JFAC
ISSN 2672-9776

วารสารสภาวิชาชีพบัญชี

Journal of Federation of Accounting Professions



Download ในรูปแบบ E-book
ได้โดย Scan QR Code
www.tfac.or.th

JFAC วารสารสภาวิชาชีพบัญชี
Journal of Federation of Accounting Professions
ISSN 2672-9776 ปีที่ 8(2) ฉบับที่ 23 พฤษภาคม - สิงหาคม 2569

สาส์นจากบรรณาธิการ

นอกจาก AI ที่พูดกันดาษดื่นแล้ว เริ่มมีคำถามว่ายุค Quantum จะมาแทนยุค Digital เมื่อไรโลกจะไม่ได้ “สิ้นสุดยุคดิจิทัล” แล้วเข้าสู่ “ยุค Quantum” แบบฉับพลัน Quantum Computer ไม่ได้มาแทน Computer ทั่วไป แต่จะทำหน้าที่เฉพาะงานที่คอมพิวเตอร์ปัจจุบันแก้ไม่ได้ ตัวอย่างเช่น Optimization / Cryptography / Artificial Intelligence และ Drug Discovery การก้าวจาก Digital Economy ไปสู่ Quantum Economy นั้น คาดการณ์กันว่าช่วง 2030-2035 ธุรกิจจะเริ่มใช้ Quantum Cloud และปี 2035 เป็นต้นไปน่าจะเป็นจุดเริ่มต้นของ “Quantum Economy”

ประเด็นสำคัญคือ Quantum Technology จะเปลี่ยนโลกบัญชีอย่างไร ผลกระทบต่อวิชาชีพการบัญชีพอประมวลและสรุปเป็น 4 เรื่องสำคัญดังนี้ 1) Quantum computer ทำให้การสอบบัญชีต้องทำในลักษณะ 100% Realtime ทุกรายการธุรกรรมทันที ผลคือนำไปสู่ Continuous Assurance ในอนาคต 2) งบการเงินรายงานทางการเงินต้องจัดทำในเวลาที่รวดเร็วขึ้นจากเดิมหลายเท่า เช่น การจัดทำงบกำไรขาดทุนรายวัน 3) Fraud Detection โดย Quantum Machine Learning สามารถ ตรวจหา Hidden Pattern ที่ AI ปัจจุบันหาไม่เจอ เป็นประโยชน์อย่างยิ่งในคดีฟอกเงิน การตาม เส้นทางเงิน และการสืบค้นผู้รับประโยชน์คนสุดท้ายจากเครือข่ายบริษัทบังหน้า 4) ด้านความมั่นคง ปลอดภัยไซเบอร์ จากพลังประมวลผลมหาศาลของ Quantum ซึ่งเจาะระบบเข้ารหัสข้อมูลมาตรฐาน ปัจจุบันได้ ทำให้ข้อมูลลับทางธุรกิจและการเงินที่ถูกดักเก็บไว้ในปัจจุบันเสี่ยงถูกถอดรหัสใน อนาคต (HNDL: Harvest Now, Decrypt Later)

อย่าลืมคมคิดร่วมสมัยที่กล่าวว่าอนาคตมักมาในวันที่เราไม่พร้อม ขอเชิญทุกท่านมาร่วม ออกเดินทางเพื่อสำรวจปรากฏการณ์ที่พลิกโฉมวงการบัญชีอย่างน่าทึ่งนี้ไปพร้อมกัน



บรรณาธิการ
ผู้ช่วยศาสตราจารย์สมชาย ศุภธาดา

สารบัญ

◎ บทความวิจัย ◎

04 **ความสัมพันธ์ระหว่างสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับต้นทุนหนี้สิน ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย**
ปุณณดา จุลธีระ
วชิระ บุณยเนตร
ภาวิณี มะโนวรรณ

50 **ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรการสร้างกระแสเงินสดและการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**
ดร.จิรัฐติกาล วุฒิพันธุ์
ดร.จิราภา ชาลาธราวัฒน์
เข็มพร สุ่มมาตย์

28 **อิทธิพลของคุณลักษณะประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงสุด และโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100**
รจนา ขุนแก้ว *พีรณัฐ พันธ์พืช*
วีระวรรณ ศิริพงษ์ *เอกภัทร ช้ายลิ้มสร้าง*
ณัฏฐณิชา ศิริประภา

บรรณาธิการ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์สมชาย ศุภธาดา
- *มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*

ที่ปรึกษา

ศาสตราจารย์หิรัญ รดีศรี
ศาสตราจารย์วิโรจน์ เลาหะพันธุ์
นายวินิจ ศิลามงคล
รองศาสตราจารย์ ดร.เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย

กองบรรณาธิการบริหารและกลั่นกรองบทความ

รองศาสตราจารย์ ดร.วชิระ บุณยเนตร *จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย*
รองศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจั่นเพชร *ผู้ทรงคุณวุฒิ สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์*
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ *มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*

กองบรรณาธิการกลั่นกรองบทความ (ภายนอก)

นางวารุณี ปรีดานนท์
- *ประธานคณะกรรมการวิชาชีพบัญชีด้านการวางระบบบัญชี สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์*

นางนันทนา สังขวิจิตร
- *คณะอนุกรรมการด้านการพัฒนาวิชาชีพบัญชี สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์*

รองศาสตราจารย์ ดร.พนารัตน์ ปานมณี
รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ดิชพงศ์ พงศ์ภัทรชัย
- *มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*

รองศาสตราจารย์ ดร.เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย
- *จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย*

รองศาสตราจารย์ ดร.สุนีย์รัตน์ วุฒิจินดานนท์
รองศาสตราจารย์ ดร.อุษารัตน์ ธีรธร
- *มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์*

รองศาสตราจารย์ ดร.สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์
- *มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์*

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นิ่มนวล วิเศษสรรพ์
- *มหาวิทยาลัยรังสิต*

ดร.กรัณฑรัตน์ บุญญวัฒน์
- *มหาวิทยาลัยกรุงเทพ*

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พเยีย เสงี่ยมวิบูล
- *McKendree University*

นางสาวธัญพร อธิกุลวริน
- *กรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์*

นางบุษกร ธีระปัญญาชัย
- *ธนาคารแห่งประเทศไทย*

นายสุรินทร์ ดลปัญญาเลิศ
นายชาญศักดิ์ วงษ์จันทร์
- *กรมสรรพากร*

นายสุเทพ พงษ์พิทักษ์
- *ผู้เชี่ยวชาญทางด้านภาษีอากร*

คุณมานิต พาณิชย์กุล
- *ชมรมผู้ตรวจสอบภายในธนาคารและสถาบันการเงิน*

นางวิไล บูรณกิตติโสภณ
- *บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิไชย สอบบัญชี จำกัด*

นางสายฝน อินทร์แก้ว
- *บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด*

ดร.สุวัจชัย เมฆะอำนวยชัย
ดร.เกียรตินิยม คุณติสุข
นายธวัชชัย เกียรติกวานกุล
- *บริษัท ดีลอยท์ ทู้ช โธมัทสุ ไซยยศ จำกัด*

ดร.สมศักดิ์ ประถมศรีเมฆ
- *นักวิชาการอิสระ*

ผู้ช่วยบรรณาธิการ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ขวัญหทัย มิตรภานนท์
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เมตตา เสมสมบูรณ์
- *มหาวิทยาลัยเกษมบัณฑิต*

นางสาวโสภิตา สุ่มสังข์
- *ผู้จัดการส่วนงานศูนย์วิจัยเพื่อความเป็นเลิศ สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์*

วารสารสภาวิชาชีพบัญชี
ปีที่ 8(2) ฉบับที่ 23 พฤษภาคม - สิงหาคม 2569



เจ้าของ
สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์
Federation of Accounting Professions
Under The Royal Patronage
of His Majesty the King

ที่อยู่สำนักงาน
เลขที่ 133 ถนนสุขุมวิท 21 (อโศกมนตรี)
แขวงคลองเตยเหนือ
เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110
โทรศัพท์ 02 685 2500
โทรสาร 02 685 2501

ออกแบบ
นายกวิน กิ้มยก
นางสาวสุขุมาลย์ แก้วสนั่น
นายชยากรณ์ นุกูล
นายกฤษณะ แก้วเจริญ
นายจิราวัฒน์ เพชรชู
นายชัยฤทธิ์ อนันตะ
ส่วนสื่อสารองค์กร
สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์

http://www.tfac.or.th
tfac@tfac.or.th
www.facebook.com/tfac.family
LINE@ @tfac.family

ความสัมพันธ์ระหว่างสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

The Relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) and Cost of Debt of Listed Companies in Thailand

ปุณณดา จุลธีระ
นักลงทุนสัมพันธ์ บริษัท พฤกษา โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
Email: poonnada_j@pruksa.com

วชิระ บุณยเนตร
รองศาสตราจารย์ ประจำภาควิชาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Email: wachira@cbs.chula.ac.th

ภาวิณี มะโนวรรณ
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ประจำภาควิชาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Email: pavinee@cbs.chula.ac.th

Poonnada Jultheera
Investor, Relations Specialist Pruksa Holding Plc.
Email: poonnada_j@pruksa.com

Wachira Boonyanet, Phd, CPA
Associate Professor, Chulalongkorn Business School
Email: wachira@cbs.chula.ac.th

Pavinee Manowan
Assistant Professor, Chulalongkorn Business School
Email: pavinee@cbs.chula.ac.th

ความสัมพันธ์ระหว่างสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ปุณณดา จุลธีระ
นักลงทุนสัมพันธ์ บริษัท พฤกษา โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
Email: poonnada_j@pruksa.com

วชิระ บุณยเนตร
รองศาสตราจารย์ ประจำภาควิชาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Email: wachira@cbs.chula.ac.th

ภาวิณี มะโนวรรณ
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ประจำภาควิชาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Email: pavinee@cbs.chula.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 19 พฤษภาคม 2569
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 20 มิถุนายน 2569
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 26 มิถุนายน 2569

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) กับต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt: COD) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 66 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2559-2567 รวมทั้งสิ้น 594 ตัวอย่าง ข้อมูล ESG ได้มาจากฐานข้อมูล Bloomberg และวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง Fixed Effects โดยการวิเคราะห์ครอบคลุมทั้งคะแนน ESG โดยรวม คะแนนรายมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ตลอดจนตัวแปรควบคุมทางการเงินที่เกี่ยวข้อง

ผลการศึกษาพบว่า คะแนน ESG โดยรวมและคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมแสดงค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับข้อคาดการณ์ทางทฤษฎี อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากสะท้อนว่า ESG ยังไม่ได้ถูกนำมาใช้ในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมอย่างชัดเจนในบริบทของประเทศไทย ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจอธิบายได้จากลักษณะของระบบการเงินไทยที่ยังพึ่งพาสถาบันการเงินเป็นหลัก รวมถึงคะแนนด้านสังคมและคะแนนด้านธรรมาภิบาลก็ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนหนี้สินเช่นเดียวกัน ในขณะที่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในตัวแปรควบคุม โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สิน ขณะที่อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สิน ผลการศึกษาสะท้อนว่าเจ้าหนี้ในประเทศไทยยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่าข้อมูล ESG ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตและกำหนดต้นทุนการกู้ยืมของกิจการ

คำสำคัญ: สิ่งแวดล้อม สังคม ธรรมาภิบาล ต้นทุนหนี้สิน อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ ขนาดกิจการ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน

The Relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) and Cost of Debt of Listed Companies in Thailand

Poonnada Jultheera
Investor, Relations Specialist Pruksa Holding Plc.
Email: poonnada_j@pruksa.com

Wachira Boonyanet, Phd, CPA
Associate Professor, Chulalongkorn Business School
Email: wachira@cbs.chula.ac.th

Pavinee Manowan
Assistant Professor, Chulalongkorn Business School
Email: pavinee@cbs.chula.ac.th

Received: May 19, 2026
Revised: June 20, 2026
Accepted: June 26, 2026

Abstract

This study examines the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) performance and the cost of debt (COD) of listed companies in Thailand. Using panel data from 66 listed firms during 2016-2024 (594 firm-year observations), ESG data were obtained from Bloomberg and analyzed using a Fixed Effects model. The analysis incorporates overall ESG scores, individual environmental, social, and governance pillar scores, and relevant financial control variables.

The findings indicate that the overall ESG score and the environmental score exhibit negative coefficients in relation to the cost of debt, which is consistent with theoretical expectations. However, these relationships are not statistically significant, suggesting that ESG performance has not yet been clearly incorporated into the determination of borrowing costs in the Thai context. This result may be explained by the characteristics of Thailand's financial system, which remains largely dependent on financial institutions. Meanwhile, the social and governance scores do not show statistically significant relationships with the cost of debt. In contrast, statistically significant relationships are observed among the control variables. Return on assets and firm size are negatively associated with the cost of debt, while the current ratio is positively associated with the cost of debt. Overall, the findings suggest that creditors in Thailand continue to place greater emphasis on traditional financial information than on ESG-related information when assessing credit risk and determining firms' borrowing costs.

Key word: Environment, Social, Governance, Cost of Debt, Return on Assets, Firm Size, Current Ratio

บทนำ

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในตลาดทุนทั่วโลก เนื่องจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเริ่มคาดหวังให้กิจการดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงความยั่งยืนควบคู่ไปกับผลตอบแทนทางเศรษฐกิจ โดยแนวคิด ESG ไม่ได้สะท้อนเพียงภาพลักษณ์หรือความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการเท่านั้น แต่ยังถูกมองว่าเป็นข้อมูลที่สามารถสะท้อนคุณภาพการบริหารจัดการ ความสามารถในการควบคุมความเสี่ยง และศักยภาพในการดำเนินธุรกิจระยะยาวของกิจการอีกด้วย ด้วยเหตุนี้นักลงทุน เจ้าหนี้ และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจำนวนมากจึงเริ่มนำข้อมูล ESG มาใช้ประกอบการตัดสินใจทางเศรษฐกิจมากขึ้น (Fiorillo et al., 2025; Shi et al., 2024)

ในมุมมองของเจ้าหนี้ ESG อาจเป็นข้อมูลที่ช่วยสะท้อนความเสี่ยงด้านเครดิตของกิจการ โดยเฉพาะความเสี่ยงที่ไม่สามารถสังเกตได้โดยตรงจากงบการเงิน เช่น ความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม ความเสี่ยงด้านชื่อเสียง ความเสี่ยงจากข้อพิพาทแรงงาน หรือความเสี่ยงจากการกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพ หากกิจการสามารถบริหารจัดการประเด็นดังกล่าวได้อย่างเหมาะสม เจ้าหนี้อาจประเมินว่ากิจการมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำกว่า และอาจนำไปสู่ต้นทุนการกู้ยืมที่ลดลง ในทางกลับกันหากกิจการมีปัญหาด้าน ESG เจ้าหนี้อาจเรียกร้องผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่สูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนหนี้สินเพิ่มขึ้นได้ (Du & Lu, 2025)

ในเชิงทฤษฎี ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินสามารถอธิบายได้ผ่านหลายแนวคิดสำคัญ โดย Stakeholder Theory อธิบายว่า กิจการที่ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและบริหารจัดการประเด็น ESG อย่างเหมาะสม อาจสามารถลดความเสี่ยงในการดำเนินงานและเพิ่มเสถียรภาพของกระแสเงินสดในระยะยาว ซึ่งส่งผลเชิงบวกต่อความสามารถในการชำระหนี้ ขณะที่ Information Asymmetry Theory อธิบายว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพอาจช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการกับเจ้าหนี้ ทำให้เจ้าหนี้สามารถประเมินความเสี่ยงของกิจการได้แม่นยำขึ้น และอาจลดส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เรียกร้องในการปล่อยสินเชื่อ (You et al., 2025) อย่างไรก็ตาม แม้ในเชิงทฤษฎี ESG จะมีแนวโน้มสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินในทิศทางเชิงลบ แต่ผลการศึกษาที่ผ่านมายังไม่ให้ข้อสรุปที่สอดคล้องกันทั้งหมด

งานวิจัยจำนวนหนึ่งพบว่า ESG สามารถช่วยลดต้นทุนหนี้สินได้ เนื่องจากเจ้าหนี้มองว่ากิจการที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูง มักมีความเสี่ยงต่ำกว่าและมีคุณภาพการบริหารจัดการที่ดีกว่า (Fiorillo et al., 2025; Shi et al., 2024; Johan et al., 2025) หรือบางกรณีพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่ ซึ่งเจ้าหนี้อาจยังให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่าข้อมูลด้าน ESG (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024; Su, 2026) ความไม่สอดคล้องของผลการศึกษาดังกล่าวสะท้อนว่า บทบาทของ ESG ต่อการกำหนดต้นทุนหนี้สินอาจขึ้นอยู่กับบริบทเชิงสถาบัน ระดับการพัฒนาของตลาดทุน คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูล ESG และระดับการยอมรับของผู้ให้สินเชื่อต่อข้อมูลด้านความยั่งยืน

สำหรับบริบทของประเทศไทย แม้ว่าการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และความยั่งยืนจะได้รับการส่งเสริมเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากหน่วยงานกำกับดูแลและตลาดทุน แต่การนำข้อมูล ESG ไปใช้ประกอบการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมอาจยังอยู่ในระยะเริ่มต้น ในทางปฏิบัติ เจ้าหนี้มักให้ความสำคัญกับข้อมูลที่สะท้อนความสามารถในการชำระหนี้โดยตรง เช่น ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสด ระดับภาระหนี้ สภาพคล่อง และหลักประกัน มากกว่าคะแนน ESG (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024) นอกจากนี้ ตลาดสินเชื่อของประเทศไทยยังมีลักษณะพึ่งพาสถาบันการเงินเป็นสำคัญ ทำให้กระบวนการพิจารณาสินเชื่ออาจยังเน้นข้อมูลทางการเงินและข้อมูลเชิงคุณภาพภายในมากกว่าข้อมูล ESG ที่เปิดเผยต่อสาธารณะ

แม้ว่างานวิจัยก่อนหน้าจะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินอย่างแพร่หลาย แต่ยังมีข้อจำกัดสำคัญหลายประการ ประการแรก ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ยังไม่ให้ข้อสรุปที่ชัดเจนและสอดคล้องกัน โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่ (Ariefianto et al., 2024; Su, 2026) ประการที่สอง งานวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินโดยใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ยังมีอยู่อย่างจำกัด ประการที่สาม งานวิจัยที่ใช้คะแนน ESG จาก Bloomberg ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล ยังมีไม่มากนักในบริบทของประเทศไทย ช่องว่างงานวิจัยดังกล่าวจึงนำไปสู่คำถามสำคัญว่า ESG สามารถอธิบายความแตกต่างของต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยได้มากน้อยเพียงใด ด้วยเหตุนี้งานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้คะแนน ESG จาก Bloomberg ทั้งในรูปคะแนน ESG โดยรวม และคะแนนรายมิติ ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental: E) ด้านสังคม (Social: S) และด้านธรรมาภิบาล (Governance: G) ภายใต้กรอบการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data และประมาณค่าด้วยแบบจำลอง Fixed Effects เพื่อควบคุมความแตกต่างเฉพาะของแต่ละกิจการและผลกระทบตามช่วงเวลา งานวิจัยนี้คาดว่าจะมีส่วนช่วยเติมเต็มวรรณกรรมในหลายด้าน กล่าวคือ ในเชิงวิชาการ งานวิจัยช่วยขยายหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับบทบาทของ ESG ต่อการกำหนดต้นทุนหนี้สินในบริบทของตลาดเกิดใหม่ โดยเฉพาะประเทศไทย ขณะที่ในเชิงปฏิบัติ ผลการศึกษาจะช่วยให้ผู้บริหาร นักลงทุน เจ้าหนี้ และหน่วยงานกำกับดูแลเข้าใจมากขึ้นว่า ข้อมูล ESG ถูกสะท้อนเข้าสู่การประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตและต้นทุนการกู้ยืมมากน้อยเพียงใด ซึ่งอาจเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของกิจการในอนาคต

การทบทวนวรรณกรรม

กรอบแนวคิดเชิงทฤษฎีเกี่ยวกับ ESG และต้นทุนหนี้สิน

Stakeholder Theory

Stakeholder Theory (Freeman et al., 2010) อธิบายว่า กิจการไม่ได้ดำเนินงานเพื่อตอบสนองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเพียงกลุ่มเดียว แต่ต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลายฝ่าย เช่น พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชน หน่วยงานกำกับดูแล เจ้าหนี้ และสังคมโดยรวม ความสามารถในการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจึงมีความสำคัญต่อเสถียรภาพและความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว ภายใต้กรอบแนวคิดนี้ ESG ถือเป็นกลไกที่สะท้อนคุณภาพของการบริหารจัดการผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย กิจการที่ให้ความสำคัญกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล อาจสามารถลดความเสี่ยงจากข้อพิพาททางกฎหมาย ความเสียหายต่อชื่อเสียง ความขัดแย้งด้านแรงงาน และความล้มเหลวในการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลให้กิจการมีเสถียรภาพของกระแสเงินสดและความสามารถในการชำระหนี้ที่ดีขึ้น ในมุมมองของเจ้าหนี้ กิจการที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูงมักถูกมองว่ามีความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำกว่า เนื่องจากมีความสามารถในการบริหารความเสี่ยงและรักษาความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงอาจได้รับต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่า (Fiorillo et al., 2025; Shi et al., 2024) อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจไม่ปรากฏอย่างชัดเจนในทุกบริบท โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ที่เจ้าหนี้ยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่าข้อมูล ESG หรือในกรณีที่ข้อมูล ESG ยังไม่สามารถสะท้อนความเสี่ยงด้านเครดิตได้อย่างเป็นรูปธรรม (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024; Su, 2026)

Information Asymmetry Theory

Information Asymmetry Theory (Bessler et al., 2011) อธิบายสถานการณ์ที่ผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน ความเสี่ยง และแนวโน้มการดำเนินงานในอนาคตมากกว่าเจ้าหนี้ ความไม่สมมาตรของข้อมูลดังกล่าวอาจทำให้เจ้าหนี้ประเมินความเสี่ยงของกิจการได้ไม่สมบูรณ์ และเรียกร้องผลตอบแทนในการปล่อยสินเชื่อสูงขึ้นเพื่อชดเชยความไม่แน่นอน ภายใต้กรอบแนวคิดนี้ การเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพและโปร่งใสมีบทบาทสำคัญในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการกับเจ้าหนี้ ส่งผลให้เจ้าหนี้สามารถประเมินความเสี่ยงและความสามารถในการชำระหนี้ได้แม่นยำมากขึ้น และอาจนำไปสู่ต้นทุนหนี้สินที่ลดลง ในบริบทของ ESG ข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลสามารถทำหน้าที่เป็นข้อมูลเสริมที่ช่วยสะท้อนความเสี่ยงซึ่งไม่สามารถสังเกตได้โดยตรงจากงบการเงิน เช่น ความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม ความเสี่ยงด้านชื่อเสียง ความเสี่ยงด้านแรงงาน และความเสี่ยงจากการกำกับดูแลกิจการ หากกิจการมีการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพ เจ้าหนี้อาจสามารถประเมินความเสี่ยงของกิจการได้อย่างครอบคลุมมากขึ้น ส่งผลให้ส่วนชดเชยความเสี่ยงในการปล่อยสินเชื่อลดลง (You et al., 2025)

แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนหนี้สินและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt) หมายถึง ต้นทุนหรือผลตอบแทนที่กิจการต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้เพื่อแลกกับการได้รับเงินทุนจากการกู้ยืม ไม่ว่าจะอยู่ในรูปเงินกู้ หุ้นกู้ หรือหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยอื่น ๆ โดยต้นทุนหนี้สินเป็นองค์ประกอบสำคัญของต้นทุนเงินทุนและมีผลต่อความสามารถในการทำกำไร มูลค่ากิจการ และการตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุน ในมุมมองของเจ้าหนี้ ต้นทุนหนี้สินสะท้อนระดับความเสี่ยงด้านเครดิตของกิจการ กล่าวคือ กิจการที่มีความเสี่ยงสูงย่อมเผชิญต้นทุนการกู้ยืมที่สูงกว่า

งานวิจัยด้านการเงินและการบัญชีชี้ว่า ต้นทุนหนี้สินได้รับอิทธิพลจากทั้งปัจจัยทางการเงินและปัจจัยที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน โดยในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ESG ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้น เนื่องจากอาจสะท้อนคุณภาพการบริหารจัดการ ความสามารถในการควบคุมความเสี่ยง และความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว ซึ่งภายใต้กรอบ Stakeholder Theory และ Information Asymmetry Theory นั้น ESG อาจช่วยลดต้นทุนหนี้สินผ่านการลดความเสี่ยงด้านเครดิตและลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการกับเจ้าหนี้ กล่าวคือ กิจการที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูง อาจได้รับการประเมินว่ามีความเสี่ยงต่ำกว่าและสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในต้นทุนที่ต่ำกว่าได้ หลักฐานเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่สนับสนุนแนวคิดดังกล่าว โดย (Apergis et al., 2022; Fiorillo et al., 2025; Shi et al., 2024; You et al., 2025) พบว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินผ่านการลด อุปสรรคด้านข้อมูล การเพิ่มความโปร่งใส และการปรับปรุงการรับรู้ความเสี่ยงของเจ้าหนี้ นอกจากนี้ (Yan et al., 2025) ยังพบว่าประสิทธิผลของ ESG อาจขึ้นอยู่กับคุณภาพของระบบตรวจสอบภายในและกลไกกำกับดูแลกิจการ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาในตลาดเกิดใหม่ยังไม่สอดคล้องกันทั้งหมด ตัวอย่างเช่น (Pramadhia & Nainggolan, 2025) พบว่า ESG โดยรวมไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินในอินโดนีเซีย ขณะที่ (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024) พบความสัมพันธ์เชิงบวกในประเทศไทย ซึ่งแตกต่างจากข้อคาดหมายทางทฤษฎี นอกจากนี้ (Wang et al., 2025) ยังเสนอประเด็น ESG Greenwashing โดยชี้ว่าเจ้าหนี้อาจไม่สามารถแยกแยะระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่สะท้อนผลการดำเนินงานจริงกับการสร้างภาพลักษณ์ด้าน ESG ได้อย่างสมบูรณ์

โดยสรุป วรรณกรรมล่าสุดสะท้อนว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนหนี้สินยังคงมีความซับซ้อน และขึ้นอยู่กับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล ESG กลไกกำกับดูแลกิจการ ระดับการพัฒนาของตลาดทุน และบริบทเชิงสถาบันของแต่ละประเทศ โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ที่การนำข้อมูล ESG ไปใช้ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตยังอยู่ในระยะพัฒนา

การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

ESG โดยรวมและต้นทุนหนี้สิน

Stakeholder Theory และ Information Asymmetry Theory สนับสนุนว่า ESG อาจช่วยลดต้นทุนหนี้สิน ผ่านการลดความเสี่ยงด้านเครดิต การเพิ่มความโปร่งใส และการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการกับเจ้าหนี้ กิจการที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูงจึงอาจถูกมองว่ามีคุณภาพการบริหารจัดการและความสามารถในการควบคุมความเสี่ยงที่ดีกว่า ส่งผลให้เจ้าหนี้เรียกร้องผลตอบแทนในการปล่อยสินเชื่อลดลง งานวิจัยจำนวนมากสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงลบดังกล่าว (Fiorillo et al., 2025; Shi et al., 2024; Johan et al., 2025) แต่จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎีและหลักฐานเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ งานวิจัยนี้คาดการณ์ว่า ESG โดยรวมมีแนวโน้มลดต้นทุนหนี้สิน

