

## ต้นทุนเงินทุนของบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี ๑๐๐ ในประเทศไทย

## THAI COMPANIES COST OF CAPITAL IN THE ESG100

ปานฤทัย ทำช้าง\* และรวี ลงกาณี\*\*

## บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาเรื่องต้นทุนเงินทุนของบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 ในประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบต้นทุนเงินทุนของบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 กับบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 ว่ามีต้นทุนเงินทุนแตกต่างกันหรือไม่ และเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนทั้งสองของต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นและต้นทุนเงินทุนจากการก่อหนี้ กับตัวแปรที่แสดงถึงการมีหรือไม่มีรายชื่อในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 โดยแบบจำลองถดถอยของต้นทุนเงินทุนมีสมมติฐานว่า การที่บริษัทมีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 จะส่งผลให้มีต้นทุนเงินทุนทั้งสองของผู้ถือหุ้นและหนี้สินแตกต่างจากบริษัทที่ไม่มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึงปี พ.ศ. 2562 จำนวน 300 บริษัท หรือมีจำนวนข้อมูลเท่ากับ 1,500 ตัวอย่าง โดยแบ่งเป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 จำนวน 246 ตัวอย่าง และไม่มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 จำนวน 1,254 ตัวอย่าง

ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยผลต่างของต้นทุนเงินทุน (Mean Difference) ให้ผลลัพธ์เช่นเดียวกับผลการวิเคราะห์การถดถอยของต้นทุนเงินทุนทั้ง 2 แบบจำลอง นั่นคือ บริษัทที่มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 จะมีต้นทุนผู้ถือหุ้นน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 ส่วนต้นทุนหนี้สิน พบว่า บริษัทที่มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 จะมีต้นทุนหนี้สินมากกว่าบริษัทที่ไม่มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

## ABSTRACT

This study delves into the intricate realm of the cost of capital for companies listed in the ESG100 group in Thailand, with a primary focus on comparing their capital costs to those of non-ESG100 companies. Additionally, it aims to elucidate the relationship between capital components, encompassing both equity and debt costs, and the crucial aspect of ESG100 inclusion. A comprehensive regression model is employed, postulating that ESG100 listing has a discernible influence on the cost of capital for these companies. Drawing upon a robust dataset spanning the years 2015 to 2019, comprising a sample size of 1,500 observations, this research encompasses 246 esteemed ESG100 companies, along with 1,254 non-ESG100 companies for comparative analysis.

The findings of this study unveil a significant and profound association between ESG100 listing and the cost of capital. ESG100 companies exhibit a noteworthy negative relationship with equity costs, signifying a distinct advantage in this realm. Conversely, an intriguing positive relationship emerges between ESG100 listing and debt costs, highlighting a distinctive financing landscape for these companies.

\* นักศึกษาลัทธิศึกษาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\* รองศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

## บทนำ

ESG (Environment, Social, Governance) เป็นคำที่ใช้ในตลาดทุน ซึ่งผู้ลงทุนใช้คาดการณ์และประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ โดยปัจจัยที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนดังกล่าวมาจากบทบาทของบริษัทที่มีต่อเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ (Corporate Social Responsibility: CSR) ภายใต้การพัฒนาที่ยั่งยืน เห็นได้จากการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สนับสนุนให้ผู้ลงทุนตระหนักถึงการลงทุนระยะยาวในรูปแบบของการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อควบคู่ไปกับข้อมูลผลประกอบการทางการเงิน โดยส่งเสริมให้ผู้ลงทุนนำข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงิน ได้แก่ ข้อมูลผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และบรรษัทภิบาล (Governance) มาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563) ซึ่งหน่วยงาน ESG Rating ของสถาบันไทยพัฒนาเป็นผู้ทำการคัดเลือกและประกาศรายชื่อ 100 อันดับหลักทรัพย์จดทะเบียนที่มีการดำเนินงานโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล หรือที่เรียกว่า “กลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100” ขึ้นเป็นปีแรกในปี พ.ศ. 2558 (สถาบันไทยพัฒนา, 2562)

