

ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการสิ่งแวดล้อม และผลดำเนินงานทางการเงินที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Impact of Environmental Management Disclosure and Financial Performance on the Market Value of Companies Listed in the Sustainability Index of the Stock Exchange of Thailand

สุธาสินี วสุนิธิโรจน์¹ และพรรณเพ็ญ สิริพัฒน์²

Sutasinee Wasunithiroj¹ and Panpen Sittipatna²

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์^{1,2}

Faculty of Accountancy, Rajapruk University^{1,2}

67109660019@rpu.ac.th¹, Pasitt@rpu.ac.th²

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม และผลดำเนินงานทางการเงินที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง และทำการเก็บข้อมูลจากประชากรของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 252 บริษัท โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2565 – 2567 กำหนดการวิจัยเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ และใช้การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา, การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์, และการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า ตัวแปรทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมมีความสามารถในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตามกำไรต่อหุ้น (EPS) มีผลเชิงลบต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) และอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA), อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีผลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ส่วนด้านสิ่งแวดล้อม การจัดการก๊าซเรือนกระจกมีผลเชิงลบต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) และการจัดการน้ำมีผลเชิงลบต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA) สรุปได้ว่า ทั้งตัวแปรทางการเงินและ ESG ยังไม่ใช่ปัจจัยหลักในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทไทย อาจเกิดจากนักลงทุนยังไม่ให้น้ำหนักกับข้อมูล ESG อย่างเต็มที่และมาตรฐานการเปิดเผยยังไม่สม่ำเสมอ งานวิจัยต่อไปควรพิจารณาปัจจัยธรรมชาติ ขนาคบริษัท และมาตรฐานการเปิดเผย ESG สากลเพื่อเพิ่มความแม่นยำในการอธิบาย

คำสำคัญ: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม, ผลการดำเนินงานทางการเงิน, มูลค่าหลักทรัพย์, ดัชนีความยั่งยืนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This study aims to examine the impact of environmental disclosure and financial performance on the stock value of companies listed in the Sustainability Index of the Stock Exchange of Thailand. The sample consisted of 252 companies during 2022–2024. Quantitative research methods were employed, including descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression analysis. The results indicate that both financial performance and environmental disclosure have limited explanatory power on stock value. Specifically, earnings per share (EPS) negatively affected P/E and EV/EBITDA ratios, while return on assets (ROA) positively influenced P/E. Regarding environmental factors, greenhouse gas management negatively impacted P/E, and water management negatively affected EV/EBITDA. In conclusion, financial and ESG-related variables are not primary determinants of stock value in Thai capital markets, possibly due to limited investor attention to ESG information and inconsistent disclosure standards. Future research should consider good governance, firm size, and international ESG reporting standards to enhance the accuracy and comprehensiveness of stock value explanations.

Keywords: Environmental Disclosure, Financial Performance, Stock Value, Sustainability Index of the Stock Exchange of Thailand, ESG

บทนำ

ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมาประเด็นด้านความยั่งยืน (Sustainability) ได้กลายเป็นหัวใจสำคัญของการดำเนินธุรกิจทั่วโลก โดยเฉพาะมิติด้านสิ่งแวดล้อมซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของ ESG (Environmental, Social, and Governance) งานวิจัยจำนวนมากได้ยืนยันว่าบริษัทที่บริหารจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างเป็นระบบและโปร่งใส เช่น การจัดการพลังงาน การใช้น้ำอย่างมีประสิทธิภาพ การควบคุมของเสีย และการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก มักได้รับความเชื่อมั่นจากผู้ลงทุนมากขึ้น ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์และความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว (Eccles et al., 2014; Clark et al., 2015; Li et al., 2021) ในทางตรงกันข้ามการดำเนินธุรกิจที่มุ่งแสวงหากำไรในระยะสั้นโดยละเลยความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมไม่เพียงส่งผลกระทบต่อภาพลักษณ์องค์กรเท่านั้น แต่ยังอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ส่งผลให้นักลงทุนในตลาดทุนยุคใหม่จึงให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล หรือ ESG (Environment, Social, and Governance) เป็นองค์ประกอบสำคัญในการประเมินมูลค่าและศักยภาพของบริษัท (Friede et al., 2015; Eccles et al., 2014) สำหรับประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้ตระหนักถึงความสำคัญของ ESG และได้จัดทำ “SET ESG Rating” เพื่อรวบรวมและคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG โดดเด่น โดยเฉพาะบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมอย่างเป็นระบบ การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวไม่เพียงช่วยเสริมสร้างความโปร่งใสและภาพลักษณ์องค์กรเท่านั้น แต่ยังเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการตัดสินใจของนักลงทุน โดยเฉพาะกลุ่มกองทุนรวมเพื่อความยั่งยืน (Sustainable Funds) ที่ใช้เกณฑ์ ESG เป็นเครื่องมือหลักในการคัดกรองการลงทุน