H1: คะแนน ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

มิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับต้นทุนหนี้สิน

แม้คะแนน ESG โดยรวมจะสะท้อนภาพรวมของการดำเนินงานด้านความยั่งยืน แต่แต่ละมิติของ ESG อาจส่งผลต่อการรับรู้ความเสี่ยงของเจ้าหนี้แตกต่างกัน มิติด้านสิ่งแวดล้อมสะท้อนความสามารถในการจัดการความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและกฎระเบียบ มิติด้านสังคมสะท้อนความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ขณะที่มิติด้านธรรมาภิบาลสะท้อนคุณภาพการกำกับดูแล ความโปร่งใส และประสิทธิภาพของการควบคุมภายใน งานวิจัยก่อนหน้าพบว่ามิติด้านธรรมาภิบาลมักมีบทบาทสำคัญต่อการลดต้นทุนหนี้สิน (Shi et al., 2024) ขณะที่มิติด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมอาจมีผลต่อความเสี่ยงในระยะยาว (Fiorillo et al., 2025) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ยังไม่สอดคล้องกัน โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ที่การใช้ข้อมูล ESG ในกระบวนการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตยังไม่แพร่หลาย ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงกำหนดสมมติฐานเพื่อทดสอบผลกระทบของแต่ละมิติของ ESG ดังนี้

H2a: คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

H2b: คะแนนด้านสังคมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

H2c: คะแนนด้านธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ระเบียบวิธีวิจัย

รูปแบบและแนวทางการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยมุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ภายใต้กรอบการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data ซึ่งเป็นข้อมูลที่ติดตามหน่วยวิเคราะห์เดียวกันในหลายช่วงเวลา การใช้ข้อมูลลักษณะดังกล่าวช่วยให้สามารถวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงภายในกิจการเดียวกันตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา และช่วยลดอคติที่อาจเกิดจากความแตกต่างเฉพาะของแต่ละกิจการซึ่งไม่สามารถสังเกตได้โดยตรง เช่น รูปแบบการบริหาร ความเสี่ยงเฉพาะอุตสาหกรรม หรือวัฒนธรรมองค์กร ในการประมาณค่า งานวิจัยเลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับควบคุมผลกระทบเฉพาะของแต่ละกิจการ (Firm-specific Effects) และผลกระทบตามช่วงเวลา (Time Effects) ซึ่งอาจส่งผลต่อต้นทุนหนี้สินของกิจการ โดยการเลือกใช้แบบจำลองดังกล่าวได้รับการสนับสนุนจากผลการทดสอบ Hausman Test ซึ่งชี้ว่าแบบจำลอง Fixed Effects มีความเหมาะสมมากกว่า Random Effects ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในการศึกษานี้

ประชากร กลุ่มตัวอย่าง และวิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรของการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม เพื่อให้สามารถวัดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้ครบถ้วน งานวิจัยจึงใช้วิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) โดยกำหนดเกณฑ์ดังต่อไปนี้ บริษัทต้องมีข้อมูลคะแนน ESG จาก Bloomberg อย่างต่อเนื่องตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา บริษัทต้องมีข้อมูลทางการเงินเพียงพอสำหรับการคำนวณตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม รวมทั้งบริษัทต้องมีข้อมูลต้นทุนหนี้สินและข้อมูลทางการเงินอื่นที่สามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์ Panel Data ได้อย่างครบถ้วน ภายใต้เกณฑ์ดังกล่าว กลุ่มตัวอย่างสุดท้ายประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนจำนวน 66 บริษัท ครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559-2567 รวมทั้งสิ้น 594 ตัวอย่าง การใช้ช่วงเวลาศึกษาที่ครอบคลุมหลายปีช่วยให้การวิเคราะห์สามารถสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินได้อย่างมีเสถียรภาพมากขึ้น และช่วยลดผลกระทบจากเหตุการณ์เฉพาะช่วงเวลาใดช่วงเวลาหนึ่ง

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิซึ่งรวบรวมจากฐานข้อมูล Bloomberg โดยข้อมูลที่ใช้ประกอบด้วยข้อมูลด้าน ESG และข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย สำหรับข้อมูล ESG งานวิจัยใช้คะแนน ESG ที่ประเมินโดย Bloomberg ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล โดยคะแนนดังกล่าวสะท้อนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของกิจการผ่านกระบวนการรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี รายงานความยั่งยืน และเอกสารเปิดเผยข้อมูลสาธารณะของกิจการ ส่วนข้อมูลทางการเงิน เช่น ต้นทุนหนี้สิน ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง ระดับภาระหนี้ และข้อมูลทางบัญชีอื่น ๆ ถูกเก็บรวบรวมจาก Bloomberg เช่นเดียวกัน เพื่อให้ข้อมูลมีความสอดคล้องกันตลอดช่วงเวลาศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยและนิยามเชิงปฏิบัติการ

ตัวแปรตามของการศึกษาคือ ต้นทุนหนี้สิน ซึ่งสะท้อนต้นทุนการกู้ยืมหรือภาระดอกเบี้ยที่กิจการต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ในช่วงเวลานั้น โดยคำนวณจากอัตราส่วนดอกเบี้ยจ่ายต่อหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ซึ่งเป็นแนวทางที่นิยมใช้ในงานวิจัยด้านการเงินและการบัญชี โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่ที่ข้อมูลผลตอบแทนตราสารหนี้อาจมีข้อจำกัดด้านความครบถ้วนและสภาพคล่อง ตัวแปรที่การศึกษาสนใจศึกษา คือ ESG ทั้งคะแนนรวม และคะแนนแยกรายมิติ รวมทั้งตัวแปรควบคุม ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตัวแปรของการศึกษา

ตัวแปร	ตัวย่อ	คำอธิบาย
ตัวแปรตาม		
ต้นทุนหนี้สิน	COD	ดอกเบี้ยจ่ายต่อหนี้สิน
ตัวแปรอิสระ		
ESG	l_ESGScore	รูปค่าลอการิทึมของคะแนน ESG รวม
ด้านสิ่งแวดล้อม	EScore	คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม
ด้านสังคม	SScore	คะแนนด้านสังคม
ด้านธรรมาภิบาล	GScore	คะแนนด้านธรรมาภิบาล
ตัวแปรควบคุม		
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	Leverage	หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ROA	กำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม
ขนาดของกิจการ	FirmSize	สินทรัพย์รวม
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน	CurrentRatio	สินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน
อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย	InterestCoverage	กำไรจากการดำเนินงานต่อดอกเบี้ยจ่าย
อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน	TangibilityRatio	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม

การเตรียมข้อมูลและการจัดการข้อมูลก่อนการวิเคราะห์

ก่อนการประมาณค่าสมการถดถอย งานวิจัยได้ตรวจสอบความครบถ้วนและความสอดคล้องของข้อมูลในทุกช่วงเวลา รวมถึงตรวจสอบการกระจายตัวของข้อมูลเพื่อประเมินคุณภาพข้อมูลเบื้องต้น นอกจากนี้ งานวิจัยได้ดำเนินการจัดการค่านอกเกณฑ์ (Outliers) โดยใช้วิธี Tukey's Biweight ซึ่งเป็นวิธีที่ช่วยลดอิทธิพลของค่าผิดปกติต่อผลการประมาณค่าโดยไม่จำเป็นต้องตัดข้อมูลออกจากชุดข้อมูลทั้งหมด วิธีดังกล่าวช่วยเพิ่มความทนทาน (Robustness) ของผลการประมาณค่าและลดโอกาสที่ผลการศึกษาจะถูกครอบงำโดยค่าผิดปกติบางค่า นอกจากนั้นงานวิจัยได้ดำเนินการตรวจสอบข้อสมมติสำคัญของแบบจำลองตามที่แสดงในภาคผนวก

แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

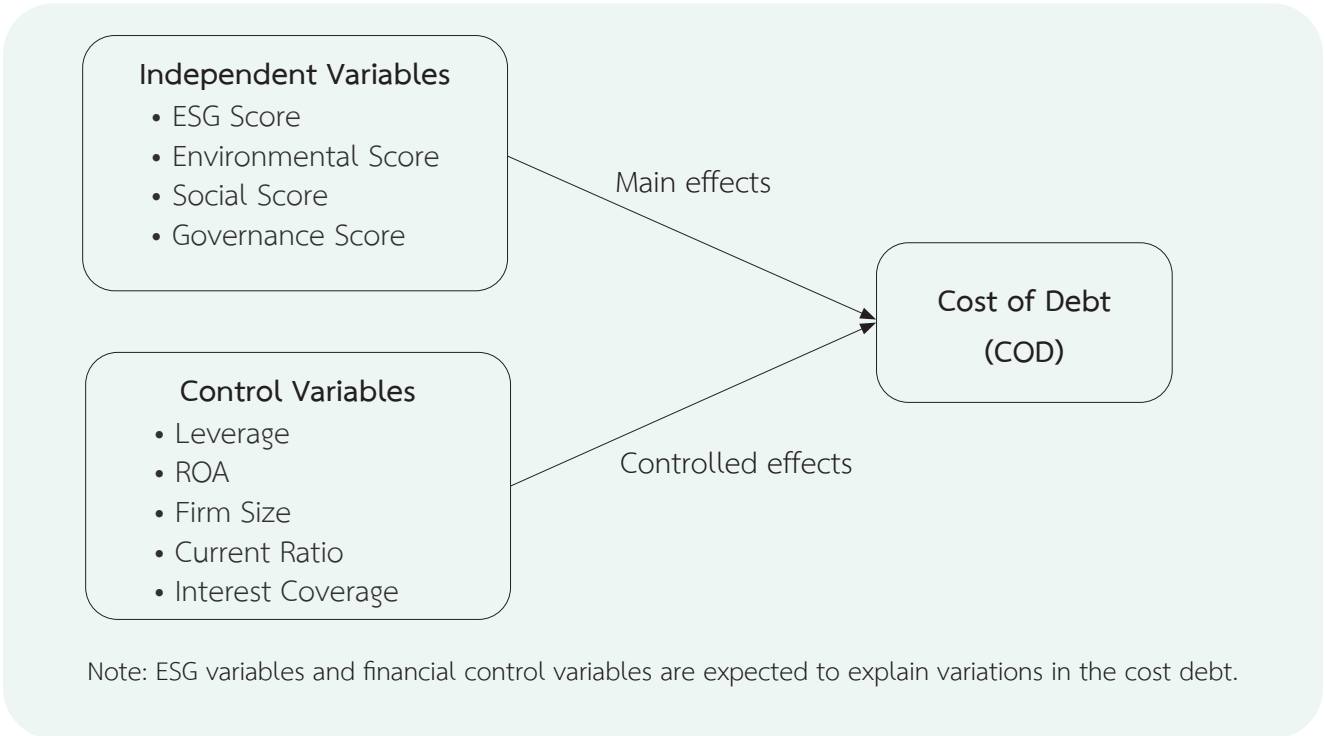
งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณด้วยข้อมูลแบบ Panel Data ภายใต้แบบจำลอง Fixed Effects เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สิน โดยสามารถเขียนสมการได้ดังนี้

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 l\_ESGScore_{it} + \beta_2 EScore_{it} + \beta_3 SScore_{it} + \beta_4 GScore_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 FirmSize_{it} + \beta_8 CurrentRatio_{it} + \beta_9 InterestCoverage_{it} + \beta_{10} TangibilityRatio_{it} + \beta_{11} COD_{it-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

- COD_{it} คือ ต้นทุนหนี้สินของบริษัท i ในช่วงเวลา t
- COD_{it-1} คือ ต้นทุนหนี้สินของบริษัท i ในช่วงปีก่อนหน้า
- μ_i คือ ผลกระทบเฉพาะของแต่ละกิจการ
- λ_t คือ ผลกระทบตามช่วงเวลา
- ε_{it} คือ ค่าคลาดเคลื่อนของแบบจำลอง

นอกจากนี้ งานวิจัยได้เพิ่มตัวแปรตามในอดีตหนึ่งช่วงเวลา (Lagged Dependent Variable) หรือ COD_{it} เพื่อสะท้อนลักษณะความต่อเนื่องของต้นทุนหนี้สิน และช่วยลดปัญหา Autocorrelation ซึ่งมักพบในข้อมูลแบบ Panel Data ทั้งนี้ ตัวแปรดังกล่าวถูกนำมาใช้เพื่อแก้ไขปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน มากกว่าการมุ่งประมาณแบบจำลองเชิงพลวัต (Dynamic Panel Model) รูปภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย



Note: ESG variables and financial control variables are expected to explain variations in the cost debt.

ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนามีวัตถุประสงค์เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ทั้งตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม โดยพิจารณาค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าความเบ้ และค่าความโด่ง เพื่อประเมินการกระจายตัวของข้อมูลก่อนการวิเคราะห์ถดถอย ผลการวิเคราะห์แสดงดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร (Variable)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD)	ค่าความเบ้ (Skewness)	ค่าความโด่ง (Kurtosis)
ตัวแปรตาม						
COD	0.472	4.239	2.258	0.706	-0.200	-0.674
ตัวแปรอิสระ						
ESGScore	0.820	7.550	3.632	1.234	0.260	-0.332
EScore	0.120	9.190	3.140	1.842	0.727	0.071
SScore	0.340	9.050	4.138	2.022	0.188	-0.875
GScore	2.340	6.310	4.590	0.755	-0.259	-0.557
ตัวแปรควบคุม						
Leverage	0.175	7.771	1.421	0.930	2.013	7.745
ROA	0.042	35.023	5.741	4.646	2.337	9.350
FirmSize (10_6)	1,315.919	243,232.670	65,756.796	53,970.242	1.419	1.388
CurrentRatio	0.067	8.856	1.657	1.150	1.555	3.679
InterestCoverageRatio	0.145	97.863	8.550	11.867	3.950	20.524
TangibilityRatio	0.017	0.853	0.403	0.211	-0.093	-0.990

ผลการศึกษาพบว่า ต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.258 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.706 สะท้อนว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีต้นทุนการกู้ยืมแตกต่างกันในระดับปานกลาง โดยค่าความเบ้ (-0.200) และค่าความโด่ง (-0.674) แสดงว่าข้อมูลมีการกระจายตัวค่อนข้างสมมาตรและไม่พบการกระจุกตัวผิดปกติ สำหรับคะแนน ESG โดยรวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.632 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.234 สะท้อนว่าระดับการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทมีความแตกต่างกันพอสมควร เมื่อพิจารณารายมิติ พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีค่าเฉลี่ย 3.140 และมีการกระจายตัวค่อนข้างสูง SD = 1.842 แสดงว่าบริษัทมีระดับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมแตกต่างกันมาก ขณะที่คะแนนด้านสังคมมีค่าเฉลี่ย 4.138 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงที่สุด SD = 2.022 สะท้อนถึงความหลากหลายของการดำเนินงานด้านสังคม ส่วนคะแนนด้านธรรมาภิบาลมีค่าเฉลี่ยสูงที่สุด 4.590 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำที่สุด 0.755 แสดงว่าบริษัทส่วนใหญ่มีระดับการกำกับดูแลกิจการใกล้เคียงกัน สำหรับตัวแปรควบคุม Leverage มีค่าเฉลี่ย 1.421

และ ROA มีค่าเฉลี่ย 5.741 โดยทั้งสองตัวแปรมีค่าความเบ้และค่าความโด่งค่อนข้างสูง สะท้อนว่ามีบางบริษัทที่มีระดับหนี้สินหรือความสามารถในการทำกำไรแตกต่างจากกลุ่มตัวอย่างอย่างชัดเจน ขณะที่ Firm Size มีค่าเฉลี่ย 65,756.796 ล้านบาท แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยทั้งบริษัทขนาดกลางและขนาดใหญ่ ส่วน Current Ratio และ Interest Coverage Ratio มีการกระจายตัวค่อนข้างกว้าง สะท้อนความแตกต่างด้านสภาพคล่องและความสามารถในการชำระดอกเบี้ยของแต่ละกิจการ

โดยรวม ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีความแตกต่างทั้งในด้านระดับค่าเฉลี่ยและการกระจายตัวของข้อมูล ซึ่งสะท้อนความหลากหลายของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง และสนับสนุนความเหมาะสมของการใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณและผลการทดสอบสมมติฐาน

ภายหลังการตรวจสอบข้อสมมติของแบบจำลอง งานวิจัยได้ดำเนินการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณด้วยข้อมูลแบบ Panel Data ภายใต้แบบจำลอง Fixed Effects เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยผลการประมาณค่าสมการถดถอยแสดงดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการประมาณค่าสมการถดถอย (Fixed Effect)

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	ค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Std. Error)	t-ratio	p-value	ระดับนัยสำคัญ(Sig.)
const	1.772	0.486	3.642	0.001	***
l_ESGScore	-0.099	0.128	-0.776	0.440	NS
EScore	-0.014	0.028	-0.503	0.616	NS
SScore	0.018	0.018	1.031	0.306	NS
GScore	0.065	0.047	1.376	0.173	NS
Leverage	-0.008	0.021	-0.398	0.691	NS
ROA	-0.010	0.005	-2.053	0.044	**
FirmSize	-5.28130e-07	1.90719e-07	-2.769	0.007	***
CurrentRatio	0.097	0.027	3.524	0.001	***
InterestCoverage	-3.44635e-05	5.60502e-05	-0.614	0.540	NS
TangibilityRatio	0.262	0.337	0.778	0.439	NS
CostofDebt_1	0.122	0.137	0.895	0.373	NS

ตารางที่ 3 ผลการประมาณค่าสมการถดถอย (Fixed Effect) (ต่อ)

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	ค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Std. Error)	t-ratio	p-value	ระดับนัยสำคัญ(Sig.)
dt_2	0.007	0.066	0.115	0.908	NS
dt_3	0.287	0.086	3.324	0.001	***
dt_4	-0.768	0.052	-14.69	2.45e-022	***
dt_5	-1.048	0.191	-5.472	7.63e-07	***
dt_6	-0.464	0.241	-1.919	0.059	*
dt_7	0.312	0.173	1.807	0.075	*
dt_8	0.595	0.052	11.43	3.31e-017	***

Mean dependent var	2.215	S.D. dependent var	0.714
Sum squared resid	48.630	S.E. of regression	0.330
LSDV R-squared	0.819	Within R-squared	0.782
F-statistic	6.396 (0.000)	Log-likelihood	-119.600
Akaike criterion	407.201	Schwarz criterion	765.805
Hannan-Quinn	547.587	rho	-0.047
Durbin-Watson	1.854	Variance Inflation Factor (VIF)	1.113-6.824

***, ** และ * แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001, 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ และ NS หมายถึง ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการวิเคราะห์พบว่าแบบจำลองมีความสามารถในการอธิบายความผันแปรของข้อมูลได้ในระดับสูง โดยมีค่า Within R-squared เท่ากับ 0.782 แสดงว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปรของต้นทุนหนี้สินภายในกิจการได้ประมาณร้อยละ 78.20 ขณะที่ค่า F-statistic มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.000) สะท้อนว่าแบบจำลองโดยรวมมีความเหมาะสมในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับต้นทุนหนี้สิน

สำหรับ ESG โดยรวม พบว่า l_ESGScore มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.099 ซึ่งมีทิศทางเป็นลบตามที่คาดการณ์ไว้จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.440) จึงยังไม่มีหลักฐานเพียงพอที่จะสนับสนุนว่า ESG โดยรวมมีอิทธิพลต่อต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจสะท้อนว่า เจ้าหนี้ยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่าข้อมูลด้าน ESG ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิต ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024; Su, 2026) เมื่อพิจารณาคะแนนรายมิติของ ESG พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (EScore) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ (β = -0.014, p-value = 0.616) ขณะที่คะแนนด้านสังคม (β= 0.018, p-value = 0.306) และคะแนนด้านธรรมาภิบาล (β = 0.065, p-value = 0.173) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก อย่างไรก็ตาม ตัวแปรทั้งสามไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาสะท้อนว่าเจ้าหนี้อาจยังไม่ได้ใช้ข้อมูล ESG

รายมิติเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืม หรือข้อมูล ESG อาจยังไม่สามารถสะท้อนความเสี่ยงด้านเครดิตได้อย่างชัดเจนในบริบทของประเทศไทย แม้ว่ามิติด้านธรรมาภิบาลจะถูกมองว่าเกี่ยวข้องกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและความโปร่งใสของข้อมูลโดยตรงก็ตาม

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า ROA มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (β = -0.010, p-value = 0.044) แสดงว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่ามีแนวโน้มเผชิญต้นทุนหนี้สินต่ำกว่า ขณะที่ Firm Size มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน (β = -5.281×10^{-7}, p-value = 0.007) สะท้อนว่าบริษัทขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ในต้นทุนที่ต่ำกว่า ในทางตรงกันข้าม Current Ratio มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ (β = 0.097, p-value = 0.001) ซึ่งแตกต่างจากข้อคาดหมายทั่วไป โดยอาจสะท้อนว่าการถือสินทรัพย์หมุนเวียนในระดับสูงไม่ได้ถูกมองเป็นสัญญาณเชิงบวกเสมอไป แต่เจ้าหนี้อาจตีความว่าเป็นการถือเงินสดเพื่อรองรับความไม่แน่นอนหรือสะท้อนประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ที่ลดลง สำหรับ Leverage, Interest Coverage Ratio และ Tangibility Ratio ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนหนี้สิน นอกจากนี้ ตัวแปรต้นทุนหนี้สินในอดีต (CostofDebt_1) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.373) แสดงว่าต้นทุนหนี้สินในอดีตไม่ได้มีอิทธิพลต่อต้นทุนหนี้สินในปัจจุบันภายหลังการควบคุมปัจจัยอื่นแล้ว ขณะที่ตัวแปรเวลา (Time Dummy Variables) หลายช่วงมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค เช่น ภาวะเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย และสภาพคล่องของตลาดทุน อาจมีผลต่อต้นทุนหนี้สินในแต่ละช่วงเวลา

ในด้านความเหมาะสมของแบบจำลอง พบว่า ค่า Durbin-Watson เท่ากับ 1.854 และค่า VIF อยู่ระหว่าง 1.113-6.824 ซึ่งไม่สะท้อนปัญหา Autocorrelation หรือ Multicollinearity ในระดับรุนแรง จึงสามารถสรุปได้ว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมและให้ผลการประมาณค่าที่น่าเชื่อถือสำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยงานวิจัยได้ดำเนินการสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย สรุปได้ว่า

สมมติฐานที่ 1

H1: คะแนน ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนน ESG โดยรวม (l_ESGScore) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบตามที่คาดการณ์ไว้จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี อย่างไรก็ตาม ตัวแปรดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.440) จึงไม่สามารถสรุปได้ว่า ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น งานวิจัยจึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H1 ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนว่าแม้ ESG อาจมีแนวโน้มช่วยลดความเสี่ยงด้านเครดิตตามกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี แต่ในบริบทของประเทศไทย เจ้าหนี้อาจยังไม่ได้นำข้อมูล ESG มาใช้ในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมอย่างเป็นระบบ และยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่า

สมมติฐานที่ 2a

H2a: คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (EScore) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบตามที่คาดการณ์ไว้จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี อย่างไรก็ตาม ตัวแปรดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.616) จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยจึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H2a ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจสะท้อนว่า เจ้าหนี้ในประเทศไทยยังไม่ได้ให้น้ำหนักกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตอย่างชัดเจน หรือข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมยังไม่ถูกสะท้อนเข้าสู่ต้นทุนการกู้ยืมในระดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 2b

H2b: คะแนนด้านสังคมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนนด้านสังคม (SScore) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.306) จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าคะแนนด้านสังคมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยจึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H2b ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจสะท้อนว่า แม้กิจกรรมด้านสังคมจะมีความสำคัญต่อภาพลักษณ์และความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย แต่เจ้าหนี้อาจยังไม่มองว่าปัจจัยดังกล่าวมีผลโดยตรงต่อความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการ

สมมติฐานที่ 2c

H2c: คะแนนด้านธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนนด้านธรรมาภิบาล (GScore) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.173) จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าคะแนนด้านธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยจึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H2c แม้มิติด้านธรรมาภิบาลจะถูกมองว่าเกี่ยวข้องโดยตรงกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและความโปร่งใสของข้อมูล แต่ผลการศึกษาสะท้อนว่า เจ้าหนี้ในประเทศไทยอาจยังใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพหรือข้อมูลภายในอื่นประกอบการพิจารณาสินเชื่อมากกว่าการพึ่งพาคะแนนธรรมาภิบาลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ

โดยสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยสะท้อนว่า ESG ทั้งในภาพรวมและรายมิติยังไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ภายใต้แบบจำลองและช่วงเวลาที่ศึกษา ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนว่า การนำข้อมูล ESG ไปใช้ในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมในบริบทของประเทศไทยอาจยังอยู่ในระยะเริ่มต้น และเจ้าหนี้อาจยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่าข้อมูลด้านความยั่งยืนในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของกิจการ

อภิปรายผลการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลแบบ Panel Data และแบบจำลอง Fixed Effects ผลการศึกษาพบว่า ESG ทั้งในภาพรวมและรายมิติ ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนหนี้สิน ขณะที่ ROA, Firm Size และ Current Ratio มีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า แม้ ESG จะได้รับความสำคัญเพิ่มขึ้นในตลาดทุนทั่วโลก แต่ในบริบทของประเทศไทย ปัจจัยทางการเงินยังคงมีบทบาทสำคัญต่อการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของเจ้าหนี้

ผลการศึกษาพบว่า ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินตามที่คาดการณ์ไว้จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่า ESG ยังไม่ได้ถูกนำมาใช้ในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมอย่างชัดเจนในบริบทของประเทศไทย ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจอธิบายได้จากลักษณะของระบบการเงินไทยที่ยังพึ่งพาสถาบันการเงินเป็นหลัก ส่งผลให้เจ้าหนี้ให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงิน เช่น ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสด ระดับภาระหนี้ และสภาพคล่องมากกว่าข้อมูล ESG ที่เปิดเผยต่อสาธารณะ แม้ ESG จะสะท้อนความยั่งยืนและคุณภาพการบริหารจัดการในระยะยาว แต่เจ้าหนี้อาจมองว่าปัจจัยดังกล่าวยังไม่สามารถสะท้อนความสามารถในการชำระหนี้ได้อย่างเป็นรูปธรรมเมื่อเทียบกับข้อมูลทางการเงินโดยตรง นอกจากนี้ ผลการศึกษายังสะท้อนว่า การบูรณาการข้อมูล ESG เข้ากับกระบวนการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตในประเทศไทยอาจยังอยู่ในระยะเริ่มต้น แม้ว่าหน่วยงานกำกับดูแลและตลาดทุนจะส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างต่อเนื่องก็ตาม

