Journal of Management Science Research, Surindra Rajabhat University,
Vol.10 No.3 September – December 2026

แบบจำลองสมการโครงสร้างอิทธิพลของการดำเนินงานด้าน ESG และการถือหุ้นสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านตัวแปรคั่นกลางของนโยบายปันผลในกลุ่มบริษัท SET100

Structural Equation Modeling of ESG Performance and Institutional Ownership Influences on Profitability: The Mediating Role of Dividend Policy in SET100 Companies

เจนนภนต์ ภาคภูมิ[1], พลกฤต รักจุล[2*]
Jenapon Pakpoom[1], Ponkrit Rakjul[2*]

Received:
April 23th,2026.

Revised:
May 28th,2026

Accepted:
November 16th,2026

DOI:
10.65205/jmsr.2026.e286317

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล และการถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไร: บทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในดัชนี SET100 โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทในดัชนี SET100 ที่มีข้อมูลครบถ้วนระหว่างปี พ.ศ. 2565 – 2567 จำนวน 83 บริษัท รวม 246 หน่วยตัวอย่าง รวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1 One Report) และระบบฐานข้อมูล SETSMART วิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้างผ่านโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูป

ผลการวิจัยพบว่า โมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์อยู่ในเกณฑ์ดี (p-value = 0.23, = 5.586, df = 4, /df = 1.39, GFI = 0.99, RMSEA = 0.04) โดยผลการทดสอบสมมติฐานสามารถจำแนกโครงสร้างเส้นทางอิทธิพลได้ดังนี้ 1) ด้านอิทธิพลทางตรง คือการดำเนินงานด้าน ESG มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลแต่ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อการสร้างผลกำไร การถือหุ้นโดยสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อทั้งนโยบายการจ่ายเงินปันผลและการสร้างผลกำไร และนโยบายการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการสร้างผลกำไร และ 2) ด้านอิทธิพลทางอ้อมผ่านตัวแปรคั่นกลาง คือ การดำเนินงานด้าน ESG มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อการสร้างผลกำไรผ่านนโยบายการจ่ายเงินปันผล การถือหุ้นโดยสถาบันมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อการสร้างผลกำไรผ่านนโยบายการจ่ายเงินปันผล ข้อค้นพบชี้ให้เห็นว่า นโยบายปันผลทำหน้าที่เป็นกลไกการรักษาเงินทุนภายในที่ช่วยให้การลงทุนด้านความยั่งยืนไม่สะดุดและเปลี่ยนผ่านไปสู่การสร้างผลกำไรได้ ด้านผู้ถือหุ้นสถาบันนโยบายปันผลกลับกลายเป็นช่องทางที่ดึงทรัพยากรทางการเงินออกจากองค์กรมากขึ้น จนไปลดทอนความสามารถในการทำกำไร ดังนั้นผู้บริหารควรรักษาสมดุลระหว่างการตอบสนองต่อผู้ถือหุ้นสถาบันกับการเก็บเงินทุนไว้เพื่อขับเคลื่อนยั่งยืน

คำสำคัญ: การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG), การถือหุ้นโดยสถาบัน, นโยบายการจ่ายเงินปันผล,การสร้างผลกำไร

[1] อาจารย์ ประจำสาขาวิชาการจัดการ วิทยาลัยน่าน มหาวิทยาลัยราชภัฏอุตรดิตถ์
Lecturer of Management, Nan College, Uttaradit Rajabhat University
[2] ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ประจำสาขาวิชาการจัดการ วิทยาลัยน่าน มหาวิทยาลัยราชภัฏอุตรดิตถ์
Assistant Professor of Management, Nan College, Uttaradit Rajabhat University
* Corresponding author and email: Ponkrit.ra@gmail.com

Abstract

The purpose of this research was to investigate the influences of Environmental, Social, and Governance (ESG) performance and institutional ownership on profitability, as well as the mediating role of dividend policy among companies listed in the SET100 index. The sample consisted of 83 companies with complete data from 2022 to 2024, yielding a total of 246 data observations. Secondary data were collected from annual registration statements (Form 56-1 One Report) and the SETSMART database. Data analysis was performed using structural equation modeling.

The results indicated that the model possessed a good fit with the empirical data (p-value = 0.23, χ^2 = 5.586, df = 4, χ^2/df = 1.39, GFI = 0.99, RMSEA = 0.04). The hypothesis testing revealed the following structural paths: 1) Direct effects: ESG performance exerted a statistically significant negative direct effect on both dividend policy and profitability. Conversely, institutional ownership had a statistically significant positive direct effect on both dividend policy and profitability. Additionally, dividend policy exhibited a statistically significant positive direct effect on profitability. 2) Indirect effects: ESG performance had a statistically significant negative indirect effect on profitability through dividend policy. Meanwhile, institutional ownership showed a statistically significant positive indirect effect on profitability through dividend policy. These structural findings suggest that dividend policy serves as a critical mediating mechanism influencing profit efficiency. In terms of institutional ownership, institutional investors leverage dividend demands as a financial discipline tool and a positive signaling mechanism to enhance profitability. However, in terms of ESG, dividend policy may pose liquidity constraints if financial resources are imbalanced, primarily due to incremental costs incurred in the early stages of sustainability investments. These insights suggest that corporate executives must maintain a strategic balance between satisfying institutional shareholders and retaining internal liquidity to drive long-term organizational sustainability.

Keywords: Environmental Social and Governance Performance (ESG), Institutional Ownership, Dividend Payout Policy, Profitability

บทนำ

ในบริบทของตลาดทุนยุคปัจจุบัน การเปิดเผยข้อมูลและการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental Social and Governance Performance: ESG) ได้กลายเป็นกลไกเชิงกลยุทธ์สำคัญที่สะท้อนถึงความยั่งยืนขององค์กร อย่างไรก็ตาม วรรณกรรมปริทัศน์ระดับสากลของ Tsang et al. (2023) ชี้ให้เห็นประเด็นที่น่าสนใจว่า การลงทุนในกิจกรรม ESG มักสร้างภาระต้นทุนส่วนเพิ่มในระยะสั้น ซึ่งอาจยังไม่สะท้อนกลับมาเป็นผลกำไรขององค์กรในทันที ส่งผลให้เกิดความเหลื่อมล้ำทางข้อมูล และข้อถกเถียงระหว่างผู้บริหารและผู้ลงทุนตามกรอบทฤษฎีตัวแทนด้วยเหตุนี้ นโยบายการจ่ายเงินปันผลจึงถูกนำมาใช้ในฐานะเครื่องมือเชิงพฤติกรรมในการสร้างวินัยทางการเงินและลดปัญหาตัวแทนโดยการส่งสัญญาณไปยังตลาดทุน ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาโครงสร้างผู้ถือหุ้น การมีส่วนร่วมของนักลงทุนสถาบันยิ่งเป็นปัจจัยเร่งเร้าให้เกิดการสอดส่องดูแล (Monitoring Role) ที่เข้มงวด ซึ่งสอดคล้องกับข้อค้นพบของ Yan (2025) ที่ระบุว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นและกลไก ESG มีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับการกำหนดทิศทางนโยบายเงินปันผลและการสร้างมูลค่าองค์กร การวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งยกระดับความชัดเจนด้วยการบูรณาการตัวแปรเหล่านี้ร่วมกันเพื่อทดสอบผ่านแบบจำลองสมการโครงสร้างในบริบทของบริษัทจดทะเบียนไทย