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่าในงานวิจัยต่างประเทศมีหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ชี้ให้เห็นว่า ESG Disclosure และตัวชี้วัดทางการเงินสามารถส่งผลร่วมกันต่อมูลค่าหลักทรัพย์ จะเห็นได้ว่ามีงานของ Li et al. (2021) ศึกษาพบว่า การ

เปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมในประเทศจีนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมสูง ขณะที่ Clark et al. (2015) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีแนวปฏิบัติด้านความยั่งยืนที่เข้มแข็งสามารถสร้างผลประโยชน์ทางการเงินได้ดีกว่าคู่แข่งในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทยของ บุญเลิศ จิตรมณีโรจน์ (2564) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับมูลค่าหลักทรัพย์บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพสูง มักมีราคาหลักทรัพย์อยู่ในระดับสูงกว่าบริษัทอื่น เมื่อมีการควบคุมปัจจัยทางการเงินอย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่เจาะจงศึกษาเฉพาะมิติด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) แยกจากองค์ประกอบด้านสังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) และนำมาวิเคราะห์ร่วมกับตัวชี้วัดทางการเงินอย่างเป็นระบบยังมีจำนวนจำกัด

ดังนั้นการวิจัยที่มุ่งวิเคราะห์ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการสิ่งแวดล้อมและผลการดำเนินงานทางการเงินต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) จึงมีความสำคัญอย่างยิ่ง ไม่เพียงแต่ช่วยสะท้อนบทบาทของการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพต่อการสร้างความเชื่อมั่นและความโปร่งใสในตลาดทุนไทย แต่ยังช่วยให้ได้ข้อเสนอเชิงนโยบายที่เป็นประโยชน์ต่อผู้กำกับดูแล นักลงทุน และบริษัทจดทะเบียนในการยกระดับมาตรฐานการสื่อสารด้านความยั่งยืน เชื่อมโยงการดำเนินงานกับผลตอบแทนทางเศรษฐกิจได้อย่างเป็นรูปธรรม

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมที่ส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของผลการดำเนินงานทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของกลุ่มดัชนีของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐาน

1. การเปิดเผยข้อมูลการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ วัดค่าโดยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ผลการดำเนินงานทางการเงินมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ วัดค่าโดยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. การเปิดเผยข้อมูลการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ วัดค่าโดยอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. ผลกระทบของผลการดำเนินงานทางการเงิน มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ วัดค่าโดยอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) จำนวน 118 บริษัท โดยจะศึกษาข้อมูลระหว่างปี 2565 - 2567 รวมระยะเวลา 3 ปี กลุ่มตัวอย่างวิจัยในครั้งนี้

ได้แก่ การคัดเลือกแบบเจาะจง คือ บริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG) ซึ่งมีการเปิดเผยข้อมูลการจัดการสิ่งแวดล้อม ไม่รวมบริษัทในหมวดสถาบันการเงิน และบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีไม่ตรงรอบปีปฏิทินและบริษัท ที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน จำนวน 34 บริษัท ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาวิจัยรวมจำนวนทั้งสิ้น 84 บริษัท

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

แบบบันทึกข้อมูลการเก็บรวบรวมข้อมูล ใช้ข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) และรายงานประจำปี จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเก็บรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมและข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานจากงบการเงินของบริษัทของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้อาศัยข้อมูลทุติยภูมิ ทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตามจากฐานข้อมูลงบการเงินรายปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) รายงานความยั่งยืน (Sustainability Reports) รายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และข้อมูลงบการเงินและผลประกอบการของบริษัทในดัชนีความยั่งยืน (SET ESG Index) ระหว่างปี พ.ศ. 2565 ถึง พ.ศ. 2567 รวมระยะเวลา 3 ปี

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยครั้งนี้ดำเนินการโดยนำข้อมูลที่ได้รวบรวม มาทำการลงรหัสและประมวลผลข้อมูล โดยใช้วิธีการทดสอบทางสถิติด้วยโปรแกรม SPSS

