีค่า -0.8955 ค่าสูงสุดมีค่า 8.0841 ค่าเฉลี่ยมีค่า 0.0584 ค่ามัธยฐานมีค่า -0.0242 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 0.7086 และสำหรับตัวแปรควบคุม ตัวแปรประสิทธิภาพในการทำกำไร (ROA) ค่าต่ำสุดมีค่า -24.2734 ค่าสูงสุดมีค่า 28.4597 ค่าเฉลี่ยมีค่า 7.6564 ค่ามัธยฐานมีค่า 7.4085 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 6.8043 ตัวแปรขนาดของบริษัท (Size) ค่าต่ำสุดมีค่า 2.8108 ค่าสูงสุดมีค่า 6.4883 ค่าเฉลี่ยมีค่า 4.8461 ค่ามัธยฐานมีค่า 5.0010 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 0.7447 ตัวแปรอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage) ค่าต่ำสุดมีค่า 0.1155 ค่าสูงสุดมีค่า 7.1320 ค่าเฉลี่ยมีค่า 1.4660 ค่ามัธยฐานมีค่า 1.1260

และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 1.1384 ตัวแปรความเสี่ยงของตลาด (MRP) ค่าต่ำสุดมีค่า -0.1781 ค่าสูงสุดมีค่า 0.1842 ค่าเฉลี่ยมีค่า 0.0111 ค่ามัธยฐานมีค่า -0.0114 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 0.1005 และตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) ค่าต่ำสุดมีค่า 0.47 ค่าสูงสุดมีค่า 16.43 ค่าเฉลี่ยมีค่า 2.9962 ค่ามัธยฐานมีค่า 1.83 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 2.8957

จากผลวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาจากตารางที่ 4.2 บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับแยลง (Downgrade) ตัวแปรต้น คือผลการประเมิน ESG (ESG) ค่าต่ำสุดมีค่า 27.39 ค่าสูงสุดมีค่า 89.22 ค่าเฉลี่ยมีค่า 60.7971 ค่ามัธยฐานมีค่า 62.5350 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 14.6453 ในส่วนของตัวแปรตาม อัตราผลตอบแทน (RIT) ค่าต่ำสุดมีค่า -0.5614 ค่าสูงสุดมีค่า 1.65 ค่าเฉลี่ยมีค่า 0.0692 ค่ามัธยฐานมีค่า 0.0183 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 0.2941 และสำหรับตัวแปรควบคุม ตัวแปรประสิทธิภาพในการทำกำไร (ROA) ค่าต่ำสุดมีค่า -9.5333 ค่าสูงสุดมีค่า 23.4470 ค่าเฉลี่ยมีค่า 7.5669 ค่ามัธยฐานมีค่า 6.5200 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 5.9321 ตัวแปรขนาดของบริษัท (Size) ค่าต่ำสุดมีค่า 2.8619 ค่าสูงสุดมีค่า 6.5335 ค่าเฉลี่ยมีค่า 4.9609 ค่ามัธยฐานมีค่า 5.0248 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 0.6987 ตัวแปรอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage) ค่าต่ำสุดมีค่า 0.0973 ค่าสูงสุดมีค่า 5.4726 ค่าเฉลี่ยมีค่า 1.5201 ค่ามัธยฐานมีค่า 1.4570 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 1.0212 ตัวแปรความเสี่ยงของตลาด (MRP) ค่าต่ำสุดมีค่า -0.1781 ค่าสูงสุดมีค่า 0.1842 ค่าเฉลี่ยมีค่า 0.0297 ค่ามัธยฐานมีค่า -0.0114 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 0.1050 และตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) ค่าต่ำสุดมีค่า 0.56 ค่าสูงสุดมีค่า 12.11 ค่าเฉลี่ยมีค่า 2.9569 ค่ามัธยฐานมีค่า 1.7450 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่า 2.6355

จากผลการวิเคราะห์ค่าสถิติของสองกลุ่มตัวอย่างแสดงให้เห็นว่าค่าเฉลี่ยผลคะแนน ESG ของกลุ่ม Upgrade นั้นมีค่ามากกว่าค่าเฉลี่ยผลคะแนนของกลุ่ม Downgrade แต่ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของกลุ่ม Downgrade นั้นมีค่ามากกว่ากลุ่ม Upgrade