การเปิดเผยข้อมูลเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยให้บริษัทจดทะเบียนสามารถติดตาม ประเมิน และทบทวนผลการดำเนินงานที่ผ่านมา แต่ปัจจุบันข้อมูลตัวเลขในงบการเงินอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอต่อความต้องการ เพราะผู้มีส่วนได้เสียต้องการข้อมูลอื่น ๆ อีก ทำให้การเปิดเผยข้อมูล ESG ซึ่งเป็นข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงินเริ่มมีความสำคัญมากขึ้น เพราะมีความเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานทางการเงิน แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการจัดการความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ คำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และให้ผลตอบแทนในระยะยาวจากการบริหารงานที่มีคุณภาพและโปร่งใส (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563) พร้อม ๆ กับการสร้างผลกระทบต่อทางสังคมในเชิงบวก ส่งผลให้กลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 ตอบโจทย์ทั้งผู้ถือหุ้น ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ลงทุน (สถาบันไทยพัฒนา, 2561)

จากการศึกษาในประเทศที่ผ่านมา การเปิดเผยข้อมูล ESG กับต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ยังไม่แพร่หลายมากนัก โดย พัตินิตย์ เทลีองภัทรเชวง (2558) พบว่า เมื่อบริษัทอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 ต้นทุนผู้ถือหุ้นจะลดลง 2.6% แต่การศึกษาของ โสรญา เนื่องกุ่มพร (2560) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก เนื่องจากช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษาคือ ปี พ.ศ. 2558 เพียงปีเดียว ซึ่งเป็นปีแรกที่มีการประกาศรายชื่อกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 ทำให้ผลการศึกษายังไม่ครอบคลุมมากนัก ต่างจากการศึกษาในต่างประเทศ ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนลดลง ไม่ว่าจะเป็นต้นทุนผู้ถือหุ้นและต้นทุนหนี้สิน โดย Nandy and Lodh (2012) กล่าวว่า บริษัทที่มีการใช้ตัวชี้วัด ESG ในการประกอบธุรกิจ จะสามารถทำสัญญาเงินกู้ที่ได้เปรียบกับธนาคาร ทำให้ต้นทุนการกู้ยืมลดลง หากมีความสัมพันธ์ทางสังคมที่เหนียวแน่นระหว่างธนาคารและผู้กู้ (Engelberg, Reed, Ringgenberg, 2012) และถ้าบริษัทมีระดับการลงทุนด้าน ESG มาก จะมีต้นทุนผู้ถือหุ้นต่ำ (Goncalves et al., 2022) นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่แสดงถึงองค์ประกอบของ ESG ในแต่ละด้านที่มีผลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท (Piechocka-Katuzna, Ttuczak, & Lopatka, 2021) แต่ก็ยังมีงานวิจัยที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับต้นทุนเงินทุนของบริษัท (Berntsson, 2019) ด้วยเช่นกัน

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะเปรียบเทียบต้นทุนเงินทุนของบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 กับที่ไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 ว่ามีต้นทุนเงินทุนแตกต่างกันหรือไม่ โดยใช้วิธีทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean Difference) และเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี 100 กับต้นทุนเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย โดยถ้าผลการศึกษาพบความแตกต่างระหว่างต้นทุนเงินทุนของบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 กับที่ไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 และพบว่า บริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 มีความสัมพันธ์ผกผันกับต้นทุนเงินทุนของบริษัท

ยอมแสดงว่า ต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนไม่ได้ขึ้นอยู่กับข้อมูลตัวเลขในงบการเงินเพียงอย่างเดียว เพราะผู้มีส่วนได้เสียต้องการข้อมูลอื่น ๆ นอกเหนือจากข้อมูลทางการเงิน

## แนวคิดและทฤษฎี

**ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)** คำว่า “ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย” ที่ถูกอ้างถึงมากที่สุดเป็นของ Freeman (1984) ระบุว่า “ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย” หมายถึง กลุ่มคนหรือบุคคล ที่มีผลหรือได้รับผลกระทบจากกิจการ ได้แก่ ลูกค้า พนักงาน ผู้จัดท้าวตฤติบ เจ้าของเงินทุน ชุมชน ตลอดจนผู้บริโภค คู่แข่ง และรัฐบาล ทฤษฎีนี้เสนอว่า ผู้บริหารต้องเปลี่ยนแปลงการบริหารงานจากเป้าหมายที่มุ่งสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว ไปเป็นการบริหารที่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียด้วย โดยผู้บริหารต้องเป็นผู้นำและมีจริยธรรมในการบริหาร เพื่อผู้มีส่วนได้เสียทั้งทางตรงและทางอ้อม แต่การที่บริษัทบริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ของ Freeman (1984) จะก่อให้เกิดการสิ้นเปลืองทรัพยากรของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นเงิน เวลา จึงทำให้เกิดความขัดแย้งกับทฤษฎีผู้ถือหุ้น (Shareholder Theory) ที่มุ่งสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว ต่อมาการศึกษาที่สนับสนุนทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเสนอโดย Jensen (2001) ซึ่งกล่าวว่า บริษัทจะไม่สามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ หากไม่ได้คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ของบริษัท และเสนอทฤษฎีที่เรียกว่า “Enlightened Stakeholder Theory” โดยกล่าวว่าเป้าหมายขององค์กรไม่ควรเป็นเป้าหมายระยะสั้น เช่น ผลกำไรระยะสั้น แต่ควรจะเป็นมูลค่าตลาดในระยะยาว