จากการทบทวนวรรณกรรมการกำกับดูแลกิจการ ความยั่งยืน และประสิทธิภาพทางการเงิน พบว่า การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ถือเป็นกลไกเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญในการส่งสัญญาณเพื่อลดความเหลื่อมล้ำทางข้อมูลและเพิ่มมูลค่ากิจการในมุมมองของนักลงทุน (Dihardjo & Hersugondo, 2023) โดย ESG ทำหน้าที่เป็นเกณฑ์มาตรฐานระดับสากลที่ช่วยให้นักลงทุนวิเคราะห์ความเสี่ยงเชิงระบบและประสิทธิภาพการดำเนินงานที่งบการเงินแบบดั้งเดิมอาจมองไม่เห็น (Giese et al., 2019; Li et al., 2021) ภายใต้ทฤษฎีตัวแทน ESG ถูกนำมาใช้เป็นเครื่องมือเพื่อยับยั้งพฤติกรรมฉวยโอกาสของผู้บริหารและส่งเสริมประสิทธิภาพการดำเนินงานผ่านมาตรฐานจริยธรรมที่โปร่งใส ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่เจ้าหนี้และแหล่งเงินทุน ทำให้องค์กรเข้าถึงเงินทุนได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำลงและส่งเสริมขีดความสามารถในการสร้างผลกำไรให้สูงขึ้น (Adeneye et al, 2023; Primacintya & Kusuma, 2025) นอกจากนี้ การยึดมั่นในหลัก ESG ยังช่วยสร้างวินัยทางการเงินผ่านนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอ เพื่อลดปัญหากระแสเงินสดส่วนเกินและเน้นการนำทรัพยากรไปใช้ในกิจกรรมที่สร้างมูลค่าเพิ่มอย่างแท้จริง (Yan, 2025)

บทบาทของนักลงทุนสถาบันในฐานะกลไกการสอดส่องดูแลตามทฤษฎีตัวแทน มีส่วนสำคัญอย่างยิ่งในการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น เนื่องจากสถาบันมีความเชี่ยวชาญและทรัพยากรในการตรวจสอบที่เหนือกว่านักลงทุนรายย่อย (Cornett et al., 2007) การมีสัดส่วนการถือหุ้นโดยสถาบันที่เหมาะสมช่วยลดพฤติกรรมฉวยโอกาสและผลักดันให้มีการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจมากขึ้นเพื่อความโปร่งใส (Boone & White, 2015; Sukhahuta, 2021) นักลงทุนสถาบันมักกดดันให้บริษัทจัดสรรเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเรียกร้องให้นำกระแสเงินสดส่วนเกินไปลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (NPV) เป็นบวก หรือจ่ายคืนผู้ถือหุ้นในรูปเงินปันผลเพื่อลดต้นทุนตัวแทน ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลโดยตรงต่อการยกระดับคุณภาพรายงานทางการเงินและเพิ่มประสิทธิภาพในการสร้างผลกำไร โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนไทยที่การถือหุ้นสถาบันถือเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกถึงคุณภาพ การบริหารจัดการที่ดี (Yaowaluk & Srijunpetch, 2014.; Somngam et al, 2023)

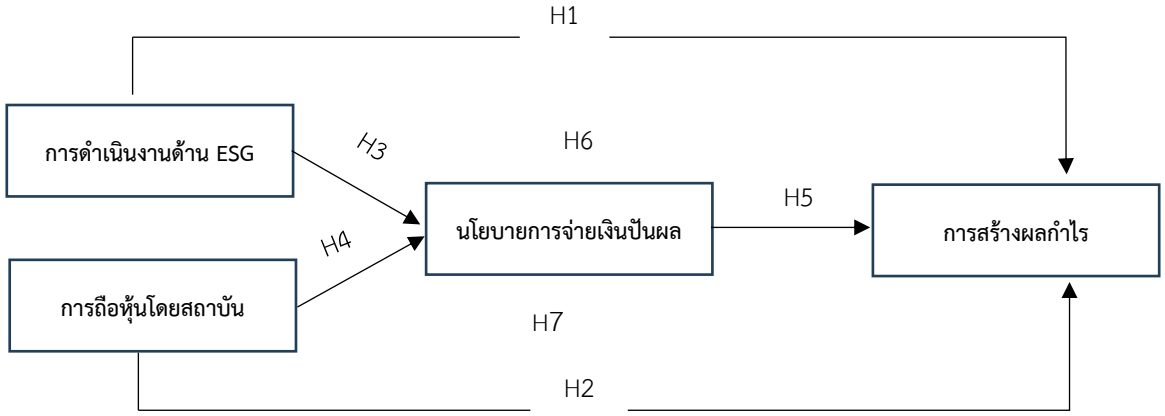
นโยบายการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นตัวแปรคั่นกลางเชิงกลยุทธ์ที่เชื่อมโยงการกำกับดูแลกิจการเข้ากับความสามารถในการทำกำไร ภายใต้ทฤษฎีการส่งสัญญาณและสมมติฐานกระแสเงินสดส่วนเกิน การจ่ายปันผลเป็นเครื่องมือสร้างวินัยทางการเงินที่บังคับให้ผู้บริหารต้องบริหารจัดการทรัพยากรให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดเพื่อสร้างกระแสเงินสดให้เพียงพอต่อข้อผูกพัน (Farre-Mensa et al., 2014; Yan, 2025) การประกาศจ่ายปันผลที่สม่ำเสมอเป็นการสื่อสารข้อมูลเชิงบวกว่าบริษัทมีกำไรที่แท้จริงและมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ซึ่งช่วยลดความเหลื่อมล้ำทางข้อมูลและยืนยันคุณภาพของกำไรสะสม (Brav et al., 2003; Kornlert & Janin, 2024) ในกลุ่มบริษัท SET100 นโยบายปันผลถูกใช้เพื่อสร้างสมดุลระหว่างการลงทุนต่อและการตอบแทนผู้ถือหุ้น เพื่อส่งเสริมอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ยั่งยืน (Phetphanngam & Yangklan, 2025)