4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ผู้วิจัยได้นำข้อมูลของตัวแปรมาทำการทดสอบค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร เพื่อทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุม เพื่อให้มั่นใจว่าผลการวิจัยที่พบไม่เกิดความคลาดเคลื่อนอันเป็นผลมาจากปัญหา Multicollinearity ซึ่งได้ค่าตามตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม (Correlation)

	Upgrades		Downgrades	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
ROA	0.814	1.228	0.818	1.222
Size	0.869	1.150	0.867	1.153
Leverage	0.711	1.407	0.732	1.367
MRP	0.975	1.026	0.980	1.020
PBV	0.729	1.372	0.771	1.297

การทดสอบ Variance Inflation Factors (VIFs) เป็นการทดสอบที่สามารถใช้ชี้วัดขนาดความรุนแรงของปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง ค่าจากตารางที่ 4.3 ไม่พบว่ามีตัวแปรใดที่มีค่า VIF มากกว่า 5 และ Tolerance น้อยกว่า 0.10 ดังนั้นจึงสามารถตีความได้ว่า สมการถดถอยที่ใช้ในการวิจัยไม่มีปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง จึงไม่จำเป็นที่จะต้องตัดตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งออกจากแบบจำลอง (Studenmund, 1992)

4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

งานวิจัยนี้ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในรายชื่อหลักทรัพย์ยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงได้ทำการทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ทำให้ได้ผลดังตารางที่ 4.4 และ 4.5

ตารางที่ 4.4

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในรายชื่อหลักทรัพย์ยั่งยืนของกลุ่ม Upgrade

Variables	Standardized Coefficients Beta	t	P-value
(Constant)		-0.649	0.518
ESG	0.158*	1.709	0.090
ROA	-0.020	-0.255	0.799

ตารางที่ 4.4

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในรายชื่อหลักทรัพย์ยั่งยืนของกลุ่ม Upgrade (ต่อ)

Variables	Standardized Coefficients Beta	t	P-value
Size	-0.080	-0.820	0.413
Leverage	-0.099	-1.159	0.248
MRP	0.132*	1.804	0.073
PBV	0.438***	5.716	0.000
N	161		
Adjusted R Square	0.176		
Sig	0.000		
*** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%			
** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%			
* หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%			

แบบจำลองนี้มีค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.176 และมีค่า Sig เท่ากับ 0.000 หมายความว่าแบบจำลองนี้สามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรต้น และตัวแปรควบคุมสามารถใช้อธิบายความแปรปรวนในตัวแปรตามได้ประมาณร้อยละ 17.6

จากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณดังตารางที่ 4.4 พบว่าผลการประเมิน ESG (ESG) ในกลุ่มบริษัทที่ได้รับการเปลี่ยนแปลงอันดับดีขึ้น (Upgrade) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เป็นตัวแปรตามที่ระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 0.10 และค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ 0.158 หมายความว่าในบรรดาบริษัทที่ได้รับการเปลี่ยนแปลงอันดับดีขึ้น บริษัทที่มีคะแนน ESG ที่สูงจะให้อัตราผลตอบแทนที่สูง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ธนิสร์ ศิลามณีรัตน์ (2562) และ เยาวลักษณ์ ปริญญาพล และคณะ (2565)

ตารางที่ 4.5

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในรายชื่อหลักทรัพย์ยั่งยืนของกลุ่ม Downgrade

Variables	Standardized Coefficients Beta	t	P-Value
(Constant)		-0.518	0.605
ESG	-0.081	-0.712	0.478
ROA	0.301**	3.064	0.003
Size	0.097	0.852	0.396
Leverage	-0.083	-0.804	0.423
MRP	0.297***	3.327	0.001
PBV	-0.103	-1.005	0.317
N	112		
Adjusted R Square	0.137		
Sig	0.000		
*** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%			
** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%			
* หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%			

แบบจำลองนี้มีค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.137 และมีค่า Sig เท่ากับ 0.000 หมายความว่าแบบจำลองนี้สามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรต้น และตัวแปรควบคุมสามารถใช้อธิบายความแปรปรวนในตัวแปรตามได้ประมาณร้อยละ 13.7

จากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณดังตารางที่ 4.5 พบว่าผลการประเมิน ESG (ESG) ในกลุ่มบริษัทที่ได้รับการเปลี่ยนแปลงอันดับแย่ง (Downgrade) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เป็นตัวแปรตาม หมายความว่าในบรรดาบริษัทที่ได้รับการเปลี่ยนแปลงอันดับแย่ง ถึงแม้จะมีคะแนน ESG ที่มากหรือน้อยอย่างไรก็ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของกัลย์สุตา แหวนทองคำ (2563) รวมถึงงานวิจัยในต่างประเทศด้วย เช่น งานวิจัยของ Kuruusman and Afrooz (2019) และงานวิจัยของ Amin et al. (2020) ที่พบว่า นักลงทุนตอบสนองเชิงบวกต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับที่ดีขึ้น และไม่ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับที่แย่ง ทำให้สามารถตอบสมมติฐานที่ 1 และ สมมติฐานที่ 2 ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 (H_1) : นักลงทุนจะมีการตอบสนองเชิงบวกต่อคะแนน ESG ที่เพิ่มขึ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย → ยอมรับสมมติฐาน

สมมติฐานที่ 2 (H_2) : นักลงทุนจะมีการตอบสนองเชิงลบต่อคะแนน ESG ที่ลดลงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย → ปฏิเสธสมมติฐาน

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากตารางที่ 4.4 พบว่าในบรรดาบริษัทที่ได้รับการเปลี่ยนแปลงอันดับดีขึ้น (Upgrade) บริษัทที่มีคะแนน ESG ที่สูงจะให้อัตราผลตอบแทนที่สูง และเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของคะแนน ESG ที่มีค่าสูง ผู้วิจัยจึงเลือกสร้างตัวแปรหุ่น (High ESG Dummy) โดยกำหนดให้ตัวอย่างที่มีคะแนน ESG สูงอยู่ในควอไทล์ที่ 1 มีค่าเท่ากับ 1 และบริษัทที่เหลือมีค่าเท่ากับ 0 แล้วนำมาทดสอบสมการถดถอยแบบพหุคูณ ทำให้ได้ผลลัพธ์ดังตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลคะแนน ESG ที่สูง กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในรายชื่อหลักทรัพย์ยั่งยืนของกลุ่ม Upgrade

Variables	Standardized Coefficients Beta	t	P-Value
(Constant)		-0.274	0.784
High ESG Dummy	0.129	1.637	0.104
ROA	-0.011	-0.144	0.886
Size	-0.028	-0.333	0.739
Leverage	-0.105	-1.235	0.219
MRP	0.125*	1.716	0.088
PBV	0.447***	5.803	0.000
N	161		
Adjusted R Square	0.175		
Sig	0.000		
*** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%			
** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%			
* หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%			

แบบจำลองนี้มีค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.175 และมีค่า Sig เท่ากับ 0.000 หมายความว่าแบบจำลองนี้สามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรต้น และตัวแปรควบคุมสามารถใช้อธิบายความแปรปรวนในตัวแปรตามได้ประมาณร้อยละ 17.5

จากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณดังตารางที่ 4.6 พบว่าผลการประเมิน ESG ที่สูง (High ESG Dummy) ในกลุ่มบริษัทที่ได้รับการเปลี่ยนแปลงอันดับดีขึ้น (Upgrade) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หมายความว่านักลงทุนตอบสนองเชิงบวกต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับที่เพิ่มขึ้นเท่านั้น แต่ไม่ได้ตอบสนองต่อผลคะแนน ESG ที่ได้สูงมาก (อยู่ในควอไทล์ที่ 1)



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลการประเมิน ESG และอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อเป็นประโยชน์ให้นักลงทุนนำข้อมูลคะแนน ESG ไปประกอบการตัดสินใจลงทุน และเพื่อเป็นส่วนหนึ่งที่จะช่วยสนับสนุนให้บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเห็นความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG: Environmental Social and Governance) โดยงานวิจัยนี้มีกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่ถูกจัดอันดับอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2558 - 2566 โดยไม่เป็นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน และต้องเป็นบริษัทที่ได้รับการประเมิน ESG ในปีนั้น ๆ โดย Refinitiv

