ESG Performance and Analyst Forecast Accuracy: Evidence from SET100 Index

Nuttawadee Pikulwong*
Suchada Jiamsagul**

Received: April 10, 2026, Revised: May 20, 2026, Accepted: May 21, 2026

Abstract

This study aimed to examine the relationship between overall Environmental, Social, and Governance (ESG) performance, as well as its individual dimensions, and analysts' earnings forecast accuracy of firms listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) in the SET100 Index. The sample consisted of 342 firm-year observations covering the period 2020-2024. The analysis employed a multiple regression model under a Fixed Effects framework with firm-clustered robust standard errors to control for unobserved firm-specific characteristics and autocorrelation.

The results indicated that overall ESG performance was positively associated with analysts' earnings forecast accuracy at the 5% significance level. This finding suggested that improvements in ESG performance enhanced the information environment, enabling financial analysts to produce more accurate earnings forecasts. The evidence supported Signaling Theory and Information Asymmetry Theory, implying that high-quality ESG disclosure reduced information gaps and strengthened the overall information environment in the Thai capital market.

In sum the findings suggested that the overall development of transparent, consistent, and high-quality ESG disclosure standards could improve the efficiency of financial analysis and firm valuation in the long run. However, when ESG was examined by dimension, social had the strongest effect on forecast accuracy, followed by environmental, while governance was not significant, suggesting that stakeholder-related social information most effectively reduces information asymmetry.

Keywords: ESG; Analyst Forecast Accuracy; Financial Analysts; SET100

* Master's Degree in Data and Analytics, Kasetsart Business School, Kasetsart University, E-mail: nuttawadee.pik@ku.th
** Assistant Professor (D.B.A.), Kasetsart Business School, Kasetsart University, E-mail: fbussdj@ku.ac.th

ผลการดำเนินงานด้าน ESG และความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนกลุ่มดัชนี SET100

ณัฐวดี พิกุลวงค์*
สุชาดา เจียมสกุล**

รับบทความ: 10 เมษายน 2569, แก้ไขบทความ: 20 พฤษภาคม 2569, ตอบรับบทความ: 21 พฤษภาคม 2569

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) โดยรวมและแยกรายด้านกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100 โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2563-2567 จำนวน 342 ตัวอย่าง การวิเคราะห์ข้อมูลใช้แบบจำลองการถดถอยพหุคูณภายใต้แบบจำลองผลคงที่ (Fixed Effects Model)

ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ชี้ให้เห็นว่าเมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานด้าน ESG ระดับสูง นักวิเคราะห์สามารถคาดการณ์กำไรได้แม่นยำยิ่งขึ้น สนับสนุนทฤษฎีการส่งสัญญาณและทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลที่สะท้อนว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพสามารถลดช่องว่างข้อมูลและยกระดับคุณภาพสภาพแวดล้อมข้อมูลในตลาดทุนไทย

โดยสรุปผลการศึกษาเสนอแนะได้ว่า การพัฒนามาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่โปร่งใส สอดคล้อง และมีคุณภาพสูงโดยรวม สามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของการวิเคราะห์และการประเมินมูลค่าในตลาดทุนในระยะยาว อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณารายด้านของ ESG พบว่าด้านสังคมมีอิทธิพลต่อความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์มากที่สุด รองลงมาคือด้านสิ่งแวดล้อม ขณะที่ด้านการกำกับดูแลกิจการไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนว่าข้อมูลด้านสังคมซึ่งเกี่ยวข้องโดยตรงกับผู้มีส่วนได้เสียจึงมีบทบาทสำคัญในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลได้มากกว่าด้านอื่น

คำสำคัญ: ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ; ความแม่นยำในการคาดการณ์กำไร; นักวิเคราะห์ทางการเงิน; SET100

* นักศึกษาปริญญาโท สาขาข้อมูลและการวิเคราะห์ ภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, E-mail: nuttawadee.pik@ku.th
** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, E-mail: fbussdj@ku.ac.th

บทนำ (Introduction)

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ตลาดทุนไทยได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 ซึ่งส่งผลต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน เพื่อรักษาเสถียรภาพและส่งเสริมการลงทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดำเนินมาตรการเชิงรุก โดยมีการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสและครบถ้วน โดยเฉพาะเร่งส่งเสริมข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ESG) เพื่อสนับสนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนของตลาดทุนไทยในระยะยาว (The Stock Exchange of Thailand, 2025a)

นักวิเคราะห์ทางการเงิน (Financial Analysts) เป็นผู้ที่มีบทบาทในการวิเคราะห์และแปลงข้อมูลทางการเงินของกิจการให้เป็นการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมและการคาดการณ์ผลประกอบการอย่างแม่นยำ จะช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน และส่งเสริมประสิทธิภาพของตลาดทุนโดยรวม (Byard et al., 2006; Healy & Palepu, 2001) ความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินจะมีความแตกต่างตามคุณภาพของข้อมูลที่ได้รับ (Bradshaw, 2011) ซึ่งในประเทศไทยแนวคิด ESG ได้เข้ามามีบทบาทเพิ่มขึ้นในด้านของคุณภาพข้อมูลเป็นปัจจัยที่นักวิเคราะห์ใช้ในการประเมินความเสี่ยง ความน่าเชื่อถือ และศักยภาพระยะยาวขององค์กร

ผลการดำเนินงานด้าน ESG มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ เนื่องจาก ESG สะท้อนถึงคุณภาพของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการ ความโปร่งใส และความยั่งยืนของกิจการ ซึ่งช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ลงทุน (Dhaliwal et al., 2012) บริษัทที่มีผลการดำเนินงาน ESG ที่ดีมักเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับกลยุทธ์ การบริหารความเสี่ยง และผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียอย่างรอบด้าน ทำให้นักวิเคราะห์มีข้อมูลเชิงคุณภาพที่เพียงพอสำหรับประเมินผลประกอบการในอนาคตได้แม่นยำยิ่งขึ้น

งานวิจัยในต่างประเทศจำนวนหนึ่งที่นำเสนอหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG สามารถส่งผลต่อคุณภาพของการวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์ เช่น Li (2024) พบว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG สามารถส่งผลเชิงบวกต่อความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน แต่ในทางตรงกันข้าม Zhang (2024) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน แต่สำหรับงานวิจัยในประเทศไทยยังคงมีข้อจำกัดในเชิงข้อมูลและหลักฐานเชิงประจักษ์ในประเด็นที่เชื่อมโยงระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG กับความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์

งานวิจัยชิ้นนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100 เนื่องด้วยกลุ่มบริษัทในดัชนี SET100 มักเป็นผู้นำในด้านการเปิดเผยข้อมูลและการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ซึ่งได้รับความสนใจจากนักลงทุนและนักวิเคราะห์ในวงกว้าง รวมทั้งมีบทบาทสำคัญต่อเสถียรภาพของตลาดทุนไทย โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน เช่น ธนาคาร บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทประกันภัย เนื่องด้วยลักษณะการดำเนินธุรกิจ โครงสร้างงบการเงิน และกฎระเบียบที่แตกต่างจากภาคธุรกิจอื่น

ทั้งนี้ ตัวแปรตามวัดค่าความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์จากค่าความคลาดเคลื่อนของการคาดการณ์กำไร (Forecast Error) โดยพิจารณาจากค่าสัมบูรณ์ของส่วนต่างระหว่างกำไรต่อหุ้นที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้กับกำไรต่อหุ้นที่บริษัทประกาศจริง หารด้วยราคาหุ้น ณ ต้นงวด ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้ปรับค่าความคลาดเคลื่อนดังกล่าวให้เป็นลบโดยการคูณด้วย –1 ดังงานวิจัยของ Liu (2016) กล่าวคือ ยิ่งตัวเลขมีค่าสูงขึ้นหรือเข้าใกล้ 0 มากขึ้น จะยิ่งสะท้อนถึงความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรที่สูงขึ้น ตัวแปรต้นวัดค่าด้วยผลการดำเนินงานโดยรวมของ ESG และผลการดำเนินงานใน

แต่ละด้านของ ESG ได้แก่ ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ และใช้ตัวแปรควบคุม 4 ตัว ได้แก่ ขนาดบริษัท จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัท ผลการดำเนินงานขาดทุน และความผันผวนของกำไรต่อหุ้น