ด้วยเหตุผลดังกล่าว การวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งวิเคราะห์โครงสร้างความสัมพันธ์เชิงเส้นผ่านแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยผลการศึกษาเชิงลึกได้ขจัดความคลุมเครือและสร้างองค์ความรู้ใหม่ที่สำคัญ โดยชี้ให้เห็นว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลมีบทบาทเป็นตัวแปรคั่นกลางประเภทหักล้างและหนุนเสริม (Suppressing and Reinforcing Mediator) ที่ทรงอิทธิพล กล่าวคือ ในมิติของการดำเนินงานด้าน ESG นโยบายปันผลไม่ได้ทำหน้าที่ส่งสัญญาณเชิงบวกโดยตรง แต่ทำหน้าที่เป็นกลไกการกักเก็บและรักษาเงินทุนภายใน (Internal Capital Retention) ที่ช่วยให้การลงทุนเพื่อความยั่งยืนไม่หยุดชะงักและสามารถเปลี่ยนผ่านไปสู่การสร้างผลกำไรได้ในที่สุด ในทางกลับกัน ในมิติของผู้ถือหุ้นสถาบันนโยบายปันผลกลับกลายเป็นช่องทางที่ดึงทรัพยากรทางการเงินออกจากองค์กรมากเกินไปจนไปลดทอนขีดความสามารถในการทำกำไร ดังนั้น บทนำและกรอบแนวคิดของการวิจัยนี้จึงได้รับการเรียบเรียงขึ้นเพื่อนำเสนอพิมพ์เขียวเชิงโครงสร้าง ที่ช่วยให้ผู้บริหารและนักลงทุนเข้าใจถึงความจำเป็นในการรักษาสมดุลระหว่างการตอบสนองต่อผู้ถือหุ้นสถาบันกับการเก็บกักสภาพคล่องไว้เพื่อขับเคลื่อนความยั่งยืนขององค์กรอย่างเป็นรูปธรรม

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลทางตรงของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และการถือหุ้นโดยสถาบัน ที่มีต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลและขีดความสามารถในการสร้างผลกำไรของบริษัทในดัชนี SET100
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลทางอ้อมและบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผลในการส่งผ่านอิทธิพลของการดำเนินงานด้าน ESG และการถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อขีดความสามารถในการสร้างผลกำไรของบริษัทในดัชนี SET100

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

จากภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัยสามารถอธิบายความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างเชิงบูรณาการได้ว่าการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental Social and Governance Performance: ESG) และโครงสร้างการถือหุ้นโดยสถาบัน (Institutional Ownership: IO) ต่างเป็นปัจจัยเชิงกลยุทธ์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดทิศทางนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy: DP) และขีดความสามารถในการสร้างผลกำไร (Profitability: IC) ขององค์กร โดยมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นกลไกตัวแปรคั่นกลางเพียงตัวเดียวในการส่งผ่านอิทธิพล สรุปความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างนี้แสดงให้เห็นว่า เส้นทางการขับเคลื่อนผลประกอบการไม่ได้เกิดขึ้นในลักษณะเส้นตรงจากปัจจัยนำเข้าเพียงอย่างเดียว แต่ต้องอาศัยกลไกการจัดสรรเม็ดเงินและการส่งสัญญาณผ่านนโยบายปันผล ในด้านของการดำเนินงานด้าน ESG นโยบายปันผลจะทำหน้าที่เป็นกลไกการกักเก็บและรักษาทุนภายในเพื่อหนุนเสริมให้การลงทุนด้านความยั่งยืนสามารถเปลี่ยนผ่านไปสู่การสร้างผลกำไรที่มั่นคงในระยะยาว ขณะที่ในด้านของการถือหุ้นโดยสถาบัน การกำหนดนโยบายปันผลจะถูกขับเคลื่อนด้วยบทบาทในการดูแลของนักลงทุนสถาบันตามกรอบทฤษฎีตัวแทน เพื่อควบคุมพฤติกรรมฉวยโอกาสของผู้บริหาร ซึ่งความสมดุลระหว่างการจัดสรรผลตอบแทนตามบทบาทการสอดส่องดูแลของนักลงทุนสถาบัน กับการเก็บกักเงินทุนภายในไว้เพื่อขับเคลื่อนความยั่งยืนนี้ จะเป็นตัวกำหนดประสิทธิภาพสูงสุดในการสร้างผลกำไรของบริษัทในกลุ่ม SET100 อย่างมีนัยสำคัญ

สมมติฐานงานวิจัย ดังต่อไปนี้

H1: การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ส่งผลต่อการสร้างผลกำไร

H2: การถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อการสร้างผลกำไร

H3: การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล

H4: การถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล

H5: การจ่ายเงินปันผลส่งผลต่อการสร้างผลกำไร

H6: การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ส่งผลต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผล

H7: การถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยในครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งหมดเก็บข้อมูลแบบพลาเนลดาต้า ระเวลาตั้งแต่ ปี 2565 – 2567 ข้อมูลย้อนหลัง 3 ปี ดังตารางที่ 1

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	2565	2566	2567	รวม
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Set100	100	100	100	300
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Set100 ที่สมบูรณ์	83	83	83	246

ผู้วิจัยรวบรวม ข้อมูลทุติยภูมิ ได้แก่ งบการเงินประจำปี และ มูลค่าหลักทรัพย์ทางการตลาด (MVE) จากเว็บไซต์ www.setsmart.com และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และ รายงานประจำปี จากเว็บไซต์ www.set.or.th โดยผู้วิจัยได้ดำเนินการสืบค้นและจัดเก็บข้อมูลดังกล่าวในระหว่างวันที่ 1 ถึง 15 พฤษภาคม พ.ศ. 2569 ทั้งนี้เกณฑ์การคัดเลือกและขอบเขตการศึกษา คือ ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินที่ ครบถ้วนสมบูรณ์ และมีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม เพื่อควบคุมความแตกต่างทางด้านเวลา และเพื่อให้ข้อมูลที่ได้รับสามารถนำมาใช้ในการเปรียบเทียบกันได้ ดังนั้น จำนวนบริษัท 83 บริษัท (ซึ่งคัดเลือกเฉพาะบริษัทในดัชนี SET100 ที่มีข้อมูลสมบูรณ์ครบถ้วนตลอดระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565–2567) รวมเป็นหน่วยตัวอย่างในการวิเคราะห์ทั้งสิ้น 246 หน่วยตัวอย่าง (firm-year observations) (83 บริษัท 3 ปี)