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) เกี่ยวข้องกับการศึกษาในครั้งนี้ เพราะรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainability Reporting) ที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นช่องทางในการสื่อสารระหว่างกิจการกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภายนอก (พิริยาภรณ์ อันทอง และศุภกร เอกชัยไพบูลย์, 2559) ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียรับรู้ถึงผลการดำเนินงานในด้านต่าง ๆ ของบริษัท กล่าวคือ ทำให้ทราบว่าการดำเนินงานมีการกำกับดูแลกิจการ บริหารงานอย่างโปร่งใส มีศักยภาพในการแข่งขัน จัดการความเสี่ยงได้ และสร้างผลตอบแทนได้ในระยะยาวหรือไม่ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563)

**ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)** Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ฝ่ายหนึ่งเรียกว่า เจ้าของบริษัทหรือตัวการ (Principle) ประกอบด้วยผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ อีกฝ่ายเรียกว่า ตัวแทนหรือผู้บริหาร (Agent) โดยตัวการเป็นผู้มอบอำนาจให้ตัวแทนทำงานแทน ถ้าตัวแทนทำงานโดยเกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ตัวการ ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการกับตัวแทนจะไม่เกิดปัญหา แต่ถ้าวัตถุประสงค์หรือผลประโยชน์ของตัวการกับตัวแทนแตกต่างกันแล้ว จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น ปัญหาที่เกิดจากตัวแทนเป็นไปได้หลายกรณี และจากการแยกกันระหว่างฝ่ายตัวการและฝ่ายตัวแทน จะก่อให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ขึ้น ทำให้ฝ่ายตัวแทนที่มีข้อมูลมากกว่าได้ประโยชน์จากฝ่ายตัวการที่มีข้อมูลน้อยกว่า เป็นเหตุให้เกิดปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อน (Conflict of Interest) ระหว่างตัวการกับตัวแทนตามมา นอกจากนี้การที่ตัวการไม่แน่ใจว่าตัวแทนที่เลือกเข้ามานั้น ได้ทำงานโดยใช้ความพยายามสูงสุดหรือไม่ จึงเกิดปัญหา Moral Hazard ขึ้น ส่วนปัญหา Adverse Selection Problem นั้น เป็นปัญหาเกี่ยวกับการที่ตัวการไม่แน่ใจว่าตัวแทนที่เลือกเข้ามานั้น บริหารงานได้เหมาะสมกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่

การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นสิ่งที่ช่วยลดต้นทุนของการมีตัวแทน (Agency Costs) เพราะลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทำให้ต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) ของกิจการลดลงได้

100 อันดับหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน หรือกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 (ESG100) เป็นคำที่ใช้ในตลาดทุน เพื่ออธิบายถึงประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ซึ่งผู้ลงทุนใช้คาดการณ์และประเมินผล

การดำเนินงานของกิจการ โดยปัจจัยที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนดังกล่าว มาจากบทบาทของบริษัท ที่มีต่อเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ (Corporate Social Responsibility: CSR) ภายใต้การพัฒนาที่ยั่งยืน ซึ่ง ESG กับ CSR อ้างอิงถึงเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมไม่ต่างกัน แม้คำที่ใช้เรียกจะแตกต่างกัน โดย ESG เป็นคำที่กลุ่มผู้ลงทุนใช้ในเวลาที่ต้องการเลือกบริษัทที่ต้องการเข้าไปลงทุน ว่ามีการกำกับดูแลที่ดี มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอยู่ในเกณฑ์ที่สามารถลงทุนได้หรือไม่ จึงเป็นคำที่ใช้สื่อระหว่างกิจการกับผู้ลงทุน ส่วน CSR เป็นคำที่กิจการใช้แสดงถึงการที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (รวมถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดี) ผ่านทางกระบวนการดำเนินงานต่าง ๆ ของบริษัท