ผู้วิจัยคาดหวังว่าผลการศึกษานี้จะเป็นประโยชน์ต่อทั้งนักวิเคราะห์ทางการเงิน เพื่อเป็นหลักฐานในการให้ความเชื่อมั่นในการนำข้อมูลผลการดำเนินงานด้าน ESG มาใช้ประกอบในการคาดการณ์กำไรของบริษัท ขณะเดียวกัน หน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนสามารถใช้เป็นข้อมูลสนับสนุนการกำหนดแนวทางหรือมาตรการในการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนให้มีมาตรฐาน โปร่งใส และสอดคล้องกับความต้องการของนักลงทุนมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการพัฒนาการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างเป็นรูปธรรม โดยตระหนักว่าข้อมูลด้าน ESG เป็นกลไกสำคัญที่ช่วยลดความคลาดเคลื่อนในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ ซึ่งถือว่าเป็นการสร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ลงทุนและเพิ่มมูลค่าของกิจการอย่างยั่งยืน เพื่อเสริมสร้างความน่าเชื่อถือของการเปิดเผยข้อมูล ช่วยให้นักวิเคราะห์และนักลงทุนประเมินผลประกอบการได้อย่างแม่นยำยิ่งขึ้น ซึ่งจะส่งผลเชิงบวกต่อภาพลักษณ์และมูลค่าของบริษัทในระยะยาว

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Research Objective)

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยรวมกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG ในแต่ละด้านกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100

ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the Research)

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2563-2567 ระยะเวลา 5 ปี จำนวนทั้งสิ้น 342 ตัวอย่าง ยกเว้นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน เช่น ธนาคาร บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทประกันภัย บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดไม่ใช่วันที่ 31 ธันวาคม และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน

นิยามศัพท์ (Definition)

ผลการดำเนินงานด้าน ESG (ESG Performance) หมายถึง ระดับการดำเนินงานขององค์กรในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งวัดจากคะแนน ESG (ESG Score) ที่มาจากฐานข้อมูล Refinitiv ที่ครอบคลุม 10 หัวข้อ ได้แก่ การปล่อยก๊าซเรือนกระจก นวัตกรรมผลิตภัณฑ์ด้านสิ่งแวดล้อม สิทธิมนุษยชน ความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลและอื่น ๆ โดยผลการประเมินจะอยู่ในรูปแบบคะแนน 0-100 คะแนน

ความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ (Analyst Forecast Accuracy) หมายถึง ระดับความใกล้เคียงระหว่างค่ากำไรต่อหุ้นที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้กับค่ากำไรต่อหุ้นที่บริษัทประกาศจริง ซึ่งสะท้อนถึงความถูกต้องของข้อมูลและความสามารถของนักวิเคราะห์ในการประเมินผลประกอบการของบริษัท โดยในการศึกษานี้วัดจากค่าสัมบูรณ์ของ

ส่วนต่างระหว่างค่าที่คาดการณ์และค่าจริงหารด้วยราคาหุ้น ณ ต้นงวด และปรับทิศทางของค่าดังกล่าวโดยการคูณด้วย –1 เพื่อให้ค่าที่สูงขึ้นสะท้อนถึงความแม่นยำที่เพิ่มขึ้น โดยค่าที่เข้าใกล้ 0 มากขึ้น แสดงถึงความคลาดเคลื่อนที่ลดลงและความแม่นยำที่สูงขึ้น

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งเน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) และความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มดัชนี SET100 ผ่านแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ แนวคิดการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ แนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry Theory) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และแนวคิดความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ (Analyst Forecast Accuracy) รวมถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ สอดคล้องกับหลักการพัฒนาอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นกรอบการดำเนินธุรกิจที่มุ่งสร้างสมดุลระหว่างผลตอบแทนทางเศรษฐกิจและความรับผิดชอบต่อสังคม โดยคำนึงถึงผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียและสิ่งแวดล้อม เพื่อให้กิจการเติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืนในระยะยาว (The Stock Exchange of Thailand, 2025b) แนวคิดนี้ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นจากทั้งภาคธุรกิจและนักลงทุนทั่วโลก เนื่องจากสะท้อนถึงความสามารถในการบริหารความเสี่ยง ความโปร่งใส และศักยภาพในการแข่งขันขององค์กร องค์ประกอบของ ESG ครอบคลุม 3 ด้านหลัก ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) คือการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ ลดของเสีย มลพิษ และการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ตลอดจนการอนุรักษ์ความหลากหลายทางชีวภาพ ด้านสังคม (Social) คือการบริหารจัดการที่ให้ความสำคัญกับสิทธิมนุษยชน ความเท่าเทียม การพัฒนาศักยภาพพนักงาน และการมีส่วนร่วมกับชุมชน และด้านการกำกับดูแลกิจการ (Governance) คือการกำกับดูแลกิจการที่โปร่งใสและบริหารความเสี่ยงอย่างรอบคอบ ซึ่งการประเมินผลการดำเนินงาน ESG ปัจจุบันมีสถาบันจัดอันดับและฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล เช่น Refinitiv, MSCI ESG Ratings, Sustainalytics, Bloomberg, FTSE Russell และ S&P Global ซึ่งใช้เกณฑ์การประเมินที่ครอบคลุมทั้งเชิงนโยบาย การเปิดเผยข้อมูล และผลการดำเนินงานจริงของบริษัท

ในปัจจุบันแนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืนเป็นการเปลี่ยนแปลงสำคัญจากอดีตที่เน้นการเติบโตทางเศรษฐกิจ มาเป็นการพัฒนาที่คำนึงถึงสมดุลระหว่างเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม หลักการนี้มุ่งเน้นให้ภาคธุรกิจและภาครัฐออกแบบกระบวนการดำเนินงานและนโยบายที่ลดผลกระทบเชิงลบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมควบคู่กับการสร้างคุณค่าที่ยั่งยืน (Lozano, 2008) ภายใต้แนวคิดนี้ องค์กรจำเป็นต้องออกแบบกระบวนการดำเนินงานและกลยุทธ์ที่ลดผลกระทบเชิงลบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมควบคู่กับการสร้างผลตอบแทนทางเศรษฐกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

ภายใต้ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียอธิบายไว้ว่า บริษัทที่มีความตระหนักถึงความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียที่มิใช่เพียงผู้ถือหุ้นจะมีแรงจูงใจในการดำเนินงานที่ส่งเสริมการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส มีจริยธรรมในการดำเนินธุรกิจ และคำนึงถึงความยั่งยืนในระยะยาว (Freeman, 1984) เพื่อสร้างความเชื่อมั่นและรักษาความสัมพันธ์กับกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ การดำเนินงานด้าน ESG จึงถือเป็นกลไกสำคัญที่สะท้อนถึงความรับผิดชอบขององค์กรต่อผู้มีส่วนได้เสีย และการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างโปร่งใสอาจช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักวิเคราะห์ ส่งผลให้ข้อมูลมีคุณภาพมากขึ้น ซึ่งอาจนำไปสู่ความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรที่เพิ่มขึ้น

อีกทั้งจากทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลอธิบายไว้ว่า ข้อมูลระหว่างฝ่ายบริหารของบริษัทและผู้มีส่วนได้เสียภายนอกมีความไม่เท่าเทียมกัน (Akerlof, 1970) กล่าวคือ ฝ่ายบริหารจะมีข้อมูลเกี่ยวกับสถานะทางการเงิน ประสิทธิภาพการดำเนินงาน และแนวโน้มในอนาคตขององค์กรมากกว่าผู้มีส่วนได้เสียภายนอก เช่น นักลงทุน นักวิเคราะห์ทางการเงิน เป็นต้น ความไม่เท่าเทียมนี้อาจนำไปสู่ความคลาดเคลื่อนในการประเมินมูลค่าบริษัทและส่งผลการตัดสินใจอย่างมีนัยสำคัญ (Healy & Palepu, 2001) การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างครอบคลุมและมีคุณภาพสูง สามารถช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างฝ่ายบริหารกับผู้มีส่วนได้เสียได้ (Michelon et al., 2015) โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ซึ่งการเข้าถึงข้อมูลยังมีข้อจำกัด การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จึงมีบทบาทสำคัญในการสร้างความโปร่งใสและเพิ่มประสิทธิภาพของกลไกตลาดทุน (Eccles et al., 2014)