แม้ว่าผลการศึกษาของ (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024) จะพบว่าคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนหนี้สิน แต่ผลการศึกษาครั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว ความแตกต่างของผลลัพธ์อาจเกิดจากหลายปัจจัย ประการแรก ความแตกต่างด้านช่วงเวลาการศึกษาอาจเป็นสาเหตุสำคัญ เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้ครอบคลุมข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2559-2567 ซึ่งรวมช่วงการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจหลังสถานการณ์ COVID-19 และช่วงที่อัตราดอกเบี้ยมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้ปัจจัยทางการเงินและสภาวะเศรษฐกิจมหภาคอาจมีอิทธิพลต่อต้นทุนหนี้สินมากกว่าปัจจัยด้าน ESG ประการที่สอง ความแตกต่างด้านกลุ่มตัวอย่างและแหล่งข้อมูล ESG อาจส่งผลให้ผลการศึกษามีความแตกต่างกัน เนื่องจากการประเมินคะแนน ESG ของแต่ละฐานข้อมูลมีวิธีการคำนวณและเกณฑ์การให้คะแนนที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจนำไปสู่ผลลัพธ์ที่ไม่สอดคล้องกัน ดังที่ (Postiglione et al., 2024) ได้ชี้ให้เห็นถึงปัญหาความแตกต่างของ ESG Ratings ระหว่างผู้ให้บริการข้อมูลแต่ละราย ประการที่สาม แม้ว่าประเทศไทยจะมีการส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างต่อเนื่อง แต่การนำข้อมูลดังกล่าวมาใช้ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของเจ้าหนี้อาจยังไม่แพร่หลายในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมหรือทุกช่วงเวลา ส่งผลให้บทบาทของ ESG ต่อการกำหนดต้นทุนหนี้สินยังไม่ชัดเจนเท่ากับที่พบในบางการศึกษา นอกจากนี้ งานวิจัยฉบับนี้ใช้แบบจำลอง Fixed Effects ซึ่งควบคุมลักษณะเฉพาะของแต่ละกิจการและผลกระทบตามช่วงเวลาอย่างเข้มงวดมากขึ้น การควบคุมปัจจัยดังกล่าวอาจทำให้ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนหนี้สินที่ปรากฏในงานวิจัยก่อนหน้าลดระดับความมีนัยสำคัญลงได้ หากความสัมพันธ์ดังกล่าวได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเฉพาะของกิจการหรือปัจจัยร่วมในแต่ละช่วงเวลา ดังนั้นความแตกต่างระหว่างผลการศึกษาครั้งนี้กับงานของ (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024) ไม่ได้หมายความว่าผลการศึกษาใดผลการศึกษาหนึ่งไม่ถูกต้อง แต่สะท้อนว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนหนี้สินอาจขึ้นอยู่กับบริบทของข้อมูล ช่วงเวลาศึกษา วิธีการวัด ESG และวิธีการวิเคราะห์ที่ใช้ในการศึกษาแต่ละครั้ง

นอกจากนั้นผลการศึกษาพบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนหนี้สิน แม้ว่างานวิจัยก่อนหน้าหลายฉบับจะเสนอว่า ESG สามารถช่วยลดความเสี่ยงและเพิ่มความน่าเชื่อถือของกิจการได้ สำหรับมิติด้านสิ่งแวดล้อม ผลการศึกษาอาจสะท้อนว่า เจ้าหนี้ยังไม่ได้มองว่าความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมส่งผลโดยตรงต่อความสามารถในการชำระหนี้ในระยะสั้น อีกทั้งข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมจำนวนมากยังมีลักษณะเป็นข้อมูลเชิงบรรยายและมีความแตกต่างด้านมาตรฐานการเปิดเผย ในส่วนของมิติด้านสังคม แม้กิจกรรมด้านสังคมจะช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีและลดความเสี่ยงด้านชื่อเสียง แต่ผลกระทบดังกล่าวมักเกิดขึ้นในระยะยาวมากกว่าการส่งผลต่อกระแสเงินสดและความสามารถในการชำระหนี้ ซึ่งเป็นประเด็นที่เจ้าหนี้ให้ความสำคัญ สำหรับมิติด้านธรรมาภิบาล แม้วรรณกรรมจำนวนมากจะเสนอว่าธรรมาภิบาลควรเป็นปัจจัยสำคัญในการลดต้นทุนหนี้สิน แต่ผลการศึกษาครั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว อาจเป็นเพราะเจ้าหนี้ไม่ได้พึ่งพาคะแนนธรรมาภิบาลที่เปิดเผยต่อสาธารณะเพียงอย่างเดียว แต่ยังใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพอื่นร่วมด้วย เช่น ประวัติการชำระหนี้ ความสัมพันธ์กับสถาบันการเงิน และข้อมูลจากกระบวนการวิเคราะห์สินเชื่อภายใน ผลการศึกษาพบว่า ROA และ Firm Size มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับแนวคิดด้านความเสี่ยงเครดิตที่ระบุว่า บริษัทที่มีกำไรสูงและมีขนาดใหญ่กว่ามักมีความสามารถในการชำระหนี้และความน่าเชื่อถือสูงกว่า จึงสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในต้นทุนที่ต่ำกว่า ในทางตรงกันข้าม Current Ratio มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สิน ซึ่งอาจสะท้อนว่า การถือสินทรัพย์หมุนเวียนในระดับสูงไม่ได้ถูกมองเป็นสัญญาณเชิงบวกเสมอไป แต่เจ้าหนี้อาจตีความว่าเป็นการถือสภาพคล่องเพื่อรองรับความไม่แน่นอนทางธุรกิจ หรือสะท้อนประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ที่ลดลง

โดยภาพรวม ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า เจ้าหนี้ในประเทศไทยยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินมากกว่าข้อมูล ESG ในการกำหนดต้นทุนหนี้สิน ซึ่งสะท้อนลักษณะของตลาดเกิดใหม่ที่การใช้ข้อมูลด้านความยั่งยืนในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตยังอยู่ในช่วงพัฒนา

คุณค่าของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีส่วนช่วยขยายวรรณกรรมเกี่ยวกับ ESG และต้นทุนหนี้สินในบริบทของประเทศไทย ซึ่งยังมีหลักฐานเชิงประจักษ์ค่อนข้างจำกัดเมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้ว แม้ว่างานวิจัยก่อนหน้าจำนวนมากจะเสนอว่า ESG สามารถช่วยลดต้นทุนหนี้สินผ่านการลดความเสี่ยงและความไม่สมมาตรของข้อมูล แต่ผลการศึกษาครั้งนี้กลับพบว่า ESG ทั้งในภาพรวมและรายมิติไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนหนี้สิน ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนหนี้สินอาจขึ้นอยู่กับบริบทเชิงสถาบัน ระดับการพัฒนาของตลาดทุน และพฤติกรรมของผู้ให้สินเชื่อในแต่ละประเทศ กล่าวคือ แม้ Stakeholder Theory และ Information Asymmetry Theory จะสนับสนุนว่า ESG ควรช่วยลดความเสี่ยงด้านเครดิตและต้นทุนการกู้ยืม แต่กลไกดังกล่าวอาจยังไม่ปรากฏอย่างชัดเจนในบริบทของประเทศไทย นอกจากนี้ งานวิจัยยังช่วยเติมเต็มวรรณกรรมโดยแยกวิเคราะห์ทั้งคะแนน ESG โดยรวมและคะแนนรายมิติ ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ซึ่งช่วยให้เข้าใจบทบาทของแต่ละองค์ประกอบต่อการรับรู้ความเสี่ยงของเจ้าหนี้ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น แม้ว่าผลการศึกษาจะไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ แต่ผลลัพธ์ดังกล่าวยังมีคุณค่าในเชิงวิชาการ เนื่องจากสะท้อนว่า ESG อาจยังไม่ใช่ปัจจัยหลักในการกำหนดต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ในด้านระเบียบวิธีวิจัย งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ภายใต้แบบจำลอง Fixed Effects ซึ่งช่วยควบคุมความแตกต่างเฉพาะของแต่ละกิจการและผลกระทบตามช่วงเวลา อีกทั้งยังใช้คะแนน ESG จาก Bloomberg ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล ส่งผลให้ผลการศึกษามีความน่าเชื่อถือและสามารถเปรียบเทียบกับงานวิจัยในต่างประเทศได้

ผลการศึกษาช่วยให้ผู้บริหารเข้าใจว่า แม้ ESG จะได้รับความสำคัญเพิ่มขึ้นในตลาดทุน แต่ ESG อาจยังไม่สามารถลดต้นทุนหนี้สินได้โดยตรงในบริบทของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ESG ยังคงมีความสำคัญต่อการสร้างความน่าเชื่อถือขององค์กร การบริหารความเสี่ยง และการสร้างมูลค่าในระยะยาว สำหรับเจ้าหนี้และสถาบันการเงิน ผลการศึกษาสะท้อนว่ากระบวนการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตยังคงพึ่งพาข้อมูลทางการเงินเป็นหลัก ดังนั้น หากต้องการให้ ESG มีบทบาทมากขึ้นในการกำหนดราคาความเสี่ยง อาจจำเป็นต้องพัฒนาคุณภาพและมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล ESG ให้มีความโปร่งใสน่าเชื่อถือ และสามารถเปรียบเทียบได้ในส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า แม้ประเทศไทยจะมีการส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างต่อเนื่อง แต่การนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตยังไม่แพร่หลายมากนัก ดังนั้น การยกระดับคุณภาพข้อมูล ESG และการส่งเสริมความเข้าใจแก่ผู้ลงทุนและผู้ให้สินเชื่อ อาจช่วยให้ ESG มีบทบาทต่อการตัดสินใจทางการเงินมากขึ้นในอนาคต นอกจากนี้ ผลการศึกษายังสนับสนุนแนวคิดว่า การศึกษาประเด็น ESG ควรพิจารณาบริบทเชิงสถาบันและโครงสร้างตลาดทุนของแต่ละประเทศร่วมด้วย เนื่องจากผลกระทบของ ESG อาจแตกต่างกันระหว่างประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา

สรุปผลการวิจัย ข้อจำกัด และข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ของบริษัทจำนวน 66 บริษัท ครอบคลุมช่วงปี พ.ศ. 2559-2567 รวมทั้งสิ้น 594 ตัวอย่าง ภายใต้แบบจำลอง Fixed Effects ผลการศึกษาพบว่า ESG โดยรวมและมิติด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินตามที่คาดการณ์ไว้จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่มิติด้านสังคมและธรรมาภิบาลก็ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนว่า แม้ ESG จะได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นในตลาดทุนและวรรณกรรมทางวิชาการ แต่เจ้าหนี้ในประเทศไทยอาจยังไม่ได้ใช้ข้อมูล ESG เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืม สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า ROA และ Firm Size มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ Current Ratio มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สิน สะท้อนว่าเจ้าหนี้ยังคงให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของกิจการ โดยสรุป ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า การนำข้อมูล ESG มาใช้ในการกำหนดราคาความเสี่ยงด้านเครดิตในประเทศไทยอาจยังอยู่ในระยะพัฒนา และบทบาทของ ESG ต่อการกำหนดต้นทุนหนี้สินยังไม่ชัดเจนเท่าที่พบในบางประเทศพัฒนาแล้ว

แม้งานวิจัยนี้จะช่วยขยายองค์ความรู้เกี่ยวกับ ESG และต้นทุนหนี้สินในบริบทของประเทศไทย แต่ยังมีข้อจำกัดบางประการที่ควรพิจารณา ประการแรก งานวิจัยใช้ข้อมูล ESG จาก Bloomberg เพียงแหล่งเดียว ซึ่งอาจมีแนวทางการประเมินที่แตกต่างจากฐานข้อมูลอื่น เช่น Refinitiv, MSCI หรือ Sustainalytics ประการที่สอง กลุ่มตัวอย่างจำกัดเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูล ESG ครบถ้วนตลอดช่วงเวลาศึกษา ส่งผลให้จำนวนตัวอย่างลดลง และอาจไม่สะท้อนลักษณะของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในประเทศไทย ประการที่สาม ตัวชี้วัดต้นทุนหนี้สินที่ใช้คำนวณจากข้อมูลทางบัญชีอาจไม่สามารถสะท้อนการรับรู้ความเสี่ยงของตลาดได้สมบูรณ์เท่ากับข้อมูลจากตลาดตราสารหนี้โดยตรง เช่น Credit Spread หรือ Yield to Maturity และประการสุดท้าย แม้งานวิจัยได้ดำเนินการตรวจสอบและแก้ไขปัญหาทางสถิติที่สำคัญแล้ว แต่ยังไม่ได้มีการตรวจสอบค่าผิดปกติอย่างเป็นระบบด้วยวิธีการเฉพาะ เช่น Winsorization, Cook's Distance หรือ Studentized Residuals ซึ่งอาจช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งของผลการวิเคราะห์ได้มากยิ่งขึ้น

งานวิจัยในอนาคตอาจขยายผลการศึกษาในหลายแนวทาง ประการแรก ควรใช้ตัวชี้วัดต้นทุนหนี้สินจากตลาดทุนโดยตรง เช่น Credit Spread หรือ Yield to Maturity เพื่อสะท้อนการรับรู้ความเสี่ยงของผู้ลงทุนและเจ้าหนี้ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น ประการที่สอง อาจเปรียบเทียบผลการศึกษาโดยใช้ข้อมูล ESG จากหลายแหล่ง เพื่อประเมินความสอดคล้องของผลลัพธ์ภายใต้แนวทางการวัดที่แตกต่างกัน ประการที่สาม ควรศึกษาบทบาทของ ESG แยกตามอุตสาหกรรม เนื่องจากบางอุตสาหกรรมอาจมีความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมหรือสังคมสูงกว่ากลุ่มอื่น ทำให้เจ้าหนี้ให้น้ำหนักกับข้อมูล ESG แตกต่างกัน ประการที่สี่ งานวิจัยในอนาคตควรพิจารณาตรวจสอบค่าผิดปกติและทดสอบความคงทนของผลการศึกษาเพิ่มเติม เช่น การใช้ Winsorization, Cook's Distance หรือ Studentized Residuals เพื่อประเมินว่าผลการวิเคราะห์ยังคงสอดคล้องกันภายใต้การจัดการข้อมูลที่แตกต่างกันหรือไม่ และประการสุดท้าย งานวิจัยในอนาคตอาจศึกษาบทบาทของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล ESG ปัจจัยกำกับดูแล และระดับการพัฒนาของตลาดทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนหนี้สิน เพื่อช่วยอธิบายความแตกต่างของผลการศึกษาในบริบทต่าง ๆ ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น



References

Apergis, N., Bhattacharya, M., & Inekwe, J. (2022). ESG scores and cost of debt. *Energy Economics, 112*, Article 106186. https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106186

Ariefianto, M. D., Rahmansyah, F., Wijaya, V., & Audreane, V. (2025). The role of environment social and governance (ESG) score to cost of debt: evidence from ASEAN countries. *International Journal of Finance & Economics, 30*(3), 3031-3043. https://doi.org/10.1002/ijfe.3056

Bessler, W., Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2011). Information asymmetry and financing decisions. *International Review of Finance, 11*(1), 123-154. https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2010.01122.x

Du, L., & Lu, N. (2025). Do ESG incidents matter for corporate cost of debt? Evidence from China. *Finance Research Letters, 79*, Article 108459. https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.108459

Fiorillo, P., Meles, A., Ricciardi, A., & Verdoliva, V. (2025). ESG performance and the cost of debt. Evidence from the corporate bond market. International Review of Financial Analysis, 102, Article 104097. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104097

Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art.* Cambridge University Press.

Johan, J. J., Lindrawati, L., & Susanto, A. (2025). Pengungkapan ESG: Apakah berdampak ke cost of debt?. *Jurnal Akuntansi, 19*(1), 1-21. https://doi.org/10.25170/jak.v19i1.5929

Postiglione, M., Carini, C., & Falini, A. (2024). ESG and firm value: A hybrid literature review on cost of capital implications from Scopus database. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 31*(6), 6457-6480. https://doi.org/10.1002/csr.2940

Pramadhia, J. H., & Nainggolan, Y. A. (2025). The Role of ESG Component in Shaping Corporate Cost of Debt and Cost of Equity in Indonesia. *Journal of Accounting and Finance Management, 5*(6), 1345-1357. https://doi.org/10.38035/jafm.v5i6.1241

Shi, Y., Zheng, S., Xiao, P., Zhen, H., & Wu, T. (2024). ESG performance and cost of debt. *China Journal of Accounting Research, 17*(4), 100390. https://doi.org/10.1016/j.cjar.2024.100390

Su, Ü. B. (2026). How Do ESG Scores Affect the Cost of Debt in Emerging Markets? Evidence from Environmental, Social, and Governance Performance at the Aggregate and Component Levels. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (109), 181-220. https://doi.org/10.25095/mufad.1828363

Thaveekittikul, M. P., & Arunruangsirilert, T. (2024). *The effect of environmental, social, and governance (ESG) scores on cost of debt: a case of Thai listed companies in Stock Exchange of Thailand* [Independent Study, Thammasat University].

Wang, W., Sun, Z., Dong, Y., & Zhang, L. (2025). Cost of debt financing, stock returns, and corporate strategic ESG disclosure: Evidence from China. *Business Ethics, the Environment & Responsibility, 34*(4), 1787-1812. https://doi.org/10.1111/beer.12741

Yan, S., Choi, S. U., Hwang, I., & Jung, H. R. (2025). ESG performance and the cost of debt: exploring the role of internal audit. *Applied Economics, 57*(46), 7381-7401. https://doi.org/10.1080/00036846.2024.2421458

You, X., Chen, C., Peng, K., & Li, Y. (2025). ESG disclosure quality and cost of debt. *Emerging Markets Review, 64*, Article 101219. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101219

ภาคผนวก

เพื่อให้ผลการประมาณค่ามีความน่าเชื่อถือ งานวิจัยได้ดำเนินการตรวจสอบข้อสมมติสำคัญของแบบจำลอง ได้แก่

1. Multicollinearity โดยใช้ Variance Inflation Factor (VIF)
2. Heteroskedasticity โดยใช้ Breusch-Pagan Test และ Wald Test
3. Autocorrelation โดยใช้ Durbin-Watson Test และ Wooldridge Test
4. Cross-sectional Dependence โดยใช้ Pesaran CD Test
5. Stationarity โดยใช้ Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test

ผลการทดสอบพบว่า แบบจำลองมีปัญหา 3 ประเด็นด้วยกัน 1) Multicollinearity งานวิจัยจึงแปลงค่าตัวแปร ESG โดยรวมเป็นลอการิทึม (l_ESGScore) เพื่อลดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ 2) Heteroskedasticity งานวิจัยจึงแก้ไขโดยใช้ Driscoll and Kraay standard errors เพื่อปรับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานให้มีความเหมาะสมมากขึ้น และ 3) Autocorrelation งานวิจัยจึงเพิ่มตัวแปรตามในอดีตหนึ่งช่วงเวลา (Lagged Dependent Variable) ของ COD (CODt-1) เข้าไปในแบบจำลอง นอกจากนี้ ผลการทดสอบ Hausman Test พบว่าแบบจำลอง Fixed Effects มีความเหมาะสมมากกว่า Random Effects จึงเลือกใช้แบบจำลองดังกล่าวในการประมาณค่า ผลการทดสอบแสดงในตาราง A1

ตารางที่ A1 การทดสอบข้อสมมติของแบบจำลอง

การทดสอบทางสถิติ	ตัวแปรตาม
Variance Inflation Factor (VIF)	1.091-12.155
Breusch-Pagen test	7.646 (0.006)
Wald test	154.636 (0.000)
Durbin-Watson test	1.196
Wooldridge test	69.773 (0.000)
Pesaran CD test	-0.303 (0.762)
Augmented Dickey-Fuller (ADF) test	-14.753 (0.000)
Chi-square	171.267 (0.000)

การทดสอบ Multicollinearity มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นระดับสูงระหว่างตัวแปรอิสระ ซึ่งอาจส่งผลให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์เพิ่มขึ้น และทำให้การประมาณค่าขาดเสถียรภาพ งานวิจัยนี้ใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) เป็นเกณฑ์ในการประเมิน โดยทั่วไป หากค่า VIF สูงกว่า 10 อาจสะท้อนว่ามีปัญหา Multicollinearity ในแบบจำลอง ผลการทดสอบพบว่า ค่า VIF ของตัวแปรในแบบจำลองก่อนการปรับแก้อยู่ในช่วง 1.091-12.155 ซึ่งสะท้อนว่าแบบจำลองมีปัญหา Multicollinearity ในบางตัวแปร โดยเฉพาะตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับคะแนน ESG ดังนั้น งานวิจัยจึงดำเนินการแปลงค่าคะแนน ESG โดยรวมให้อยู่ในรูปค่าลอการิทึม (l_ESGScore) เพื่อช่วยลดความเบ้ของข้อมูลและปรับปรุงคุณสมบัติการกระจายตัวของตัวแปร ก่อนนำเข้าสู่การประมาณค่าในขั้นตอนถัดไป หลังการปรับแบบจำลอง พบว่าค่า VIF ลดลงมาอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ สะท้อนว่าแบบจำลองไม่มีปัญหา Multicollinearity ที่รุนแรง และสามารถใช้ในการวิเคราะห์ถดถอยได้อย่างเหมาะสม

การทดสอบ Heteroskedasticity มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบว่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนมีลักษณะคงที่หรือไม่ หากเกิดปัญหา Heteroskedasticity อาจทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์มีความเอนเอียงและส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ งานวิจัยนี้ใช้ Breusch-Pagan Test และ Wald Test ในการตรวจสอบ โดยพิจารณาจากค่า p-value เป็นหลัก หากค่า p-value น้อยกว่าหรือเท่ากับ 0.05 จะถือว่ามีปัญหา Heteroskedasticity ผลการทดสอบพบว่า Breusch-Pagan Test มีค่า p-value เท่ากับ 0.006 และ Wald Test มีค่า p-value เท่ากับ 0.000 จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองมีปัญหา Heteroskedasticity อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น งานวิจัยจึงเลือกใช้ Driscoll and Kraay (1998) Standard Errors เพื่อให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานมีความทนทานต่อปัญหา Heteroskedasticity และเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลการประมาณค่า

การทดสอบ Autocorrelation มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อนระหว่างช่วงเวลา ซึ่งเป็นปัญหาที่พบได้บ่อยในข้อมูลแบบ Panel Data หากเกิดปัญหา Autocorrelation อาจส่งผลให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานต่ำกว่าความเป็นจริง และทำให้ผลการทดสอบทางสถิติมีความคลาดเคลื่อน งานวิจัยนี้ใช้ Durbin-Watson Test และ Wooldridge Test ในการตรวจสอบ โดยค่า Durbin–Watson ที่เหมาะสมควรอยู่ในช่วง 1.5 ถึง 2.5 และค่า p-value ของ Wooldridge Test ควรมากกว่า 0.05 จึงจะถือว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ผลการทดสอบพบว่าค่า Durbin–Watson เท่ากับ 1.196 ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ที่เหมาะสม และ Wooldridge Test มีค่า p-value เท่ากับ 0.000 จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองมีปัญหา Autocorrelation เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว งานวิจัยได้เพิ่มตัวแปรตามในอดีตหนึ่งช่วงเวลา (Lagged Dependent Variable) หรือ COD_{t-1} เข้าไปในแบบจำลอง เพื่อสะท้อนลักษณะความต่อเนื่องของต้นทุนหนี้สินและลดปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน หลังการปรับแบบจำลอง พบว่าค่า Durbin-Watson เพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ สะท้อนว่าปัญหา Autocorrelation ได้รับการแก้ไขอย่างเหมาะสม

การทดสอบ Cross-sectional Dependence งานวิจัยนี้ใช้ Pesaran CD Test เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าคลาดเคลื่อนของแต่ละหน่วยตัดขวาง ซึ่งอาจเกิดขึ้นได้ในข้อมูล Panel Data หากค่าคลาดเคลื่อนของแต่ละกิจการมีความสัมพันธ์กัน อาจส่งผลต่อประสิทธิภาพของการประมาณค่า ผลการทดสอบพบว่า ค่า p-value ของ Pesaran CD Test เท่ากับ 0.762 จึงไม่ปฏิเสธสมมติฐานว่าง และสามารถสรุปได้ว่าไม่พบปัญหา Cross-sectional Dependence ในแบบจำลอง

การทดสอบ Stationarity มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่งหรือไม่ เนื่องจากข้อมูลที่ไม่มีความนิ่งอาจทำให้ผลการวิเคราะห์ถดถอยเกิดความสัมพันธ์ลวง (Spurious Relationship) งานวิจัยนี้ใช้ Augmented Dickey–Fuller (ADF) Test ในการตรวจสอบ ผลการทดสอบพบว่า ค่า p-value ของ ADF Test เท่ากับ 0.000 จึงสามารถสรุปได้ว่าข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีความนิ่งและเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ถดถอยด้วยข้อมูลแบบ Panel Data

งานวิจัยนี้ใช้ Hausman Test เพื่อพิจารณาความเหมาะสมระหว่างแบบจำลอง Fixed Effects และ Random Effects โดยผลการทดสอบพบว่า ค่า Chi-square เท่ากับ 171.267 และมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งสะท้อนว่าแบบจำลอง Fixed Effects มีความเหมาะสมมากกว่า Random Effects ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยจึงเลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects ในการประมาณค่าสมการถดถอยเชิงพหุคูณในขั้นตอนถัดไป



อิทธิพลของคุณลักษณะประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงสุด และโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

รจนา ขุนแก้ว*
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี
Email: rojana.ko@psu.ac.th

วีระวรรณ ศิริพงษ์*
Email: weerawan.si@psu.ac.th

ณัฏฐณิชา ศิริประภา*
นักศึกษาปริญญาตรี
Email: natoey.2545@gmail.com

พีรณัฐ พันธ์พืช*
นักศึกษาปริญญาตรี
Email pheerant.pp@gmail.com

เอกภัทร ช้ายลิ้มสร้าง*
นักศึกษาปริญญาตรี
Email: aekkapat098@gmail.com

* คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

Rojana Khunkaew, Ph.D.
Assistant Professor of Department of Accountancy
Email: rojana.ko@psu.ac.th

Weerawan Siripong, Ph.D.
Email: weerawan.si@psu.ac.th

Nuttanicha Siriprapa
Undergraduate Student
Email: natoey.2545@gmail.com

Pheeranat Phanphuet
Undergraduate Student
Email pheerant.pp@gmail.com

Aekkapat Sailimsarng
Undergraduate Student
Email: aekkapat098@gmail.com

* Faculty of Management Sciences
Prince of Songkla University

อิทธิพลของคุณลักษณะประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงสุด และโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

รจนา ขุนแก้ว*
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี
Email: rojana.ko@psu.ac.th

วีระวรรณ ศิริพงษ์*
Email: weerawan.si@psu.ac.th

ณัฏฐณิชา ศิริประภา*
นักศึกษาปริญญาตรี
Email: natoey.2545@gmail.com

พีรณัฐ พันธ์พืช*
นักศึกษาปริญญาตรี
Email pheerant.pp@gmail.com

เอกภัทร ซ้ายลิ้มสร้าง*
นักศึกษาปริญญาตรี
Email: aekkapat098@gmail.com

* คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาสงขลานครินทร์

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 7 พฤษภาคม 2569
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 5 สิงหาคม 2569
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 7 สิงหาคม 2569

บทคัดย่อ

การศึกษามีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงสุด (CEO) ซึ่งครอบคลุมมิติด้านเพศ อายุ ระดับการศึกษา และระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง และอิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ทั้งในส่วนของการถือหุ้นโดยครอบครัวและนักลงทุนสถาบัน ที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 โดยใช้ข้อมูลจากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1 One Report) และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงปี พ.ศ. 2563–2567 ใช้สถิติพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน และการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ เพื่อทดสอบอิทธิพลระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ คุณลักษณะของ CEO (เพศ อายุ ระดับการศึกษา และระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง) และโครงสร้างความเป็นเจ้าของ (ธุรกิจครอบครัวและนักลงทุนสถาบัน) กับตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานด้าน ESG

ผลการวิจัยพบว่า คุณลักษณะของ CEO และโครงสร้างความเป็นเจ้าของมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยเฉพาะ CEO ที่มีคุณลักษณะหลากหลาย และมีประสบการณ์เหมาะสมส่งเสริมการดำเนินงานด้านความยั่งยืนได้ดีกว่า ผลการศึกษาชี้ให้เห็นความสำคัญของการบูรณาการบทบาทของผู้นำองค์กร และผู้ถือหุ้นเพื่อยกระดับการบริหารจัดการด้านความยั่งยืนของธุรกิจไทยอย่างมีประสิทธิภาพ ผลลัพธ์สามารถใช้เป็นแนวทางสำหรับผู้บริหาร นักลงทุน และหน่วยงานกำกับดูแลในการส่งเสริมการดำเนินงาน ESG และพัฒนาแนวทางการบริหารองค์กรให้โปร่งใสและยั่งยืนในระยะยาว

คำสำคัญ: คุณลักษณะของ CEO โครงสร้างความเป็นเจ้าของ ผลการดำเนินงานด้าน ESG SET100



Influence of CEO Characteristics, Ownership Structure, and ESG Performance: Evidence from SET100 Listed Companies in Thailand

Rojana Khunkaew, Ph.D.
Assistant Professor of Department of Accountancy
Email: rojana.ko@psu.ac.th

Weerawan Siripong, Ph.D.
Email: weerawan.si@psu.ac.th

Nuttanicha Siriprapa
Undergraduate Student
Email: natoey.2545@gmail.com

Pheeranat Phanphuet
Undergraduate Student
Email pheerant.pp@gmail.com

Aekkapat Sailimsarng
Undergraduate Student
Email: aekkapat098@gmail.com

* Faculty of Management Sciences Prince of Songkla University

Received: May 7, 2026
Revised: August 5, 2026
Accepted: August 7, 2026

Abstract

This study aims to investigate the impact of chief executive officer (CEO) characteristics such as gender, age, educational background, tenure and ownership structure such as family ownership and institutional investor ownership on the environmental, social and governance (ESG) performance of listed companies in the SET100 index of the Stock Exchange of Thailand. The data were collected from the annual reports, Form 56-1 One Report, and the Stock Exchange of Thailand database for the period 2020-2024. Descriptive statistics, Pearson correlation analysis, and multiple regression analysis were used to examine the relationships between the independent variables (CEO characteristics-gender, age, education, and tenure-and ownership structure-family business and institutional investors) and the dependent variable, ESG performance.