สถาบันไทยพัฒน์ ได้จัดตั้งหน่วยงาน ESG Rating ในเดือนกันยายน พ.ศ. 2557 ซึ่งเป็นหน่วยงานในการจัดทำข้อมูลหลักทรัพย์จดทะเบียนที่มีการดำเนินงานโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental Social and Governance: ESG) จำนวน 100 บริษัท หรือที่เรียกว่า “กลุ่มหลักทรัพย์เอเอสจี100” ขึ้นเป็นปีแรกในปี พ.ศ. 2558 และเป็นการจัดอันดับหลักทรัพย์ด้านความยั่งยืนของธุรกิจเป็นครั้งแรกในประเทศไทย เพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนที่ใช้เกณฑ์ ESG ในการพิจารณาลงทุน และเพื่อตอบโจทย์การลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable Investment) โดยมีการประเมินจากความยั่งยืนของหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ที่อาศัยข้อมูลจากเอกสารรายงาน 6 แห่ง

## วิธีการดำเนินการวิจัย

1. ขอบเขตของกลุ่มตัวอย่าง คือ ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) แบบรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึงปี พ.ศ. 2562 โดยไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในหมวดอุตสาหกรรมการเงิน เพราะกฎเกณฑ์ในการกำกับดูแลและโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น, กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (IF), กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (PF), ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT), บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการและที่มีข้อมูลตัวแปรไม่ครบถ้วน ซึ่งมีบริษัทจดทะเบียนจำนวน 300 บริษัท หรือจำนวน 1,500 ตัวอย่าง

### 2. สมมติฐานของการศึกษา

สมมติฐาน 1  $H_0$ : การมีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์เอเอสจี100 ไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนผู้ถือหุ้น

สมมติฐาน 2  $H_0$ : การมีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์เอเอสจี100 ไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สิน

3. แบบที่ใช้ในการศึกษา การศึกษานี้ใช้สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นแบบจำลองในการวิเคราะห์ ดังนี้

#### 3.1 แบบจำลองต้นทุนผู้ถือหุ้น (Cost of Equity)

$$(K_{ei,t}) = \beta_0 + \beta_1(D\_ESG_{i,t}) + \beta_2(Size_{i,t}) + \beta_3(P\_BV_{i,t}) + \beta_4(Beta_{i,t}) + \beta_5(LEV_{i,t}) + \beta_6(ROA_{i,t}) + \beta_7GR_{i,t} + \beta_8(DPR_{i,t}) + \beta_9(INTCOV_{i,t}) + \beta_{10}D\_INDUS_{i,t} + \beta_{11}D\_MAR_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

## 3.2 แบบจำลองต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt)

$$(K_{di,t}) = \beta_0 + \beta_1(D\_ESG_{i,t}) + \beta_2(Size_{i,t}) + \beta_3(Beta_{i,t}) + \beta_4(LEV_{i,t}) + \beta_5(ROA_{i,t}) + \beta_6(INTCOV_{i,t}) + \beta_7(Z\_SCORE_{i,t}) + \beta_8(D\_INDUS_{i,t}) + \beta_9(D\_MAR_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

## 4. ตัวแปรและการวัดค่า

4.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable) เก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg และใช้ต้นทุนเงินทุนทั้ง 2 ประเภทเป็นตัวแปรตามในหน่วยร้อยละ ประกอบด้วย ต้นทุนผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) และต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt)

4.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ได้แก่ ตัวแปรหุ่นที่แสดงถึงการมีหรือไม่มีรายชื่อในกลุ่มหลักทรัพย์เอเอสจี100 ที่มีการคัดเลือกและประกาศโดยหน่วยงาน ESG Rating ของสถาบันไทยพัฒนา

4.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variable) เก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART และฐานข้อมูล Bloomberg ประกอบด้วย

- 1) ขนาดกิจการ (Size)
- 2) มูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชี (Price to Book Value Ratio)
- 3) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta)
- 4) ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage)
- 5) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets)
- 6) อัตราการเติบโตของบริษัท (Growth Rate)
- 7) อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)
- 8) อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (Interest Coverage Ratio)
- 9) ตัวแบบพยากรณ์การล้มละลาย (Altman's Z-Score Model)

10) ประเภทอุตสาหกรรม (D\_INDUS) ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่นที่แสดงถึงประเภทอุตสาหกรรมที่บริษัทจดทะเบียนอยู่ โดยกำหนดให้ 1 คือ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร, 2 คือ สินค้าอุปโภคบริโภค, 3 คือ สินค้าอุตสาหกรรม, 4 คือ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง, 5 คือ ทรัพยากร, 6 คือ บริการ และ 7 คือ เทคโนโลยี