นอกจากนี้ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ อธิบายถึงกลไกการถ่ายทอดข้อมูลที่ไม่สมมาตรระหว่างผู้บริหารและผู้มีส่วนได้เสียภายนอก (Spence, 1973) โดยผู้บริหารสามารถส่ง “สัญญาณ” ผ่านการเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ เพื่อสะท้อนถึงคุณภาพและความน่าเชื่อถือขององค์กร ในบทบาทของ ESG การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล ถือเป็นสัญญาณเชิงบวกที่สื่อถึงความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อสังคม และแนวทางการดำเนินงานที่ยั่งยืนของบริษัท (Connelly et al., 2011) ซึ่งเมื่อบริษัทมีการเปิดเผยว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีมีคุณภาพ เป็นที่น่าเชื่อถือ มีความโปร่งใส จะสามารถลดความไม่แน่นอนของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับบุคคลภายนอกได้ ดังนั้นจึงเชื่อได้ว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูง อาจส่งผลทำให้นักวิเคราะห์คาดการณ์กำไรได้แม่นยำขึ้น (Clarkson et al., 2013)

แนวคิดความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในฐานะตัวกลางในการรวบรวม วิเคราะห์ และถ่ายทอดข้อมูลทั้งที่เป็นข้อมูลภายในและข้อมูลสาธารณะของบริษัทสู่ตลาดทุน โดยประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์สะท้อนความคาดหวังของตลาดต่อผลการดำเนินงานในอนาคต และเป็นข้อมูลสำคัญในการประเมินมูลค่ากิจการ งานวิจัยของ Givoly and Lakonishok (1984) ชี้ให้เห็นว่า นักวิเคราะห์สามารถปรับแก้ข้อผิดพลาดเชิงระบบจากการคาดการณ์ในอดีต ทำให้ประมาณการมีความเป็นกลางและแม่นยำกว่ารูปแบบการพยากรณ์อย่างง่าย (Naive Models) ความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรมิได้ขึ้นอยู่เพียงทักษะของนักวิเคราะห์ แต่ยังได้รับอิทธิพลจากสภาพแวดล้อมด้านข้อมูลของบริษัท ซึ่งในบริบทนี้ผลการดำเนินงานด้าน ESG เป็นกลไกสำคัญที่ช่วยยกระดับคุณภาพสารสนเทศ และลดช่องว่างข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน (Luo and Wu, 2022)

งานวิจัยส่วนหนึ่งในต่างประเทศได้นำเสนอหลักฐานเชิงประจักษ์แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG และความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน เช่น Ayem et al. (2024) ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดัชนี LQ45 ประเทศอินโดนีเซีย โดยเก็บกลุ่มตัวอย่างจำนวน 450 ตัวอย่าง ในระหว่างปี ค.ศ. 2013-2022 พบว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูง มักสะท้อนถึงการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นสัญญาณเชิงบวกทำให้เชื่อได้ว่านักวิเคราะห์ทางการเงินเข้าถึงข้อมูลที่ชัดเจนและน่าเชื่อถือมากขึ้น ทำให้คาดการณ์กำไรได้อย่างแม่นยำมากขึ้น อีกทั้ง Li (2024) ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้และเซินเจิ้น ประเทศจีน จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 26,109 ตัวอย่าง ในระหว่างปี ค.ศ. 2009-2022 พบว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงาน ESG สูง มักถูกคาดการณ์กำไรได้แม่นยำกว่า โดยผลการดำเนินงาน ESG สะท้อนคุณภาพการบริหารและความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลและเพิ่มเสถียรภาพของผลการดำเนินงาน ส่งผลให้นักวิเคราะห์สามารถคาดการณ์กำไรได้แม่นยำมากขึ้น

นอกจากนี้ Luo and Wu (2022) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้และเซินเจิ้น ประเทศจีน โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 6,720 ตัวอย่าง ในระหว่างปี ค.ศ. 2011-2020 พบว่าบริษัทที่มีผลการประเมินด้าน ESG สูง มีส่วนช่วยเพิ่มความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวช่วยลดความเสี่ยงด้านข้อมูล นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ยังเป็นการบังคับให้กิจการยกระดับความโปร่งใสและคุณภาพของข้อมูล ซึ่งช่วยให้นักวิเคราะห์มีความเข้าใจในปัจจัยพื้นฐานของกิจการอย่างรอบด้านมากยิ่งขึ้น และส่งผลให้อคติในการประเมินผลประกอบการของบริษัทลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม Zhang (2024) ซึ่งได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (A-Shares) ของประเทศจีนเช่นเดียวกัน โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 5,601 ตัวอย่าง ในระหว่างปี ค.ศ. 2011-2019 กลับพบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า ระดับ Greenwashing ซึ่งสะท้อนความไม่สอดคล้องระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่แท้จริงของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน โดยผู้วิจัยอธิบายว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่เกินกว่าความเป็นจริงส่งผลให้นักวิเคราะห์ได้รับข้อมูลที่คลาดเคลื่อน ซึ่งนำไปสู่ความผิดพลาดในการคาดการณ์กำไรที่สูงขึ้น

ในส่วนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มดัชนี SET100 ซึ่งมีการบูรณาการแนวคิดด้านความยั่งยืนและ ESG เข้าสู่ระดับกลยุทธ์อย่างเป็นระบบ ภายใต้กรอบทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล และทฤษฎีการส่งสัญญาณ จึงเกิดคำถามวิจัยว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG มีความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินหรือไม่ สรุปได้ว่าภายใต้แนวคิดเชิงทฤษฎีและหลักฐานเชิงประจักษ์ที่กล่าวข้างต้น ผลการดำเนินงานด้าน ESG อาจมีความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ การดำเนินงานด้าน ESG ที่มีคุณภาพ สามารถยกระดับความโปร่งใสของข้อมูล ทำให้นักวิเคราะห์สามารถประเมินกำไรได้ใกล้เคียงกับผลจริงมากขึ้น ดังงานวิจัยของ Li (2024), Luo and Wu (2022) และ Ayem et al. (2024) อย่างไรก็ตาม การส่งสัญญาณเกินจากความเป็นจริงอาจส่งผลให้นักวิเคราะห์คาดการณ์กำไรผิดพลาดมากขึ้น เช่นงานวิจัยของ Zhang (2024) จากแนวคิด ทฤษฎี และการทบทวนงานวิจัยในต่างประเทศข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานงานวิจัยดังต่อไปนี้

สมมติฐานการวิจัย (Hypothesis)

H1: ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการโดยรวมมีความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน

H2: ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน

H3: ผลการดำเนินงานด้านสังคมมีความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน

H4: ผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน

การศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรควบคุมที่อาจส่งผลกระทบต่อความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน โดยอ้างอิงจากงานวิจัยในอดีตดังนี้

ขนาดของบริษัท งานวิจัยของ Liu (2016) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างขนาดบริษัทกับความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ สะท้อนว่าขนาดของบริษัทไม่ใช่ปัจจัยหลักในการกำหนดคุณภาพของข้อมูลเมื่อเทียบกับ

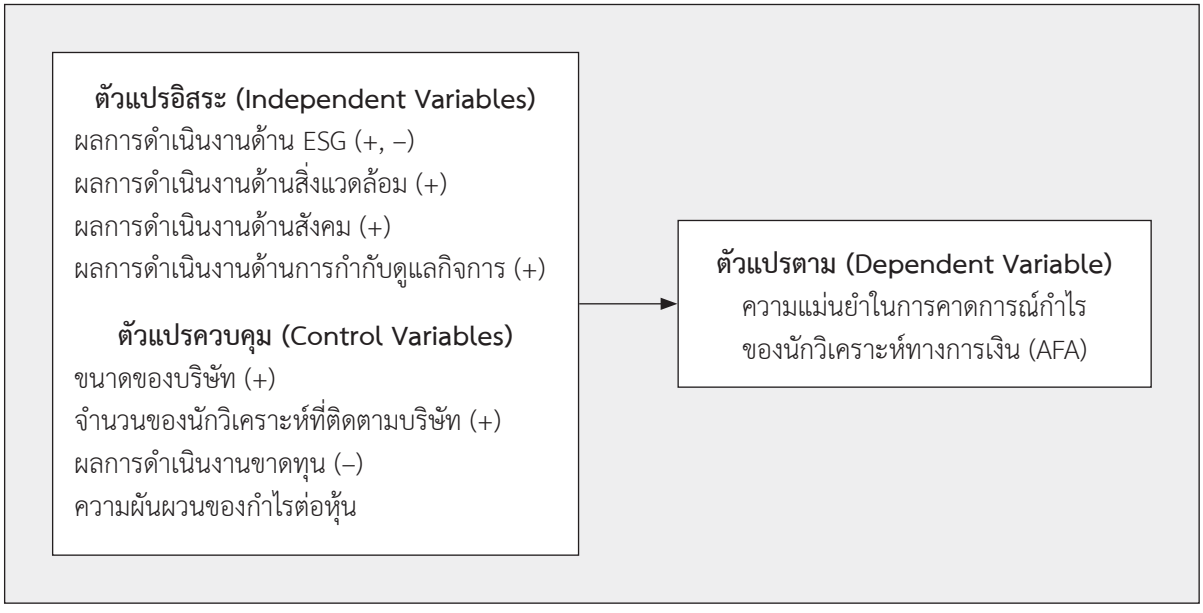
โครงสร้างการกำกับดูแลและความโปร่งใสของข้อมูล ซึ่งตรงกันข้ามกับ Li (2024) พบว่าขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน อธิบายว่าบริษัทขนาดใหญ่มักมีการเปิดเผยข้อมูลมากกว่าและมีสภาพแวดล้อมข้อมูลที่มีคุณภาพสูงกว่า ส่งผลให้นักวิเคราะห์สามารถประเมินกำไรได้แม่นยำมากขึ้น

จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัท งานวิจัยของ Thai et al. (2023) พบว่าจำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัทไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ ผู้วิจัยอธิบายว่าความสามารถและวิธีการวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์ในตลาดทุนเวียดนามมีความคล้ายคลึงกัน ส่งผลให้จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัทไม่ได้ช่วยเพิ่มคุณภาพของการคาดการณ์อย่างมีนัยสำคัญ

ผลการดำเนินงานขาดทุน โดย Thai et al. (2023) และ Liu (2016) พบว่าผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ อธิบายได้ว่าบริษัทที่ประสบภาวะขาดทุนมักมีระดับความไม่แน่นอนของผลการดำเนินงานในอนาคตสูง ส่งผลให้ข้อมูลทางการเงินมีความผันผวนและคาดการณ์ได้ยากยิ่ง เพิ่มระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลในตลาด ทำให้การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์มีความคลาดเคลื่อนและแตกต่างกันมากขึ้น ในทางตรงกันข้าม Zhang (2024) พบว่าผลการดำเนินงานขาดทุนไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์

ความผันผวนของกำไรต่อหุ้น โดย Thai et al. (2023) พบว่าความผันผวนของกำไรต่อหุ้นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ ซึ่งนักวิเคราะห์อาจไม่สามารถตีความข้อมูลเกี่ยวกับความผันผวนของกำไรได้อย่างครบถ้วน หรือไม่สามารถสะท้อนผลกระทบของความผันผวนดังกล่าวต่อความสามารถในการคาดการณ์กำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ต่อไปเป็นการนำเสนอกรอบแนวความคิดเพื่อการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน



รูปภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของงานวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methods)

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100 ซึ่งมีการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563-2567 จำนวน 342 ตัวอย่าง โดยมีรายละเอียดข้อมูลกลุ่มตัวอย่างดังนี้

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563-2567

กลุ่มตัวอย่าง	จำนวนบริษัท					
	2563	2564	2565	2566	2567	รวม
จำนวนบริษัททั้งหมด	**106**	**106**	**106**	**106**	**106**	**530**
หัก : บริษัทในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(75)
หัก : บริษัทในอุตสาหกรรมประกัน	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(10)
หัก : บริษัทที่มีรอบบัญชีไม่ตรงปีปฏิทิน (1 ม.ค.-31 ธ.ค.)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(15)
หัก : บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(28)	(22)	(15)	(12)	(11)	(88)
สรุปกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	**58**	**64**	**71**	**74**	**75**	**342**

หมายเหตุ: จำนวนบริษัททั้งหมดเท่ากับ 106 บริษัท เนื่องจากเป็นการรวมรายชื่อบริษัทที่อยู่ในดัชนี SET100 ตลอดช่วงปีที่ศึกษา ซึ่งมีการปรับรายชื่อทุกครึ่งปี

งานวิจัยนี้ใช้ชุดข้อมูลพาเนลแบบไม่สมดุล (Unbalanced Panel Data) เพื่อเพิ่มความครอบคลุมและความเพียงพอของข้อมูลในการวิเคราะห์ นอกจากนี้ การศึกษานี้เลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects Model เนื่องจากลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ซึ่งอาจก่อให้เกิดอคติในการประมาณค่าหากไม่ถูกควบคุมอย่างเหมาะสม และผลการทดสอบ Hausman พบว่าค่า P-value เท่ากับ 0.000 แสดงให้เห็นว่าแบบจำลอง Fixed Effects มีความเหมาะสมมากกว่า Random Effects ทั้งนี้ การวิเคราะห์ใช้วิธีการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) และทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยโปรแกรม STATA เพื่อให้ผลการประมาณมีความถูกต้องและมีประสิทธิภาพสูงสุด จึงนำเสนอแบบจำลองดังนี้

$$AFA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Lg_SIZE_{it} + \beta_3 FOLL_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \beta_5 EPS_V_{it} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$AFA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 Lg_SIZE_{it} + \beta_3 FOLL_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \beta_5 EPS_V_{it} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$AFA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SOC_{it} + \beta_2 Lg_SIZE_{it} + \beta_3 FOLL_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \beta_5 EPS_V_{it} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$AFA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 Lg_SIZE_{it} + \beta_3 FOLL_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \beta_5 EPS_V_{it} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

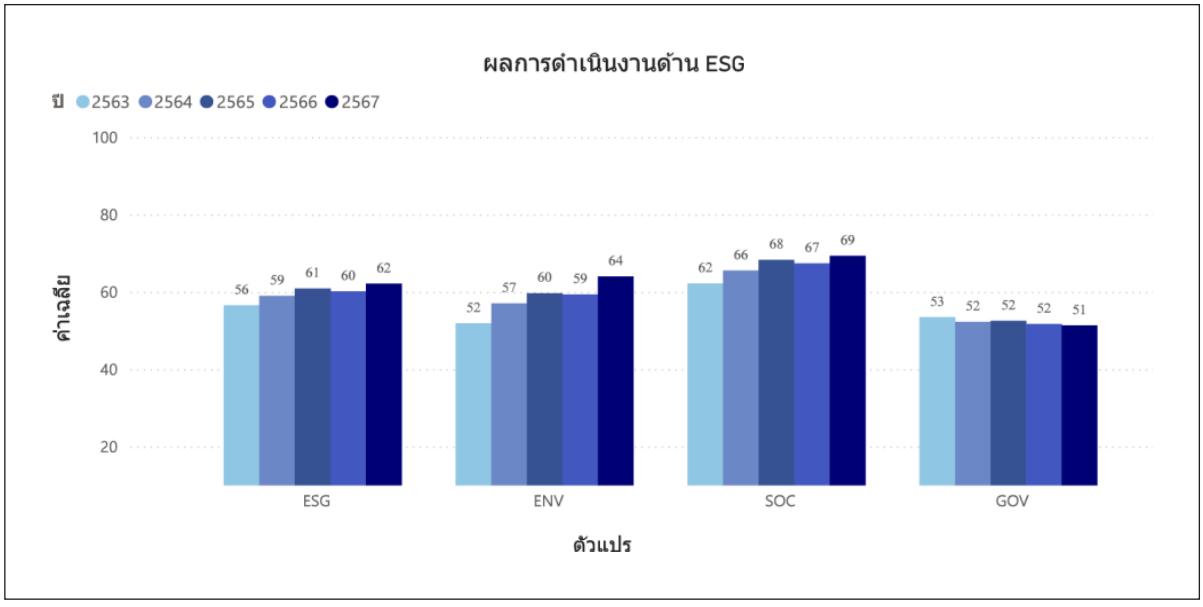
ตารางที่ 2 สรุปรายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ชื่อตัวแปร	วิธีการวัดค่า
ตัวแปรตาม		
ความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์	AFA	ค่าสัมบูรณ์ของกำไรต่อหุ้นที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้ลบกำไรต่อหุ้นที่บริษัทประกาศจริง หารด้วยราคาหุ้น ณ ต้นงวด และคูณด้วย –1 (Liu, 2016) ดังสมการนี้ $AFA_{it} = -\frac{\lvert Mean(FEPS)_{it} - MEPS_{it} \rvert}{PRICE_{it-1}}$
ตัวแปรอิสระ		
ผลการดำเนินงานโดยรวมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ	ESG	คะแนนโดยรวมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ 0-100
ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม	ENV	คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม 0-100
ผลการดำเนินงานด้านสังคม	SOC	คะแนนด้านสังคม 0-100
ผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการ	GOV	คะแนนด้านการกำกับดูแลกิจการ 0-100
ตัวแปรควบคุม		
ขนาดของบริษัท	Lg_SIZE	ค่าลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท
จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัท	FOLL	จำนวนของนักวิเคราะห์ที่คาดการณ์กำไรของบริษัท
ผลการดำเนินงานขาดทุน	LOSS	ตัวแปรหุ่น (1, 0) กำหนดให้ 1 = บริษัทมีผลขาดทุน ในขณะที่ 0 = บริษัทมีกำไร
ความผันผวนของกำไรต่อหุ้น	EPS_V	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรต่อหุ้นจริงในช่วง 5 ปีย้อนหลัง