การวิเคราะห์ข้อมูลที่รวบรวมได้จากเว็บไซต์ www.setsmart.com, www.set.or.th, และ www.sec.or.th ซึ่งเป็นข้อมูล แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และ รายงานประจำปี จะดำเนินการด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูป โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ ทดสอบความสัมพันธ์โครงสร้าง ระหว่างตัวแปรหลัก 3 ส่วนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 2 ทดสอบความสัมพันธ์โครงสร้าง ระหว่างตัวแปรหลัก 3 ส่วนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปรวิจัย	นิยามเชิงปฏิบัติการ	สูตรการคำนวณ	อ้างอิง
การดำเนินงานด้าน ESG	ระดับประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ครอบคลุมมิติสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เพื่อสะท้อนความรับผิดชอบและความยั่งยืนขององค์กร	ใช้ค่าคะแนนรวม ESG จากฐานข้อมูลที่เชื่อถือได้ หรือการประเมินการเปิดเผยข้อมูลตามเกณฑ์มาตรฐาน	- Dihardjo and Hersugondo (2023), - Primacintya and Kusuma (2025), - SETSMART
การถือหุ้นโดยสถาบัน	สัดส่วนการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนนิติบุคคลหรือสถาบันการเงิน เพื่อใช้เป็นตัวแทนของกลไกการสอดส่องดูแลและลดปัญหาตัวแทน	$\frac{\text{จำนวนหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน}}{\text{จำนวนหุ้นที่ชำระแล้วทั้งหมด}} \times 100$	- Boone and White (2015), - Cornett et al. (2007), - Sukhahuta (2021)
นโยบายการจ่ายเงินปันผล	การจัดสรรกำไรสุทธิเพื่อจ่ายเป็นผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในรูปเงินสด เพื่อส่งสัญญาณถึงวินัยทางการเงินและคุณภาพของผลกำไร	$\frac{\text{เงินปันผลจ่ายรวม}}{\text{กำไรสุทธิรวม}} \times 100$	- Brav et al. (2003), - Yan (2025), - Phetphanngam and Yangklan. (2025).

ตัวแปรวิจัย	นิยามเชิงปฏิบัติการ	สูตรการคำนวณ	อ้างอิง
การสร้างผลกำไร	ประสิทธิภาพขององค์กรในการสร้างผลกำไรจากสินทรัพย์หรือส่วนของเจ้าของ	ROA: $\frac{Net\ income}{Total\ Asset}\times 100$ ROE: $\frac{Net\ income}{Shareholder\ Equity}\times 100$	- Scott and Arias (2011), - Szymanski et al. (1993), - Siripong et al. (2018).

สถิติที่ใช้ คือ การวิเคราะห์ความตรงเชิงโครงสร้าง วิธีการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันโดยใช้โปรแกรม AMOS เป็นการตรวจสอบว่าโมเดลการวัดตัวแปรแฝงมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ แสดงว่าโมเดลการวัดมีความตรงตัวแปรแฝงมีความเหมาะสมที่จะนำไปวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบความตรงของโมเดล ดังผลการวิเคราะห์ที่แสดงด้วยค่าสถิติและโมเดลจำลองการวัดตัวแปรแฝงแต่ละตัวโดยมีเกณฑ์ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3 แสดงค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล

ลำดับ	ค่าดัชนี	เกณฑ์	การพิจารณา
1	ค่าสถิติไคสแควร์ (Chi-square: χ^2)	P > .05	ค่า P มีค่ามากกว่า 0.05 จะแสดงว่าโมเดลมีความเหมาะสม (Goodness of Fit) และสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์
2	ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ (χ^2/df) Arbuckle (2013)	$\leq$ 3	ค่า CMIN/dfต้องน้อยกว่าหรือเท่ากับ3 และถ้าค่า CMIN/dfยิ่งมีค่าใกล้ 0 มากเท่าไหร่ แสดงว่าโมเดลนั้นยิ่งมีความกลมกลืนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์มากขึ้นเท่านั้น
3	ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) Dermol (2013)	> 0.90	ค่าดัชนี GFI ต้องมากกว่า 0.90 และถ้าค่า GFI ยิ่งมีค่าใกล้ 1 มากเท่าไหร่แสดงว่าโมเดลนั้นยิ่งมีความกลมกลืนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์มากขึ้นเท่านั้น
4	ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) Dermol (2013)	> 0.90	ค่าดัชนี AGFI ต้องมากกว่า 0.90 และถ้าค่า AGFI ยิ่งมีค่าใกล้ 1 มากเท่าไหร่แสดงว่าโมเดลนั้นยิ่งมีความกลมกลืนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์มากขึ้นเท่านั้น
5	ค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของการประมาณค่าความคลาดเคลื่อน (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) Diamantopoulos and Siguaw (2000)	< 0.05	ค่าดัชนี RMSEA จะต้องมีค่าต่ำกว่า 0.05 ถ้าค่าดัชนี RMSEA ยิ่งมีค่าใกล้ 0 มากเท่าไหร่แสดงว่าโมเดลนั้นมีค่าความคลาดเคลื่อนยิ่งน้อย โมเดลจึงมีความกลมกลืนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์มากยิ่งขึ้น
6	ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (Comparative Fit Index: CFI) Dermol (2013)	>0.90-0.95	ค่า CFI อยู่ระหว่าง 0 และ 1 และหาค่า CFI มีค่าดัชนี > 0.90 เป็นระดับที่โมเดลอาจถูกยอมรับ

สัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปร

1 ตัวแปรแฝงภายนอก (Exogenous Latent Variable)

ESG	แทน	การดำเนินงานด้าน ESG
IO	แทน	การถือหุ้นโดยสถาบัน

2 ตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Latent Variable)

DP	แทน	นโยบายการจ่ายเงินปันผล
IC	แทน	การสร้างผลกำไร

3 ตัวแปรสังเกตได้ภายใน (Endogenous Observed Variable)

ROA	แทน	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์
ROE	แทน	อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

ผลการวิจัย

ผลการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลที่ผู้วิจัยพัฒนาขึ้นกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และผลการศึกษาอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมของแบบจำลองสมการโครงสร้างของอิทธิพลด้าน ESG และการถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มบริษัท SET100