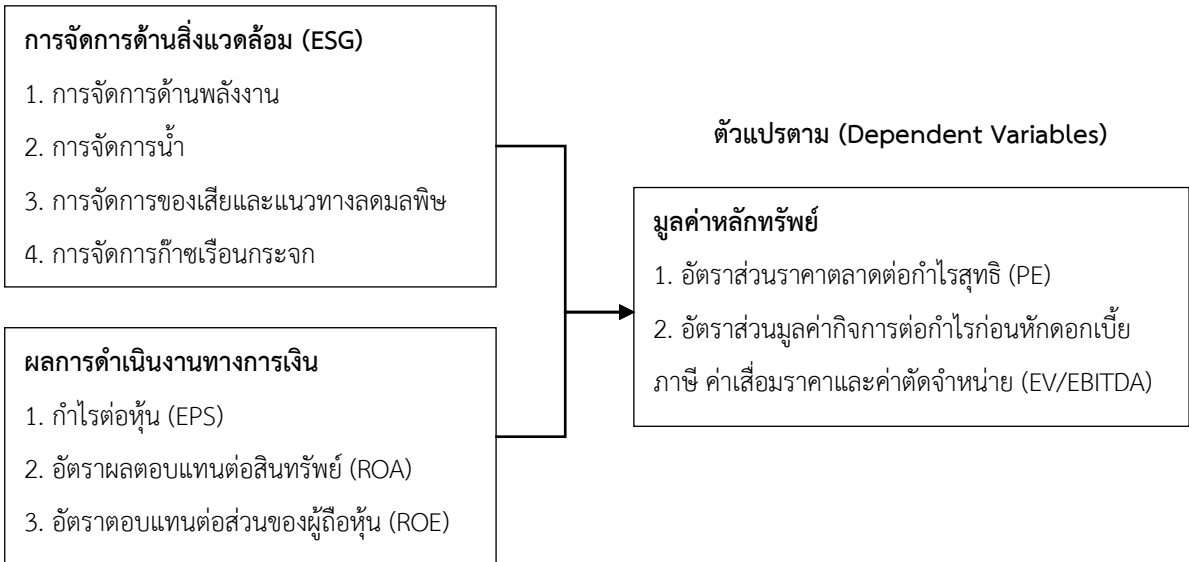
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

1. การวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยครั้งนี้ดำเนินการเป็นลำดับขั้นตอนเพื่อให้สามารถตอบคำถามวิจัยและทดสอบสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยเริ่มจาก การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อศึกษาคุณลักษณะของตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา โดยแสดงผลเป็นค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) โดยใช้ (1) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรอื่น ๆ และดูทิศทางของความสัมพันธ์ว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวก เชิงลบ หรือไม่สัมพันธ์กัน โดยพิจารณาค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 (พาดิณัก อรุณสดี, 2563) พร้อมพิจารณาระดับความสัมพันธ์ตามเกณฑ์ของ อโนทัย ตรีวานิช (2552) และ (2) การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อศึกษาผลกระทบของตัวแปรอิสระ ได้แก่ การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (EM) และผลการดำเนินงานทางการเงิน (FP) ต่อตัวแปรตาม คือ มูลค่าหลักทรัพย์ (MV) ทั้งนี้ ได้มีการตรวจสอบสมมติฐานของการวิเคราะห์ถดถอย ได้แก่ การกระจายตัวของค่าคลาดเคลื่อนแบบปกติ (Normality) ความเป็นอิสระของค่าคลาดเคลื่อน (Independence of Errors) ความแปรปรวนคงที่ (Homoscedasticity) และปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยแบบจำลองการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณประกอบด้วย

กรอบแนวคิดในการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาถึงผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม และผลดำเนินงานทางการเงินที่มีผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย (Conceptual Framework)

ผลการวิจัย

1. การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ผลการวิจัยพบว่า การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย กำไรต่อหุ้น (EPS), อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA), อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), การจัดการพลังงาน (Energy Management), การจัดการน้ำ (Water Management), การจัดการของเสียและแนวทางลดมลพิษ (Waste & Pollution Management) และการจัดการก๊าซเรือนกระจก (Greenhouse Gas Management) โดยพิจารณาค่าเฉลี่ย (Mean), ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD), ค่าต่ำสุด (Min) และค่าสูงสุด (Max) ได้ดังนี้

ตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรทางการเงิน

ตัวแปร (Variables)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (SD)
กำไรต่อหุ้น (EPS)	-1.01	21.60	1.7443	3.11725
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)	-.94	26.99	8.9315	5.75613
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	-14.06	48.84	12.6066	9.17214
การจัดการด้านพลังงาน (EGM)	.00	.75	.4106	.15130
การจัดการน้ำ (WM)	.00	.93	.4515	.19928
การจัดการของเสียและแนวทางลดมลพิษ (WAM)	.00	1.00	.5797	.26512

ตัวแปร (Variables)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (SD)
การจัดการก๊าซเรือนกระจก (GHGM)	.00	.95	.4248	.11752
อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E)	.00	119.00	21.7613	17.62726
อัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA)	-35.68	227.71	16.0750	17.55251