หมายเหตุ: สำหรับการวิเคราะห์การถดถอย ตัวแปร ESG, ENV, SOC และ GOV ถูกปรับให้อยู่ในช่วง 0-1 โดยการหารด้วย 100

ผลการศึกษา (Results)

ในส่วนนี้จะแสดงผลการศึกษาโดยเริ่มที่การวิเคราะห์แนวโน้มของตัวแปร การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน รวมถึงการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ ตามลำดับต่อไปนี้



รูปภาพที่ 2 แนวโน้มผลการดำเนินงานด้าน ESG ช่วงปี พ.ศ. 2563-2567

จากรูปภาพที่ 2 แสดงแนวโน้มของผลการดำเนินงานด้าน ESG และองค์ประกอบรายด้าน ได้แก่ ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม ผลการดำเนินงานด้านสังคม และผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทตัวอย่างในช่วงปี พ.ศ. 2563-2567 พบว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยรวมมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากปี พ.ศ. 2563-2567 สะท้อนให้เห็นถึงบริษัทมีการพัฒนาและให้ความสำคัญต่อการดำเนินงานด้าน ESG มากขึ้น และเมื่อพิจารณาเป็นรายด้าน พบว่าผลการดำเนินงานด้านสังคมและผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากปี พ.ศ. 2563-2567 แสดงให้เห็นว่าบริษัทให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียและความรับผิดชอบต่อสังคมอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสะท้อนถึงการดำเนินงานที่มุ่งเน้นความยั่งยืนและการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้เสียในระยะยาว รวมถึงมีการพัฒนาในด้านการจัดการทรัพยากรและผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมมากขึ้น ในขณะที่ด้านการกำกับดูแลกิจการมีค่าเฉลี่ยค่อนข้างคงที่และมีแนวโน้มลดลงเล็กน้อย ชี้ให้เห็นว่าการพัฒนาด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทไม่ได้เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับด้านอื่น

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variables	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
AFA	342	-0.0139	0.0259	-0.1561	0.0000
ESG	342	59.8963	15.7339	21.63	89.62
ENV	342	58.7264	21.6008	6.14	96.90
SOC	342	66.7854	18.4285	22.47	95.63
GOV	342	52.1689	20.4397	11.54	92.66
SIZE (ล้านบาท)	342	209,623.60	426,271.00	3,643.02	3,460,462
FOLL	342	10.8012	5.9840	1	23
LOSS	342	0.1082	0.3111	0	1
EPS_V	342	1.0007	1.8367	0	10.6162

จากผลการศึกษาตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง พบว่าค่าเฉลี่ยของตัวแปรความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินเท่ากับ -0.0139 สะท้อนให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วนักวิเคราะห์มีความแม่นยำในการคาดการณ์อยู่ในระดับที่ดี และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.0259 สะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างของระดับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรระหว่างบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง ตัวแปรผลการดำเนินงานด้าน ESG มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 59.8963 คะแนน และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 15.7339 แสดงให้เห็นถึงความหลากหลายของระดับการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท เมื่อพิจารณารายด้าน พบว่าผลการดำเนินงานด้านสังคมมีค่าเฉลี่ยที่ 66.7854 ซึ่งสูงที่สุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 18.4285 รองลงมาคือผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมซึ่งมีค่าเฉลี่ยที่ 58.7264 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 21.6008 ขณะที่ผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการมีค่าเฉลี่ยที่ 52.1689 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 20.4397 สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับด้านสังคมมากกว่าด้านอื่น เนื่องจากประเด็นด้านสังคมมีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับผู้มีส่วนได้เสีย จึงเป็นส่วนที่อาจสามารถสร้างภาพลักษณ์ที่ดีและความเชื่อมั่นให้กับองค์กรได้อย่างชัดเจนและรวดเร็ว ตัวแปรขนาดของบริษัทมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 209,623.60 ล้านบาท สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างโดยเฉลี่ยเป็นบริษัทขนาดค่อนข้างใหญ่และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 426,271.00 แสดงถึงความแตกต่างของขนาดบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง ขณะที่จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัทมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10.8012 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีนักวิเคราะห์ติดตามประมาณ 10-11 รายต่อบริษัท ทั้งนี้ จำนวนของนักวิเคราะห์อาจสัมพันธ์กับสภาพแวดล้อมของตลาดหรือปัจจัยทางเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลา และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 5.9840 ชี้ให้เห็นถึงระดับการติดตามที่แตกต่างกันในแต่ละบริษัท สำหรับตัวแปรผลการดำเนินงานขาดทุน ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1082 ขณะที่ตัวแปรความผันผวนของกำไรมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.0007 แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความผันผวนของกำไรอยู่ในระดับปานกลาง และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.8367 สะท้อนถึงความแตกต่างของความเสถียรของผลประกอบการระหว่างบริษัทในระดับที่ค่อนข้างสูง

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient)

Variables	AFA	ESG	ENV	SOC	GOV	Lg_SIZE	FOLL	LOSS	EPS_V
AFA	1.000								
ESG	-0.069	1.000							
ENV	-0.053	0.864***	1.000						
SOC	-0.018	0.854***	0.740***	1.000					
GOV	-0.094*	0.604***	0.255***	0.230***	1.000				
Lg_SIZE	-0.153***	0.455***	0.424***	0.487***	0.127**	1.000			
FOLL	0.123**	0.274***	0.277***	0.368***	-0.036	0.541***	1.000		
LOSS	-0.391***	0.025	0.034	-0.040	0.072	0.102*	-0.007	1.000	
EPS_V	-0.230***	0.286***	0.163***	0.294***	0.222***	0.386***	0.125**	0.045	1.000

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

ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) จากตารางที่ 4 พบว่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีระดับความสัมพันธ์ระหว่างกันในระดับต่ำถึงปานกลาง ยกเว้นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้าน ESG และองค์ประกอบย่อย ได้แก่ ENV และ SOC มีค่าสัมประสิทธิ์ในระดับสูงเนื่องจากเป็นตัวแปรที่มีความเกี่ยวข้องกันในเชิงโครงสร้าง ซึ่งเป็นองค์ประกอบของดัชนี ESG อย่างไรก็ตาม ตัวแปรดังกล่าวถูกนำไปใช้ในการวิเคราะห์แยกออกจากกันมิได้รวมอยู่ในแบบจำลองเดียวกัน จึงไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอื่น ๆ พบว่าไม่มีคู่ตัวแปรใดมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกินเกณฑ์ 0.80 ซึ่งเป็นเกณฑ์ที่นิยมใช้พิจารณาปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปร (Cohen, 1988) ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่าแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษานี้ไม่พบสัญญาณของปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรทั้งหมดมีความเหมาะสมสำหรับการนำไปใช้ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณในขั้นตอนถัดไป โดยสำหรับการวิเคราะห์การถดถอย ผู้วิจัยได้ปรับคะแนน ESG ให้อยู่ในช่วง 0-1 โดยการหารด้วย 100 เพื่อให้การประมาณค่าสัมประสิทธิ์มีความเหมาะสมต่อการตีความ

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณด้วยแบบจำลอง Fixed Effects ตามแบบจำลองที่ 1

Independent Variables	VIF	Coefficient	Robust Std. Err.
ESG	1.29	0.0354**	0.0172
Lg_SIZE	1.86	0.0018	0.0074
FOLL	1.44	0.0003	0.0005
LOSS	1.02	-0.0179***	0.0065
EPS_V	1.21	0.0063	0.0048
Within R-squared	0.1525		
F-Stat.	2.90***		
Prob. (F-Stat.)	0.0053		