The results show that the CEO characteristics and ownership structure have significant relationships with ESG performance. Specifically, heterogeneous and experienced CEOs are more capable of facilitating sustainability practices. These findings highlight the significance of integrating the roles of corporate leadership and shareholders to improve the effectiveness of sustainability management in Thai firms. The findings provide practical guidance for executives, investors and regulators seeking to improve ESG performance and establish transparent and sustainable governance practices for the long term.

Key word: CEO characteristics, ownership structure, ESG Performance, SET100

บทนำ

ปัจจุบันแนวคิดเรื่องการพัฒนาอย่างยั่งยืนได้รับความสำคัญอย่างมากในภาคธุรกิจทั่วโลก องค์กร ต่าง ๆ ถูกคาดหวังให้ดำเนินกิจการโดยคำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล หรือที่เรียกรวมกันว่า Environmental, Social and Governance (ESG) ซึ่งถือเป็นกรอบแนวคิดสำคัญในการประเมินความรับผิดชอบและศักยภาพขององค์กรในระยะยาว (Kapil & Rawal, 2023) การดำเนินงานด้าน ESG ที่มีประสิทธิภาพไม่เพียงช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์ขององค์กร แต่ยังเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย อย่างไรก็ตาม ระดับผลการดำเนินงานด้าน ESG ของแต่ละองค์กรกลับแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าปัจจัยภายในองค์กร โดยเฉพาะ คุณลักษณะของผู้นำ และโครงสร้างความเป็นเจ้าของ อาจเป็นตัวกำหนดที่สำคัญต่อความสำเร็จในการดำเนินงานด้านความยั่งยืน

หนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ได้รับความสนใจอย่างต่อเนื่องคือ คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงสุด (Chief Executive Officer: CEO) เนื่องจากเป็นผู้มีอำนาจสูงสุดในการกำหนดวิสัยทัศน์ กลยุทธ์ และนโยบายขององค์กร ตามแนวคิด Upper Echelons Theory ของ Hambrick and Mason (1984) ที่เสนอว่าผลลัพธ์ขององค์กรเป็นภาพสะท้อนจากคุณลักษณะส่วนบุคคลของผู้บริหารระดับสูง เช่น เพศ อายุ การศึกษา และประสบการณ์ ซึ่งปัจจัยเหล่านี้อาจมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ โดยเฉพาะการดำเนินงานด้าน ESG ที่ต้องอาศัยความมุ่งมั่นและเจตคติในระยะยาว (Zhang et al. 2024) งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า CEO ที่เป็นเพศหญิงหรือมีระดับการศึกษาสูงมักให้ความสำคัญกับประเด็นทางสังคมและสิ่งแวดล้อมมากกว่า ส่งผลให้ผลการดำเนินงานด้าน ESG ขององค์กรอยู่ในระดับที่ดีกว่า (Ben-Amar et al., 2017; Glass et al., 2016; Krüger, 2015)

นอกจากลักษณะของผู้นำ โครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure) ยังเป็นอีกปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมและทิศทางขององค์กร โดยเฉพาะในบริบทของตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งประกอบด้วยบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นหลากหลายประเภท ทั้งนักลงทุนสถาบันและธุรกิจครอบครัว งานวิจัยในต่างประเทศ (Dyck et al., 2019; Liao & Jesmin, 2023) พบว่า บริษัทที่มีนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ถือหุ้นหลักมักมีการเปิดเผยข้อมูล ESG และการกำกับดูแลกิจการที่เข้มงวดกว่า ในขณะที่ธุรกิจครอบครัวอาจมุ่งเน้นความยั่งยืนในระยะยาว แต่มีข้อจำกัดในด้านความโปร่งใสและธรรมาภิบาล (García-Sánchez et al., 2021)

ถึงแม้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารและโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) จะได้รับการศึกษาอย่างกว้างขวางในบริบทของประเทศพัฒนาแล้ว แต่ในบริบทของตลาดเกิดใหม่ โดยเฉพาะประเทศไทย ซึ่งมีสภาพแวดล้อมทางสถาบัน เอกลักษณ์ของโครงสร้างการถือหุ้นในตลาดเกิดใหม่ และลักษณะเชิงเศรษฐศาสตร์ที่แตกต่างจากประเทศทางตะวันตกยังมีจำกัด โดยงานวิจัยในสหรัฐอเมริกาและยุโรปมักมุ่งเน้นอิทธิพลของนักลงทุนสถาบันในฐานะกลไกการตรวจสอบที่เข้มงวด แต่ในบริบทของเอเชียและประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีลักษณะเด่น คือ การเป็นธุรกิจครอบครัวและการถือหุ้นอย่างกระจุกตัว ซึ่งโครงสร้างเช่นนี้มักเผชิญกับความขัดแย้งทางตัวแทนในรูปแบบผู้ถือหุ้นเสียงข้างมากและผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งส่งผลให้แรงจูงใจในการดำเนินนโยบายด้านความยั่งยืนอาจถูกขับเคลื่อนด้วยความต้องการรักษาชื่อเสียงของตระกูล หรือการรักษาอำนาจควบคุมซึ่งแตกต่างจากกลไกตลาดในประเทศพัฒนาแล้ว หรือแม้แต่ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้นำและเจ้าของกิจการและการเปลี่ยนรูปแบบการรายงานแบบบูรณาการ ซึ่งประเทศไทยเพิ่งมีการบังคับใช้รายงานรูปแบบใหม่ (56-1 One Report) ซึ่งมุ่งเน้นการเปิดเผยข้อมูลเชิงคุณภาพที่เชื่อมโยงมิติ ESG เข้ากับกลยุทธ์ทางธุรกิจมากขึ้น

การศึกษาที่ผ่านมามักใช้ข้อมูลจากการเปิดเผยแบบสมัครใจหรือรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม แบบแยกส่วน ดังนั้นการวิเคราะห์ผ่านฐานข้อมูลมาตรฐานใหม่นี้จึงเป็นการยกระดับคุณภาพของงานวิจัยให้สอดคล้องกับพลวัตของการกำกับดูแลกิจการในปัจจุบัน งานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างทางการวิชาการและสร้างประโยชน์ที่แตกต่างจากหลักฐานวิจัยในอดีต โดยมุ่งคุณค่าทางวิชาการในการช่วยขยายขอบเขตของทฤษฎีระดับบน และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย โดยพิสูจน์ว่าปัจจัยเชิงบุคคลและเชิงโครงสร้างที่เฉพาะเจาะจงของไทยส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างไร ซึ่งเป็นการเสริมสร้างองค์ความรู้ใหม่เกี่ยวกับปัจจัยกำหนดความยั่งยืนที่ไม่ได้จำกัดอยู่เพียงมาตรฐานตะวันตก และประโยชน์ด้านนโยบายและแนวปฏิบัติ โดยผลลัพธ์ที่ได้จะช่วยให้หน่วยงานกำกับดูแลสามารถออกแบบนโยบายส่งเสริม ESG ที่สอดคล้องกับลักษณะทางเศรษฐศาสตร์ของธุรกิจไทย รวมถึงช่วยให้นักลงทุนใช้ประเมินความเสี่ยงและศักยภาพขององค์กรผ่านการวิเคราะห์โครงสร้างอำนาจภายในได้อย่างแม่นยำยิ่งขึ้น

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อ วิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ซึ่งครอบคลุมมิติด้านเพศ อายุ ระดับการศึกษา และระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง ควบคู่ไปกับอิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของทั้งในส่วนของการถือหุ้นโดยครอบครัวและนักลงทุนสถาบัน ที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 โดยอาศัยกรอบแนวคิดทฤษฎีระดับบนและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อทดสอบว่าปัจจัยเชิงบุคคลระดับผู้นำและปัจจัยเชิงโครงสร้างความเป็นเจ้าของจะส่งผลร่วมกันอย่างไรต่อการขับเคลื่อนนโยบายความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 นอกจากนี้ ผลการศึกษาจะมุ่งเน้นการสร้างองค์ความรู้ใหม่และให้หลักฐานเชิงประจักษ์แก่ผู้มีส่วนได้เสียและหน่วยงานกำกับดูแล เพื่อใช้ในการกำหนดทิศทางนโยบายและกลยุทธ์การบริหารจัดการความยั่งยืนขององค์กรไทยให้มีประสิทธิภาพและได้รับการยอมรับในระดับสากล

ทบทวนวรรณกรรม

ประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงสุด (Chief Executive Officer: CEO)

CEO คือ ผู้บริหารระดับสูงที่สุดในบริษัท ความรับผิดชอบหลักของ CEO ประกอบด้วยการตัดสินใจที่สำคัญขององค์กร การขับเคลื่อนกำลังคนและทรัพยากรของบริษัทให้บรรลุเป้าหมายเชิงกลยุทธ์ และการทำหน้าที่เป็นจุดสื่อสารหลักระหว่างคณะกรรมการบริหารและฝ่ายปฏิบัติการขององค์กร ในหลายกรณี CEO ทำหน้าที่เป็นภาพลักษณ์ของบริษัทต่อสาธารณชน โดยทั่วไปแล้ว CEO จะรายงานต่อคณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับการแต่งตั้งจากผู้ถือหุ้น (Hayes & Miletzky 2025) สำหรับการวัดคุณลักษณะ CEO ด้วยกัน 4 ประเด็น คือ 1) เพศ 2) อายุ 3) ระดับการศึกษา และ 4) ระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ขององค์กรและความรับผิดชอบขององค์กรอย่างมีนัยสำคัญ (Aabo & Giorici, 2023; Oyinlola, 2025) สำหรับธรรมาภิบาลและคุณลักษณะของคณะกรรมการ (Board Composition and Governance) ในบริบทของประเทศไทย การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นกลไกสำคัญในการผลักดันการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน งานวิจัยของ Suttipun (2021) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในไทยและพบว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG นอกจากนี้ Detthamrong et al. (2026) ยังชี้ให้เห็นว่าประสิทธิภาพด้าน ESG ส่งผลโดยตรงต่อความยั่งยืนทางการเงินของบริษัทในไทย

โครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure)

โครงสร้างความเป็นเจ้าของหมายถึงลักษณะและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งมีอำนาจควบคุมและกำหนดทิศทางเชิงกลยุทธ์ของบริษัท โดยเฉพาะในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มักประกอบด้วย ผู้ถือหุ้นหลายประเภททั้งรายใหญ่และรายย่อย โครงสร้างการถือหุ้นจึงมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการ และสามารถส่งผลต่อการดำเนินงานด้าน ESG ทั้งในเชิงกลยุทธ์ การกำหนดนโยบาย และการบริหารความเสี่ยง (Al Amosh & Khatib, 2021) โครงสร้างผู้ถือหุ้นจะมีความหลากหลาย จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า งานวิจัยที่ผ่านมา (Ben-Amar et al., 2017; Espinosa-Méndez et al., 2023; Liao & Jesmin, 2023; Mahmood et al., 2018; Qasem et al., 2022) ให้ความสำคัญกับผู้ถือหุ้น 2 ประเภท ได้แก่ นักลงทุนสถาบันและธุรกิจครอบครัว เนื่องจากเป็นกลุ่มที่มีบทบาทสำคัญในการกำหนดทิศทางและผลักดันกิจกรรม ESG อย่างชัดเจน โดยนักลงทุนสถาบันมักมีเป้าหมายระยะยาวและให้ความสำคัญกับความเสี่ยง ESG ที่อาจกระทบต่อผลตอบแทนในอนาคต จึงมักมีบทบาทในการผลักดันธรรมาภิบาล ความโปร่งใส และการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน สำหรับธุรกิจครอบครัวแม้จะมุ่งรักษาอำนาจควบคุม แต่หลายกรณีพบว่ามีแรงจูงใจในการรักษาชื่อเสียงและส่งต่อกิจการสู่รุ่นต่อไป จึงมีแนวโน้มสนับสนุน ESG ในเชิงระยะยาว

ดังนั้น ในการศึกษานี้จึงเลือกใช้โครงสร้างกิจการที่เป็นธุรกิจครอบครัวและนักลงทุนสถาบันเป็นตัวแทนของโครงสร้างความเป็นเจ้าของ สำหรับงานวิจัยที่ผ่านมา (Al Amosh & Khatib, 2021; Espinosa-Méndez et al., 2023; Kim & Yoon, 2022; Liao & Jesmin, 2023; Wang et al., 2022) ที่สนับสนุนว่าทั้งสองกลุ่มนี้มีอิทธิพลที่ชัดเจนกับผลการดำเนินงานด้าน ESG โครงสร้างธุรกิจครอบครัวและวัฒนธรรมองค์กร ลักษณะเฉพาะที่โดดเด่นของตลาดทุนไทยคือสัดส่วนของธุรกิจครอบครัวที่สูง งานวิจัยล่าสุดของ Treepongkaruna, Starita, and Chan (2026) ได้วิเคราะห์เชิงลึกว่าการควบคุมและอำนาจความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว เมื่อพิจารณาร่วมกับวัฒนธรรมองค์กร ส่งผลต่อประสิทธิภาพด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในไทย

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม สังคม ธรรมาภิบาล (ESG)

ESG (Environment, Social, and Governance) มิได้เป็นเพียงเครื่องมือประเมินสำหรับตลาดทุน แต่เป็นปรัชญาการบริหารจัดการที่ได้รับความเชื่อถือจากทุกภาคส่วนในสังคม ตั้งแต่ระดับนโยบายรัฐไปจนถึงพฤติกรรมส่วนบุคคล โดย Eccles and Klimenko (2019) ระบุว่า ESG คือหลักการสำคัญที่กำกับการดำเนินธุรกิจให้ควบคู่ไปกับการดูแลสิ่งแวดล้อม การรับผิดชอบต่อสังคม และการมีธรรมาภิบาลที่โปร่งใส หัวใจสำคัญของการดำเนินงานคือ การเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน (ESG Disclosure) ที่ต้องทำอย่างต่อเนื่องและโปร่งใส เพื่อให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถเข้าถึงผลการดำเนินงานได้ผ่านช่องทางรายงานทางการต่าง ๆ ข้อมูลเหล่านี้ไม่เพียงแต่ช่วยให้นักลงทุนมองเห็นโอกาสและผลตอบแทนที่ยั่งยืน แต่ยังเป็นเครื่องมือภายในที่ช่วยให้บริษัทประเมินความเสี่ยงและปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานให้สอดรับกับกลยุทธ์หลักขององค์กร การให้ความสำคัญกับ ESG จึงเป็นการแสดงจุดยืนของธุรกิจในการเติบโตไปพร้อมกับผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม ซึ่งเป็นกุญแจสำคัญในการสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันและดึงดูดเงินทุนคุณภาพในยุคปัจจุบัน (SET, 2025)

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ ESG Scores เป็นตัวแทน ผลการดำเนินงานด้าน ESG เป็นตัวแปรตาม เนื่องจากคะแนนดิบเชิงปริมาณช่วยให้การวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะ CEO และโครงสร้างความเป็นเจ้าของ สามารถสะท้อนความผันแปรของผลการดำเนินงานได้ครบถ้วนในรูปแบบตัวแปรต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับระเบียบวิธีวิจัยทางสถิติเชิงปริมาณที่มุ่งเน้นการทดสอบสมมติฐานผ่านแบบจำลองความถดถอยพหุ (Multiple Regression) นอกจากนี้ การใช้คะแนนจากฐานข้อมูลสากลยังช่วยให้ผลการศึกษาสามารถนำไปเปรียบเทียบกับงานวิจัยในระดับนานาชาติได้อย่างเป็นรูปธรรม สะท้อนผลลัพธ์เชิงรูปธรรมของการดำเนินงาน สามารถพิจารณาผลลัพธ์ที่องค์กรบรรลุได้จริง แทนที่จะประเมินจากเพียงนโยบายหรือเจตจำนงเชิงกลยุทธ์ ซึ่งอาจไม่มีการดำเนินงานอย่างเป็นรูปธรรม ผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีสามารถลดความเสี่ยงในระยะยาว และสร้างโอกาสในการแข่งขัน เช่น การลดต้นทุน การเข้าถึงแหล่งเงินทุน หรือการเพิ่มความน่าเชื่อถือในสายตานักลงทุน ซึ่งเป็นที่ต้องการของผู้ถือหุ้นและกองทุนที่ใช้แนวทาง ESG Investing นอกจากนี้ ยังสอดคล้อง

กับมาตรฐานสำคัญระดับโลก เช่น GRI Standards, SASB Standards, TCFD, และ IFRS S1/S2 ต่างให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลผลการดำเนินงานจริง ทั้งในมิติสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มากกว่าการรายงานเฉพาะนโยบายหรือกิจกรรมทั่วไป การใช้ข้อมูลด้านประสิทธิภาพในการประเมิน ESG ช่วยให้สามารถเชื่อมโยง ESG กับความสามารถในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (Sustainability Performance) ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น (Harasheh & Provasi, 2023, Izcan & Bektas, 2022)

ทฤษฎีที่ใช้ในงานวิจัย

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Freeman ในปี 1983 เป็นกรอบแนวคิดที่ผสานรวมจริยธรรมทางธุรกิจและการดำเนินงานเข้าด้วยกัน ทฤษฎีนี้ให้เหตุผลว่าบริษัทต่าง ๆ ไม่ควรมุ่งเน้นไปที่ผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว แต่ควรสร้างสมดุลระหว่างความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกรายที่ได้รับผลกระทบจากงานของตน ผู้มีส่วนได้เสียรวมถึงผู้ถือหุ้น พนักงาน ลูกค้า ซัพพลายเออร์ และชุมชน สภาพแวดล้อมที่เน้นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจะมุ่งเน้นไปที่ความยั่งยืน ความพึงพอใจของพนักงาน ความสัมพันธ์กับลูกค้า และการมีส่วนร่วมของชุมชน ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียระบุว่าบริษัทต้องสอดคล้องกับความคาดหวังของกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่าง ๆ ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียสามารถสร้างแรงกดดันต่อบริษัทให้ลดผลกระทบเชิงลบและเพิ่มผลกระทบเชิงบวก ข้อมูลที่องค์กรรวบรวมเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและความต้องการของพวกเขามากเท่าไหร่ องค์กรก็จะสามารถตอบสนองความคาดหวังและหลีกเลี่ยงผลกระทบเชิงลบที่ไม่พึงประสงค์ได้ดีขึ้นเท่านั้น ทฤษฎีนี้เป็นรากฐานสำคัญสำหรับการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเชิงรุกในการจัดการความเสี่ยงจากภัยพิบัติ (Amarna et al., 2025) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียใช้เพื่ออธิบายว่าผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีบทบาทสำคัญในการผลักดันให้องค์กรดำเนินธุรกิจอย่างรับผิดชอบ ESG โดยสะท้อนผ่านความคาดหวังและข้อเรียกร้องที่เพิ่มขึ้นในเรื่องความยั่งยืน CEO ในฐานะผู้นำสูงสุดขององค์กร มีบทบาทสำคัญในการกำหนดทิศทางและ กลยุทธ์ ESG โดยต้องฟังเสียงของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย พร้อมขับเคลื่อนนโยบายที่ตอบสนองต่อประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลให้ตรงตามความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียให้ได้ (Khalid et al., 2024)

ทฤษฎีระดับบน (Upper Echelons Theory) พัฒนาโดย Hambrick and Mason (1984) สันนิษฐานว่าลักษณะเฉพาะตัว (เช่น ฐานความรู้ความเข้าใจและค่านิยม) ของผู้บริหารระดับสูงของบริษัท มีบทบาทสำคัญในการอธิบายหรือคาดการณ์การตัดสินใจเชิงกลยุทธ์และผลการดำเนินงานขององค์กร ฐานความรู้ความเข้าใจและค่านิยมของผู้บริหารระดับสูงมีอิทธิพลต่อการตีความสถานการณ์เชิงกลยุทธ์ กำหนดรูปแบบการตัดสินใจ และนำไปสู่ผลลัพธ์ด้านผลประกอบการทั้งทางการตลาดและการเงิน แนวคิดสำคัญที่ทฤษฎีนี้รวมถึง พฤติกรรมของผู้บริหาร พฤติกรรมของผู้บริหารเป็นผลลัพธ์ที่ช่วยในการกำหนดกลยุทธ์หรือ มีอิทธิพลต่อการกระทำของผู้อื่น ซึ่งท้ายที่สุดก็จะสะท้อนถึงผู้จัดการระดับสูงของพวกเขา อิทธิพลจากภายนอกต่อการตัดสินใจ การตัดสินใจของผู้บริหารระดับสูงยังได้รับผลกระทบจากอิทธิพลภายนอก เช่น ชุมชน (Community) ชุมชนมีบทบาทสำคัญในการมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจส่วนบุคคล และเป็นเรื่องยากที่จะตัดสินใจโดยไม่ขึ้นกับสภาพแวดล้อมที่ผู้บริหารอาศัยอยู่ การมีอยู่ของสังคมและสภาพแวดล้อมส่งผลต่อการตัดสินใจซึ่งกระทบต่อการนำนโยบายไปปฏิบัติของผู้บริหารระดับสูงในบริษัท ชุมชนยังอาจหมายถึงกลุ่มที่บุคคลแสวงหาความสัมพันธ์ทางจิตวิทยาและสายสัมพันธ์ทางอารมณ์ ข้อโต้แย้งหลักของทฤษฎีเชื่อมโยงกับคุณลักษณะเฉพาะของประสิทธิภาพของบริษัทและการจัดการผู้บริหารระดับสูงโดยมีข้อโต้แย้งว่าคุณลักษณะของบุคคลสามารถส่งผลกระทบต่อทัศนคติและความชอบของสมาชิกผู้บริหารระดับสูง รวมถึงพลวัตของกลุ่ม (Li et al., 2025)

จากการศึกษาทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องลักษณะเฉพาะของ CEO ไม่เพียงส่งผลต่อกระบวนการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ขององค์กร หากยังส่งผลกระทบโดยตรงต่อผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน โดยเฉพาะในมิติต่าง ๆ ของ ESG ซึ่งเป็นกรอบการประเมินที่สำคัญขององค์กรยุคใหม่ แนวคิด Upper Echelons Theory เสนอว่าองค์กรเปรียบเสมือนภาพสะท้อนของผู้บริหารระดับสูง โดยคุณลักษณะเฉพาะของ CEO ไม่ว่าจะเป็นเพศ อายุ การศึกษา หรือระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง ล้วนส่งอิทธิพลต่อวิธีคิดและพฤติกรรมการบริหาร ซึ่งส่งผลไปยังผลลัพธ์ขององค์กรในระยะยาว (Al Amosh & Khatib, 2021) นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ให้ความสำคัญกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการ ในฐานะปัจจัยที่อาจส่งอิทธิพลต่อความตั้งใจและความสามารถขององค์กรในการดำเนินงาน ESG โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริบทของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ที่ผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อแนวทางการบริหาร ความคาดหวังจากผู้ถือหุ้นประเภทต่าง ๆ อาจนำไปสู่แนวทาง ESG ที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ (Dyck et al., 2019; García-Sánchez et al., 2021; Yoon et al., 2018) งานวิจัยนี้จึงตั้งอยู่บนแนวคิดว่าคุณลักษณะของ CEO และโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่แตกต่างกัน จะส่งผลให้การตัดสินใจและการดำเนินงานด้าน ESG ขององค์กรแตกต่างกันด้วย เพื่อให้เข้าใจและทดสอบประเด็นนี้ในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงมีการตั้งสมมติฐานการศึกษาดังต่อไปนี้

H1: ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่เป็นเพศหญิง มีอิทธิพลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG

H2: อายุของ CEO มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG

H3: ระดับการศึกษาของ CEO มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG

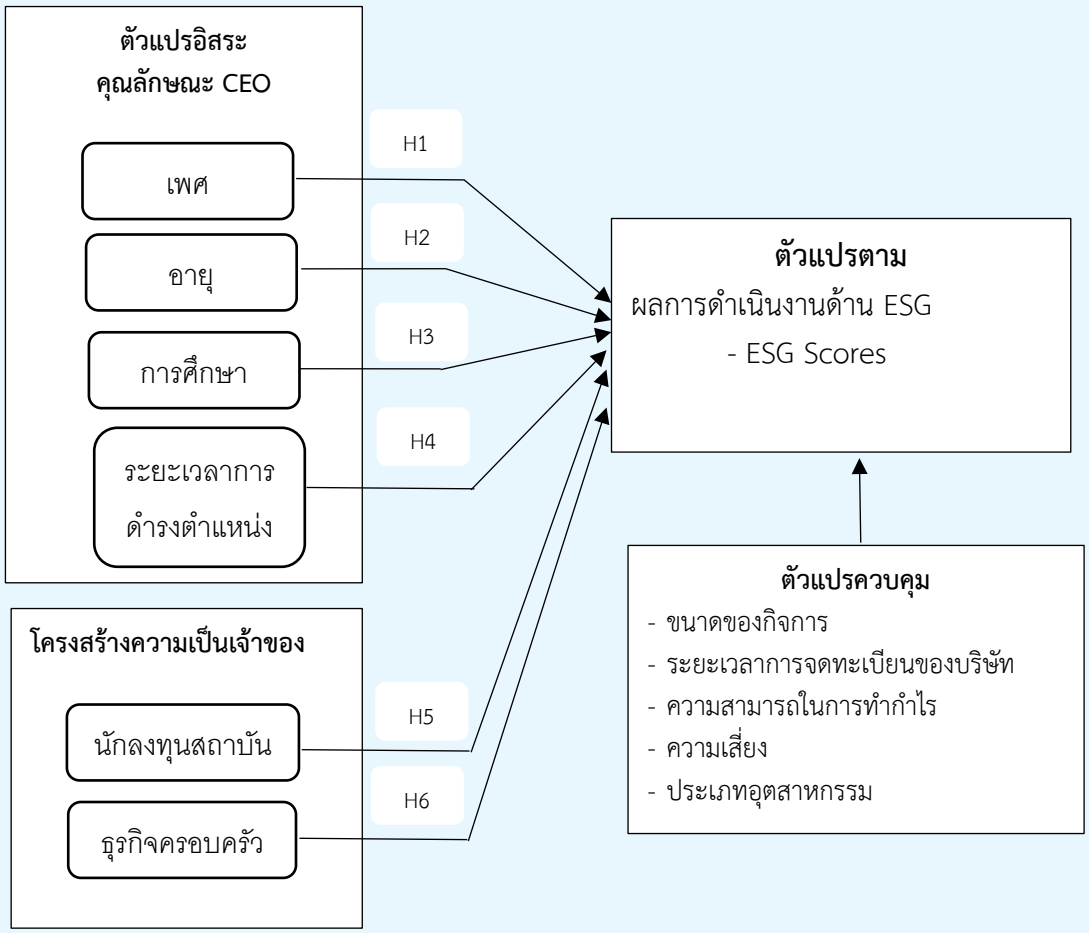
H4: ระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของ CEO มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG

H5: โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบนักลงทุนสถาบัน มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG

H6: โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบธุรกิจครอบครัว มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG

กรอบแนวคิดงานวิจัย

จากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานด้าน ESG พบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ของกิจการอาจได้รับอิทธิพลจากปัจจัยทั้งภายในและภายนอกองค์กร โดยเฉพาะ คุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูง ซึ่งมีบทบาทสำคัญต่อการกำหนดนโยบาย กลยุทธ์ และแนวทางการดำเนินงานขององค์กร สอดคล้องกับทฤษฎี Upper Echelons Theory ที่อธิบายว่าลักษณะและคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูงสามารถสะท้อนผ่านกระบวนการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์และผลการดำเนินงานขององค์กร นอกจากนี้ โครงสร้างความเป็นเจ้าของ ยังเป็นปัจจัยสำคัญที่อาจส่งผลต่อการกำกับดูแลและการกำหนดทิศทางการดำเนินงานของกิจการ โดยเฉพาะการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Stakeholder Theory ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ได้แก่ เพศ อายุ ระดับการศึกษา และระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง รวมถึงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ได้แก่การถือครองหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันและโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบธุรกิจครอบครัว ต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยกำหนดให้ขนาดของกิจการ อายุของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงทางการเงิน และประเภทอุตสาหกรรม เป็นตัวแปรควบคุมเพื่อควบคุมปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG และทำให้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามมีความชัดเจนยิ่งขึ้น จากแนวคิดและทฤษฎีดังกล่าว ผู้วิจัยจึงได้กำหนดกรอบแนวคิดในการวิจัย ดังแสดงในภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2563–2567 เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงสุดและโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2563–2567 ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่มีผลกระทบเชิงระบบต่อเศรษฐกิจไทย และมีแนวโน้มเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มากกว่าบริษัททั่วไป เนื่องจากได้รับความสนใจจากนักลงทุนสถาบันและหน่วยงานกำกับดูแล (SET, 2025) โดยกำหนดเกณฑ์ในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง ดังนี้ (1) บริษัทต้องอยู่ในรายชื่อ SET100 อย่างน้อย 1 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2563–2567 (2) ตัดบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินออก เช่น ธนาคาร บริษัทประกันภัย และหลักทรัพย์ เนื่องจากลักษณะโครงสร้างทุน การกำกับดูแล และการดำเนินงานมีความแตกต่างจากภาคธุรกิจทั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ และบริษัทที่ข้อมูลไม่ครบถ้วน ซึ่งพบว่าต้องใช้ขนาดตัวอย่างทั้งหมด 341 ตัวอย่าง

การวัดผลการดำเนินงานด้าน ESG

Refinitiv ให้ความสำคัญอย่างยิ่งต่อข้อมูลและการวิเคราะห์ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ที่โปร่งใส แม่นยำ และสามารถเปรียบเทียบได้สำหรับอุตสาหกรรมการเงิน Refinitiv เป็นหนึ่งในฐานข้อมูลหนึ่งในฐานข้อมูล ESG ที่ครอบคลุมที่สุดในอุตสาหกรรม โดยครอบคลุมบริษัทกว่า 12,500 แห่งทั่วโลก ซึ่งรวมถึงบริษัทมหาชนและบริษัทเอกชน คะแนน ESG ของ Refinitiv ได้รับการออกแบบมาเพื่อวัดประสิทธิภาพ ESG ของบริษัทอย่างโปร่งใสและเป็นกลาง (LSEG, 2024)

วิธีการคำนวณคะแนน Refinitiv ESG Scoring Methodology สรุปได้ด้วยกระบวนการ 5 ขั้นตอน

1. ESG category scores มีการคำนวณคะแนน 10 หมวดหมู่ ESG โดยใช้ระเบียบวิธี Percentile Rank โดยเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรม TRBC สำหรับหมวดหมู่ด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม และเทียบกับประเทศที่จดทะเบียน สำหรับหมวดหมู่ธรรมาภิบาล

2. Materiality matrix มีการใช้เมทริกซ์ความสำคัญเฉพาะของ Refinitiv เพื่อกำหนดความสำคัญของแต่ละธีม ESG ต่ออุตสาหกรรมต่าง ๆ น้ำหนักความสำคัญของแต่ละหมวดหมู่จะถูกคำนวณตามแนวทางที่ขับเคลื่อนด้วยข้อมูล โดยแตกต่างกันไปตามอุตสาหกรรมสำหรับด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม

3. Overall ESG score calculation and pillar score คะแนน ESG โดยรวมจะถูกรวมโดยอิงจากน้ำหนัก 10 หมวดหมู่ คะแนนเสาหลัก ESG เป็นผลรวมสัมพัทธ์ของน้ำหนักหมวดหมู่ คะแนน ESG (ESG score) วัดประสิทธิภาพ ESG ของบริษัท โดยอิงจากข้อมูลที่รายงานและสามารถตรวจสอบได้ในสาธารณะ

4. Controversies scores calculation คะแนนข้อถกเถียงด้าน ESG คำนวณจาก 23 หัวข้อข้อถกเถียงด้าน ESG โดยข้อถกเถียงล่าสุดจะสะท้อนอยู่ในรอบระยะเวลาทางการเงินล่าสุดที่เสร็จสมบูรณ์ บริษัทที่ไม่มีข้อถกเถียงจะได้รับคะแนน 100 เมื่อเกิดเรื่องอื้อฉาวขึ้นในระหว่างปี บริษัทที่เกี่ยวข้องจะถูกปรับลดคะแนน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อคะแนน ESGC โดยรวมและการจัดเกรด ผลกระทบของเหตุการณ์อาจคงอยู่ได้ในปีถัดไป หากมีการพัฒนาใหม่ที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์เชิงลบนั้น เช่น การฟ้องร้อง ข้อพิพาททางกฎหมาย หรือค่าปรับ ข่าวและข้อโต้แย้งจะถูกอัปเดตอย่างต่อเนื่องเมื่อเหตุการณ์เกิดขึ้น

5. ESGC score คะแนน ESGC จะถูกคำนวณเป็นการถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของคะแนน ESG และคะแนนข้อถกเถียงด้าน ESG สำหรับแต่ละรอบระยะเวลาทางการเงิน เมื่อบริษัทมีส่วนเกี่ยวข้องกับข้อถกเถียง หากไม่มีข้อถกเถียง คะแนน ESGC จะเท่ากับคะแนน ESG อย่างไรก็ตาม หากคะแนนข้อถกเถียงสูงกว่าคะแนน ESG คะแนน ESGC จะเท่ากับคะแนน ESG

การแสดงผลคะแนน คะแนนจะอยู่ในรูปแบบเปอร์เซ็นต์ (0-100) และเกรดตัวอักษร (D- ถึง A+) ซึ่งง่ายต่อการทำความเข้าใจ

ตารางที่ 1 เกณฑ์ในการประเมินผลการดำเนินงานด้าน ESG

Score rang	Grade	Descriptions
0.0 <=s score <= 0.083333	D -	คะแนน 'D' บ่งชี้ถึงประสิทธิภาพ ESG ที่สัมพันธ์กันในระดับต่ำ และระดับความโปร่งใสในการรายงานข้อมูล ESG ที่สำคัญต่อสาธารณะไม่เพียงพอ
0.083333 < score <= 0.166666	D	
0.166666 < score <= 0.250000	D +	
0.250000 < score <= 0.333333	C -	คะแนน 'C' บ่งชี้ถึงประสิทธิภาพ ESG ที่สัมพันธ์กันในระดับที่น่าพอใจ และระดับความโปร่งใสในการรายงานข้อมูล ESG ที่สำคัญต่อสาธารณะในระดับปานกลาง
0.333333 < score <= 0.416666	C	
0.416666 < score <= 0.500000	C +	
0.500000 < score <= 0.583333	B -	คะแนน 'B' บ่งชี้ถึงประสิทธิภาพ ESG ที่สัมพันธ์กันในระดับดี และระดับความโปร่งใสในการรายงานข้อมูล ESG ที่สำคัญต่อสาธารณะสูงกว่าค่าเฉลี่ย
0.583333 < score <= 0.666666	B	
0.666666 < score <= 0.750000	B +	
0.750000 < score <= 0.833333	A -	คะแนน 'A' บ่งชี้ถึงประสิทธิภาพ ESG ที่สัมพันธ์กันในระดับยอดเยี่ยม และระดับความโปร่งใสในการรายงานข้อมูล ESG ที่สำคัญต่อสาธารณะในระดับสูง
0.833333 < score <= 0.916666	A	
0.916666 < score <= 1	A +	

การวิเคราะห์ข้อมูล

ข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมถูกนำมาวิเคราะห์ โดยประกอบด้วยขั้นตอนหลักดังนี้

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา มีวัตถุประสงค์เพื่ออธิบายลักษณะข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ โดยประกอบด้วยตัวแปรอิสระซึ่งได้แก่ คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงสุด ประกอบไปด้วย เพศ อายุ ระดับการศึกษา และระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง รวมทั้งโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ซึ่งจำแนกเป็นบริษัทที่มีนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ถือหุ้นหลัก และบริษัทที่มีลักษณะธุรกิจครอบครัวเป็นผู้ถือหุ้นหลัก ในส่วนของตัวแปรตาม ได้แก่ ผลการดำเนินงานด้าน ESG ซึ่งวัดจากคะแนน ESG Score ข้อมูลดังกล่าวใช้เพื่อสะท้อนระดับความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่าง ขณะที่ตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดกิจการ ระยะเวลาการจดทะเบียนบริษัท ความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และประเภทอุตสาหกรรม

2. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการวิจัย การวิเคราะห์นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินว่าตัวแปรใดมีอิทธิผลกันในทิศทางบวกหรือลบ ซึ่งผลการทดสอบดังกล่าวจะช่วยยืนยันความเหมาะสมของข้อมูลก่อนนำไปสู่การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณในขั้นตอนถัดไป

3. เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ตั้งไว้ในงานวิจัย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างคุณลักษณะของ CEO และโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยใช้ Pooled OLS ในการวิเคราะห์เนื่องจากวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์เฉลี่ยในภาพรวม ระหว่างตัวแปรของกลุ่มตัวอย่าง เพื่อให้ได้ข้อสรุปในเชิงนโยบายในภาพกว้างสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับคุณสมบัติของผู้บริหาร และโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งจะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานด้าน ESG

ผลการศึกษา

ผลการศึกษาอิทธิพลคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงสุด และโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ได้แก่ (1) คุณลักษณะของ CEO ประกอบไปด้วย เพศ อายุ ระดับการศึกษา และระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง (2) โครงสร้างความเป็นเจ้าของ ประกอบไปด้วย นักลงทุนสถาบัน และธุรกิจครอบครัว (3) ผลดำเนินงานด้าน ESG ประกอบด้วย ESG Score (4) ขนาดกิจการ ระยะเวลาการจดทะเบียนบริษัท ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง และประเภทอุตสาหกรรม

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานด้าน ESG คุณลักษณะของ CEO โครงสร้างความเป็นเจ้าของ และตัวแปรควบคุม

Variables	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness
Gender	0.000	1.000	0.130	0.336	2.223
Age	37.000	77.000	56.920	8.251	-0.302
Edu	1.000	4.000	2.850	0.646	-0.304
Tenure	0.080	44.000	8.967	9.820	1.476
Family_Own	0.000	1.000	0.580	0.494	-0.328
Inst_Own	0.000	1.000	0.620	0.486	-0.491
ESG_Perf	12.180	90.580	58.318	17.039	-0.472
Size	15.055	21.965	18.203	1.350	0.138
Firm_Age	1.000	111.000	31.490	16.551	1.228
ROA	-19.560	50.950	5.676	7.576	2.001
Leverage	0.142	0.954	0.548	0.185	-0.323
Industry	0.000	1.000	0.310	0.462	0.836

จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่า CEO ส่วนใหญ่ในกลุ่มตัวอย่างมีลักษณะเด่นชัดว่าเป็น เพศชาย โดยมีสัดส่วนของเพศหญิงอยู่เพียงร้อยละ 13 เท่านั้น ด้านอายุ CEO มีอายุเฉลี่ยอยู่ที่ 56.92 ปี โดยมีช่วงอายุที่กว้างตั้งแต่ 37 ถึง 77 ปี ในแง่ของการศึกษามีค่าเฉลี่ยที่ 2.85 ซึ่งบ่งชี้ว่า ส่วนใหญ่สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีขึ้นไป ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งค่อนข้างยาวนาน โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 8.97 ปี แต่ก็มีความแตกต่างกันสูงมากตั้งแต่ 0.08 ปี ไปจนถึง 44 ปี โครงสร้างความเป็นเจ้าของมีความซับซ้อน โดยมีการถือหุ้นของครอบครัว ที่ร้อยละ 58 และมีนักลงทุนสถาบัน ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงกว่าเล็กน้อยที่ร้อยละ 62 ผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยรวมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 58.32 คะแนน ซึ่งอยู่ในระดับกลางถึงค่อนข้างดี

บริษัทกลุ่มตัวอย่าง 341 ส่วนใหญ่จัดเป็นบริษัทขนาดใหญ่ มีค่าเฉลี่ยลอการิทึมของขนาดกิจการอยู่ที่ 18.20 และมีอายุเฉลี่ยในการจดทะเบียนที่ยาวนานถึง 31.49 ปี ความเสี่ยงเฉลี่ยอยู่ที่ 0.55 ซึ่งอยู่ในระดับปานกลาง สำหรับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอยู่ที่ค่าเฉลี่ยร้อยละ 5.68 โดยมีช่วงความแตกต่างที่สูงมากจากร้อยละ –19.56 ไปจนถึงร้อยละ 50.95 ประเภทของอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.31 แสดงถึงความหลากหลายของธุรกิจในกลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างคุณลักษณะของ CEO และโครงสร้างความเป็นเจ้าของ กับประสิทธิภาพการดำเนินงานด้าน ESG

Variables	B	t	Sig.
(Constant)	-22.398	-1.677	0.094*
Gender	4.143	1.841	0.067*
Age	-0.190	-1.914	0.057*
Edu	-5.468	-4.755	0.001***
Tenure	0.262	2.869	0.004***
Family_Own	-8.506	-3.795	0.001***
Inst_Own	-5.135	-2.443	0.015**
Size	5.987	7.411	0.001***
Firm_Age	0.225	4.569	0.001***
ROA	-0.162	-1.490	0.137
Leverage	-5.858	-1.090	0.277
Industry	1.281	0.673	0.501
N		341	
Adjust R Square		0.380	
F		19.937	
Prob > F		0.001	

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

ผลจากการวิจัยคุณลักษณะของ CEO และโครงสร้างความเป็นเจ้าของกับผลดำเนินงานด้าน ESG พบว่า CEO เพศหญิงมีอิทธิพลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG (B = 4.143, t = 1.841, Sig. = 0.067) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Yahya (2025) ที่เสนอว่าผู้บริหารหญิงมักให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมากกว่าผู้บริหารชาย และ Duan et al. (2025) พบว่าการมี CEO เพศหญิงมีอิทธิพลกับการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เพิ่มขึ้น อายุของ CEO มีอิทธิพลเชิงลบกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 (B = -0.190, t = -1.914, Sig. = 0.057) โดยผลดังกล่าวชี้ให้เห็นว่ายิ่ง CEO มีอายุมากขึ้น ผลการดำเนินงานด้าน ESG ของกิจการมีแนวโน้มลดลง สอดคล้องกับ upper echelons theory ที่ว่าลักษณะการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงของผู้บริหารสูงวัย ที่มีแนวโน้มระมัดระวังและอนุรักษนิยมมากกว่าผู้บริหารรุ่นใหม่ที่กล้าตัดสินใจและมีความคิดก้าวหน้ามากกว่า (Zhang et al., 2024) ระดับการศึกษาของ CEO มีอิทธิพลเชิงลบกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (B = -5.468, t = -4.755, Sig. = 0.001) ระดับการศึกษาผลวิจัยของ García Blandón et al. (2019) พบว่า การมีปริญญา MBA ไม่เกี่ยวข้องกับระดับผลการดำเนินงานที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงานประเภทใด CEO ที่มี MBA มีแนวโน้มที่จะแสดงผลการดำเนินงานโดยรวมที่แย่กว่า ระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของ CEO มีอิทธิพลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (B = 0.262, t = 2.869, Sig. = 0.004) สนับสนุนแนวคิดที่ว่า CEO ที่ดำรงตำแหน่งนานขึ้นจะสั่งสมความรู้ ความเข้าใจในธุรกิจ และเครือข่ายความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทำให้สามารถผลักดันนโยบายด้านความยั่งยืนที่ต้องใช้ระยะเวลาในการเห็นผลได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น (Alrobai & Albaz 2025) โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบนักลงทุนสถาบัน และแบบธุรกิจครอบครัวมีอิทธิพลเชิงลบกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (B = -5.135, t = -2.443, Sig. = 0.015) และ 0.01 (B = -8.506, t = -3.795, Sig. = 0.001) ตามลำดับ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Liao and Jesmin (2023) พบว่า ครอบครัวผู้ก่อตั้งและนักลงทุนสถาบัน มีอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท แต่วิจัยของ Qasem et al. (2022) พบว่ามีอิทธิพลที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันทั้งหมดกับการรายงาน ESG โดยรวม

ตัวแปรควบคุม พบว่าขนาดกิจการ (Size) (B = 5.987, t = 7.411, Sig. = 0.001) และอายุกิจการ (Firm Age) (B = 0.225, t = 4.569, Sig. = 0.001) มีอิทธิพลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งสอดคล้องกับวรรณกรรมที่ระบุว่าบริษัทขนาดใหญ่มักมีทรัพยากรและแรงกดดันจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียให้ดำเนินกิจกรรมด้าน ESG มากกว่า ในขณะที่ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) (Sig. = 0.137) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Leverage) (Sig. = 0.277) และประเภทอุตสาหกรรม (Industry) (Sig. = 0.501) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อประสิทธิภาพด้าน ESG (Oyinlola, 2025)

อภิปรายผล

จากการผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าบทบาทของคุณลักษณะ CEO ต่อความยั่งยืน CEO เพศหญิง มีส่วนช่วยส่งเสริมผลการดำเนินงานด้าน ESG เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับ Upper Echelons Theory ที่อธิบายว่าความหลากหลายทางเพศในระดับการบริหารนำมาซึ่งมุมมอง วัฒนธรรมการตัดสินใจ และความตระหนักต่อผลกระทบเชิงสังคมและสิ่งแวดล้อมที่รอบด้านกว่า สอดคล้องกับงานวิจัยของ Duan et al. (2025) และ Al-Shaer et al. (2024) และ Yahya (2025) ที่ผู้นำหญิงมักแสดงออกถึงพฤติกรรมคำนึงถึง ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกว้างขวางขึ้น ซึ่งอธิบายได้ว่าผู้บริหารหญิงมักให้ความสำคัญกับการมีส่วนร่วมของสังคมและการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมากกว่า ในขณะที่ระยะเวลาดำรงตำแหน่ง (Tenure) ที่ส่งผลบวกสะท้อนว่าความต่อเนื่องในการบริหารช่วยให้นโยบายด้านความยั่งยืนถูกผลักดันอย่างเป็นรูปธรรม แม้จะแย้งกับข้อสรุปของ Alrobai and Albaz (2025) ที่ว่าระยะเวลาดำรงตำแหน่งไม่มีผลชัดเจนก็ตาม สำหรับประเด็น อายุ (Age) ที่มีอิทธิพลเชิงลบกล่าวคือผู้บริหารที่มีอายุมากอาจมีช่วงเวลาการดำรงตำแหน่งในอาชีพที่เหลืออยู่จำกัด จึงมักเน้นการสร้างผลตอบแทนทางการเงินระยะสั้นเพื่อรักษาผลงานก่อนเกษียณอายุมากกว่าการลงทุนในโครงการ ESG ซึ่งเป็นโครงการระยะยาวที่ต้องใช้ทรัพยากรสูงและเห็นผลตอบแทนช้า นอกจากนี้ ในมุมมองของข้อจำกัดทางกายภาพและกระบวนการคิด ผู้บริหารที่มีอายุมากมักมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงความเสี่ยง และยึดติดกับรูปแบบการดำเนินธุรกิจแบบเดิม มากกว่าการปรับตัวเข้าหาแนวคิดความยั่งยืนใหม่ๆ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Sandretto et al. (2025) ที่ชี้ว่าผู้บริหารรุ่นใหม่มีความตระหนักและเปิดรับประเด็นการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (Climate change) มากกว่าผู้บริหารรุ่นเก่า เช่นเดียวกับ Zhang et al. (2024) และ Oyinlola (2025) ที่มองว่า CEO รุ่นใหม่มีความกระตือรือร้นและตระหนักถึงปัญหาสิ่งแวดล้อมมากกว่ารุ่นก่อน รวมถึงพร้อมรับนวัตกรรมใหม่ ๆ มาปรับใช้ในกลยุทธ์องค์กร อย่างไรก็ตามระดับการศึกษามีอิทธิพลเชิงลบถือเป็นประเด็นที่น่าสนใจ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ García Blandón et al. (2019) ที่ตั้งข้อสังเกตว่าหลักสูตรบริหารธุรกิจ (เช่น MBA) อาจมุ่งเน้นผลกำไรระยะสั้นหรือตัวเลขทางการเงินเป็นหลัก จนอาจส่งผลเชิงลบต่อการมุ่งเน้นด้านความยั่งยืน

โครงสร้างความเป็นเจ้าของทั้งในรูปแบบธุรกิจครอบครัวและการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน มีอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทในกลุ่ม SET100 สะท้อนให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดทิศทางการดำเนินงานด้านความยั่งยืนขององค์กร สำหรับธุรกิจครอบครัว Stakeholder Theory ซึ่งเสนอว่าองค์กรควรสร้างคุณค่าและรักษาสมดุลผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม มิใช่มุ่งตอบสนองเฉพาะผู้ถือหุ้น (Freeman, 1983) แต่ธุรกิจครอบครัวมักให้ความสำคัญกับการรักษาอำนาจการควบคุมและผลประโยชน์ของครอบครัวเป็นสำคัญ ส่งผลให้การจัดสรรทรัพยากรเพื่อกิจกรรมด้าน ESG ซึ่งก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในวงกว้างแต่ให้ผลตอบแทนในระยะยาว อาจได้รับความสำคัญลดลง นอกจากนี้การดำเนินงานด้าน ESG ที่ต้องอาศัยความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลในระดับสูง อาจถูกมองว่าเพิ่มความเสี่ยงต่อการสูญเสียอำนาจในการควบคุมกิจการและการแทรกแซงจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภายนอก จึงส่งผลให้บริษัทครอบครัวมีแนวโน้มดำเนินงานด้าน ESG ในระดับต่ำกว่า ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับ Latella et al. (2026) และ Liao and Jesmin (2023) ที่รายงานว่าธุรกิจครอบครัวมีแนวโน้มลงทุนในกิจกรรมด้านความยั่งยืนน้อยกว่าธุรกิจที่มิใช่ครอบครัว ในส่วนของนักลงทุนสถาบัน ผลการศึกษาพบอิทธิพลเชิงลบกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ซึ่งแตกต่างจากข้อค้นพบของ Qasem et al. (2022) ผลลัพธ์ดังกล่าวสามารถอธิบายได้ด้วย Upper Echelons Theory (Hambrick & Mason, 1984) ที่เสนอว่าการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ขององค์กรสะท้อนค่านิยม ประสบการณ์ และลำดับความสำคัญของ ผู้มีอำนาจในการกำกับดูแลและกำหนดนโยบาย แม้ว่านักลงทุนสถาบันจะไม่ได้บริหารกิจการโดยตรง แต่ในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ย่อมมีอิทธิพลต่อทิศทางการตัดสินใจของคณะกรรมการและผู้บริหาร หากนักลงทุนสถาบันให้ความสำคัญกับผลตอบแทนทางการเงินในระยะสั้นมากกว่าการสร้างคุณค่าในระยะยาวผ่านการดำเนินงานด้าน ESG ผู้บริหารย่อมมีแรงจูงใจในการกำหนดกลยุทธ์ที่ตอบสนองต่อความคาดหวังดังกล่าว ส่งผลให้ระดับการดำเนินงานด้าน ESG ลดลง ความสัมพันธ์เชิงลบที่พบจึงอาจสะท้อนว่าบทบาทของนักลงทุนสถาบันในบริบทของตลาดทุนไทยยังมุ่งเน้นการเพิ่มผลตอบแทนทางการเงินมากกว่าการผลักดันการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ผลการ