ผลการวิจัยพบว่าผลคะแนน ESG ของบริษัทที่ได้รับการเปลี่ยนแปลงคะแนนดีขึ้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หมายความว่านักลงทุนตอบสนองเชิงบวกต่อผลคะแนน ESG ของบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับดีขึ้น และผลคะแนน ESG ของบริษัทที่ได้รับการเปลี่ยนแปลงคะแนนแย่ลงไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งหมายความว่านักลงทุนไม่ตอบสนองต่อผลคะแนน ESG ของบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับแย่ลง โดยอาจจะมีสาเหตุมาจากที่แนวคิด ESG ยังคงใหม่สำหรับนักลงทุน และตลาดประเทศไทยอยู่มาก เห็นได้จากการที่รายชื่อหุ้นยั่งยืนที่มีเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ ทุกปี นับตั้งแต่ปีแรกที่มีการจัดอันดับคือ ปี พ.ศ. 2558 แต่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเองเพิ่งเริ่มให้คะแนน ESG กับหุ้นยั่งยืนทั้งหมดในปี พ.ศ. 2566 ที่ผ่านมาเป็นปีแรก หมายความว่าสำหรับตลาดและนักลงทุนนั้น ผลคะแนน ESG ยังไม่มีความสำคัญที่จะนำมาเป็นปัจจัยที่ใช้เลือกในการลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ กิตติกา ศันสนะวาณี (2563) และ Amin et al. (2018) ที่พบว่าการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น แต่การปรับอันดับเครดิตลดลงนั้นไม่ส่งผลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยมีจำนวนที่น้อย เพียงแค่ 273 ตัวอย่าง เป็นผลมาจากบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับในรายชื่อหุ้นยั่งยืนและได้รับการประเมินผลคะแนน ESG โดย Refinitiv นั้นยังมีไม่มาก

และส่วนใหญ่เป็นบริษัทใหญ่ที่ต้องมีทรัพยากรในการดำเนินกิจการให้เป็นไปตามแนวคิด ESG นอกจากนี้ถึงแม้จะเลือกเก็บข้อมูลในช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2558 - 2566 แต่ในปีสุดท้ายของกลุ่มตัวอย่างคือปี พ.ศ. 2566 มีจำนวนตัวอย่างเพียง 8 ตัวอย่าง เนื่องจากทาง Refinitiv ยังประกาศคะแนนไม่ครบ ซึ่งส่งผลให้กลุ่มตัวอย่างยังไม่ครอบคลุมประชากรทั้งหมดที่อาจจะส่งผลให้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรคลาดเคลื่อน หรือแสดงความสัมพันธ์ในระดับที่ต่ำกว่าความเป็นจริงได้

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

จากข้อจำกัดที่กล่าวไปข้างต้น ทำให้มีข้อเสนอแนะคือการเพิ่มขอบเขตระยะเวลาในการศึกษา ซึ่งจะช่วยให้กลุ่มตัวอย่างมีมากขึ้นและสามารถเก็บข้อมูลได้ครอบคลุมมากขึ้น ช่วยสะท้อนถึงผลกระทบที่มีต่ออัตราผลตอบแทนได้ดียิ่งขึ้น อีกทั้งยังได้ความแม่นยำที่สูงขึ้น หรือการขยายกลุ่มตัวอย่างออกไปในตลาดหลักทรัพย์อื่น ๆ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ก็ช่วยให้ได้เห็นภาพที่ต่างออกไปและอาจได้ผลการศึกษาที่แตกต่างออกไปเช่นกัน

รายการอ้างอิง

วารสาร

เยาวลักษณ์ ปริญญาพล, เอกชัย นิตยาเกษตรวัฒน์, และวิยะดา นิตยาเกษตรวัฒน์ (2565).

ประสิทธิภาพของหุ้น ESG: กรณีศึกษาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสาร
บริหารธุรกิจนิด้า (31), 42-60.

วิทยานิพนธ์และการค้นคว้าอิสระ

กัลย์สุตา แหวงทองคำ. (2563). คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม
ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI. [วิทยานิพนธ์ปริญญา
มหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยแม่โจ้, คณะบัญชี, สาขาวิชาการบัญชี.