11) ประเภทตลาด (D\_MAR) ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่นที่แสดงถึงประเภทตลาดที่บริษัทจดทะเบียนอยู่ โดยกำหนดให้ 1 คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ 0 คือ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

## ผลการศึกษา

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยผลต่างระหว่างต้นทุนเงินทุนของบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์เอเอสจี 100 (ESG100) กับที่ไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์เอเอสจี (Non-ESG100) จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม และรวมทุกอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	Average Cost	ESG100	Non-ESG100	Different	N	t-Statistics
เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	COE	0.0854	0.1003	-0.0149**	24	-2.7307
	COD	0.0221	0.0200	0.0021		1.3238

อุตสาหกรรม	Average Cost	ESG100	Non-ESG100	Different	N	t-Statistics
สินค้าอุปโภค บริโภค	COE	0.0704	0.0783	-0.0079*	16	-1.7814
	COD	0.0179	0.0175	0.0005		0.2193
สินค้าอุตสาหกรรม	COE	0.0863	0.0781	0.0082*	36	1.9574
	COD	0.0175	0.0179	-0.0004		-0.2930
อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	COE	0.0871	0.1093	-0.0222***	46	-5.8854
	COD	0.0221	0.0218	0.0004		0.3715
ทรัพยากร	COE	0.0872	0.0996	-0.0124*	30	-2.4269
	COD	0.0234	0.0241	-0.0007		-0.3822
บริการ	COE	0.0891	0.0880	0.0011	59	0.3124
	COD	0.0218	0.0204	0.0014		1.2941
เทคโนโลยี	COE	0.0927	0.1121	-0.0194***	35	-4.9356
	COD	0.0202	0.0164	0.0039**		2.3605
รวมทุกอุตสาหกรรม	COE	0.0855	0.0951	-0.0096***	246	-5.5512
	COD	0.0207	0.0197	0.0010*		1.8769

การวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยผลต่างระหว่างต้นทุนเงินทุนของบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 กับที่ไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 ด้วยวิธีทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean Difference) ซึ่งจำแนกตามประเภทอุตสาหกรรมออกเป็น 7 อุตสาหกรรม และรวมทุกอุตสาหกรรม พบว่า ในบางอุตสาหกรรม บริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 จะมีค่าเฉลี่ยผลต่างต้นทุนผู้ถือหุ้น (Average\_COE) และต้นทุนหนี้สิน (Average\_COD) แตกต่างจากบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนค่าเฉลี่ยผลต่างต้นทุนเงินทุนรวมทุกอุตสาหกรรม พบว่า ค่าเฉลี่ยผลต่างผู้ถือหุ้น (Average\_COE) ของบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 จะมีค่าน้อยกว่าที่ไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 เท่ากับ 0.96% ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ส่วนค่าเฉลี่ยผลต่างต้นทุนหนี้สิน (Average\_COD) ของบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 จะมีค่ามากกว่าที่ไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 เท่ากับ 0.10% ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์แบบจำลองถดถอยของต้นทุนผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) และต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt)

	Cost of Equity				Cost of Debt		
	Value	t-Statistics	p-value		Value	t-Statistics	p-value
D_ESG	-0.0026*	-1.8082	0.0708	D_ESG	0.0013***	3.3157	0.0009
Size	0.0006	1.6289	0.1036	Size	0.0007***	6.6700	0.0000
P_BV	-0.0009***	-3.7857	0.0002	Beta	0.0001	0.2821	0.7779
Beta	0.0327***	28.8911	0.0000	Lev	-0.0001	-1.2115	0.2259
Lev	0.0011***	3.6008	0.0003	ROA	-0.0099***	-4.7920	0.0000
ROA	0.0049	0.6766	0.4987	INTCOV	0.0000	-0.1770	0.8595
GR	-0.0001	-0.5573	0.5774	Z_SCORE	-0.0001**	-2.0491	0.0406
DPR	-0.0007	-1.3798	0.1678	D_INDUS1	0.0024***	4.1488	0.0000
INTCOV	0.0000	0.4616	0.6445	D_INDUS2	0.0004	0.5241	0.6003
D_INDUS1	0.0023	1.0757	0.2822	D_INDUS3	0.0011**	2.2330	0.0257
D_INDUS2	0.0031	1.1988	0.2308	D_INDUS4	0.0012**	2.4476	0.0145
D_INDUS3	0.0018	0.9829	0.3258	D_INDUS5	-0.0002	-0.2729	0.7850
D_INDUS4	0.0026	1.4749	0.1404	D_INDUS6	0.0005	0.9788	0.3278
D_INDUS5	0.0014	0.6455	0.5187	D_MAR	0.0009**	2.3230	0.0203
D_INDUS6	0.0007	0.3808	0.7034				
D_MAR	-0.0007	-0.4968	0.6194				
N	1,500			N	1,500		
Adj. R-squared	0.4006			Adj. R-squared	0.0934		
p-Value	0.0000			p-Value	0.0000		