จากตารางที่ 1 พบว่า ตัวแปรทางการเงิน ได้แก่ **กำไรต่อหุ้น (EPS)** มีค่าต่ำสุด -1.01 และค่าสูงสุด 21.60 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.7443 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 3.11725 แสดงว่ามีการกระจายตัวของผลการดำเนินงานค่อนข้างกว้าง โดยบางบริษัทมีผลประกอบการติดลบ ขณะที่บางบริษัทสร้างกำไรต่อหุ้นได้สูงมาก **อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)** มีค่าต่ำสุด -0.94 และค่าสูงสุด 26.99 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 8.9315 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 5.75613 สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่สามารถสร้างผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ได้ในระดับบวก แม้จะมีบางบริษัทที่มีผลตอบแทนติดลบเล็กน้อยก็ตาม **อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)** มีค่าต่ำสุด -14.06 และค่าสูงสุด 48.84 ค่าเฉลี่ย 12.6066 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 9.17214 แสดงว่าบริษัทส่วนใหญ่มีผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นในเชิงบวก แต่ยังมีบางบริษัทที่ขาดทุนหรือสร้างผลตอบแทนที่ต่ำมาก ทำให้ค่าการกระจายสูง

ในส่วนของตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมพบว่า **การจัดการด้านพลังงาน (EGM)** มีค่าต่ำสุด 0.00 และค่าสูงสุด 0.75 ค่าเฉลี่ย 0.4106 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.15130 แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่มีการดำเนินการจัดการด้านพลังงานในระดับปานกลาง **การจัดการน้ำ (WM)** มีค่าต่ำสุด 0.00 และค่าสูงสุด 0.93 ค่าเฉลี่ย 0.4515 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.19955 สะท้อนว่าบริษัทมีระดับการจัดการน้ำที่แตกต่างกันค่อนข้างมาก บางแห่งมีการดำเนินงานในระดับสูง ขณะที่บางแห่งยังไม่มี การดำเนินการเลย **การจัดการของเสียและแนวทางลดมลพิษ (WAM)** มีค่าต่ำสุด 0.00 และค่าสูงสุด 1.00 ค่าเฉลี่ย 0.5797 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.26627 เป็นตัวแปรที่มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดเมื่อเทียบกับตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมอื่น แสดงว่าบริษัทส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการจัดการของเสียและการลดมลพิษมากกว่าในด้านอื่น **การจัดการก๊าซเรือนกระจก (GHGM)** มีค่าต่ำสุด 0.00 และค่าสูงสุด 0.95 ค่าเฉลี่ย 0.4248 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.11767 สะท้อนว่าบริษัทส่วนใหญ่มีระดับการจัดการก๊าซเรือนกระจกอยู่ในระดับปานกลาง และมีการกระจายตัวไม่มากนักเมื่อเทียบกับตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมอื่น ๆ นอกจากนี้ **อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E)** สะท้อนการประเมินมูลค่าหุ้นเมื่อเทียบกับกำไรสุทธิ โดยมีค่าเฉลี่ย 21.76 บ่งชี้ระดับมูลค่าปานกลางถึงสูง และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 17.63 แสดงถึงความแตกต่างระหว่างบริษัท **ส่วนอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อ EBITDA (EV/EBITDA)** มีค่าเฉลี่ย 16.08 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 17.55 ซึ่งให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่มีการประเมินมูลค่ากิจการในระดับสูง แต่ก็มี ความแตกต่างระหว่างบริษัทอย่างมาก

2. การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรโดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) ในการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรอื่น ๆ และดูทิศทางของความสัมพันธ์ โดยพิจารณาค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 (พาณิกต์ อรุณสดี, 2563) โดยผลการวิเคราะห์ได้ดังนี้

ตารางที่ 2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation Analysis)

ตัวแปรอิสระ	EPS	ROA	ROE	EGM	WM	WAM	GHGM
EPS	1						
ROA	.222**	1					
ROE	.308**	.765**	1				
EGM	.142*	.032	-.057	1			
WM	.096	-.186**	-.194**	.354**	1		
WAM	.160*	-.118	-.139*	.355**	.599*	1	
GHGM	.032	-.191**	-.199**	.126*	.313**	.127*	1