กิตติกา คັນสนะวาณี. (2563). การตอบสนองของราคาหุ้นในตลาดและหมวดธุรกิจเฉพาะเจาะจง
ต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือและเครดิตพินิจของหุ้นกู้ - การศึกษาในประเทศไทย.
[สารนิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต]. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และ
การบัญชี, ภาควิชาการธนาคารและการเงิน, สาขาวิชาการเงิน

ธนสร ศิลาภรณ์รัตน์ (2562). การศึกษาผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์หุ้นยั่งยืนที่ได้รับการ
คัดเลือกโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. [การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต].
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

ธัญชนก ชีระภาพ. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการประเมิน ESG และอัตราผลตอบแทนของ
หลักทรัพย์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
[การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์
และการบัญชี, สาขาวิชาการบัญชีและการบริหารการเงิน.

นพรัตน์ ทองเต็มดวง. (2559). ความรับผิดชอบต่อสังคมของรัฐวิสาหกิจไทย : กรณีศึกษาธนาคารเพื่อ
การเกษตรและสหกรณ์การเกษตรในภาคใต้ตอนล่าง. [วิทยานิพนธ์รัฐประศาสน
ศาสตรมหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์.

พชรพล สุขอร่าม. (2565). ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ที่มีต่อมูลค่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. [วิทยานิพนธ์ เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต]. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะเศรษฐศาสตร์, สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์.

ยุพิน มีใจเจริญ. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างความซับซ้อนในการดำเนินงาน แรงจูงใจในการ รายงานกลยุทธ์การรายงานการควบคุมภายในและมูลค่ากิจการ. [วิทยานิพนธ์ปรัชญาดุษฎี บัณฑิต]. มหาวิทยาลัยแม่โจ้.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

เซ็ทเทรด. (30 มกราคม 2567). ข้อมูลหุ้นยั่งยืน (ESG Investment).

<https://www.settrade.com/th/equities/esg-investment/overview>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (6 พฤศจิกายน 2566). ตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศผลประเมิน หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings 193 บจ. SET.

<https://www.set.or.th/th/about/setsource/news-release/article/366-setesg>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). SET ESG RATINGS. SET.

<https://setsustainability.com/libraries/1258/item/set-esg-ratings>

สถาบันไทยพัฒน์. (2556). CSR กับ ESG ต่างกันหรือไม่.

<https://www.thaicssr.com/2017/06/csr-esg.html?m=0>

สมาคมเครือข่ายโกลบอลคอมแพ็กแห่งประเทศไทย. (20 กรกฎาคม 2563). Redefine Future “ESG” in Thailand. <https://globalcompact-th.com/news/detail/1020>

สมาคมบริษัทจัดการลงทุน. (2567). ข้อมูลและสถิติกลุ่มกองทุนรวม.

<https://ns3.aimc.or.th/web/กองทุนรวม/>

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2556). การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการพัฒนากิจการเพื่อความยั่งยืน. <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/pages/overview/cgandsustainablebusinessdevelopment.aspx>

องค์การสหประชาชาติ ประเทศไทย. (2563). งานของเราเกี่ยวกับเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนในประเทศไทย. <https://thailand.un.org/th/sdgs>

Books

- Bowen, H. R. (2013). *Social Responsibilities of the Businessman*. University of Iowa Press. <https://doi.org/10.2307/j.ctt20q1w8f>
- Kotler, P. and Lee, N. (2008) *Corporate Social Responsibility: Doing the most Good for Your Company and Your Cause*. John Wiley & Sons, New York.
- Studenmund, A. H. (1992). *Using Economics: A Practical Guide*. Second Edition, Washington, D.C.: HarperCollins.