ศึกษาสะท้อนว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของมีบทบาทสำคัญต่อการดำเนินงานด้าน ESG โดยสามารถอธิบายผ่านมุมมองของ Stakeholder Theory ซึ่งเน้นการสร้างสมดุลผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และ Upper Echelons Theory ซึ่งชี้ให้เห็นว่าค่านิยมและลำดับความสำคัญของผู้มีอำนาจในการกำหนดนโยบายมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ขององค์กร ดังนั้น เมื่อผู้ถือหุ้นหลักให้ความสำคัญกับการรักษาอำนาจการควบคุมหรือผลตอบแทนทางการเงินในระยะสั้นมากกว่าการสร้างคุณค่าแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในระยะยาว ระดับการดำเนินงานด้าน ESG ขององค์กรจึงมีแนวโน้มลดลง

ปัจจัยด้านโครงสร้างองค์กร (ตัวแปรควบคุม) ขนาดของกิจการ และอายุบริษัท เป็นปัจจัยหลักที่ส่งเสริม ESG อย่างเห็นได้ชัด สะท้อนว่าบริษัทขนาดใหญ่ที่มีทรัพยากรมากกว่า และจดทะเบียนมานาน มีความพร้อมในการจัดทำรายงานและดำเนินกิจกรรมด้านความยั่งยืนตามมาตรฐานของตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ดีกว่า อย่างไรก็ตามความสามารถในการทำกำไร (ROA) ที่ไม่พบอิทธิพลนั้น แย้งกับผลของ Oyinlola (2025) ซึ่งอาจเป็นเพราะในกลุ่ม SET100 ทุกบริษัทมีความจำเป็นต้องทำ ESG ตามกฎเกณฑ์ไม่ว่ากำไรจะสูงหรือต่ำก็ตาม

ข้อจำกัดงานวิจัย

1. เชิงวิชาการ

ผลการศึกษาครั้งนี้สนับสนุนแนวคิด Upper Echelons Theory ที่อธิบายว่าคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูงสามารถส่งผลต่อการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ขององค์กร รวมถึงแนวคิด Stakeholder Theory ที่ชี้ให้เห็นว่าการดำเนินงานด้าน ESG เป็นผลจากการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย อย่างไรก็ตาม การศึกษาด้าน ESG ยังมีข้อแตกต่างของเกณฑ์การประเมินระหว่างผู้ให้คะแนน ESG (ESG rating divergence) ซึ่งอาจส่งผลต่อความสอดคล้องของผลการวิจัย ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตควรทดสอบ robustness ของผลการศึกษาโดยใช้คะแนน ESG จากหลายฐานข้อมูลหรือหลายผู้ให้บริการ เช่น LSEG, MSCI หรือ S&P Global ESG Scores เพื่อยืนยันความน่าเชื่อถือและความคงทนของผลการวิจัย

2. เชิงปฏิบัติการ

ผลการศึกษาสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการกำหนดนโยบายด้านการกำกับดูแลกิจการ และการสรรหาผู้บริหารระดับสูง โดยคณะกรรมการบริษัทควรพิจารณาคุณลักษณะของ CEO ที่เอื้อต่อการขับเคลื่อนการดำเนินงานด้าน ESG ควบคู่กับการเสริมสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการ เช่น การเพิ่มสัดส่วนกรรมการอิสระ การส่งเสริมความหลากหลายทางเพศของคณะกรรมการบริษัท การจัดตั้งคณะกรรมการด้านความยั่งยืน (Sustainability Committee) รวมถึงการกำหนดระบบค่าตอบแทนผู้บริหารที่เชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานด้าน ESG เพื่อสนับสนุนการสร้างคุณค่าในระยะยาวและลดแรงจูงใจในการมุ่งเน้นผลตอบแทนระยะสั้น

3. สำหรับการวิจัยในอนาคต

แม้ว่างานวิจัยนี้จะอธิบายอิทธิพลของคุณลักษณะของ CEO ต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้ในระดับหนึ่ง แต่ยังมีข้อจำกัดหลายประการที่สามารถพัฒนาต่อยอดได้ ดังนี้

1) คุณลักษณะของ CEO ที่ใช้ในการศึกษายังเป็นตัวแปรเชิงปริมาณพื้นฐาน ได้แก่ เพศ อายุ ระดับการศึกษา และระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง ซึ่งอาจไม่สามารถสะท้อนความสามารถ ประสบการณ์ ค่านิยม และวิสัยทัศน์ของผู้บริหารได้อย่างครบถ้วน งานวิจัยในอนาคตจึงควรพิจารณาตัวแปรเพิ่มเติม เช่น CEO duality, CEO financial expertise, ประสบการณ์ในอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม ความหลากหลายทางเพศและเชื้อชาติของ CEO ตลอดจนรูปแบบค่าตอบแทนผู้บริหาร เพื่อสะท้อนมิติด้านภาวะผู้นำและการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ได้ครอบคลุมยิ่งขึ้น

2) ควรศึกษาปัจจัยด้านโครงสร้างบรรษัทภิบาลร่วมกับคุณลักษณะของ CEO เช่น board gender diversity, board independence และ sustainability committee เพื่ออธิบายบทบาทของกลไกการกำกับดูแลที่อาจเสริมสร้างหรือกำกับอิทธิพลของ CEO ต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG

3) การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิและการวิเคราะห์เชิงปริมาณ จึงสามารถอธิบายได้เพียงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร แต่ยังไม่สามารถสรุปความเป็นเหตุเป็นผลได้อย่างชัดเจน งานวิจัยในอนาคตจึงควรใช้วิธีการที่ช่วยลดปัญหา endogeneity เช่น การศึกษาการเปลี่ยนแปลง CEO (CEO succession) และเปรียบเทียบผลการดำเนินงานด้าน ESG ก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร หรือใช้ข้อมูลแบบภาคตัดขวางตามช่วงเวลา (longitudinal data) และแบบจำลองเชิงเหตุผลที่เหมาะสม เพื่อยืนยันความสัมพันธ์เชิงสาเหตุได้ดียิ่งขึ้น

4) งานวิจัยนี้ศึกษาบริษัทในกลุ่ม SET100 ในช่วงเวลา 5 ปี จึงอาจมีข้อจำกัดในการอ้างอิงผลไปยังบริษัทนอกกลุ่ม SET100 หรือบริษัทขนาดเล็กที่มีโครงสร้างการกำกับดูแลและแรงจูงใจด้าน ESG แตกต่างกัน งานวิจัยในอนาคตจึงควรขยายกลุ่มตัวอย่างไปยังบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือศึกษาวิจัยเชิงเปรียบเทียบระหว่างบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็ก รวมถึงเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรม เพื่อเพิ่มความสามารถในการอธิบายและการประยุกต์ใช้ผลการวิจัยในบริบทที่หลากหลาย

References

Aabo, T., & Giorici, I. C. (2023). Do female CEOs matter for ESG scores? *Global Finance Journal, 56*, 100722.

Al Amosh, H., & Khatib, S. F. A. (2021). Corporate governance and voluntary disclosure of sustainability performance: The case of Jordan. *SN Business & Economics, 1*(12), 165.

Alrobai, F., & Albaz, M. M. (2025). The impact of CEO and firm attributes on ESG performance: Evidence from an emerging market. *Journal of Risk and Financial Management, 18*(5), 268.

Al-Shaer, H., Zaman, M., & Albitar, K. (2026). CEO gender, critical mass of board gender diversity and ESG performance: UK evidence. *Journal of Accounting Literature, 48*(1), 76–110.

Amarna, K., López-Pérez, M. V., Garde Sánchez, R., & Rodríguez Ariza, L. (2025). ESG information disclosure and its relationship to tax practices: Stakeholder-friendly or legitimacy-seeking? *Sustainable Development, 33*(3), 3906–3917.

Ben-Amar, W., Chang, M., & McIlkenny, P. (2017). Board gender diversity and corporate response to sustainability initiatives: Evidence from the Carbon Disclosure Project. *Journal of Business Ethics, 142*(2), 369–383.

Detthamrong, U., Klangbunrueang, R., Chansanam, W., & Dasri, R. (2026). The impact of ESG performance on financial performance: Evidence from listed companies in Thailand. *Forecasting, 8*(1), 14.

Duan, Y., Li, L., & Yang, X. (2025). The impact of executive academic experience on corporate ESG per formance. *Innovation and Green Development, 4*(2), 100210.

Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics, 131*(3), 693–714.

Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2019). The investor revolution. *Harvard Business Review, 97*(3), 106–116.

Espinosa-Méndez, C., Maquieira, C. P., & Arias, J. T. (2023). The impact of ESG performance on the value of family firms: The moderating role of financial constraints and agency problems. *Sustainability, 15*(7), 6176.

Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review, 25*(3), 88–106.

García-Blandón, J., Argilés-Bosch, J. M., & Ravenda, D. (2019). Exploring the relationship between CEO characteristics and performance. *Journal of Business Economics and Management, 20*(6), 1064–1082.

García-Sánchez, I.-M., Hussain, N., Khan, S.-A., & Martínez-Ferrero, J. (2021). Do markets punish or reward corporate social responsibility decoupling? *Business & Society, 60*(6), 1431–1467.

Glass, C., Cook, A., & Ingersoll, A. R. (2016). Do women leaders promote sustainability? Analyzing the effect of corporate governance composition on environmental performance. *Business Strategy and the Environment, 25*(7), 495–511.

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. Academy of Management Review, 9(2), 193–206.

Harasheh, M., & Provasi, R. (2023). A need for assurance: Do internal control systems integrate environmental, social, and governance factors? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 30*(1), 384–401.

Hayes, A. S., & Miletzky, Y. (2025). Rethinking economic socialization: The intersection of culture, gender and economic life in a religious enclave. *Socio-Economic Review, 23*(3), 1383–1412.

Izcan, D., & Bektas, E. (2022). The relationship between ESG scores and firm-specific risk of Eurozone banks. *Sustainability, 14*(14), 8619.

Kapil, S., & Rawal, V. (2023). Sustainable investment and environmental, social, and governance investing: A bibliometric and systematic literature review. *Business Ethics, the Environment & Responsibility, 32*(4), 1429–1451.

Khalid, F., Sun, J., Guo, J., & Srivastava, M. (2024). Green corporate image: Assessing the effects of climate change management practices on corporate reputation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 31*(3), 1786–1801.

Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics, 115*(2), 304–329.

Latella, P., Pisani, R., Quarato, F., & Tenuta, P. (2026). Family ownership and ESG performance: The moderating role of sustainability committee and ESG-linked executive compensation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. Advance online publication.

Li, J., Zhu, Y., & Ma, T. (2025). The impact of the CEO's green experience on corporate ESG performance: Based on the upper echelons theory perspective. *Sustainability, 17*(15), 6859.

Liao, E., & Jesmin, F. H. (2023). *Corporate ownership and firm's ESG performance: A study of Swedish listed firms* [Master's thesis, Uppsala University]. DiVA.

https://uu.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2%3A1782016

LSEG. (2024, October). *Environmental, social and governance scores from LSEG.* https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf

Mahmood, Z., Kouser, R., Ali, W., Ahmad, Z., & Salman, T. (2018). Does corporate governance affect sustainability disclosure? A mixed methods study. *Sustainability, 10*(1), 207.

Oyinlola, B. (2025). Do CEO and board characteristics matter in the ESG performance of their firms? Corporate Governance: *The International Journal of Business in Society, 25*(8), 21–39.

Qasem, A., AL-Duais, S. D., Wan-Hussin, W. N., Bamahros, H. M., Alquhaif, A., & Thomran, M. (2022). Institutional ownership types and ESG reporting: The case of Saudi listed firms. *Sustainability, 14*(18), 11316.

Sandretto, D., Rizzi, A., & Esposito, G. (2025). Gender diversity leadership and ESG performance: The influence of women on boards and in management. *Business Strategy and the Environment, 34*(4), 5075–5094.

Stock Exchange of Thailand. (n.d.). *Sustainability disclosure & reporting.* Retrieved November 1, 2025, from https://setsustainability.com/page/disclosure

Suttipun, M. (2021). The influence of board composition on environmental, social and governance (ESG) disclosure of Thai listed companies. *International Journal of Disclosure and Governance, 18*(4), 391–402.

Treepongkaruna, S., Starita, S., & Chan, K. F. (2026). Family control and ownership, corporate culture, and ESG performance in Thailand. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management.* Advance online publication.

Yahya, H. (2025). Female leadership and ESG performance of firms: Nordic evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 25*(1), 109–127.

Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability, 10*(10), 3635.

Zhang, C., Farooq, U., Jamali, D., & Alam, M. M. (2024). The role of ESG performance in the nexus between economic policy uncertainty and corporate investment. *Research in International Business and Finance, 70*, 102358.

ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรการสร้างกระแสเงินสดและการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดร.จิรัฐติกาล วุฒิพันธุ์
อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสานวิทยาเขตขอนแก่น
Email: Jiradtikhan.wu@rmuti.ac.th

ดร.จิราภา ชาลาธราวัฒน์
อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสานวิทยาเขตขอนแก่น
*Corresponding author. Email: Jirapa.ch@rmuti.ac.th

เข็มพร สุ่มมาตย์
อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสานวิทยาเขตขอนแก่น
Email: Khemporn.su@rmuti.ac.th

Jiradtikhan Wutiphan, Ph.D
Lecturer of Accounting
Faculty of Business Administration and Information Technology
Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus
Email: Jiradtikhan.wu@rmuti.ac.th

Jirapa Chalatharawat, Ph.D
Lecturer of Accounting
Faculty of Business Administration and Information Technology
Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus
*Corresponding author. Email: Jirapa.ch@rmuti.ac.th

Khemporn Summart
Lecturer of Accounting
Faculty of Business Administration and Information Technology
Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus
Email: Khemporn.su@rmuti.ac.th

ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรการสร้างกระแสเงินสดและการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดร.จิรัฐติกาล วุฒิพันธุ์
อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน วิทยาเขตขอนแก่น
Email: Jiradtikhan.wu@rmuti.ac.th

ดร.จิราภา ชาลาธราวัฒน์
อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน วิทยาเขตขอนแก่น
*Corresponding author. Email: Jirapa.ch@rmuti.ac.th

เข็มพร สุ่มมาตย์
อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสานวิทยาเขตขอนแก่น
Email: Khemporn.su@rmuti.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 1 พฤศจิกายน 2568
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 3 สิงหาคม 2569
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 4 สิงหาคม 2569

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาวงจรการสร้างกระแสเงินสดและการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินและรายงานประจำปีระหว่างปี พ.ศ. 2563-2565 เป็นระยะเวลา 3 ปี จำนวน 965 รายปีบริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน และการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณแบบ Pooled OLS Fixed Effects และ Random Effects โดยใช้การทดสอบของ Hausman เพื่อเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม

ผลการศึกษาพบว่าวงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV) บ่งชี้ว่าบริษัทที่มีวงจรกระแสเงินสดสั้นแสดงถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพ ลดการผูกเงินสดไว้กับลูกหนี้การค้าและสินค้าคงคลังมากเกินไป ทำให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรซึ่งสะท้อนในมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชี อย่างไรก็ตามการศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างวงจรกระแสเงินสดกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio: P/E) อันเป็นผลมาจากค่า P/E สะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนต่อการเติบโตของกำไรในอนาคตมากกว่าผลประกอบการปัจจุบัน ซึ่งวงจรกระแสเงินสดเป็นตัวชี้วัดเชิงผลการดำเนินงานในระยะสั้นจึงทำให้ไม่ส่งผลต่อ P/E อย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ : วงจรกระแสเงินสด อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น



The Relationship between Cash Conversion Cycle and the Stock Market Valuation: Evidence from Firms Listed in the Stock Exchange of Thailand

Jiradtikhan Wutiphan, Ph.D
Lecturer of Accounting
Faculty of Business Administration and Information Technology
Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus
Email: Jiradtikhan.wu@rmuti.ac.th

Jirapa Chalatharawat, Ph.D
Lecturer of Accounting
Faculty of Business Administration and Information Technology
Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus
*Corresponding author. Email: Jirapa.ch@rmuti.ac.th

Khemporn Summart
Lecturer of Accounting
Faculty of Business Administration and Information Technology
Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus
Email: Khemporn.su@rmuti.ac.th

Received: November 1, 2025
Revised: August 3, 2026
Accepted: August 4, 202

Abstract

This study investigates the relationship between cash conversion cycle and the stock market valuation: evidence from firms listed in the Stock Exchange of Thailand. The study utilizes secondary data derived from financial statements and annual reports covering the period 2020–2022, totaling 965 firm-year observations. The statistical techniques employed include descriptive statistics, pearson correlation analysis, and multiple regression analysis using Pooled OLS, Fixed Effects and Random Effects models, with the Hausman test applied to identify the most appropriate model.

The empirical findings reveal that the cash conversion cycle exhibits a statistically significant negative association with the price to book value ratio (P/BV). This indicates that firms with shorter cash conversion cycles demonstrate more efficient working capital management by minimizing excessive cash tied up in accounts receivable and inventories, thereby enhancing profitability and contributing to a higher market valuation relative to book value. However, this study does not find a statistically significant relationship between cash conversion cycle and price to earnings ratio (P/E). This outcome can be attributed to the fact that P/E ratios primarily reflect the expectations of investors regarding future earnings growth rather than current performance. Since the cash conversion cycle represents a short-term operational efficiency measure, it does not exert a statistically significant influence on the P/E ratio.

Key word: Cash Conversion Cycle, Price to Book Value Ratio, Price to Earnings Ratio



บทนำ

การบริหารการเงินขององค์กรนั้นการให้ความสำคัญกับเป้าหมายระยะยาวมีวัตถุประสงค์เพิ่มความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น โดยใช้เครื่องมือสำคัญในการบรรลุเป้าหมายทางธุรกิจระยะยาวคือการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน การจัดทำงบประมาณ การตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลและอื่นๆ อย่างไรก็ตามเป้าหมายระยะยาวของบริษัทจะสำเร็จนั้นต้องผ่านการดำเนินงานตามแผนงานระยะสั้นก่อน ดังนั้นการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working capital management: WCM) จึงเป็นการวัดสภาพคล่องธุรกิจที่สำคัญในลำดับแรก ซึ่งการเลือกวัดผลการดำเนินงานในระยะสั้น Richards และ Laughlin เสนอทฤษฎีตามแบบจำลองวงจรการสร้างกระแสเงินสด (Richards & Laughlin, 1980) ถือเป็นองค์ประกอบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยเฉพาะอย่างยิ่งวงจรการสร้างกระแสเงินสดเป็นตัวแปรสำคัญในการสร้างสภาพคล่องความสามารถในการชำระหนี้และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Panigrahi, 2013)

วงจรการสร้างกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) เป็นหนึ่งในตัวชี้วัดเชิงปริมาณที่ช่วยให้เข้าใจความสามารถในการดำเนินงานและการจัดการของบริษัท วงจรกระแสเงินสดเป็นตัวชี้วัดที่นิยมใช้เพื่อประเมินการบริหารสภาพคล่องโดยการเปรียบเทียบความเสี่ยงกับผลตอบแทน (Aldubhani et al., 2022) ซึ่งตัวชี้วัดวงจรกระแสเงินสดมีความสำคัญเนื่องจากเชื่อมโยงตั้งแต่การนำวัตถุดิบเข้ามาสู่กระบวนการผลิต ผู้จำหน่ายสินค้าและการส่งสินค้า กิจกรรมการขายและการรักษาความสัมพันธ์กับลูกค้า ดังนั้นวงจรการสร้างกระแสเงินสดจึงเป็นสิ่งสำคัญที่ผู้บริหารต้องมีความเข้าใจและนำมาพิจารณาทั้งในมุมมองทางด้านการเงินและห่วงโซ่อุปทาน (Farris & Hutchison, 2002) วงจรกระแสเงินสดมูลค่าเพิ่มขึ้นคือบริษัทมีความต้องการเงินทุนหมุนเวียนมากขึ้น (Abuzayed, 2012) ซึ่งวงจรกระแสเงินสด (CCC) วัดค่าจากระยะเวลาในการหมุนเวียนเงินสดจากระยะเวลาจ่ายเงินสดไปจนกระทั่งได้รับเงินสดกลับมาซึ่งประกอบด้วยระยะเวลาขายสินค้าคือ ระยะเวลาในการเปลี่ยนวัตถุดิบเป็นสินค้าและสามารถขายสินค้านั้นได้ ระยะเวลาเก็บหนี้คือระยะเวลาที่ใช้ในการเก็บเงินจากการขาย และระยะเวลาจ่ายชำระหนี้คือระยะเวลาตั้งแต่การซื้อวัตถุดิบจนชำระเป็นเงินสด โดยหากผลลัพธ์ของวงจรกระแสเงินสดเป็นลบแสดงว่าบริษัทสามารถจัดการเงินทุนหมุนเวียนโดยใช้เพียงแค่แหล่งเงินทุนจากภายในแต่หากวงจรกระแสเงินสดเป็นบวกแสดงว่าบริษัทต้องชำระหนี้ก่อนที่จะได้รับเงินจากลูกค้า อาจต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกเข้ามาช่วยลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง โดยทั่วไปแล้วบริษัทจึงมีเป้าหมายการบริหารให้วงจรเงินสดสั้นที่สุด เพื่อแสดงถึงประสิทธิภาพการบริหารเงินสดของบริษัทที่ดี (Karim et al., 2023)

อย่างไรก็ตามลักษณะการประกอบธุรกิจที่แตกต่างกันทำให้วงจรกระแสเงินสด (CCC) ของแต่ละกิจการแตกต่างกันไปตามปริมาณการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนและนโยบายสินเชื่อทางการค้า ธุรกิจที่บริหารวงจรเงินสดได้อย่างมีประสิทธิภาพย่อมพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกน้อยลงและลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ขณะที่วงจรเงินสดที่ยาวเกินไปอาจสะสมเป็นปัญหาเรื้อรังจนถึงขั้นวิกฤตทางการเงิน ทว่าความสำคัญของ CCC ไม่ได้จำกัดอยู่เพียงมิติการดำเนินงานภายในเท่านั้น แต่ยังส่งผ่านไปถึงมุมมองของตลาดทุนด้วย โดยมีหลักฐานเชิงประจักษ์ยืนยันว่าการบริหาร CCC อย่างมีประสิทธิภาพส่งผลให้ราคาหุ้นและความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูงขึ้น (Zeidan & Shapir, 2017) เช่นเดียวกับที่พบว่าประสิทธิภาพในการบริหาร CCC และองค์ประกอบของ CCC มีนัยสำคัญต่อมูลค่าตลาดและผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Chen et al., 2022) ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนจึงมักประเมินสภาพคล่องของกิจการผ่านอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งเป็นที่ยอมรับมาอย่างยาวนานว่าสามารถใช้พยากรณ์ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ (Ou & Penman, 1989) โดยอัตราส่วนที่นิยมใช้มากที่สุดสองอัตราส่วนคืออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio: P/E) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV) เนื่องจากสะท้อนทั้งผลการดำเนินงานในปัจจุบันและความคาดหวังของตลาดต่อการเติบโตในอนาคต การใช้ข้อมูลทางการเงินประกอบการตัดสินใจลงทุนในลักษณะนี้จึงมีความเสี่ยงน้อยกว่าการซื้อขายตามการขึ้นลงของราคาหุ้นเพียงอย่างเดียว

งานวิจัยในบริบทไทยที่ผ่านมาเชื่อมโยง CCC กับผลการดำเนินงานเชิงบัญชีเป็นหลัก เช่น การศึกษาบริษัทไทย 371 บริษัทช่วงปี 2012-2018 พบว่า CCC มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA และ ROE แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรขั้นต้น (Rattanacharuenchai & Chaiwong, 2019) และการศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารก็พบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่าง CCC กับความสามารถในการทำกำไรเช่นกัน (Linh & Mohanlingam, 2018) แม้แต่งานล่าสุดที่ขยายไปถึงมูลค่ากิจการก็ยังวัดด้วย Tobin's Q และจำกัดเฉพาะบริษัท 100 อันดับแรกในช่วงการระบาดของโควิด-19 (Phunnarungsi, 2024) ยังไม่มีงานใดในบริบทไทยที่ทดสอบ CCC กับตัวชี้วัดมูลค่าตลาดที่นักลงทุนใช้ประเมินหุ้นโดยตรงอย่าง P/E และ P/BV

ในระดับสากลก็พบช่องว่างทำนองเดียวกัน การศึกษาของ Wang (2019) เป็นหนึ่งในงานแรกที่ชี้ว่าพอร์ตหุ้น CCC ต่ำให้ผลตอบแทนสูงกว่าพอร์ตหุ้น CCC สูงอย่างมีนัยสำคัญ และงานของ Chen et al. (2022) ที่ศึกษา 47 ตลาดทั่วโลกระบุชัดว่าหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความเชื่อมโยงระหว่าง CCC กับการตั้งราคาสินทรัพย์ยังมีอยู่อย่างจำกัดมาก และงานวิจัยเหล่านี้เน้นที่ผลตอบแทนหุ้น ไม่ได้ใช้ตัวชี้วัดมูลค่าเชิงเปรียบเทียบอย่าง P/E และ P/BV ซึ่งเป็นเครื่องมือหลักที่นักลงทุนไทยใช้จริง

งานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งเติมช่องว่างดังกล่าวโดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง CCC กับ P/E และ P/BV ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายใต้กรอบ Agency Theory ซึ่งยังไม่เคยถูกศึกษาในบริบทนี้มาก่อน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของ CCC ต่อการวัดมูลค่าของหลักทรัพย์ด้วย P/E Ratio และ P/BV Ratio ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้เพื่อเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการและเพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน ส่งเสริมความมั่งคั่งและการเติบโตอย่างยั่งยืนในตลาดทุนไทยต่อไป

การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นอันก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทน โดยเฉพาะเมื่อทรัพยากรของกิจการอยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารเกินความจำเป็นต่อการลงทุนที่สร้างมูลค่าเพิ่ม ผู้บริหารมีแนวโน้มใช้ทรัพยากรเพื่อประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผู้ถือหุ้น (Jensen, 1986) แนวคิดดังกล่าวอธิบายพฤติกรรมการบริหารรอบเวลาแปลงเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) ได้อย่างสอดคล้อง เนื่องจาก CCC สะท้อนเงินทุนที่ผูกพันอยู่ในลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลือตามดุลยพินิจของผู้บริหารโดยตรง กิจการที่มี CCC ยาวนานจึงสะท้อนต้นทุนตัวแทนที่สูงกว่า สอดคล้องกับ Aktas et al. (2015) ที่พบว่าประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ทฤษฎีตัวแทนนำเสนอว่านักลงทุนปรับลดมูลค่าที่ยินดีจ่ายเมื่อรับรู้สัญญาณต้นทุนตัวแทนที่สูง กิจการที่มี CCC ยาวนานจึงมีแนวโน้มถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่า สะท้อนผ่านอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) และราคาต่อกำไรต่อหุ้น (PE) ที่ลดลง สอดคล้องกับ Chang (2018) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง CCC กับมูลค่ากิจการในกลุ่มตัวอย่างนานาชาติ ดังนั้นทฤษฎีตัวแทนจึงเป็นกรอบที่เชื่อมโยงตัวแปรอิสระ CCC เข้ากับตัวแปรตาม PBV และ PE ของการศึกษานี้

แนวคิดเกี่ยวกับวงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC)