หมายเหตุ: **, * ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากตารางที่ 2 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวก โดยระหว่างกำไรต่อหุ้น (EPS) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่า r อยู่ที่ 0.222 และ 0.308 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าหากบริษัทมีผลตอบแทนจากการดำเนินงานสูงจะส่งผลให้กำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นไปด้วย ยิ่งไปกว่านั้นอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกสูงมาก โดยมีค่า r เท่ากับ 0.765 ซึ่งสอดคล้องกับหลักทางการเงิน สะท้อนให้เห็นศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนของบริษัท ด้านความสัมพันธ์ภายในกลุ่มตัวแปรสิ่งแวดล้อม (ESG) นั้นพบว่า การจัดการพลังงาน (EGM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการน้ำ (WM) และการจัดการของเสียและแนวทางลดมลพิษ (WAM) โดยมีค่า r เท่ากับ 0.354 และ 0.355 ตามลำดับ แสดงให้เห็นถึงการดำเนินงานที่ส่งเสริมกัน ในกรณีที่บริษัทลงทุนด้านการจัดการพลังงานนั้นมักจะมีการจัดการน้ำและการจัดการของเสียควบคู่กัน ในทำนองเดียวกันกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการน้ำ (WM) และการจัดการของเสียและแนวทางลดมลพิษ (WAM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกสูงที่ r เท่ากับ 0.599 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 นอกจากนี้การจัดการน้ำ (WM) ยังมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการก๊าซเรือนกระจก (GHGM) ที่ r เท่ากับ 0.313 และการจัดการของเสียและแนวทางลดมลพิษ (WAM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการก๊าซเรือนกระจก (GHGM) โดยมีค่า r อยู่ที่ 0.127 ซึ่งความสัมพันธ์นี้แสดงถึงแนวโน้มการจัดการด้านทรัพยากรและของเสียสัมพันธ์กับการจัดการก๊าซเรือนกระจก ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมกับตัวแปรทางการเงินนั้นจะเห็นได้ว่า การจัดการพลังงาน (EGM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่า r เท่ากับ 0.142 แสดงให้เห็นว่าการจัดการด้านพลังงานมีแนวโน้มส่งผลต่อกำไรต่อหุ้น ในขณะที่การจัดการน้ำ (WM) และการจัดการของเสียและแนวทางลดมลพิษ (WAM) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีการลงทุนด้านการจัดการน้ำหรือการจัดการของเสียอาจมีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผู้ถือหุ้นลดลง เช่นเดียวกับการจัดการก๊าซเรือนกระจก (GHGM) ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยมีค่า r อยู่ที่ -0.191 และ -0.199 ตามลำดับ

3. การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

3.1 ผลของตัวแปรทางการเงินต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price-to-Earnings Ratio: PE)

ตารางที่ 3 แสดงผลกระทบผลการดำเนินงานทางการเงินกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price-to-Earnings Ratio: PE)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	21.565	1.193		18.073	.000		
EPS	-.471	.209	-.083	-2.249	.025*	.956	1.046
ROA	.549	.212	.179	2.593	.010*	.273	3.657
ROE	-.308	.134	-.161	-2.302	.022*	.269	3.718

R = .128, R² = .016, Adjusted R² = .012, Durbin-Watson = 1.681

จากตารางที่ 3 จากการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อตรวจสอบผลกระทบของผลการดำเนินงานทางการเงินต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (PE) พบว่า แบบจำลองมีค่า R = 0.128, R² = 0.016 และ Adjusted R² = 0.012 ทั้งนี้ การตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์พหุคูณ (Multicollinearity) พบว่า ค่า VIF ของตัวแปรทั้งหมดมีค่า VIF < 10 โดยอยู่ระหว่าง 1.046 ถึง 3.718 จึงไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์พหุคูณที่รุนแรง นอกจากนี้ ค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.681 แสดงว่าไม่มีปัญหา autocorrelation ที่รุนแรง

ผลการวิเคราะห์พบว่าแบบจำลองที่ใช้กำไรต่อหุ้น (EPS) โดยมีค่า Beta = -0.471, t = -2.249 และค่า Sig. = 0.025 แสดงถึงความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเมื่อกำไรต่อหุ้น (EPS) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (PE) ลดลง เช่นเดียวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่มีค่า Beta = -0.308, t = -2.302 และ Sig. = 0.022 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (PE) โดยมีค่า Beta = 0.549, t = 2.593 และ Sig. = 0.010 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์สร้างผลตอบแทนสูงอาจได้รับการประเมินมูลค่าหุ้นสูงขึ้นและทำให้อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (PE) สูงขึ้นด้วย

สรุปได้ว่าตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 ตัวแปรมีอิทธิพลต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (PE) อย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ถึงแม้ว่าความสามารถในการอธิบายความแปรผันของค่า PE โดยรวมจะค่อนข้างต่ำ แต่ก็สะท้อนให้เห็นว่าตลาดให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ในเชิงบวก ขณะที่กำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ส่งผลเชิงลบต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (PE)