การวิเคราะห์แบบจำลองการถดถอยของต้นทุนผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) และต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt) พบว่าบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 (ESG100) จะมีความสัมพันธ์ผกผันกับต้นทุนผู้ถือหุ้น แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สิน โดยถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 จะทำให้มีต้นทุนผู้ถือหุ้นน้อยกว่าที่ไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 เท่ากับ 0.26% ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 และจะมีต้นทุนหนี้สินมากกว่าบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 เท่ากับ 0.13% ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยแบบจำลองต้นทุนผู้ถือหุ้นมีค่า Adjusted R-squared เท่ากับ 0.4006 ส่วนแบบจำลองต้นทุนหนี้สินมีค่าเท่ากับ 0.0934 และมีค่านัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ทั้ง 2 แบบจำลอง แสดงว่าตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุม สามารถอธิบายต้นทุนผู้ถือหุ้นและต้นทุนหนี้สินได้ 40.06% และ 9.34% ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ตามลำดับ



## อภิปรายผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยผลต่างของต้นทุนเงินทุน ให้ผลลัพธ์เช่นเดียวกับผลการวิเคราะห์การถดถอยของต้นทุนเงินทุนทั้ง 2 แบบจำลอง นั่นคือ บริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 จะมีต้นทุนผู้ถือหุ้นน้อยกว่าที่ไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 ส่วนต้นทุนหนี้สิน พบว่า บริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 จะมีค่ามากกว่าไม่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

## ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งถัดไป

ในอนาคตสามารถปรับขยายช่วงระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาให้ข้อมูลเป็นปัจจุบันมากขึ้น เนื่องจากในปี พ.ศ. 2563 จนถึงปัจจุบัน (พ.ศ. 2566) เกิดการแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19 ที่ส่งผลกระทบเป็นวงกว้างทั่วโลก ทั้งด้านวิถีชีวิต สังคม ระบบเศรษฐกิจ และความเชื่อมั่นของนักลงทุน ดังนั้นในการศึกษาครั้งถัดไปสามารถทำการเพิ่มการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เข้ามาในแบบจำลอง เพื่อดูผลกระทบจากการแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19 ที่มีต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท และการมีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์อีเอสจี100 ของบริษัทจดทะเบียน

## บรรณานุกรม

- พัชนีตย์ เหลืองภัทรเชวง. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมและต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น* (การค้นคว้าแบบอิสระวิทยานิพนธ์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:93783](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:93783)
- วิชาวิทย์ เจตตะสานนท์. (2560). *การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการได้รับรางวัลความรับผิดชอบต่อสังคมกับอัตราผลตอบแทนหุ้น กรณีศึกษา SET100* (การค้นคว้าแบบอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:137597](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:137597)
- โสธรญา เนื่องกุ่มพร. (2560). *ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (การค้นคว้าแบบอิสระวิทยานิพนธ์, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่). สืบค้นจาก <https://cmudc.library.cmu.ac.th/frontend/Info/item/dc:124744>
- Engelberg, J. E., Reed, A. V., & Ringgenberg, M. C. (2012). How are shorts informed?: Short sellers, news, and information processing. *Journal of Financial Economics*, 105(2), 260-278.
- Goncalves, T. C., Dias, J., and Barros, V. (2022). Sustainability Performance and the Cost of Capital. *International Journal of Financial Studies*, 10(3), 63. <https://doi.org/10.3390/ijfs10030063>
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 14(3), 8-21.
- 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.
- Nandy, M., & Lodh, S. (2012). Do Bank Value the Eco-Friendliness of Firm in their Corporate Lending Decision? Some Empirical Evidence. *International Review of Financial Analysis*, 25, 83-93. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.06.008>



- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business Sustainability Performance and Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128–149. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>
- Piechocka-Katuzna, A., Ttuczak, A., & Lopatka, P. (2021). The impact of CSR/ESG on the cost of capital: A case study of us companies. *European Research Studies Journal*, 24(3). 536-546.