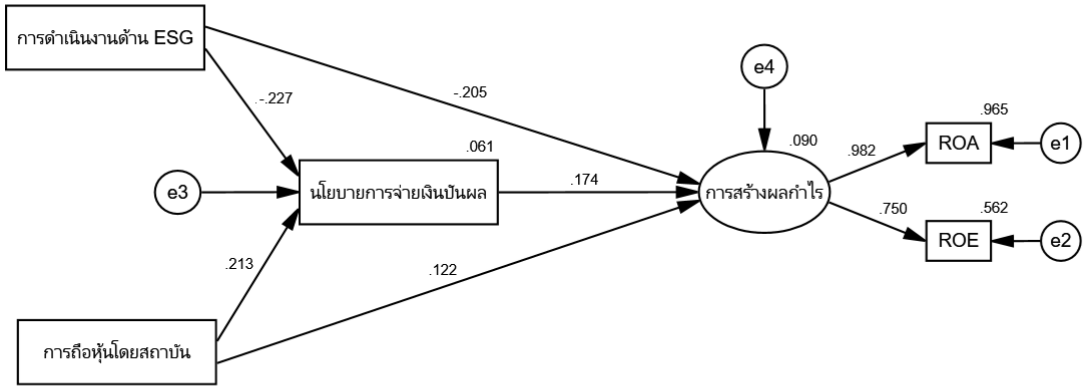
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลในส่วนนี้เป็นผลการวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของตัวแบบที่ผู้วิจัยพัฒนาขึ้นกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และนำเสนอผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมของปัจจัยที่นำมาศึกษา เนื่องจากผลการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งแรกยังไม่เป็นไปตามเกณฑ์ที่ผู้วิจัยกำหนด จึงได้ปรับตัวแบบโดยตรวจสอบผลการประมาณค่าพารามิเตอร์ ว่ามีความสมเหตุสมผลหรือไม่ มีค่าใดแปลกเกินความเป็นจริงหรือไม่ และพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงพหุยกกำลังสองให้มีความเหมาะสม รวมทั้งพิจารณาค่าความสอดคล้องรวมของ ตัวแบบว่าโดยภาพรวมแล้วตัวแบบสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์เพียงใด และหยุดปรับตัวแบบเมื่อพบว่า ผลการวิเคราะห์เป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนด โดยมีผลการวิเคราะห์ข้อมูลสรุปได้ ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4 ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลอิทธิพลของแบบจำลองสมการโครงสร้างของอิทธิพลด้าน ESG และการถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มบริษัท SET100

สถิติที่ใช้ในการตรวจสอบ	เกณฑ์ที่ใช้พิจารณา	ค่าที่คำนวณได้	ผลการพิจารณา
Chi-Square (χ^2)	ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ > 0.05	5.586	-
df	-	4	-
p-value	p > 0.05	0.23	ผ่านเกณฑ์
χ^2 / df	χ^2 / df < 2	1.39	ผ่านเกณฑ์
GFI	> 0.90	0.99	ผ่านเกณฑ์
AGFI	> 0.90	0.97	ผ่านเกณฑ์
CFI	≥ 0.90	0.99	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.05	0.04	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 4 ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลอิทธิพลของแบบจำลองสมการโครงสร้างของอิทธิพลด้าน ESG และการถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มบริษัท SET100 พบว่า โมเดลมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พิจารณาจากสถิติที่ใช้ตรวจสอบความสอดคล้องระหว่างโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ได้แก่ ค่า Chi-Square (χ^2) เท่ากับ 5.586 ค่าองศาอิสระ (df) เท่ากับ 4 ค่า p-value เท่ากับ 0.23 มีค่ามากกว่า 0.05 ค่าไค-สแควร์สัมพันธ์ (χ^2 /df) เท่ากับ 1.39 มีค่าน้อยกว่า 2 ค่าดัชนี GFI เท่ากับ 0.99 มีค่ามากกว่า

0.90 ค่าดัชนี AGFI เท่ากับ 0.97 มีค่ามากกว่า 0.90 ค่าดัชนี CFI เท่ากับ 0.99 มีค่ามากกว่า 0.90 และค่าดัชนี RMSEA เท่ากับ 0.04 มีค่าน้อยกว่า 0.05 ดังนั้น จะเห็นได้ว่า ค่าสถิติที่สำคัญทุกดัชนีผ่านเกณฑ์ตามที่กำหนดไว้ สรุปได้ว่า โมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ดังภาพที่ 1



Chi-square=5.586,df=4,P-value=.232, Chi-square/df=1.396,
CFI=.992,GFI=.991, AGFI=.966, RMSEA=.040

ภาพที่ 2 ผลการวิเคราะห์โมเดลอิทธิพลของแบบจำลองสมการโครงสร้างของอิทธิพลด้าน ESG และการถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มบริษัท SET100)

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของแบบจำลองสมการโครงสร้างของอิทธิพลด้าน ESG และการถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มบริษัท SET100

ตัวแปรผล	R^2	อิทธิพล	ตัวแปรเชิงสาเหตุ		
			การดำเนินงานด้าน ESG (ESG)	การถือหุ้นโดยสถาบัน (IO)	นโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP)
นโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP)	0.061	ทางตรง (DE)	-0.227**	0.213**	-
		ทางอ้อม (IE)	-	-	-
		โดยรวม (TE)	-0.227**	0.213**	-
การสร้างผลกำไร (IC)	0.090	ทางตรง (DE)	-0.205**	0.122*	0.174**
		ทางอ้อม (IE)	-0.305**	0.202*	-
		โดยรวม (TE)	-0.510**	0.324**	0.174**

หมายเหตุ : ** หมายถึง $p < 0.01$, * หมายถึง $p < 0.05$

จากตารางที่ 5 พบว่า การดำเนินงานด้าน ESG มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) โดยมีขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ -0.227 และมีขนาดอิทธิพลรวมเท่ากับ -0.227 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

การถือหุ้นโดยสถาบัน (IO) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) โดยมีขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.213 และมีขนาดอิทธิพลรวมเท่ากับ 0.213 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

การดำเนินงานด้าน ESG (ESG) มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการสร้างผลกำไร (IC) มีขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ -0.205 มีขนาดอิทธิพลทางอ้อมเท่ากับ -0.305 และมีขนาดอิทธิพลรวมเท่ากับ -0.510 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

การถือหุ้นโดยสถาบัน (IO) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการสร้างผลกำไร (IC) มีขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.122 มีขนาดอิทธิพลทางอ้อมเท่ากับ 0.202 และมีขนาดอิทธิพลรวมเท่ากับ 0.324 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

นโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการสร้างผลกำไร (IC) มีขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.174 และมีขนาดอิทธิพลรวมเท่ากับ 0.174 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R^2) ของสมการโครงสร้างตัวแปรแฝงภายใน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R^2) ของนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) มีค่าเท่ากับ 0.061 หรือตัวแปรในโมเดลสามารถอธิบายความแปรปรวนของนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) ได้ร้อยละ 6.1

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R^2) ของสมการโครงสร้างตัวแปรแฝงภายใน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R^2) ของการสร้างผลกำไร (IC) มีค่าเท่ากับ 0.090 หรือตัวแปรในโมเดลสามารถอธิบายความแปรปรวนของการสร้างผลกำไร (IC) ได้ร้อยละ 9.0