3.2 ผลของตัวแปรการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price-to-Earnings Ratio: PE)

ตารางที่ 4 ตารางแสดงผลกระทบการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการสิ่งแวดล้อมกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price-to-Earnings Ratio: PE)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	31.448	2.866		10.974	.000		
EGM	2.745	4.584	.024	.599	.550	.840	1.190

Model	Unstandardized		Standardized	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	Coefficients		Coefficients			Tolerance	VIF
	B	Std. Error	Beta				
WM	-5.101	4.239	-.058	-1.203	.229	.567	1.765
WAM	-1.955	3.067	-.029	-.638	.524	.611	1.635
GHGM	-17.364	5.720	-.116	-3.036	.002	.895	1.118

$R = .152$, $R^2 = .023$, Adjusted $R^2 = .018$, Durbin-Watson = 1.830

จากตารางที่ 4 พบว่าแบบจำลองมีค่า $R = 0.152$, $R^2 = 0.023$ และ Adjusted $R^2 = 0.018$ ทั้งนี้ค่า VIF ของตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อมทั้งหมดอยู่ระหว่าง 1.118 ถึง 1.765 ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่ยอมรับได้ ($VIF < 10$) จึงสรุปได้ว่าไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์พหุคูณที่รุนแรง (Multicollinearity) นอกจากนี้ ค่า Dublin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.830 แสดงว่าไม่มีปัญหา autocorrelation ที่รุนแรง

ผลการวิเคราะห์พบว่าการจัดการด้านพลังงาน (EGM) ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (PE) โดยมีค่า Beta = 2.745, $t = 4.584$ และ Sig. = 0.550 เช่นเดียวกับการจัดการน้ำ (WM) และการจัดการของเสียและแนวทางลดมลพิษ (WAM) ที่มีค่า Sig. เท่ากับ 0.229 และ 0.524 ตามลำดับ

ในทางกลับกันการจัดการก๊าซเรือนกระจก (GHGM) มีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่า Beta = -17.364, $t = -3.036$ และ Sig. = 0.002 สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่ดำเนินการด้านการจัดการก๊าซเรือนกระจกมากขึ้นจะมีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (PE) ลดลง

สรุปได้ว่าตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม (ESG) ไม่สามารถอธิบายอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (PE) ได้อย่างมีนัยสำคัญ ยกเว้นการจัดการก๊าซเรือนกระจก (GHGM) ที่มีผลเชิงลบต่อค่า PE อย่างชัดเจน

3.3 ผลของตัวแปรผลการดำเนินงานทางการเงินต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Enterprise Value to Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, and Amortization: EV/EBITDA)

ตารางที่ 5 ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA)

Model	Unstandardized		Standardized	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	Coefficients		Coefficients			Tolerance	VIF
	B	Std. Error	Beta				
(Constant)	18.107	1.188		15.237	.000		
EPS	-.602	.208	-.107	-2.891	.004	.956	1.046
ROA	.078	.211	.026	.369	.712	.273	3.657
ROE	-.133	.133	-.069	-.996	.319	.269	3.718

$R = .127$, $R^2 = .016$, Adjusted $R^2 = .012$, Durbin-Watson = 1.830

จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์พบว่าแบบจำลองมีค่า $R = 0.127$, $R^2 = .016$, Adjusted $R^2 = .012$ ทั้งนี้การตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์พหุคูณ (Multicollinearity) ไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์พหุคูณที่รุนแรง มีค่า VIF อยู่ในเกณฑ์ที่รับได้ ($VIF < 10$) โดยมีค่าระหว่าง 1.046 ถึง 3.718 นอกจากนี้ ค่า Dublin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.830 แสดงว่าไม่มีปัญหา autocorrelation ที่รุนแรง

เมื่อพิจารณาตัวแปรรายตัวพบว่า กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลเชิงลบต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ Beta = -0.602, $t = -2.891$ และ Sig. = 0.004 สะท้อนให้เห็นว่าหากบริษัทมีกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นจะสัมพันธ์กับอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA) ที่ลดลง ขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่มีนัยสำคัญต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA) โดยพบว่ามีค่า Sig. เท่ากับ 0.712 และ 0.319 ตามลำดับ

สรุปได้ว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรทางการเงินตัวแปรเดียวเท่านั้นที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์เชิงลบ

3.4 ผลของตัวแปรการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Enterprise Value to Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, and Amortization: EV/EBITDA)

ตารางที่ 6 ตารางแสดงผลกระทบระหว่างตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม กับอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	18.520	2.862		6.471	.000		
EGM	6.776	4.578	.058	1.480	.139	.840	1.190
WM	-11.846	4.233	-.134	-2.799	.005	.567	1.765
WAM	5.308	3.063	.080	1.733	.083	.611	1.635
GHGM	-6.962	5.712	-.047	-1.219	.223	.895	1.118