Articles

- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6, 438-445.
<https://doi.org/10.1108/15265940510633505>
- Amin, A. S., Jain, P., & Malik, M. (2020). Stock market reaction to credit rating changes: New evidence. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 27(6), 667-684.
<https://ssrn.com/abstract=4535266>
- Britton, L. N., Crye, A. A., & Haymes, L. K. (2021). Cultivating the ethical repertoires of behavior analysts: Prevention of common violations. *Behavior Analysis in Practice*, 14(2), 534-548.
- Carroll, A. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Review*, 4, 479-505.
- FAMA, E. F., & FRENCH, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- Fernando, Y. et al. (2021). Eco-innovation impacts on recycled product performance and competitiveness: Malaysian automotive industry. *Sustainable Production and Consumption*, 28, 1677-1686. <https://doi.org/10.1016/j.spc.2021.09.010>
- Khan, M. (2019). Corporate governance, ESG, and stock returns around the world. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 103-123.
<https://doi.org/10.1080/0015198x.2019.1654299>

- Kim, Y. and Nabar, S. (2003), “Why do stock prices react to bond rating downgrades?”, *Managerial Finance*, 29(11), pp. 93-107.
<https://doi.org/10.1108/03074350310768599>
- Kotsantonis, S., Pinney, C., & Serafeim, G. (2016). ESG Integration in Investment Management: Myths and Realities. *Journal of Applied Corporate Finance* 28, no. 2 (Spring 2016), 10–16. <https://doi.org/10.1111/jacf.12169>
- Landier, A., & Nair, V., & Wulf, J. (2009). *Trade-offs in Staying Close: Corporate Decision Making and Geographic Dispersion*, *The Review of Financial Studies*, 22(3), 1119-1148. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103908>
- Latapi Agudelo, M. A., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. (2019). *A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility*. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1), 1.
<https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y>
- Purda, L. (2007). Stock Market Reaction to Anticipated Versus Surprise Rating Changes. *Journal of Financial Research*, 30, 301-320. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2007.00215.x>
- Richardson, T., Elliott, P., & Roberts, R. (2013). The relationship between personal unsecured debt and mental and physical health: A systematic review and meta-analysis. *Clinical Psychology Review*, 33(8), 1148–1162.
- Koroleva, E., Baggieri, M., & Nalwanga, S. (2020). Company performance: Are environmental, social, and governance factors important. *International Journal of Technology*, 11(8), 1468-1477.
- Sahut, J. M., & Pasquini-Descomps, H. (2015). ESG impact on market performance of firms: International evidence. *Management international*, 19(2), 40-63.

Theses

- Isabella, L., & Soroor, M., & Veronica, L. (June 2022). *ESG and Stock Prices A quantitative study on ESG score and its immediate effects on stock prices of mid -and large cap companies within the EU market*. (Bachelor’s Thesis).
 Lund University, School of Economics and Management.

- Klint, E., & Norell, L. (2023). *ESG score, stock price, volatility, and sustainable strategic management*. (Master's thesis). Jönköping University, Business administration, Finance & Management.
- Kuruusman, A., & Afroz, Z. (2019). *The effect of the ESG score on the stock Price Jumps: A Quantitative Study on Nordic Countries* (Doctoral dissertation, Master's Thesis, Business Administration III. UMEA University).
- Li, N., Xu, N., Dong, R., Chan, K. C., & Lin, X. (2021). Does an anti-corruption campaign increase analyst earnings forecast optimism?. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101931.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233.

Electronic Media

- ERM Sustainability Institute. (2020). *Report Rate the Raters 2020*.
<https://www.erm.com/insights/rate-the-raters-2020/>
- European Strategy and Policy Analysis System (ESPAS). (2019). *Global Trends to 2030 Challenges and Choices for Europe*. <https://doi.org/10.2872/831696>
- Germanwatch (GIZ). (2021). *Global Climate Risk Index*.
<https://www.germanwatch.org/en/cr>
- PRI Association. (2020, November 25). *Annual Report 2020*.
<https://www.unpri.org/about-the-pri/annual-report-2020/6811.article>
- Rebecca, L. & Luann, D. (2024, January 18). Climate Change: Global Temperature.
<https://www.climate.gov/news-features/understanding-climate/climate-change-global-temperature>
- Refinitiv. (2022, May). *Environmental, social and governance scores from Refinitiv*.
https://www.lseg.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

United Nation. (2023). *Causes and Effects of Climate Change*. UN.

<https://www.un.org/en/climatechange/science/causes-effects-climate-change#:~:text=Fossil%20fuels%20%E2%80%93%20coal%2C%20oil%20and,they%20trap%20the%20sun's%20heat>



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

ปาไลตา อัจคงหาญ

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2565: บัณฑิต

(การบัญชีแบบบูรณาการ)

เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