ตารางที่ 6 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย	Path Coefficient	t-value	ผลการทดสอบสมมติฐาน
H1: การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ส่งผลต่อการสร้างผลกำไร	-0.205	-3.303**	ยอมรับสมมติฐาน
H2: การถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อการสร้างผลกำไร	0.122	1.960*	ยอมรับสมมติฐาน
H3: การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล	-0.227	-2.626**	ยอมรับสมมติฐาน
H4: การถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล	0.213	2.697**	ยอมรับสมมติฐาน
H5: การจ่ายเงินปันผลส่งผลต่อการสร้างผลกำไร	0.174	2.796**	ยอมรับสมมติฐาน
H6: การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) การถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผล	-0.305	3.214**	ยอมรับสมมติฐาน
H7: บรรษัทภิบาล (ESG) การถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผล	0.202	2.807**	ยอมรับสมมติฐาน

หมายเหตุ : * หมายถึง $p < 0.05$, ** หมายถึง $p < 0.01$

จากตารางที่ 6 สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ส่งผลต่อการสร้างผลกำไร พบว่า การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ส่งผลต่อการสร้างผลกำไร โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ -0.205 ค่า t statistics เท่ากับ -3.303 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานที่ 2 การถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อการสร้างผลกำไร พบว่า การถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อการสร้างผลกำไร โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.122 ค่า t statistics เท่ากับ 1.960 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

สมมติฐานที่ 3 การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล พบว่า การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ -0.227 ค่า t statistics เท่ากับ -2.626 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานที่ 4 การถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล พบว่า การถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.213 ค่า t statistics เท่ากับ 2.697 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานที่ 5 การจ่ายเงินปันผลส่งผลต่อการสร้างผลกำไร พบว่า การจ่ายเงินปันผลส่งผลต่อการสร้างผลกำไร โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.174 ค่า t statistics เท่ากับ 2.796 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานที่ 6 การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผล พบว่า การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) การถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ -0.305 ค่า t statistics เท่ากับ 3.214 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานที่ 7 การถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผล พบว่า บรรษัทภิบาล (ESG) การถือหุ้นโดยสถาบันที่มีต่อการสร้างผลกำไรผ่านบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.202 ค่า t statistics เท่ากับ 2.807 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สรุปและอภิปรายผล

ผลการศึกษาอิทธิพลทางตรงของการดำเนินงานด้าน ESG และการถือหุ้นโดยสถาบัน (IO) ที่มีต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) และขีดความสามารถในการสร้างผลกำไร (IC) ของบริษัทในดัชนี SET100 (1) การดำเนินงานด้าน ESG มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (β =-0.227, p < 0.01) และมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการสร้างผลกำไร (IC) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (β = -0.205, p < 0.01) (2) การถือหุ้นโดยสถาบัน (IO) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (β = 0.213, p < 0.01) และมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการสร้างผลกำไร (IC) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (β = 0.122, p < 0.05) (3) นโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการสร้างผลกำไร (IC) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (β = 0.174, p < 0.01) ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า การดำเนินงานด้าน ESG มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบทั้งต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลและการสร้างผลกำไร ของบริษัทในกลุ่ม SET100 ซึ่งสอดคล้องกับ Tsang, Frost, and Cao (2023) ระบุว่าในระยะแรกของการยกระดับมาตรฐานความรับผิดชอบด้านความยั่งยืน องค์กรจำเป็นต้องแบกรับภาระต้นทุนส่วนเพิ่มที่สูงมาก (เช่น การปรับเปลี่ยนเทคโนโลยีสีเขียว หรือการวางระบบธรรมาภิบาลใหม่) ต้นทุนเหล่านี้มักส่งผลกระทบเชิงลบต่อกระแสเงินสดหมุนเวียนและตัดทอนกำไรสุทธิระยะสั้น ผู้บริหารจึงจำเป็นต้องเลือกกักเก็บเงินสดเอาไว้เพื่อความมั่นคงของโครงการยั่งยืน ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรและอัตราการจ่ายเงินปันผลทางตรงลดลงในระยะสั้น ในทางตรงกันข้าม การถือหุ้นโดยสถาบัน (IO) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการสร้างผลกำไรและนโยบายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องตาม ทฤษฎีตัวแทนที่สะท้อนว่า นักลงทุนสถาบันเป็นกลไกการสอดส่องดูแล (Monitoring Role) ที่มีประสิทธิภาพสูงกว่านักลงทุนรายย่อย การมีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันที่เหมาะสมจะช่วยกดดันและควบคุมพฤติกรรมฉวยโอกาสของผู้บริหาร บังคับให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และดึงดูดเงินทุนต้นทุนต่ำเข้ามาขับเคลื่อนประสิทธิภาพการทำกำไรทางตรงของกิจการ

ผลการศึกษาอิทธิพลทางอ้อมและบทบาทตัวแปรคั่นกลางของนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) ในการส่งผ่านอิทธิพลของการดำเนินงานด้าน ESG และการถือหุ้นโดยสถาบัน (IO) ที่มีต่อขีดความสามารถในการสร้างผลกำไร (IC) ของบริษัทในดัชนี SET100 ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า (1) การดำเนินงานด้าน ESG มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อการสร้างผลกำไร (IC) ผ่านนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีขนาดอิทธิพลทางอ้อมเท่ากับ -0.305 (2) การถือหุ้นโดยสถาบัน (IO) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อการสร้างผลกำไร (IC) ผ่านนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีขนาดอิทธิพลทางอ้อมเท่ากับ 0.202 สะท้อนว่านโยบายปันผล DP ทำหน้าที่เป็นตัวแปรคั่นกลางประเภทหักล้างและหนุนเสริมที่ควบคุมกลไกทรัพยากรภายในองค์กร โดยพบ ข้อค้นพบเชิงบูรณาการที่สร้างองค์