$R = .132$, $R^2 = .017$, Adjusted $R^2 = .012$, Durbin-Watson = 1.807

จากตารางที่ 6 พบว่าผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณระหว่างตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA) มีค่า $R = 0.132$, $R^2 = 0.017$ และ Adjusted $R^2 = 0.012$ นอกจากนี้ ค่า Dublin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.807 แสดงว่าไม่มีปัญหา autocorrelation ที่รุนแรง แบบจำลองนี้จึงมีความน่าเชื่อถือในเชิงสถิติ เมื่อพิจารณาตัวแปรรายตัวพบว่า การจัดการด้านพลังงาน (EGM) การจัดการของเสียและแนวทางลดมลพิษ (WAM) และการจัดการก๊าซเรือนกระจก (GHGM) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA) โดยมีค่า

Sig. เท่ากับ 0.139, 0.083 และ 0.223 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัวแปรนี้ไม่ส่งผลชัดเจนต่อตัวแปรตาม

ในขณะที่การจัดการน้ำ (WM) มีนัยสำคัญทางสถิติเชิงลบต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA) โดยมีค่า Beta = -11.846, $t = -2.799$ และ Sig. = 0.0567 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการจัดการน้ำ (WM) อาจสัมพันธ์กับการลดลงของอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA)

แม้ว่าตัวแปรด้านสิ่งแวดล้อม ส่วนใหญ่ไม่มีนัยสำคัญ แต่การจัดการน้ำ (WM) กลับเป็นปัจจัยเดียวที่ส่งผลในเชิงลบและมีนัยสำคัญต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA) ซึ่งอาจเกิดจากต้นทุนการดำเนินงานหรือมาตรการที่เกี่ยวข้องกับการใช้น้ำของบริษัทที่สูงขึ้นจึงส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการต่อผลกำไร

สรุปผล

การวิจัยเรื่องผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม และผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในดัชนีความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปและอภิปรายผลตามวัตถุประสงค์การวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ที่คาดว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมมีผลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ผลการวิจัยพบว่า การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมเช่น การจัดการพลังงาน การจัดการน้ำ และการจัดการของเสียและแนวทางลดมลพิษ ไม่ส่งผลต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ ขณะที่จัดการก๊าซเรือนกระจก (GHGM) กลับมีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนว่า การลงทุนด้าน GHGM อาจก่อให้เกิดต้นทุนการดำเนินงานในระยะสั้นและส่งผลกระทบต่อความคาดหวังของนักลงทุน ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่ระบุว่าบริษัทที่มีความโปร่งใสและมีความรับผิดชอบต่อในการเปิดเผยข้อมูลจะได้รับการยอมรับและสนับสนุนจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย สามารถส่งผลต่อมูลค่าบริษัท (Freeman, 1984) และทฤษฎี Legitimacy Theory ที่เชื่อว่าบริษัทอาจลงทุนด้าน ESG เพื่อสร้างความชอบธรรมต่อสังคม แต่ประโยชน์เชิงตลาดอาจยังไม่สะท้อนในระยะสั้น (Suchman, 1995)

สมมติฐานที่ 2 ซึ่งคาดว่า ผลการดำเนินงานทางการเงินมีผลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ผลการวิจัยพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ P/E ขณะที่กำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) กลับมีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนถึงความสำคัญของการใช้สินทรัพย์ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ และชี้ให้เห็นว่าผลตอบแทนทางการเงินบางประเภทอาจสะท้อนความคาดหวังของตลาดแตกต่างออกไป ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่เสนอว่าตัวเลขกำไรสูงไม่จำเป็นต้องสะท้อนคุณภาพผลประกอบการหากนักลงทุนมองว่ากำไรเกิดจากกิจกรรมชั่วคราวหรือมีความเสี่ยงสูง (Healy & Palepu, 2001)

สมมติฐานที่ 3 ที่คาดว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมมีผลเชิงบวกต่ออัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA) จากการวิจัย พบว่าตัวแปร ESG ส่วนใหญ่ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อ EV/EBITDA ยกเว้นการจัดการน้ำ ที่ปรากฏผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ อาจสะท้อนต้นทุนการดำเนินงานหรือมาตรการด้านน้ำที่สูงขึ้น

สมมติฐานที่ 4 ซึ่งคาดว่า ผลการดำเนินงานทางการเงินมีผลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินพบว่า EPS มีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อ EV/EBITDA ขณะที่ ROA และ ROE ไม่ปรากฏผลอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าในระยะสั้น การสร้างกำไรต่อหุ้นสูงอาจสัมพันธ์กับการลดลงของ EV/EBITDA

นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่พบว่า ในตลาดเกิดใหม่ (emerging markets) เช่น ประเทศไทย นักลงทุนอาจยังไม่ได้ให้ความสำคัญสูงกับข้อมูล ESG ในการตัดสินใจลงทุน ทำให้ผลกระทบของ ESG ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ไม่ชัดเจน (Khan et al., 2016; Ioannou & Serafeim, 2015) ข้อค้นพบเหล่านี้ชี้ให้เห็นถึงความจำเป็นในการพิจารณาต้นทุนและผลตอบแทนเชิงเศรษฐกิจควบคู่ไปกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืน และสะท้อนถึงข้อจำกัดในการใช้ตัวชี้วัด ESG เพียงอย่างเดียวในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ โดยสรุป ตัวแปรทางการเงินและตัวแปรด้าน ESG มีอิทธิพลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท แต่ลักษณะผลกระทบมีความซับซ้อนและไม่เป็นไปตามทิศทางบวกทั้งหมดตามสมมติฐาน เช่น ROA มีผลบวกต่อ P/E ขณะที่ EPS และ ROE มีผลลบ ส่วนตัวแปร ESG ส่วนใหญ่ไม่มีผลชัดเจนต่อ PE และ EV/EBITDA แต่การจัดการน้ำและก๊าซเรือนกระจกมีผลลบอย่างชัดเจนต่อมูลค่าหลักทรัพย์

ข้อเสนอแนะ

1. การปรับปรุงกลยุทธ์ ESG ของบริษัท

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมบางตัว เช่น การจัดการก๊าซเรือนกระจก (GHGM) และการจัดการน้ำ (WM) มีผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ในเชิงลบ ดังนั้นบริษัทควรพิจารณาปรับปรุงกลยุทธ์ ESG ให้สอดคล้องกับประสิทธิภาพทางการเงิน โดยเน้นการบริหารจัดการที่มีต้นทุนเหมาะสมและสามารถสร้างคุณค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและสิ่งแวดล้อมควบคู่กัน

2. การพัฒนาแนวทางการเปิดเผยข้อมูล ESG

การศึกษาแสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่วนใหญ่ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าหลักทรัพย์ บริษัทและหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนควรพัฒนามาตรฐานและแนวทางการเปิดเผยข้อมูล ESG ให้ชัดเจน ครอบคลุม และสามารถเปรียบเทียบได้ เพื่อเสริมสร้างความโปร่งใสและเพิ่มความน่าเชื่อถือในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

3. การประเมินผลกระทบทางการเงินควบคู่กับ ESG

เนื่องจากตัวแปรทางการเงิน เช่น EPS, ROA และ ROE มีผลต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิและ EV/EBITDA ในลักษณะที่ซับซ้อน ผู้บริหารและนักวิเคราะห์ควรประเมินผลกระทบทางการเงินควบคู่กับมาตรการ ESG เพื่อให้การตัดสินใจลงทุนมีความรอบคอบและสอดคล้องกับเป้าหมายความยั่งยืนขององค์กร

4. การวิจัยในอนาคต

งานวิจัยควรขยายตัวอย่างและระยะเวลาการศึกษา เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบระยะยาวของ ESG ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ รวมถึงพิจารณาตัวแปรควบคุมอื่น ๆ เช่น ลักษณะอุตสาหกรรม ขนาดบริษัท และสภาวะตลาด เพื่อให้ได้ผลการวิเคราะห์ที่มีความแม่นยำและสามารถสรุปเชิงนโยบายได้ชัดเจน

เอกสารอ้างอิง

- บุญเลิศ จิตรมณีโรจน์, (2564). การพัฒนาแบบจำลองการให้คะแนน ESG สำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย. *วารสารการเงินและการบัญชี*, 13(2), 55–68.
- พานิภัก อรุณสดีโส. (2563). *การวิเคราะห์สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยราชภัฏนครปฐม.
- อโนทัย ตรีนวนิช. (2552). *สถิติธุรกิจ*. พิมพ์ครั้งที่ 4. ขอนแก่น: ขอนแก่นการพิมพ์.

- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance*. Retrieved July 19, 2025. From <https://doi.org/10.2139/ssrn.2508281>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-8)
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053–1081. <https://doi.org/10.1002/smj.2260>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr.2016.91.6.1697>
- Li, Y., Li, X., & Liu, X. (2021). Corporate environmental performance and firm value: Evidence from water management in China. *Journal of Cleaner Production*, 294, 126254. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126254>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.2307/258718>