การบริหารสภาพคล่องถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากสะท้อนถึงความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นและรองรับค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อเสถียรภาพทางการเงินและการดำเนินงานต่อเนื่องของกิจการ ในวรรณกรรมที่ผ่านมา การศึกษาส่วนใหญ่ได้ให้ความสำคัญกับการบริหารทุนหมุนเวียน (Working Capital Management: WCM) โดยมุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดระดับสภาพคล่องและผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ (Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Panigrahi, 2013) WCM มุ่งเน้นการศึกษาปัจจัยต่าง ๆ ที่เป็นตัวบ่งชี้สภาพคล่องและอิทธิพลที่มีต่อผลประกอบการทางการเงินของกิจการ ในช่วงไม่กี่ปีที่นักวิจัยได้เลือกใช้เทคนิคการวิเคราะห์วงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) ซึ่งเป็นเทคนิคที่ปรับตามการเปลี่ยนแปลงของรูปแบบธุรกิจที่แตกต่างกันหรือเทคนิคการวิเคราะห์เชิงพลวัตและเป็นการวัดระดับสภาพคล่องที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Karim et al., 2023) ทั้งนี้ CCC ได้รับการยอมรับว่าเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่มีประสิทธิผลในการศึกษาการบริหารสภาพคล่องของกิจการ และเทคนิค CCC ได้รับการยอมรับว่าเป็นหนึ่งในปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

อย่างไรก็ตาม แนวทางการวัดสภาพคล่องสามารถจำแนกได้เป็น 2 มิติหลัก ได้แก่ 1) แนวทางการวิเคราะห์อัตราส่วนเชิงสถิติ (Static Ratio Analysis Approach) และ 2) แนวทางการวิเคราะห์เชิงพลวัตหรือแนวทาง CCC (Jose et al., 1996) สำหรับแนวทางเชิงสถิติจะใช้อัตราส่วนต่าง ๆ เช่น Current Ratio (CR), Quick Ratio (QR) ซึ่งคำนวณจากข้อมูลทางบัญชีเพื่อสะท้อนระดับสภาพคล่อง ณ ช่วงเวลาหนึ่ง ขณะที่แนวทางเชิงพลวัตซึ่งใช้ดัชนี CCC ช่วยให้กิจการสามารถประเมินสภาพคล่องอย่างต่อเนื่องในช่วงระยะเวลาที่ยาวขึ้น

งานวิจัยเชิงประจักษ์หลายฉบับได้สำรวจความสัมพันธ์ระหว่าง CCC กับความสามารถในการทำกำไร และพบว่าทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ (Anser & Malik, 2013; Chowdhury et al., 2018) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Rizky & Mayasari (2018); Carmona et al. (2024) พบว่า CCC มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร กล่าวคือ การลดระยะเวลาของวงจรกระแสเงินสดสะท้อนถึงการบริหารทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพและการใช้ทรัพยากรอย่างเหมาะสม ซึ่งช่วยลดต้นทุนทางการเงินและเพิ่มผลตอบแทนให้แก่กิจการ ทั้งนี้ความสามารถในการทำกำไรก็จะส่งผลต่อการตัดสินใจในการซื้อหลักทรัพย์ของนักลงทุน โดยนักลงทุนจะใช้เครื่องมือประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยอัตราส่วนทางการเงิน

แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยอัตราส่วน P/E Ratio และ P/BV Ratio

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ (Equity Valuation) เป็นกระบวนการที่สำคัญในการวิเคราะห์การลงทุนในตลาดทุน โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อระบุว่าหลักทรัพย์มีราคาสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) หรือไม่ ตัวชี้วัดเชิงปริมาณที่ได้รับความนิยมในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถสะท้อนมูลค่าตลาดของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับปัจจัยพื้นฐานด้านผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงิน ประกอบด้วยอัตราส่วนทางการเงิน ดังนี้

1. อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (Price to Earnings Ratio: P/E Ratio)

อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (Price to Earnings Ratio: P/E Ratio) เป็นหนึ่งในตัวชี้วัดทางการเงินที่ได้รับความนิยมมากที่สุดในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดทุน โดยสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ (Stock price) กับกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) ของกิจการ (Damodaran, 2012) ซึ่งนักลงทุนใช้เป็นเกณฑ์ในการวิเคราะห์ความคุ้มค่าของการลงทุนและการคาดการณ์ความสามารถในการสร้างผลกำไรในอนาคต ค่า P/E Ratio ที่อยู่ในระดับสูงบ่งชี้ถึงความคาดหวังของนักลงทุนต่อโอกาสในการเติบโตของผลกำไรในอนาคต ขณะที่ค่า P/E Ratio ที่ต่ำอาจสะท้อนความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือการชะลอตัวของผลการดำเนินงาน (Fathima Sajeetha et al., 2023) อย่างไรก็ตาม นักลงทุนควรพิจารณาองค์ประกอบอื่นประกอบด้วย เนื่องจากค่า P/E Ratio เพียงอย่างเดียวอาจไม่สะท้อนความเหมาะสมของราคาหลักทรัพย์ได้อย่างครอบคลุม (Ghaeli, 2016) ในเชิงปฏิบัติ ค่า P/E Ratio ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายว่าเป็นเครื่องมือประเมินมูลค่าที่นักลงทุนและนักวิเคราะห์ใช้มากที่สุดในกระบวนการตัดสินใจลงทุน (Graham & Harvey, 2001)) สาเหตุที่ทำให้อัตราส่วนนี้ได้รับความนิยมสูง เนื่องจากมีความเรียบง่ายในการคำนวณและความเข้าใจง่ายในเชิงความหมาย (Anjaria & Saurav, 2025) โดย P/E Ratio เป็นหนึ่งในวิธีที่ผู้เชี่ยวชาญด้านการลงทุนเลือกใช้มากที่สุดในการประเมินมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ความนิยมของ P/E Ratio เกิดจากคุณลักษณะที่เข้าใจง่ายและสอดคล้องกับแนวคิดการวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบในตลาดทุน (Penman, 2013) โดย Wang et al. (2017) ยังสนับสนุนข้อสังเกตุนี้ โดยระบุว่า P/E Ratio เป็นอัตราส่วนที่ได้รับความนิยมสูงสุดเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ ด้วยเหตุนี้ P/E Ratio จึงถือเป็นตัวชี้วัดที่นักลงทุนใช้เป็นเกณฑ์สำคัญในการพิจารณามูลค่าหลักทรัพย์ โดยเฉพาะเมื่อต้องการเปรียบเทียบความคุ้มค่าและความสามารถในการทำกำไรของกิจการระหว่างบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันหรือต่างอุตสาหกรรม (Carmona et al., 2024)

2. อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV Ratio)

P/BV Ratio เป็นอีกหนึ่งตัวชี้วัดที่นิยมใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น โดยสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Penman, 2013) ค่า P/BV Ratio ที่สูงอาจแสดงถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนว่าบริษัทมีศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ หรือสะท้อนถึงมูลค่าที่ไม่ปรากฏในงบดุล เช่น ชื่อเสียง (Goodwill) หรือสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น ๆ ในขณะที่ค่า P/BV Ratio ที่ต่ำอาจบ่งชี้ถึงความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจหรือผลการดำเนินงานที่ไม่สอดคล้องกับทรัพยากรที่มีอยู่ การวิเคราะห์อัตราส่วน P/BV เพื่อใช้วิเคราะห์ราคาหุ้น Sorongan & Yatna (2018) กล่าวว่า “ยิ่งบริษัทมีค่า P/BV สูงเท่าใด ยิ่งสะท้อนถึงความคาดหวังของบุคคลภายนอกที่มีต่อศักยภาพในอนาคตของบริษัทมากขึ้น” โดยนักลงทุนสามารถใช้ค่า P/BV ในการพิจารณาว่าหุ้นของบริษัทนั้นควรค่าแก่การลงทุนหรือไม่ (Rizky & Mayasari, 2018) ทำให้นักลงทุนสามารถใช้ค่า P/BV เพื่อวิเคราะห์โดยตรงว่าราคาตลาดของหุ้นนั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าทางบัญชีอยู่กี่เท่า ซึ่งข้อมูลดังกล่าวสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินแนวโน้มการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในอนาคตได้ในระดับหนึ่ง โดยอัตราส่วน P/BV อาจมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้น (Inrico et al., 2023) ทั้งนี้อัตราส่วนดังกล่าวมักถูกนำมาใช้เพื่อประเมินว่าหุ้นนั้นมีราคาถูกหรือแพงในเชิงเปรียบเทียบ ซึ่งกระบวนการนี้เรียกว่า “การประเมินมูลค่าหุ้น” (Stock Valuation) โดยทั่วไปแล้วหากบริษัทมีค่า P/BV ต่ำกว่า 1 มักจะถูกพิจารณาว่าราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) ในขณะที่หุ้นที่มีค่า P/BV สูงกว่า 1 อาจสะท้อนถึงหุ้นที่มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overvalued) นอกจากนี้ ค่า P/BV ยังสะท้อนถึงจำนวนเงินที่ผู้ถือหุ้นให้การสนับสนุนหรือเป็นแหล่งเงินทุนของสินทรัพย์สุทธิของกิจการ ด้วยเหตุนี้การมีวงจรกระแสเงินสดที่เหมาะสมของกิจการมีสภาพคล่องกระแสเงินสดย่อมส่งผลเชิงบวกต่อราคาหุ้นตามบัญชี

การพัฒนาสมมุติฐานการวิจัย

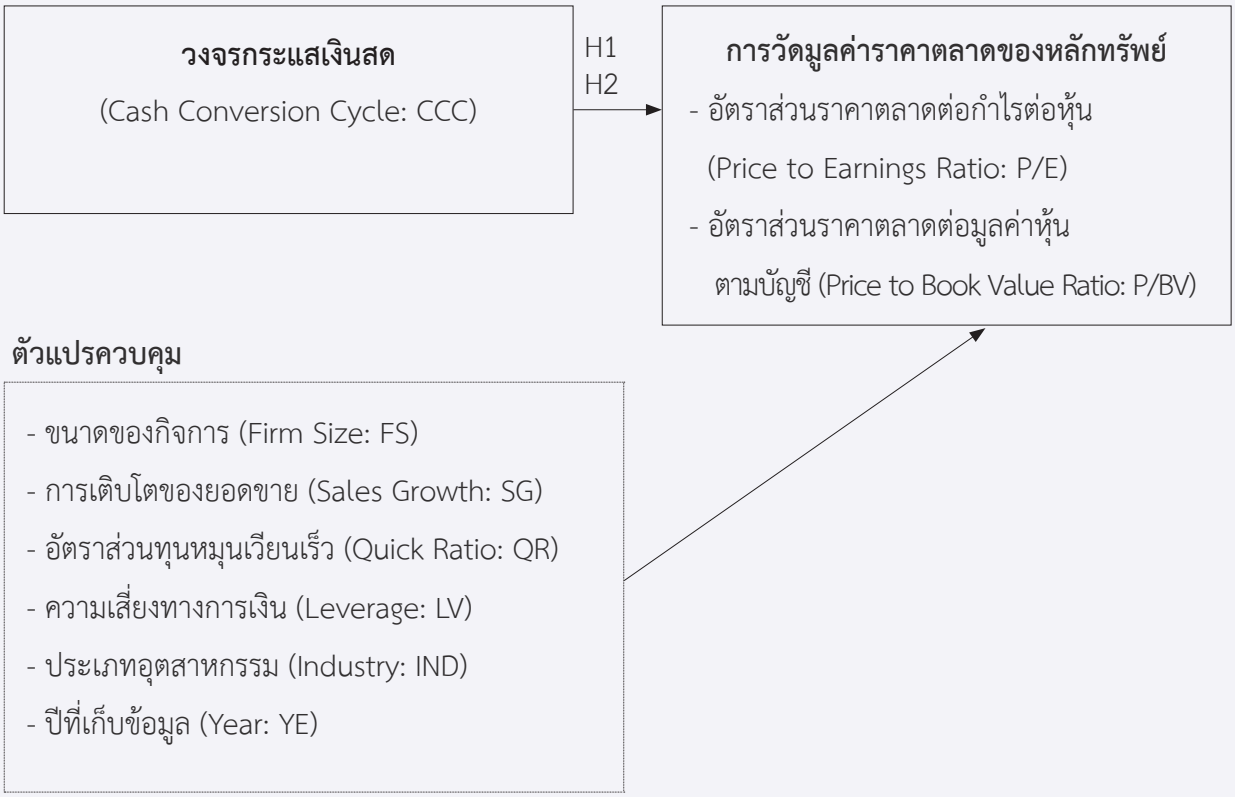
วงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) มีความเชื่อมโยงทั้งกับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าของกิจการในตลาดทุน กล่าวคือวงจรกระแสเงินสดเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่สะท้อนระยะเวลาตั้งแต่การลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนจนสามารถเปลี่ยนกลับมาเป็นเงินสดได้ งานวิจัยจำนวนมากพบว่าการลดระยะเวลาของวงจรกระแสเงินสดช่วยเพิ่มสภาพคล่อง ลดต้นทุนทางการเงิน และเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Linh & Mohanlingam, 2018; Rattanacharuenchai & Chaiwong, 2019) นอกจากนี้ Phunnarungsi (2024) พบว่าสภาพคล่องและผลการดำเนินงานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ขณะที่ Wang (2019) และ Chen et al. (2022) พบว่าประสิทธิภาพในการบริหารวงจรกระแสเงินสดได้รับการตอบสนองจากตลาดทุนผ่านผลตอบแทนของหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการ ซึ่งส่งผลเชิงบวกต่อกำไรและสะท้อนผ่านค่า P/E Ratio (Carmona et al., 2024) ในขณะเดียวกันประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนยังมีผลต่อการใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์สูงสุดอันนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐกิจของกิจการเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชี ซึ่งสะท้อนผ่านค่า P/BV Ratio (Abuzayed, 2012) สอดคล้องกับการศึกษาของ Chowdhury et al. (2018) พบว่า ในส่วนมุมมองนักลงทุนให้ความสำคัญกับการวัดผลการดำเนินงานด้านการตลาดผ่านอัตราส่วนทางการเงินการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ เช่น P/E Ratio และ P/BV Ratio ทั้งนี้วงจรกระแสเงินสดที่สั้นลงสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งช่วยเพิ่มสภาพคล่อง ลดต้นทุนทางการเงิน และเพิ่มความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคต ส่งผลให้นักลงทุนรับรู้ถึงศักยภาพในการทำกำไรและการเติบโตของกิจการ ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรกระแสเงินสดกับมูลค่าตลาดของกิจการ เพื่อนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H1: วงจรกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น

H2: วงจรกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี

กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาศึกษาความสัมพันธ์ของวงจรกระแสเงินสดต่อการวัดมูลค่าของหลักทรัพย์ด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดของกิจการ การเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว ความเสี่ยงทางการเงิน ประเภทอุตสาหกรรม และปีที่เก็บข้อมูล โดยแสดงตามกรอบแนวคิดการวิจัยแสดงได้ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวความคิดในการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ในรูปแบบเหตุผลเชิงนิรนัย (Deductive Reasoning) โดยการรวบรวมข้อมูลวงจรเงินสดและราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เผยแพร่ในเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2563 ถึง 2565 เป็นระยะเวลา 3 ปี จำนวน 2,239 รายปีบริษัท

กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ.2563 ถึง พ.ศ.2565 จำนวน 965 รายปีบริษัท ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคม โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามสมมติฐานการวิจัย และต้องเป็นบริษัทที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ที่อาจส่งผลต่อการวิเคราะห์ ดังในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	**รวม**
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2563 -2565	2,239
หัก บริษัทจดทะเบียนฯ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ และบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ	753
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	485
บริษัทที่มีค่าข้อมูลผิดปกติ (Outliers)	36
ข้อมูลทั้งหมดที่ใช้ในกลุ่มตัวอย่าง	965

ข้อมูล ณ วันที่ 23 เมษายน พ.ศ.2569

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

รายงานทางการเงินและ แบบฟอร์ม 56-1 นำข้อมูลเชิงปริมาณมาวิเคราะห์ด้วยสถิติพื้นฐานได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) และสถิติอ้างอิงเพื่อทดสอบสมมุติฐานได้แก่ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1 รวมถึงข้อมูลในรายงานการเงิน และข้อมูลอื่นๆ ที่เก็บรวบรวมอยู่ในระบบเผยแพร่ข้อมูลจากฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) ตั้งแต่ปี พ.ศ.2563 ถึง พ.ศ.2565 รวมจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 965 รายปีบริษัท

การวัดค่าตัวแปรและแบบจำลอง

การศึกษาเรื่อง วงจรการสร้างกระแสเงินสดที่มีผลต่อการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบสมมุติฐานและหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยมีการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังตารางที่ 2 และแบบจำลองดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Price to Earnings Ratio} = \beta_0 + \beta_1 (\text{CCC}) + \beta_2 (\text{Size}) + \beta_3 (\text{SG}) + \beta_4 (\text{QR}) + \beta_5 (\text{LV}) + \sum_n \text{IND} + \sum_n \text{Ye} + \varepsilon \quad \text{..... (1)}$$

$$\text{Price to Book Value Ratio} = \beta_0 + \beta_1 (\text{CCC}) + \beta_2 (\text{Size}) + \beta_3 (\text{SG}) + \beta_4 (\text{QR}) + \beta_5 (\text{LV}) + \sum_n \text{IND} + \sum_n \text{Ye} + \varepsilon \quad \text{..... (2)}$$

ตารางที่ 2 การวัดมูลค่าของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ความหมาย	การวัดมูลค่า	ที่มา
CCC	วงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle)	ระยะเวลาขายสินค้า + ระยะเวลาเก็บเงินลูกหนี้ – ระยะเวลาที่ต้องจ่ายเงินเจ้าหนี้	Karim et al. (2023)
P/E	ราคาตลาดของหุ้นอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio)	ราคาตลาดต่อหุ้น / กำไรต่อหุ้น	Wang et al. (2017)
P/BV	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Price to Book Value Ratio)	ราคาตลาดต่อหุ้น / มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	Inrico et al. (2023)
SIZE	โดยคำนวณจากค่า Log ของขนาดของสินทรัพย์รวมของธุรกิจ ln(Total Assets)	โดยคำนวณจากค่า Log ของขนาดของสินทรัพย์รวมของธุรกิจ ln(Total Assets)	Beiner et al. (2006)
QR	อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio)	สินทรัพย์หมุนเวียน - สินค้าคงเหลือ / หนี้สินหมุนเวียน	Karim et al. (2023)
SG	การเติบโตของยอดขาย (Sales Growth)	[(ยอดขายปีล่าสุด – ยอดขายปีที่แล้ว) / ยอดขายปีที่แล้ว] * 100	Chan et al. (2003)
Lev	ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage)	ใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม	Beiner et al. (2006)
Ind	ประเภทอุตสาหกรรม (Insdustry)	ตัวแปรหุ่น โดยกำหนด 1 = อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม 0 ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม โดยผู้วิจัยจำแนกเป็น 7 อุตสาหกรรมดังนี้ 1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2. สินค้าอุปโภคบริโภค 3. สินค้าอุตสาหกรรม 4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 5. ทรัพยากร 6. บริการ และ7. เทคโนโลยี	Chan et al. (2003)
YE	ปีที่เก็บข้อมูล	ตัวแปรหุ่น โดยกำหนด 1 = อยู่ในปีที่ทำการศึกษา 0 ไม่ได้อยู่ในปีที่ทำการศึกษา โดยผู้วิจัยจำแนกเป็น 3 ปี คือ 2563 - 2565	Carmona et al., 2024

การทดสอบข้อตกลงในการวิเคราะห์เส้นถดถอย

สถิติที่ใช้ในการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของตัวแปร (Assumptions Statistics) เป็นการทดสอบเงื่อนไขเกี่ยวกับข้อตกลงเบื้องต้น (Assumption) ของข้อมูลที่จะนำมาวิเคราะห์ด้วยสถิติทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis) ได้แก่ ปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) การแจกแจงปกติของค่าคลาดเคลื่อนโดยใช้การทดสอบ Kolmogorov–Smirnov ปัญหา Autocorrelation ของค่าคลาดเคลื่อนในแบบจำลองการถดถอย โดยใช้ค่า Durbin–Watson และปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) โดยใช้ Distribution-free Wald test

ผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีค่า VIF ไม่เกิน 10 (อยู่ระหว่าง 1.062 - 2.625) ค่า Durbin–Watson แบบจำลองที่ 1 มีค่าเท่ากับ 2.069 แบบจำลองที่ 2 มีค่าเท่ากับ 1.883 ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.5 – 2.5 ดังนั้นจึงไม่ละเมิดเงื่อนไข (Greene, 2018) นอกจากนี้การทดสอบ Kolmogorov–Smirnov แสดงให้เห็นว่าข้อมูลที่ใช้การศึกษามีการแจกแจงไม่ปกติ ($P<0.05$) และการทดสอบ Distribution-free Wald test ให้ค่า Chi-square = 628.496 และ p-value = 0.000 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงถึงการปฏิเสธสมมติฐานว่างของความแปรปรวนคงที่ กล่าวคือ แบบจำลองมีปัญหา Heteroskedasticity

เนื่องจากเงื่อนไขการแจกแจงของข้อมูลและค่าความแปรปรวนไม่เป็นไปตามข้อตกลงในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ งานวิจัยนี้จึงปรับวิธีการประมาณค่าโดยใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานแบบทนทาน (Heteroskedasticity-robust standard errors) ตามแนวทางของ White (1980) โดยใช้การปรับแบบ HC1 เพื่อแก้ไขปัญหา Heteroskedasticity และเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลการประมาณค่า ทั้งนี้ ค่า Standard error, t-statistic และ p-value ดังรายงานในตารางที่ 6 เป็นค่าที่ปรับแล้วตามแนวทางดังกล่าว

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาเพื่อดูลักษณะข้อมูล และการแจกแจงข้อมูล (Data Distribution) เพื่อประเมินความเหมาะสมของข้อมูลและตรวจสอบเบื้องต้นตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ตามตารางที่ 3 ดังนี้



ตารางที่ 3 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในการศึกษา

ตัวแปร	N	Min	Max	Mean	S.D
CCC	965	-382.86	999.61	97.50	177.34
P/BV	965	0.24	152.47	2.73	5.59
PE	965	0.85	932.54	30.11	61.40
Total Asset	965	270.489	3,415,632.29	41,969.82	204,158.64
Size (ln)	965	5.60	15.04	8.72	1.61
SG	965	-66.73	746.22	13.16	42.96
QR	965	0.01	51.84	1.54	2.37
Lev	965	0.01	1.13	0.40	0.20

จากตารางที่ 3 พบว่า สถิติเชิงพรรณนาสำหรับค่าสังเกต 965 รายปีบริษัท เมื่อพิจารณาตัวแปรอิสระ ได้แก่ วงจรกระแสเงินสด (CCC) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 999.61 วัน ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -382.86 วัน โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 97.50 วัน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 177.34 วัน ส่วนตัวแปรตาม อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (P/BV) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 152.47 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.24 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 2.73 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.59 เท่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 932.54 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.85 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 30.11 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 61.40 เท่า

ตัวแปรควบคุมพบว่า สินทรัพย์รวม (Total Asset) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 3,415,632.29 ล้านบาท ค่าต่ำสุดเท่ากับ 270.489 ล้านบาท โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 41,969.82 ล้านบาท ขนาดของกิจการ (lnSize) พบว่า การใช้ขนาดกิจการในรูปของลอการิทึม (SIZE) สามารถช่วยลดความกระจายของข้อมูลได้ โดยพบว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรนี้ลดลงเหลือเพียง 1.61 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 15.04 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 5.60 และค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 8.72 การเติบโตของยอดขาย (SG) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 746.22 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -66.73โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 13.16 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 42.96 อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (QR) พบว่า ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 51.84 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 0.01 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.54และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 2.37 ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.13 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.01 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.40 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.20 เท่า

โดยสรุป แม้ว่าตัวแปรบางตัวเช่น วงจรกระแสเงินสด (CCC) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) จะมีค่ากระจายตัวสูง แต่ค่าดังกล่าวสะท้อนลักษณะทางเศรษฐกิจของธุรกิจที่ความแตกต่างกันของอุตสาหกรรม มิได้เกิดจากความผิดพลาดของข้อมูล (Data entry error) จึงยังคงไว้ในการวิเคราะห์ (Greene, 2018; Wooldridge, 2020)

วิเคราะห์ทดสอบสมมติฐาน สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic)

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเพื่อตรวจสอบระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ โดยผลการวิเคราะห์ แสดงในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (ข้อมูลรายปี ปี พ.ศ.2563-2365)

Variable	CCC	QR	PBV	PE	SIZE	SG	LEV
CCC	1	0.021	-0.114**	-0.047	0.041	-0.010	-0.055
QR	0.028	1	-0.048	-0.005	-0.181**	-0.061	-0.466**
PBV	-0.271**	-0.056	1	0.327**	-0.013	0.336**	0.110**
PE	-0.156**	-0.071*	0.398**	1	-0.032	.073*	0.045
SIZE	-0.073*	-0.344**	-0.059	-0.077*	1	0.058	0.381**
SG	-0.033	-0.046	0.119**	-0.102**	0.092**	1	0.082*
LEV	-0.134**	-0.731**	0.161**	0.075*	0.359**	0.126**	1

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (2-tailed)

จากตารางที่ 4 เนื่องจากผลการทดสอบการแจกแจงปกติด้วยวิธี Kolmogorov-Smirnov พบว่าข้อมูลมีการแจกแจงไม่เป็นไปตามข้อสมมติปกติ ผู้วิจัยจึงนำเสนอผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ทั้งสองวิธีควบคู่กัน โดยค่าเหนือเส้นทแยงมุมแสดงค่า Pearson Correlation Coefficient และค่าใต้เส้นทแยงมุมแสดงค่า Spearman Rank Correlation Coefficient ทั้งนี้ผู้วิจัยใช้ค่า Spearman เป็นหลักในการแปลผลและอ้างอิง เนื่องจากเป็นสถิติที่เหมาะสมกับข้อมูลที่มีการแจกแจงไม่ปกติ โดยนำเสนอค่า Pearson ควบคู่เพื่อเป็นการทดสอบความคงทนของผลลัพธ์ (Robustness check)

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระจากค่า Spearman พบว่า วงจรกระแสเงินสด (CCC) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (P/BV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.271 ในขณะที่วงจรกระแสเงินสด (CCC) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงสุดเท่ากับ -0.731 ระหว่างอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (QR) กับอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) ซึ่งยังต่ำกว่าเกณฑ์ 0.80 และเมื่อทดสอบเพิ่มเติม พบว่าค่า VIF ของทุกตัวแปรในทุกสมการมีค่าต่ำกว่า 10 จึงสรุปได้ว่าการวิเคราะห์ไม่มีปัญหาภาวะตัวแปรอิสระสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) (Kennedy, 1992)

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบเพื่อเลือกรูปแบบจำลอง (Model Specification Tests)

การทดสอบ (Test)	Model 1 (PE)	Model 2 (PBV)
Breusch-Pagan LM test	χ^2 = 2.069	χ^2 = 2.003
(Pooled OLS vs Random Effects)	p-value = 0.150	p-value = 0.157
Hausman test	χ^2 = 4,542.39***	χ^2 = 3,147.64***
(Random Effects vs Fixed Effects)	p-value = 0.000	p-value = 0.000
แบบจำลองที่เลือกใช้ (Selected model)	Pooled OLS	Pooled OLS

หมายเหตุ:

1. Breusch-Pagan LM test ทดสอบสมมุติฐานหลักว่าความแปรปรวนของ unit-specific error เท่ากับศูนย์ (H0: Pooled OLS เหมาะสม) เปรียบเทียบกับ Random Effects
2. ผลทดสอบ BPLM ของทั้งสองแบบจำลองไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value > 0.05) จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมุติฐานหลัก สรุปได้ว่า Pooled OLS เหมาะสมกว่า Random Effects ทั้งแบบจำลองที่ 1 และ 2
3. เนื่องจากผล BPLM ไม่สนับสนุนการใช้ Random Effects ตั้งแต่ขั้นตอนแรก ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องพิจารณาผลของ Hausman test (Hausman, 1978) ต่อ (ซึ่งใช้เปรียบเทียบ Random Effects กับ Fixed Effects เท่านั้น) งานวิจัยนี้จึงเลือกใช้แบบจำลอง Pooled OLS ตามที่แสดงในตารางที่ 6 เป็นแบบจำลองหลัก โดยใช้ Heteroskedasticity-robust standard errors (HC1) แก้ไขปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่
4. *, **, *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 5 การเลือกรูปแบบแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับข้อมูลแบบ Panel Data ดำเนินการเป็นลำดับขั้นตอน โดยเริ่มจากการทดสอบ Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test (BPLM Test) เพื่อเปรียบเทียบระหว่างแบบจำลอง Pooled OLS กับ Random Effects Model ภายใต้สมมติฐานหลัก (H0) ที่ว่าความแปรปรวนของ unit-specific error เท่ากับศูนย์ หากผลการทดสอบไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าแบบจำลอง Pooled OLS มีความเหมาะสมกว่า และไม่จำเป็นต้องดำเนินการทดสอบในขั้นถัดไป แต่หากผลการทดสอบมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า Panel Model มีความเหมาะสมกว่า ผู้วิจัยจึงจะดำเนินการทดสอบ Hausman Test (Hausman, 1978) ในลำดับถัดไปเพื่อเลือกระหว่าง Fixed Effects Model และ Random Effects Model

ผลการทดสอบ BPLM พบว่าทั้ง Model 1 (P/E) และ Model 2 (P/BV) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (χ^2 = 2.069, p = 0.150 และ χ^2 = 2.003, p = 0.157 ตามลำดับ) จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ และสรุปได้ว่า Pooled OLS มีความเหมาะสมกว่า Random Effects Model สำหรับข้อมูลชุดนี้ ด้วยเหตุนี้จึงไม่มีความจำเป็นต้องพิจารณาผลการทดสอบ Hausman Test (Hausman, 1978) ซึ่งใช้สำหรับเปรียบเทียบระหว่าง Fixed Effects และ Random Effects เท่านั้น ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงเลือกใช้แบบจำลอง Pooled OLS เป็นแบบจำลองหลัก โดยใช้ Heteroskedasticity-robust standard errors (HC1) เพื่อแก้ไขปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของปัจจัยที่มีผลต่อ Price to Earnings Ratio และ Price to Book Value Ratio (Heteroskedasticity-robust standard errors, variant HC1; N = 965)

Independent Variables	Dependent Variable			
	Price to Earnings Ratio		Price to Book Value Ratio	
	Model (1)		Model (2)	
	Coef.	t-test	Coef.	t-test
CCC	0.009	-0.940	**-0.002*** **	-3.656
Size	**-2.352***	**-1.849**	-0.175	-1.421
SG	0.092	0.643	0.043	1.094
QR	**1.009*** **	**2.848**	0.062	1.353
LEV	**27.497*** **	**3.150**	**2.753*** **	**3.910**
IND1	6.313	0.517	-1.813	-1.476
IND2	5.895	0.491	**-2.619***	**-1.956**
IND3	**-16.577** **	**-2.477**	**-3.011** **	**-2.453**
IND4	-7.605	-0.941	**-2.865** **	**-2.297**
IND5	-11.791	-1.499	**-3.404** **	**-2.283**
IND6	-1.779	-0.229	-1.469	-1.038
YE_1	-0.484	-0.106	0.585	0.767
YE_2	6.737	1.266	**0.993** **	**1.977**
Constant	40.868***	3.463	4.352***	**3.052**
Observations	965		965	
Max VIF	1.802		1.802	
F-Value	2.339***		15.122***	
R-Squared	0.031		0.1713	
Adjusted R2	0.018		0.1599	
Dubin-Watson	2.065		1.886	
Breusch-Pagan LM (heteroskedasticity)	**885.195*** **		**35,815.900*** **	

หมายเหตุ:

1. ค่าในวงเล็บ ( ) คือค่า t-statistic ที่คำนวณจากค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบทนทาน (Heteroskedasticity-robust standard errors, HC1)
2. ตัวแปร อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND7) และ ปี2565 (years_dummy3) ถูกตัดออกจากสมการเนื่องจากเกิดปัญหา exact collinearity จึงถูกใช้เป็นกลุ่มอ้างอิง (reference category) สำหรับตัวแปร IND และ Years ตามลำดับ
3. Max VIF = 2.625 แสดงว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity
4. *, **, *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 6 แบบจำลองที่ 1 เป็นการนำวงจรกระแสเงินสด (CCC) เข้าสู่แบบจำลอง พร้อมตัวแปรควบคุม อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (QR) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเติบโตของยอดขาย (SG) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ประเภทอุตสาหกรรม (IND) และปีที่ศึกษา (Year) กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)

ผลการวิเคราะห์พบว่า CCC ไม่มีความสัมพันธ์กับ P/E โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ −0.009 (P-value > 0.05) ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า SIZE มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ P/E โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.352 (P-value < 0.10) QR มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ P/E โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 1.009 (P-value < 0.01) LEV ความสัมพันธ์เชิงบวกกับ P/E โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 27.497 (P-value < 0.01) ส่วน SG ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับตัวแปรหุ่นด้านกลุ่มอุตสาหกรรม เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มเทคโนโลยี (IND7) ซึ่งเป็นกลุ่มอ้างอิง พบว่า กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (IND3) มีค่า P/E ต่ำกว่ากลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ −16.577 ส่วนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND1) สินค้าอุปโภคบริโภค (IND2) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND4) ทรัพยากร (IND5) และบริการ (IND6) ไม่แตกต่างจากกลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับตัวแปรหุ่นด้านปีการศึกษา เมื่อเปรียบเทียบกับปี 2565 (YE_3) ซึ่งเป็นปีอ้างอิง พบว่าปี 2563 (YE_1) และปี 2564 (YE_2) ไม่แตกต่างจากปี 2565 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

แบบจำลองที่ 2 เป็นการนำวงจรกระแสเงินสด (CCC) เข้าสู่แบบจำลอง พร้อมตัวแปรควบคุมอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (QR) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเติบโตของยอดขาย (SG) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ประเภทอุตสาหกรรม (IND) และปีที่ศึกษา (Year) กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (P/BV)

ผลการวิเคราะห์พบว่า CCC มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ P/BV โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.002 (P-value < 0.01) ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า LEV มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ P/BV โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 2.753 (P-value < 0.01)

สำหรับตัวแปรหุ่นด้านกลุ่มอุตสาหกรรม เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มเทคโนโลยี (IND7) ซึ่งเป็นกลุ่มอ้างอิง พบว่า กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (IND2) มีค่า P/BV ต่ำกว่ากลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ −2.619 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (IND3) มีค่า PBV ต่ำกว่ากลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ −3.011 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND4) มีค่า P/BV ต่ำกว่ากลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ −2.865 และกลุ่มทรัพยากร (IND5) มีค่า P/BV ต่ำกว่ากลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ −3.404 ส่วนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND1) และบริการ (IND6) ไม่แตกต่างจากกลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับตัวแปรหุ่นด้านปีการศึกษา เมื่อเปรียบเทียบกับปี 2565 (YE_3) ซึ่งเป็นปีอ้างอิง พบว่าปี 2564 (YE_2) มีค่า P/BV สูงกว่าปี 2565 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.993 ส่วนปี 2563 (YE_1) ไม่แตกต่างจากปี 2565 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนั้น การตรวจสอบ Multicollinearity พบว่า แบบจำลองที่ 1 และ2 Max VIF เท่ากับ 1.802 แสดงว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity ขณะที่ค่าสถิติ Durbin Watson เท่ากับ 2.065 และ 1.886 ตามลำดับ ซึ่งบ่งชี้ว่ามิได้เกิดปัญหา Autocorrelation ในระดับที่รุนแรง

สรุปผลและอภิปรายผล

แบบจำลองที่ 1 คือแบบจำลองอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio: P/E) ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรวงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสามารถอธิบายได้ภายใต้กรอบทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) กล่าวคือ แม้ว่าวงจรกระแสเงินสดจะสะท้อนระดับต้นทุนตัวแทนอันเกิดจากการที่ผู้บริหารผูกพันทรัพยากรของกิจการไว้ในลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลือ แต่อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price-to-Earnings Ratio: P/E Ratio) เป็นเครื่องมือประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ (Valuation Measure) ที่นักลงทุนใช้เปรียบเทียบระดับราคาหุ้นในตลาดกับกำไรที่กิจการสร้างได้ในปัจจุบัน (Damodaran, 2012) ทั้งนี้ ค่า P/E Ratio สะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนต่อการเติบโตของกำไรในอนาคต (Growth Expectations) เป็นสำคัญ มากกว่าผลการดำเนินงานในระยะสั้น วงจรกระแสเงินสดในฐานะตัวชี้วัดประสิทธิภาพการดำเนินงานระยะสั้นจึงมิได้ส่งผลต่อ P/E Ratio อย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ การคำนวณกำไรต่อหุ้นภายใต้เกณฑ์คงค้างได้รับอิทธิพลจากปัจจัยหลายประการ ได้แก่ นโยบายทางบัญชี สภาพแวดล้อมทางธุรกิจ และความสามารถในการสร้างกำไรโดยรวมของกิจการ อิทธิพลของวงจรกระแสเงินสดต่อกำไรต่อหุ้นจึงถูกกำหนดร่วมโดยปัจจัยดังกล่าว ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรกระแสเงินสดกับ P/E Ratio ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติ (Lazaridis & Tryfonidis, 2006)

ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Baños-Caballero et al. (2014) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ผลการดำเนินงาน และข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน โดยพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างวงจรกระแสเงินสดกับมูลค่าของกิจการมีลักษณะเป็นเส้นโค้งรูปตัวยูกลับด้าน (Inverted U-shaped Relationship) กล่าวคือ การบริหารเงินทุนหมุนเวียนมิได้มีลักษณะที่วงจรกระแสเงินสดยิ่งสั้นหรือยิ่งยาวจะส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการเสมอไป หากแต่ต้องบริหารให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม ความซับซ้อนของความสัมพันธ์ดังกล่าวจึงเป็นปัจจัยที่ทำให้นักลงทุนไม่สามารถแปลงค่าวงจรกระแสเงินสดไปสู่การปรับประมาณการ P/E Ratio ได้โดยตรง ยิ่งไปกว่านั้น Kieschnick et al. (2013) พบว่า ภายใต้กรอบตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนให้น้ำหนักแก่ปัจจัยด้านกลยุทธ์การเติบโต ความเสี่ยง และต้นทุนเงินทุนเป็นหลัก ในขณะที่วงจรกระแสเงินสดซึ่งเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพการดำเนินงานระยะสั้นมีบทบาทจำกัดในการกำหนดค่า P/E Ratio

ผลการวิจัยนี้สะท้อนให้เห็นว่า ภายใต้กรอบทฤษฎีตัวแทน กลไกวินัยด้านต้นทุนตัวแทนที่สะท้อนผ่านวงจรกระแสเงินสดอาจมิได้ปรากฏอย่างชัดเจนในอัตราส่วน P/E Ratio เนื่องจากอัตราส่วนดังกล่าวถูกกำหนดโดยความคาดหวังเชิงมหภาคและกลยุทธ์การเติบโตของกิจการเป็นสำคัญ

แบบจำลองที่ 2 คือแบบจำลองอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV) ผลการศึกษาพบว่า วงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Price-to-Book Value Ratio: P/BV) ผลดังกล่าวสามารถอธิบายได้ภายใต้กรอบทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen & Meckling (1976) ซึ่งระบุว่าต้นทุนตัวแทนเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารผูกพันทรัพยากรของกิจการไว้ในลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลือเกินระดับที่เหมาะสม วงจรกระแสเงินสดที่สั้นลงจึงสะท้อนความสามารถของผู้บริหารในการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพ อันเป็นสัญญาณบ่งชี้ว่าต้นทุนตัวแทนอยู่ในระดับต่ำ นักลงทุนรับรู้สัญญาณดังกล่าวและแสดงความเชื่อมั่นผ่านการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดให้สูงกว่ามูลค่าทางบัญชี ส่งผลให้ P/BV ปรับตัวสูงขึ้นตามลำดับ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Jensen (1986) ที่อธิบายว่านักลงทุนจะให้มูลค่าสูงแก่กิจการที่ผู้บริหารแสดงให้เห็นถึงวินัยทางการเงินและการจัดสรรทรัพยากรอย่างเหมาะสม

ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Shin & Soenen (1998) และ Deloof (2003) ที่แสดงให้เห็นว่า กิจการที่มีวงจรกระแสเงินสดสั้นสามารถแปลงสินทรัพย์หมุนเวียนกลับเป็นเงินสดได้รวดเร็วกว่า ผ่านสามกลไกหลัก ได้แก่ การเร่งรอบการรับชำระเงินจากลูกหนี้การค้า การบริหารสินค้าคงเหลืออย่างมีประสิทธิภาพ และการใช้ประโยชน์จากเงื่อนไขสินเชื่อทางการค้าจากเจ้าหนี้การค้าอย่างเหมาะสม กลไกดังกล่าวส่งผลให้สภาพคล่องของกิจการเพิ่มสูงขึ้นและลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งสอดคล้องกับนัยของทฤษฎีตัวแทนที่ระบุว่ากิจการที่มีต้นทุนตัวแทนต่ำจะมีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงกว่า นอกจากนี้ Aktas et al. (2015) พบว่าประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ เนื่องจากตลาดทุนตีความการบริหารวงจรกระแสเงินสดที่มีประสิทธิภาพว่าเป็นสัญญาณที่บ่งชี้ความสามารถของผู้บริหาร ซึ่ง Chang (2018) ได้ยืนยันความสัมพันธ์เชิงลบดังกล่าวในกลุ่มตัวอย่างระดับนานาชาติอีกด้วย

นอกจากนั้นงานวิจัยของ Baños-Caballero et al. (2014) พบว่าวงจรกระแสเงินสดที่สั้นลงช่วยลดการผูกพันเงินสดไว้กับสินทรัพย์หมุนเวียนเกินความจำเป็น ทำให้กิจการมีทรัพยากรเพียงพอสำหรับการลงทุนในโครงการที่สร้างมูลค่าเพิ่ม ซึ่งในกรอบทฤษฎีตัวแทนถือเป็นการบรรเทาปัญหาการลงทุนเกินระดับที่เหมาะสม (Overinvestment Problem) อันเกิดจากพฤติกรรมของผู้บริหารที่สะสมทรัพยากรเกินความจำเป็นตามที่ Jensen (1986) ได้อธิบายไว้ เมื่อนักลงทุนรับรู้ว่าผู้บริหารบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้วยวินัยและความโปร่งใส ความเชื่อมั่นดังกล่าวจะสะท้อนออกมาในรูปของราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่สูงกว่ามูลค่าทางบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าตลาดทุนทำหน้าที่เป็นกลไกกำกับดูแลต้นทุนตัวแทนผ่านกระบวนการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนประสิทธิภาพการบริหารงานของผู้บริหาร

ประโยชน์งานวิจัย

ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า การบริหารวงจรกระแสเงินสดที่มีประสิทธิภาพ (CCC สั้นลง) มีความสัมพันธ์กับการที่ตลาดประเมินมูลค่าบริษัทสูงขึ้นเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชี ดังนั้นนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลเกี่ยวกับ CCC เป็นหนึ่งในตัวชี้วัดประกอบการวิเคราะห์มูลค่าหุ้น โดยเฉพาะในการประเมินศักยภาพการสร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาว นอกจากนี้หลักฐานเชิงประจักษ์บ่งชี้ว่า การลดระยะเวลาเก็บหนี้ การบริหารสินค้าคงเหลืออย่างมีประสิทธิภาพ และการจัดการเครดิตเจ้าหนี้อย่างเหมาะสม ซึ่งส่งผลให้ CCC สั้นลงอาจสัมพันธ์กับการเพิ่มมูลค่าตลาดของกิจการ ดังนั้นผู้บริหารสามารถใช้ข้อมูลนี้เป็นเหตุผลสนับสนุนเชิงกลยุทธ์ในการปรับปรุงนโยบายบริหารเงินทุนหมุนเวียน

ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะการวิจัย

ข้อจำกัดของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เก็บรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของธุรกิจ 3 ปีย้อนหลัง ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่างปี 2563 - 2565 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ผลกระทบจากสถานการณ์ COVID-19 ส่งผลให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจไทยตกต่ำลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลต่อพฤติกรรมการตัดสินใจของนักลงทุน ดังนั้นผลการวิจัยจึงสะท้อนเฉพาะบริบทเฉพาะของช่วงเวลาดังกล่าว การศึกษาในช่วงเวลาที่ยาวนานขึ้นหรือครอบคลุมสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่หลากหลายกว่านี้ ก็จะทำให้ผลการวิจัยชัดเจนยิ่งขึ้น นอกจากนี้ งานวิจัยนี้มุ่งวิเคราะห์ตัวแปรหลักคือวงจรกระแสเงินสด (CCC) โดยไม่ได้รวมปัจจัยอื่นที่อาจมีอิทธิพลในการอธิบายการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ เช่น โครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสด และกลยุทธ์ของธุรกิจ ซึ่งปัจจัยเหล่านี้อาจช่วยอธิบายความผันแปรของการวัดมูลค่าหลักทรัพย์ได้ครบถ้วนและสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

ผลการวิจัยพบว่าวงจรกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ผลดังกล่าวมีนัยสำคัญเชิงปฏิบัติสำหรับสองกลุ่มดังนี้ 1) สำหรับผู้บริหารกิจการ ควรให้ความสำคัญกับการบริหารลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ และเจ้าหนี้การค้าอย่างบูรณาการ เพื่อลดวงจรกระแสเงินสดให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เนื่องจากตลาดทุนรับรู้ประสิทธิภาพการบริหารดังกล่าวผ่านการปรับระดับ P/BV ซึ่งสะท้อนถึงต้นทุนตัวแทนที่ลดลงและความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นตามกรอบทฤษฎีตัวแทน 2) สำหรับนักลงทุน ควรพิจารณาวงจรกระแสเงินสดร่วมกับ P/BV เป็นเครื่องมือเสริมในการประเมินคุณภาพการบริหารสินทรัพย์และระดับต้นทุนตัวแทนของกิจการ เนื่องจากตัวแปรทั้งสองสะท้อนประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้ชัดเจนกว่าการพิจารณา P/E เพียงอย่างเดียว

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

งานวิจัยในอนาคตควรแยกองค์ประกอบของวงจรกระแสเงินสดออกเป็นระยะเวลาการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ (DSO) ระยะเวลาการถือครองสินค้าคงเหลือ (DIO) และระยะเวลาการชำระเงินให้เจ้าหนี้ (DPO) เพื่อระบุว่าองค์ประกอบใดมีอิทธิพลต่อมูลค่าหลักทรัพย์มากที่สุด นอกจากนี้ควรขยายกรอบเวลาการศึกษาให้ครอบคลุมสภาวะเศรษฐกิจที่หลากหลายกว่าช่วงวิกฤต COVID-19 และศึกษาบทบาทของตัวแปรกำกับ เช่น ขนาดกิจการและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการเพื่อเพิ่มนัยทั่วไป (Generalizability) ของข้อค้นพบให้ครอบคลุมบริบทที่กว้างขึ้น



References

Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firms' performance in emerging markets: The case of Jordan. *International Journal of Managerial Finance, 8*(2), 155–179. https://doi.org/10.1108/17439131211216620

Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30, 98–113. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008

Aldubhani, M. A., Wang, J., Gong, T., & Maudhah, R. A. (2022). Impact of working capital management on profitability: evidence from listed companies in Qatar. *Journal of Money and Business, 2*(1), 70–81. https://doi.org/10.1108/JMB-08-2021-0032

Anjaria, K., & Saurav, B. S. (2025). *A study on the relationship between P/E ratio and stock returns in the Nifty IT index companies* (Working paper). SSRN. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5312505

Anser, R., & Malik, Q. A. (2013). Cash conversion cycle and firms' profitability: A study of listed manufacturing companies of Pakistan. *IOSR Journal of Business and Management, 8*(2), 83–87. https://www.iosrjournals.org/iosr-jbm/papers/Vol8-issue2/K0828387.pdf?id=5216

Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research, 67*(3), 332–338. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M., & Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management, 12*(2), 249–283. https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00318.x

Carmona, G., Caggiano, F., Caggiano, I., & Silva, J. (2024). Working capital management efficiency and performance: Evidence from an emerging market. International Journal of Business Management and Economic Research, 15(2), 2365–2371 https://ijbmer.com/docs/volumes/vol15issue2/ijbmer2024150203.pdf

Chan, L. K., Karceski, J., & Lakonishok, J. (2003). The level and persistence of growth rates. *The Journal of Finance, 58*(2), 643–684. https://doi.org/10.1111/1540-6261.00540

Chang, C.-C. (2018). Cash conversion cycle and corporate performance: Global evidence. International Review of Economics & Finance, 56, 568–581. https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.12.014

Chen, C. H., Choy, S. K., & Tan, Y. (2022). The cash conversion cycle spread: International evidence. Journal of Banking & Finance, 140, 106517. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106517

Chowdhury, M. A. F., Alam, Z., & Sultana, S. (2018). Impact of working capital management on profitability: A case study on pharmaceutical companies of Bangladesh. *IOSR Journal of Business and Management, 20*(7), 1–8. https://doi.org/10.18178/joebm.2018.6.1.546

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asse*t (3rd ed.). John Wiley & Sons.

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3–4), 573–588. https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008

Farris, M. T., & Hutchison, P. D. (2002). Cash-to-cash: The new supply chain management metric. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 32(4), 288–298. https://doi.org/10.1108/09600030210430651

Fathima Sajeetha, A. M., Fathima Nusaika, M., & Fathima Nusrath Safana, M. N. (2023). An empirical study on determinants of price earnings ratio: Evidence from listed food, beverage and tobacco companies in Colombo Stock Exchange. Asian *Journal of Economics, Business and Accounting*, 23(10), 32–43. http://ir.lib.seu.ac.lk/handle/123456789/7015

Ghaeli, M. R. (2016). Price-to-earnings ratio: A state-of-art review. *International Journal of Finance and Managerial Accounting*, 1(2), 1–12. https://doi.org/10.5267/j.ac.2016.7.002

Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. Journal of financial economics, 60(2-3), 187-243.
https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7

Greene, W. H. (2018). *Econometric analysis* (8th ed.). Pearson Education Limited.

Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. Econometrica, 46(6), 1251–1271.
https://doi.org/10.2307/1913827

Inrico, I., Sulastri, S., & Malinda, S. (2023). The effect of working capital management and intellectual capital on firm performance in food and beverages industry listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Business, Economics & Management, 6*(3), 223–246.
https://doi.org/10.21744/ijbem.v6n3.2152

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360.
https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review Papers and Proceedings, 76(2), 323–329. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=99580

Jose, M. L., Lancaster, C., & Stevens, J. L. (1996). Corporate returns and cash conversion cycles. Journal of Economics and Finance, 20(1), 33–46. https://doi.org/10.1007/BF02920497

Karim, R., Mamun, M. A., & Kamruzzaman, M. (2023). Corporate governance and cash conversion cycle: Evidence from Bangladesh. *Asian Journal of Accounting Research, 8*(1), 34–52. https://doi.org/10.1108/AJEB-03-2022-0033

Kennedy, P. (1992). *A guide to econometrics* (3rd ed.). MIT Press.

Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2013). Working capital management and shareholders' wealth. *Review of Finance, 17*(5), 1827–1852. https://doi.org/10.1093/rof/rfs043

Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange. Journal of Financial Management and Analysis, 19(1), 26–35. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=931591

Linh, N. T. P., & Mohanlingam, S. (2018). The Effects of Cash Conversion Cycle on Profitability: An Insight into the Agriculture and Food Industries in Thailand. Asian Journal of Business and Accounting, 11(1), 97-119. https://doi.org/10.22452/ajba.vol11no1.4

Ou, J. A., & Penman, S. H. (1989). Financial statement analysis and the prediction of stock returns. Journal of Accounting and Economics, 11(4), 295–329. https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90017-7

Panigrahi, A. K. (2013). Cash conversion cycle and firms' profitability: A study of cement manufacturing companies of India. International Journal of Current Research, 5(6), 1484–1488. https://journalcra.com/article/cash-conversion-cycle-and-firms%E2%80%99-profitability-%E2%80%93-study-cement-manufacturing-companies-india

Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed.). McGraw-Hill Education.

Phunnarungsi, V. (2024). Liquidity and profitability: An investigation of firm value and financial performance of Thai listed firms during COVID-19 pandemic. Business Administration and Management Journal Review, 16(2), 135–153. https://so01.tci-thaijo.org/index.php/bahcuojs/article/view/256046

Rattanacharuenchai, C., & Chaiwong, K. (2019). The relationship between cash conversion cycle and financial performance: Evidence from firms listed in the Stock Exchange of Thailand. University of the Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Sciences, 39(4), 55–68. https://so06.tci-thaijo.org/index.php/utccjournalhs/article/view/193678

Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial Management*, 9(1), 32–38. https://doi.org/10.2307/3665310

Rizky, A., & Mayasari, M. (2018). The impact of cash conversion cycle on firm profitability of retail companies. *Journal of applied accounting and taxation, 3*(1), 73-78.

https://doi.org/10.5281/zenodo.1305161

Shin, H. H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial Practice and Education, 8*(2), 37–45.

Sorongan, F. A., & Yatna, C. N. (2018). Indikator prioritas bagi investor baru dalam menentukan saham perbankan berdasarkan price to book value [Priority indicators for new investors in determining banking stocks based on price to book value]. JRMSI-Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia, 9(2), 262–281. https://doi.org/10.21009/JRMSI.009.2.05

Wang, B. (2019). The cash conversion cycle spread. Journal of Financial Economics, 133(2), 472–497. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.02.008

Wang, H., Chatpatanasiri, R., & Sattayatham, P. (2017). Stock trading using PE ratio: A dynamic Bayesian network modeling on behavioral finance and fundamental investment [Preprint]. arXiv. https://arxiv.org/abs/1706.02985

White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. Econometrica, 48(4), 817–838. https://doi.org/10.2307/1912934

Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory econometrics: A modern approach* (7th ed.). Cengage Learning.

Zeidan, R., & Shapir, O. M. (2017). Cash conversion cycle and value-enhancing operations: Theory and evidence for a free lunch. Journal of Corporate Finance, 45, 203–219. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.014



สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์
Federation of Accounting Professions
Under The Royal Patronage of His Majesty the King

เลขที่ 133 ถนนสุขุมวิท 21 (อโศกมนตรี) แขวงคลองเตยเหนือ
เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110
โทรศัพท์ 02 685 2500 โทรสาร 02 685 2501

http://www.tfac.or.th
www.facebook.com/tfac.family
tfac@tfac.or.th
LINE@ @TFAC.Family