ความรู้ใหม่ (Research Contribution) แก่ตลาดทุนไทยอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผล (DP) ทำหน้าที่เป็นตัวแปรคั่นกลางที่สะท้อนการปะทะกันของทฤษฎีการส่งสัญญาณและทฤษฎีตัวแทน ในด้านของการถือหุ้นโดยสถาบัน (IO) ส่งผ่านอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกผ่านนโยบายปันผลไปยังผลกำไร แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนสถาบันใช้ข้อเรียกร้องในการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือสร้างวินัยทางการเงินแก่ผู้บริหาร เพื่อลดปัญหากระแสเงินสดส่วนเกิน ซึ่งการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอนี้จะทำหน้าที่ส่งสัญญาณเชิงบวกไปยังตลาดทุนว่าบริษัทมีกำไรที่แท้จริงและมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ช่วยลดความเหลื่อมล้ำทางข้อมูลและเพิ่มความเชื่อมั่นให้นักลงทุน ซึ่งเป็นปัจจัยหนุนเสริมให้ขีดความสามารถในการสร้างผลกำไรขององค์กรเติบโตอย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Yan (2025) ที่ศึกษาในตลาดทุนพบว่า นักลงทุนกลุ่มกองทุนรวมมีบทบาทร่วมอย่างมากในการใช้กลไกปันผลเพื่อตอบสนองต่อจริยธรรมและการสร้างมูลค่าองค์กร แต่ในด้านของ ESG การส่งผ่านอิทธิพลทางอ้อมเตือนให้ผู้บริหารตระหนักว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลอาจกลายเป็นข้อจำกัดหากองค์กรไม่สามารถจัดสรรสมดุลที่ดีได้ หากบริษัทถูกกดดันให้ต้องจ่ายเงินปันผลออกไปนอกองค์กรมากเกินไปในขณะที่ยังต้องลงทุนด้านความยั่งยืน กลไกนี้จะไปลดทอนสภาพคล่องภายในและกลายเป็นอุปสรรคต่อการเปลี่ยนผ่านขีดความสามารถในการทำกำไรระยะยาว

ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้ได้สร้างองค์ความรู้เชิงทฤษฎีและประยุกต์เป็นแนวทางด้านธรรมาภิบาลทางการเงิน (Financial Governance Blueprint) ที่ก้าวข้ามขอบเขตแนวคิดเดิม โดยชี้ให้เห็นว่าการยกระดับขีดความสามารถในการสร้างผลกำไรสูงสุดขององค์กรไม่ได้เกิดขึ้นจากปัจจัยเชิงเดี่ยว แต่ตั้งอยู่บนเงื่อนไขความสามารถของฝ่ายบริหารในการรักษาสมดุลเชิงกลยุทธ์ระหว่างกลไกการส่งสัญญาณเพื่อลดปัญหาตัวแทนตามแรงกดดันของนักลงทุนสถาบันกับกลไกการกักเก็บสภาพคล่องภายใน เพื่อรองรับต้นทุนส่วนเพิ่มในระยะแรกของการขับเคลื่อนพฤติกรรมความยั่งยืน (ESG) ข้อค้นพบเชิงโครงสร้างนี้เปลี่ยนแปลงมุมมองวิธีบริหารงานจากการมุ่งตอบสนองต่อผู้ถือหุ้นระยะสั้น ไปสู่การบูรณาการกลไกทางการเงินและการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ระบบทุนหมุนเวียนภายในสามารถเปลี่ยนผ่านไปสู่การสร้างผลตอบแทนทางเศรษฐกิจที่มั่นคงและยั่งยืนสำหรับวิสาหกิจในตลาดทุนไทยอย่างเป็นรูปธรรม

ข้อเสนอแนะ

1.ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

1.1 ฝ่ายบริหารควรตระหนักว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นกลไกคั่นกลางประเภทหักล้างและหนุนเสริมที่ทรงอิทธิพล ดังนั้น ในการขับเคลื่อนกลยุทธ์ความยั่งยืน (ESG) เพื่อไม่ให้เกิดภาวะตึงตัวทางการเงินจากภาระต้นทุนส่วนเพิ่มในระยะสั้น ฝ่ายบริหารต้องรักษาสมดุลเชิงกลยุทธ์ระหว่างการตอบสนองต่อแรงกดดันด้านปันผลของนักลงทุนสถาบัน กับการกักเก็บสภาพคล่องภายในเอาไว้เพื่อเป็นทุนหมุนเวียนในโครงการยั่งยืนอย่างเป็นระบบ โดยควรพิจารณาจัดตั้งคณะอนุกรรมการเฉพาะด้านเพื่อกลั่นกรองความคุ้มค่าของการลงทุน และสื่อสารกลยุทธ์ระยะยาวเพื่อสร้างความเข้าใจแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

1.2 นักลงทุนสถาบันควรปรับเปลี่ยนบทบาทจากการมุ่งเน้นเรียกร้องผลตอบแทนในรูปเงินปันผลระยะสั้นเพียงอย่างเดียว ไปสู่การสนับสนุนให้องค์กรนำกระแสเงินสดส่วนเกินไปจัดสรรในโครงการ ESG ที่สร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาว นอกจากนี้ นักลงทุนควรรวมดัชนีความยั่งยืนและเสถียรภาพกระแสเงินสดเข้าเป็นเกณฑ์หลักในการคัดกรองสินทรัพย์ เพื่อโอกาสในการสร้างผลตอบแทนที่มีคุณภาพภายใต้โครงสร้างการกำกับดูแลที่เข้มแข็ง

1.3 หน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรนำแนวทางธรรมาภิบาลทางการเงินจากข้อค้นพบนี้ไปวางนโยบายเชิงรุก โดยสนับสนุนมาตรการทางภาษีหรือสิทธิประโยชน์อื่น ๆ เพื่อบรรเทาภาระต้นทุนระยะสั้นสำหรับบริษัทที่เปลี่ยนผ่านสู่องค์กรคาร์บอนต่ำ ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบเชิงลบต่ออัตราทำกำไรและรักษาความสามารถในการจ่ายปันผลของตลาดทุนไทยในภาพรวม

1.4 การดำเนินงานและการลงทุนในกลุ่มบริษัท SET100 ชี้ให้เห็นว่าแม้การลงทุนด้าน ESG จะส่งผลกระทบเชิงลบต่อกำไรและนโยบายปันผลในระยะสั้นเนื่องจากภาระต้นทุนในการปรับตัว แต่บริษัทควรใช้กลไกของคณะอนุกรรมการเฉพาะด้านและการกำกับดูแลโดยนักลงทุนสถาบันมาเป็นเครื่องมือในการสร้างวินัยทางการเงินและยกระดับความโปร่งใส ซึ่งจะช่วยส่งสัญญาณบวกต่อตลาดตามทฤษฎีการส่งสัญญาณจนนำไปสู่การลดลงของต้นทุนเงินทุน (WACC) และการเพิ่มขึ้นของ

มูลค่ากิจการในระยะยาว ดังนั้นนักลงทุนจึงควรให้ความสำคัญกับดัชนีความยั่งยืนควบคู่ไปกับเสถียรภาพของกระแสเงินสด เพื่อโอกาสในการสร้างผลตอบแทนที่มีคุณภาพและยั่งยืนภายใต้โครงสร้างการกำกับดูแลที่เข้มแข็ง

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. เนื่องจากผลวิจัยพบว่าการดำเนินงานด้าน ESG มีอิทธิพลเชิงลบต่อกำไรและปันผลในระยะสั้น (ปี 2565–2567) ซึ่งอาจเป็นช่วงต้นทุนการปรับตัว การวิจัยครั้งต่อไปควรขยายระยะเวลาการจัดเก็บข้อมูลเป็น 5–10 ปี เพื่อทดสอบว่าในระยะยาวอิทธิพลดังกล่าวจะเปลี่ยนจากลบเป็นบวกตามทฤษฎีการสร้างมูลค่าส่วนเพิ่ม

2. ควรมีการพิจารณาเพิ่มตัวแปรเชิงบริบทและตัวแปรควบคุมที่ครอบคลุมกว้างขึ้นเพื่อยกระดับค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ของนโยบายปันผลและการสร้างผลกำไรซึ่งปัจจุบันยังมีค่าค่อนข้างต่ำ เช่น อายุของบริษัท โครงสร้างสินทรัพย์ โอกาสในการเติบโต เป็นต้น

3. ควรมีการประยุกต์ใช้เทคนิคการวิเคราะห์เพื่อเปรียบเทียบอิทธิพลเชิงโครงสร้างระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน เนื่องจากต้นทุนและผลตอบแทนจากการดำเนินงานด้าน ESG มีระดับความเข้มข้นและจุดเน้นที่จำเพาะเจาะจงตามประเภทธุรกิจ เช่น กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานที่มักเผชิญกับแรงกดดันด้านสิ่งแวดล้อมอย่างสูง เทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มักให้ความสำคัญกับมิติด้านสังคมและทรัพยากรบุคคลเป็นหลัก

เอกสารอ้างอิง

Adeneye, Y. B., Kammoun, I., & Ab Wahab, S. N. A. (2023). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, *14*(5), 945-977.

Arbuckle, J. L. (2013). Amos 22 user's guide. IBM SPSS.

Boone, A. L., & White, J. T. (2015). The effect of institutional ownership on firm transparency and information production. *Journal of Financial Economics*, *117*(3), 508–533. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.05.008

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2003). *Payout policy in the 21st century* (NBER Working Paper No. 9657). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/papers/w9657

Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, *31*(6), 1771–1794. https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426607000283

Dermol, V. (2013). *Relationship between learning, knowledge creation and organizational performance. Scientific Annals of the Alexandru Ioan Cuza University of Iaşi: Economic Sciences, 60(1), 1–15.* https://www.researchgate.net/publication/271390122_Relationship_Between_Learning_Knowledge_Creation_and_Organisational_Performance

Diamantopoulos, A., & Siguaw, J. A. (2000). *Introducing LISREL: A guide for the uninitiated. SAGE Publications.*

Dihardjo, J. F., & Hersugondo, H. (2023). Exploring the impact of ESG disclosure, dividend payout ratio, and institutional ownership on firm value: A moderated analysis of firm size. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Kewirausahaan (JEBIK)*, *12*(2), 184–207. https://doi.org/10.26418/jebik.v12i2.64129

Farre-Mensa, J., Michaely, R., & Schmalz, M. (2014). Payout policy. *Annual Review of Financial Economics*, *6*(1), 75–134. https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034259

Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, *45*(5), 69–83. https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069

Kornlert, P. & Janin, K. (2024). The influencing of corporate governance, disclosures quality, dividend policy and earning management on information asymmetry in Covid-19 crisis. *NIDA Business Journal*, (*34*), 1–14. https://so10.tci-thaijo.org/index.php/NIDABJ/article/view/1020

Li, T. T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. *Sustainability*, *13*(21), 11663. https://doi.org/10.3390/su132111663

Phetphanngam, N. & Yangklan, P. (2025). The relationship between tax planning, dividend policy, and cash flow on investment decisions of listed companies in the SET100 index of the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Administration Management and Sustainable Development*, *3*(3), 1302–1316. https://so15.tci-thaijo.org/index.php/jamsd/article/ view/1980

Primacintya, A. P., & Kusuma, I. L. (2025). Environmental, social and governance (ESG) performance and earnings management: the role of gender diversity. *Journal of Accounting and Finance*, *10*(3), 294-314. https://www.emerald.com/ajar/article-pdf/10/3/294/9736977/ajar-12-2023-0414.pdf

Securities and Exchange Commission, Thailand. (2026). *Company Information System*. The Securities and Exchange Commission, Thailand. https://www.sec.or.th/TH/Pages/News_ Detail.aspx?SECID=13180&NewsNo=166&NewsYear=2569&Lang=TH

Scott, J. W., & Arias, J. C. (2011). Banking profitability determinants. *Business Intelligence Journal*, *4*(2), 209–230. https://www.academia.edu/4362357/BANKING_PROFITABILITY_DETERMINANTS

Sukhahuta, D. (2021). *The effect of institutional ownership on the CEO tenure-firm risk relationship* [Master's thesis]. Maejo University.

Szymanski, D. M., Bharadwaj, S. G., & Varadarajan, P. R. (1993). An analysis of the market share-profitability relationship. *Journal of Marketing*, *57*(3), 1–18. https://doi.org/10.1177/ 002224299305700301

The Stock Exchange of Thailand. (2025). *Annual Registration Statement / Annual Report (Form 56-1 One Report)*. Bangchak. https://www.bangchak.co.th/storage/document/ar/2025/ar2025-en.pdf

The Stock Exchange of Thailand. (2026). *SETSMART Database*. SET. https://www.set.or.th/th/services/ connectivity-and-data/data/data-request

Siripong, W., Sariddeeperaphan, K. & Suttipun, M. (2018). An influence of cash flow on profitability and market price: A study of Market for Alternative Investment (MAI). *Princess of Naradhiwas University Journal of Humanities and Social Sciences*, *5*(2), 111–120. https://so05.tci-thaijo.org/index.php/pnuhuso/article/view/133578

Somngam, W., Bonguleaum, P., Wimonsin, K., Lueanyot, C., Pinsno, C., Rungphueng, T., & Lamo, N. (2023). The ownership structure that influences the firm performance and earnings quality of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. *Accounting Review Chiang Rai Rajabhat University*, *8*(2), 112–126. https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JAR_CRRU/article/ view/266496

Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review*, *55*(1), Article 101149. https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101149

Yan, Jing-Shuo. (2025). ESG, dividend payout, and ownership in Chinese enterprises. *Journal of Risk Analysis and Crisis Response*, *15*(1), 46–67. https://doi.org/10.54560/jracr.v15i1.541

Yaowaluk, N. & Srijunpetch, S. (2014). Insider ownership and institutional investor ownership on firm performance and stock return. *Journal of Business Administration The Association of Private Higher Education Institutions of Thailand*, *4*(2), 18–31. https://so02.tci-thaijo.org/index.php/ apheitvu/article/view/95213