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากผลการศึกษาตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณโดยใช้แบบจำลอง Fixed Effects เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน นอกจากนี้ ผลการทดสอบ Wooldridge สำหรับปัญหาความสัมพันธ์กันของค่าคลาดเคลื่อนตามลำดับเวลาในข้อมูลแบบ Panel พบว่ามีปัญหา Autocorrelation อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นงานวิจัยจึงใช้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบ Robust และจัดกลุ่มตามบริษัท (Firm-Clustered Robust Standard Errors) เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลการประมาณค่า (Wooldridge, 2016) ก่อนการประมาณค่าแบบจำลองได้มีการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรด้วยค่า VIF ซึ่งคำนวณจากแบบจำลอง OLS โดยพบว่าค่า VIF ของตัวแปรทั้งหมดต่ำกว่าเกณฑ์ (Gujarati & Porter, 2009) แสดงให้เห็นว่าแบบจำลองนี้ไม่ประสบปัญหา Multicollinearity และพบว่าค่า Within R-squared เท่ากับ 0.1525 ซึ่งสะท้อนว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ภายในบริษัทเดียวกันได้ประมาณร้อยละ 15.25 และแบบจำลองมีนัยสำคัญโดยรวมทางสถิติ

ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 5% ดังนั้นจึงสนับสนุนสมมติฐาน H1 สะท้อนให้เห็นว่าเมื่อบริษัทมีการปรับปรุงผลการดำเนินงานด้าน ESG ให้ดีขึ้น จะช่วยยกระดับคุณภาพของสภาพแวดล้อมด้านข้อมูล ส่งผลให้นักวิเคราะห์สามารถเข้าถึงข้อมูลที่ครบถ้วน โปร่งใส และมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น นักวิเคราะห์จึงสามารถคาดการณ์กำไรได้อย่างแม่นยำมากขึ้น ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีการส่งสัญญาณ ซึ่งอธิบายว่าการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ทำหน้าที่เป็นสัญญาณเชิงบวกเกี่ยวกับคุณภาพของกิจการ ทั้งในด้านการบริหารจัดการ ความรับผิดชอบต่อสังคม และความยั่งยืนในระยะยาว ส่งผลให้นักลงทุนและนักวิเคราะห์สามารถประเมินมูลค่ากิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูล ESG ยังมีบทบาทสำคัญในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุน เนื่องจากข้อมูลด้าน ESG ช่วยให้เห็นข้อมูลอีกด้านของบริษัทที่ข้อมูลทางการเงินเพียงอย่างเดียวอาจไม่สามารถอธิบายได้ เช่น ความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียและแนวโน้มการดำเนินงานในระยะยาว จึงทำให้ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมีความครบถ้วนและชัดเจนมากขึ้น ส่งผลให้นักวิเคราะห์สามารถคาดการณ์กำไรได้อย่างแม่นยำมากขึ้น

ตัวแปรควบคุม พบว่าผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 1% สะท้อนว่าบริษัทที่มีผลขาดทุนมีแนวโน้มทำให้การคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์มีความคลาดเคลื่อนมากขึ้น ขณะที่ขนาดของบริษัท จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัท และความผันผวนของกำไรต่อหุ้น ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ ทั้งนี้ จากผลการวิเคราะห์สามารถสร้างสมการพยากรณ์ในรูปคะแนนดิบได้ดังนี้

สมการพยากรณ์ในรูปคะแนนดิบ

$$\widehat{AFA} = -0.0581 + 0.0354ESG + 0.0018LgSIZE + 0.0003FOLL - 0.0179LOSS + 0.0063EPS_V$$

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณด้วยแบบจำลอง Fixed Effects ตามแบบจำลองที่ 2

Independent Variables	VIF	Coefficient	Robust Std. Err.
ENV	1.22	0.0212*	0.0113
Lg_SIZE	1.86	0.0013	0.0078
FOLL	1.44	0.0003	0.0005
LOSS	1.02	-0.0180***	0.0065
EPS_V	1.19	0.0066	0.0049
Within R-squared	0.1519		
F-Stat.	2.91***		
Prob. (F-Stat.)	0.0052		

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากผลการศึกษาตารางที่ 6 ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 10% ดังนั้นจึงสนับสนุนสมมติฐาน H2 สะท้อนให้เห็นว่าการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมที่ดีขึ้นช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล และช่วยให้นักวิเคราะห์สามารถคาดการณ์กำไรได้แม่นยำ และตัวแปรควบคุมพบว่า ผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 1% นอกจากนี้ ค่า Within R-squared เท่ากับ 0.1519 ซึ่งสะท้อนว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ภายในบริษัทเดียวกันได้ประมาณร้อยละ 15.19 ทั้งนี้ จากผลการวิเคราะห์สามารถสร้างสมการพยากรณ์ในรูปคะแนนดิบได้ดังนี้

สมการพยากรณ์ในรูปคะแนนดิบ

$$\widehat{AFA} = -0.0432 + 0.0212ENV + 0.0013LgSIZE + 0.0003FOLL - 0.0180LOSS + 0.0066EPS_V$$

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณด้วยแบบจำลอง Fixed Effects ตามแบบจำลองที่ 3

Independent Variables	VIF	Coefficient	Robust Std. Err.
SOC	1.38	0.0410***	0.0140
Lg_SIZE	1.85	0.0030	0.0076
FOLL	1.47	0.0003	0.0005
LOSS	1.03	-0.0178***	0.0063
EPS_V	1.22	0.0063	0.0047
Within R-squared	0.1616		
F-Stat.	3.12***		
Prob. (F-Stat.)	0.0030		

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากผลการศึกษาตารางที่ 7 ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานด้านสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 1% ดังนั้นจึงสนับสนุนสมมติฐาน H3 แสดงให้เห็นว่าการให้ความสำคัญกับประเด็นด้านสังคมช่วยส่งเสริมสภาพแวดล้อมด้านข้อมูลและลดความไม่สมมาตรของข้อมูล ทำให้นักวิเคราะห์สามารถคาดการณ์กำไรได้แม่นยำมากยิ่งขึ้น และตัวแปรควบคุมพบว่า ผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 1% ทั้งนี้ ค่า Within R-squared เท่ากับ 0.1616 ซึ่งสะท้อนว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ภายในบริษัทเดียวกันได้ประมาณร้อยละ 16.16 ทั้งนี้ จากผลการวิเคราะห์สามารถสร้างสมการพยากรณ์ในรูปคะแนนดิบได้ดังนี้

สมการพยากรณ์ในรูปคะแนนดิบ

$$\hat{AFA} = -0.0778 + 0.0410SOC + 0.0030LgSIZE + 0.0003FOLL - 0.0178LOSS + 0.0063EPS_V$$

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณด้วยแบบจำลอง Fixed Effects ตามแบบจำลองที่ 4

Independent Variables	VIF	Coefficient	Robust Std. Err.
GOV	1.07	-0.0074	0.0122
Lg_SIZE	1.69	0.0007	0.0080
FOLL	1.45	0.0003	0.0005
LOSS	1.02	-0.0181***	0.0066
EPS_V	1.23	0.0067	0.0048
Within R-squared	0.1429		
F-Stat.	2.75*		
Prob. (F-Stat.)	0.0077		

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากผลการศึกษาตารางที่ 8 ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ จึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H4 สะท้อนให้เห็นว่าผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการอาจไม่ได้มีบทบาทอย่างชัดเจนต่อความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ และตัวแปรควบคุมพบว่า ผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 1% ทั้งนี้ ค่า Within R-squared เท่ากับ 0.1429 ซึ่งสะท้อนว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ภายในบริษัทเดียวกันได้ประมาณร้อยละ 14.29 ทั้งนี้ จากผลการวิเคราะห์สามารถสร้างสมการพยากรณ์ในรูปคะแนนดิบได้ดังนี้

สมการพยากรณ์ในรูปคะแนนดิบ

$$\hat{AFA} = -0.0231 + 0.0074GOV + 0.0007LgSIZE + 0.0003FOLL - 0.0181LOSS + 0.0067EPS_V$$

การอภิปรายและสรุปผล (Conclusion and Discussion)

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG กับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SET100 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทตัวอย่างในช่วงปี พ.ศ. 2563-2567 งานวิจัยนี้ได้ควบคุมตัวแปรด้านลักษณะเฉพาะของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท จำนวนของนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัท ผลการดำเนินงานขาดทุน และความผันผวนของกำไรต่อหุ้น

จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่าบริษัทในกลุ่มดัชนี SET100 มีระดับผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยรวมอยู่ในระดับปานกลาง และมีความแปรปรวนในระดับค่อนข้างสูง สะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างของระดับการดำเนินงานด้าน ESG ระหว่างบริษัท เมื่อพิจารณาในรายด้าน พบว่าผลการดำเนินงานด้านสังคมมีค่าเฉลี่ยสูงที่สุด รองลงมาคือผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม และผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการ ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับประเด็นด้านสังคมมากกว่าผลการดำเนินงานด้านอื่น และขณะเดียวกัน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของแต่ละด้านอยู่ในระดับค่อนข้างสูง โดยเฉพาะผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการสะท้อนถึงความแตกต่างของแนวปฏิบัติด้าน ESG ระหว่างบริษัทในกลุ่มตัวอย่างอย่างชัดเจน

ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน แสดงให้เห็นว่าเมื่อบริษัทเดียวกันมีการปรับปรุงผลการดำเนินงานด้าน ESG ให้ดีขึ้น นักวิเคราะห์สามารถประเมินผลกำไรในอนาคตได้อย่างแม่นยำมากขึ้น ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า ESG ไม่ได้เป็นเพียงเครื่องมือด้านภาพลักษณ์หรือความยั่งยืนในเชิงนโยบายเท่านั้น แต่ยังมีบทบาทในฐานะองค์ประกอบเชิงข้อมูลที่ช่วยเพิ่มความโปร่งใสและลดความไม่แน่นอนเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในอนาคต ส่งผลให้นักวิเคราะห์สามารถประเมินกำไรได้ใกล้เคียงกับผลจริงมากขึ้น

งานวิจัยชิ้นนี้สนับสนุนทฤษฎีการส่งสัญญาณและทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งอธิบายว่าการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพสามารถลดช่องว่างข้อมูลระหว่างฝ่ายบริหารกับผู้มีส่วนได้เสีย และช่วยยกระดับประสิทธิภาพของกระบวนการประเมินมูลค่าในตลาดทุน โดยผลการศึกษานี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Li (2024) และ Ayem et al. (2024) ที่พบว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูง มักสะท้อนถึงคุณภาพการบริหารจัดการที่ดีและการเปิดเผยข้อมูลที่มีความโปร่งใส ซึ่งช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลในตลาดทุน ส่งผลให้นักวิเคราะห์สามารถเข้าถึงข้อมูลที่ครบถ้วนและเชื่อถือได้มากขึ้น นำไปสู่การคาดการณ์กำไรที่แม่นยำยิ่งขึ้น ในทำนองเดียวกัน Luo and Wu (2022) ที่สนับสนุนว่า การดำเนินงานด้าน ESG ไม่เพียงแต่ช่วยเพิ่มคุณภาพของข้อมูลเท่านั้น แต่ยังช่วยลดความเสี่ยงด้านข้อมูลและอคติในการประเมินของนักวิเคราะห์ เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG บังคับให้บริษัทต้องยกระดับความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือของข้อมูล ส่งผลให้นักวิเคราะห์มีความเข้าใจในปัจจัยพื้นฐานของกิจการได้อย่างรอบด้านมากขึ้น

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานรายด้านของ ESG ได้แก่ ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม ผลการดำเนินงานด้านสังคม และผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการ พบว่าผลการศึกษามีความแตกต่างกันในแต่ละด้าน โดยผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 10% ขณะที่ผลการดำเนินงานด้านสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 1% และผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าผลการดำเนินงานด้านสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับสูงกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน อาจเป็นเพราะการดำเนินงานด้านสังคมเกี่ยวข้องโดยตรงกับผู้มีส่วนได้เสียและภาพลักษณ์ขององค์กร ทำให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลที่ต่อเนื่องและมีคุณภาพ ส่งผลให้นักวิเคราะห์สามารถประเมินข้อมูลพื้นฐานของบริษัทได้ดีขึ้น ในขณะที่ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินแต่ระดับนัยสำคัญที่ต่ำกว่าด้านสังคม อาจสะท้อนว่าข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมยังมีความไม่สม่ำเสมอหรือยากต่อการประเมินเชิงปริมาณ ขณะที่ผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ อาจเนื่องด้วยข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการมีลักษณะค่อนข้าง

เป็นมาตรฐานและมีการเปิดเผยอยู่แล้วในระดับหนึ่ง โดยใช้หลักการกำกับดูแลกิจการสำหรับบริษัทจดทะเบียน พ.ศ. 2560 ที่กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการผ่านแบบ 56-1 ที่ยื่นต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในรูปแบบมาตรฐานเดียวกัน (The Securities and Exchange Commission of Thailand, 2021) อีกทั้งพบว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีคะแนนอยู่ในระดับสูงและใกล้เคียงกันมาก (Thai Institute of Directors, 2024) ทำให้ไม่ก่อให้เกิดความแตกต่างด้านข้อมูลเพิ่มเติมอย่างมีนัยสำคัญต่อความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ (Ernstberger & Grüning, 2013) ซึ่งสอดคล้องกับ Bhat et al. (2006) ที่พบว่า ผลของความโปร่งใสด้านการกำกับดูแลกิจการต่อความแม่นยำของนักวิเคราะห์จะเด่นชัดเมื่อการบังคับใช้กฎหมายยังอ่อนแอ ในขณะที่ตลาดทุนไทยมีกรอบการกำกับดูแลที่เป็นมาตรฐานอยู่แล้ว จึงส่งผลว่าไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับตัวแปรควบคุมพบว่า ผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีผลขาดทุนมีแนวโน้มทำให้การคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์มีความคลาดเคลื่อนมากขึ้น โดยผลการศึกษานี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Liu (2016) และ Thai et al. (2023) อธิบายว่า บริษัทที่ประสบภาวะขาดทุนมักมีความไม่แน่นอนของผลการดำเนินงานในอนาคตสูง ส่งผลให้ข้อมูลทางการเงินมีความผันผวนและยากต่อการประเมิน เพิ่มระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลในตลาดทุน ทำให้นักวิเคราะห์มีข้อจำกัดในการประมวลผลข้อมูลและส่งผลให้ความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรลดลง

โดยสรุป ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยรวมของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET100 มีบทบาทสำคัญในการยกระดับคุณภาพของข้อมูลในตลาดทุนไทย และช่วยเพิ่มความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงินในระดับบริษัท ผลลัพธ์ดังกล่าวมีนัยสำคัญเชิงนโยบายและเชิงปฏิบัติ โดยบริษัทจดทะเบียนสามารถใช้ ESG เป็นกลไกในการเสริมสร้างความน่าเชื่อถือของข้อมูลและความเชื่อมั่นของนักลงทุน ขณะที่นักวิเคราะห์และหน่วยงานกำกับดูแลสามารถใช้ข้อมูล ESG เป็นองค์ประกอบสำคัญในการประเมินคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลและประสิทธิภาพของตลาดทุนในระยะยาว

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์รายด้านของ ESG พบว่าผลลัพธ์มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะผลการดำเนินงานด้านสังคมที่มีอิทธิพลเด่นชัดที่สุด รองลงมาคือผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม ขณะที่ผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการแสดงผลอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ชี้ให้เห็นว่านักวิเคราะห์ให้ความสำคัญกับข้อมูล ESG ในแต่ละด้านแตกต่างกัน โดยเฉพาะด้านสังคมซึ่งเกี่ยวข้องโดยตรงกับผู้มีส่วนได้เสียและการเปิดเผยข้อมูลเชิงคุณภาพที่ชัดเจน จึงช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลได้มากกว่าด้านอื่น ขณะที่ด้านสิ่งแวดล้อมอาจมีข้อจำกัดด้านความสม่ำเสมอและความยากในการวัดอาจทำให้อิทธิพลลดลง ส่วนด้านการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งมีการเปิดเผยข้อมูลในระดับมาตรฐานอยู่แล้ว อาจไม่ก่อให้เกิดข้อมูลใหม่เพิ่มเติมที่มีนัยสำคัญต่อการปรับปรุงความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ (Bhat et al., 2006)

ข้อเสนอแนะ (Recommendation)

1. ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติ

จากผลการศึกษา ผู้วิจัยจึงมีข้อเสนอแนะแก่นักวิเคราะห์ทางการเงินและนักลงทุนควรนำข้อมูลด้าน ESG มาใช้เป็นองค์ประกอบสำคัญในการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุนควบคู่กับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิม เพื่อช่วยลดความไม่แน่นอนของข้อมูลและเพิ่มประสิทธิภาพในการประเมินมูลค่ากิจการในตลาดทุนไทย นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญ

กับการดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างเป็นระบบและต่อเนื่อง โดยไม่ควรมอง ESG เป็นเพียงการปฏิบัติตามข้อกำหนดด้านความยั่งยืนเท่านั้น แต่ควรบูรณาการ ESG เข้ากับกระบวนการบริหารจัดการและกลยุทธ์ขององค์กร เนื่องจากข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพสามารถช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน และเอื้อต่อการประเมินผลกำไรในอนาคตได้อย่างแม่นยำยิ่งขึ้น

2. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

จากผลการศึกษา ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะต่อหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุน ได้แก่ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ว่าควรสนับสนุนและพัฒนามาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ให้มีความชัดเจน สม่ำเสมอ เพื่อยกระดับคุณภาพของข้อมูลในตลาดทุนและเสริมสร้างความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน นอกจากนี้ อาจพิจารณานำแนวทางการเปิดเผยข้อมูลตามมาตรฐานสากล เช่น IFRS S1 และ IFRS S2 มาปรับใช้ให้สอดคล้องกับบริบทของตลาดทุนไทย เพื่อเพิ่มความโปร่งใสและความสามารถในการเปรียบเทียบข้อมูลระหว่างบริษัท ทั้งนี้ ปัจจุบันการเปิดเผยข้อมูล ESG ของหลายบริษัทยังคงอยู่ในลักษณะการเปิดเผยโดยสมัครใจ ซึ่งอาจส่งผลให้ระดับและคุณภาพของข้อมูลมีความแตกต่างกัน ดังนั้นการกำหนดกรอบการรายงานที่ชัดเจนและเหมาะสมจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ข้อมูล การคาดการณ์กำไร และการทำงานของกลไกราคาในตลาดทุนโดยรวมได้อย่างมีนัยสำคัญ

3. ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

การศึกษาครั้งนี้ได้ให้ข้อมูลเชิงประจักษ์เกี่ยวกับบทบาทของผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่มีต่อความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ยังมีข้อจำกัดบางประการ อาทิ การมุ่งเน้นเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ซึ่งมีระดับการเปิดเผยข้อมูลค่อนข้างสูง ทำให้ผลการศึกษาอาจไม่สามารถสะท้อนพฤติกรรมของบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก หรือบริษัทในตลาดอื่นได้อย่างครบถ้วน นอกจากนี้ การวัดผลการดำเนินงานด้าน ESG ในการศึกษานี้ อ้างอิงจากฐานข้อมูลเพียงแหล่งเดียว

ทั้งนี้ ในการศึกษาครั้งนี้ การวัดผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการใช้คะแนนจากฐานข้อมูล Refinitiv เป็นตัวแทน ซึ่งแม้ว่าจะสะท้อนภาพรวมของการกำกับดูแลกิจการได้ในระดับหนึ่ง แต่ในทางปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการสามารถพิจารณาได้จากหลายด้าน เช่น โครงสร้างคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของกรรมการ ระบบการควบคุมภายใน โครงสร้างผู้ถือหุ้น และกลไกการกำกับดูแลอื่น ๆ ดังนั้นการใช้เพียงคะแนนรวมอาจไม่สามารถสะท้อนรายละเอียดเชิงลึกของการกำกับดูแลกิจการได้อย่างครบถ้วน

ดังนั้นเพื่อให้งานวิจัยในอนาคตมีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยขอเสนอแนะให้มีการขยายขอบเขตการศึกษาไปยังกลุ่มบริษัทอื่นนอกเหนือจากกลุ่มดัชนี SET100 เพื่อลดปัญหาการเกิดอคติจากการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง (Selection Bias) การขยายไปยังบริษัทในกลุ่มอื่นจะช่วยเพิ่มความสมดุลของกลุ่มตัวอย่างและความสามารถในการสรุปผลได้อย่างครอบคลุมยิ่งขึ้น และอาจพิจารณาเปรียบเทียบคะแนน ESG จากหลายแหล่งข้อมูล เช่น MSCI ESG Ratings, Sustainalytics, Bloomberg, FTSE Russell และ S&P Global เพื่อทดสอบความสอดคล้องของผลลัพธ์และลดความเสี่ยงจากอคติของแหล่งข้อมูลเดียว นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ตระหนักถึงความเป็นไปได้ของปัญหา Endogeneity เนื่องจากผลการดำเนินงานด้าน ESG อาจมีความสัมพันธ์กับปัจจัยที่ไม่สามารถสังเกตได้และมีการเปลี่ยนแปลงตามเวลา (Time-Varying Omitted Variables) แม้ว่าแบบจำลอง Fixed Effects ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้จะสามารถควบคุมลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทที่คงที่ตามเวลา

(Time-Invariant Unobserved Heterogeneity) ซึ่งอาจมีความสัมพันธ์กับทั้งผลการดำเนินงานด้าน ESG และความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ เช่น คุณภาพทีมผู้บริหาร วัฒนธรรมองค์กร การใช้แบบจำลองดังกล่าวจึงช่วยลดปัญหา Omitted Variable Bias ได้ในระดับหนึ่ง แต่ไม่สามารถขจัดปัญหา Endogeneity ได้อย่างสมบูรณ์ โดยเฉพาะในกรณีของ Reverse Causality ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาใช้ค่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ในปีก่อนหน้า (Lagged ESG) เป็นตัวแปรอิสระเพื่อช่วยลดปัญหา Reverse Causality และเพิ่มความน่าเชื่อถือของทิศทางความสัมพันธ์ที่ค้นพบ อีกทั้งงานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาใช้ตัวชี้วัดด้านการกำกับดูแลกิจการในเชิงโครงสร้างหรือรายองค์ประกอบเพิ่มเติม เพื่อให้สามารถอธิบายบทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความแม่นยำในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ได้อย่างชัดเจนและครอบคลุมมากยิ่งขึ้น และอาจพิจารณาเพิ่มตัวแปรควบคุมที่สะท้อนคุณภาพของสภาพแวดล้อมด้านข้อมูล เพื่อเสริมความรัดกุมของผลการศึกษา โดยผู้วิจัยในอนาคตอาจขยายช่วงระยะเวลาการเก็บข้อมูลให้ยาวขึ้น เพื่อเปรียบเทียบบทบาทของ ESG ต่อพฤติกรรมนักวิเคราะห์ในบริบทที่แตกต่างกัน ซึ่งจะช่วยเสริมสร้างความเข้าใจเชิงลึกเกี่ยวกับบทบาทของ ESG ต่อประสิทธิภาพของตลาดทุนได้อย่างครอบคลุมยิ่งขึ้น

References

Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics, 84*(3), 488-500. https://doi.org/10.2307/1879431

Ayem, S., Kusuma, H., & Arifin, J. (2024). Integrated reporting, ESG disclosure, forecast accuracy, and firm value: Profitability as moderating variable. *Journal of Lifestyle and SDGs Review, 5*(2). https://doi.org/10.47172/2965-730X.SDGsReview.v5.n02.pe02608

Bhat, G., Hope, O.-K., & Kang, T. (2006). Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecasts? *Accounting & Finance, 46*(5), 715-732. https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2006.00191.x

Bradshaw, M. T. (2011). Analysts' forecasts: What do we know after decades of work? *SSRN Electronic Journal.* https://doi.org/10.2139/ssrn.1880339

Byard, D., Li, Y., & Weintrop, J. (2006). Corporate governance and the quality of financial analysts' information. *Journal of Accounting and Public Policy, 25*(5), 609-625. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.07.003

Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2013). The relevance of environmental disclosures for investors and other stakeholder groups: Are such disclosures incrementally informative? *Journal of Accounting and Public Policy, 32*(5), 410-431. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.06.008

Cohen, J. (1988). *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences* (2nd ed.). Lawrence Erlbaum Associates.

Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management, 37*(1), 39-67. https://doi.org/10.1177/0149206310388419

Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review, 87*(3), 723-759. https://doi.org/10.2308/accr-10218

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science, 60*(11), 2835-2857. https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984

Ernstberger, J., & Grüning, M. (2013). How do firm- and country-level governance mechanisms affect firms' disclosure? *Journal of Accounting and Public Policy, 32*(3), 50-67. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.003

Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach.* Pitman.

Givoly, D., & Lakonishok, J. (1984). The quality of analysts' forecasts of earnings. *Financial Analysts Journal, 40*(5), 40-47.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill Education.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics, 31*(1-3), 405-440. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0

Li, K. (2024). *Esg Performance and Analyst Forecast Accuracy: A Moderating Role of Economic Uncertainty* [Master's thesis, University of Amsterdam]. https://scripties.uba.uva.nl/download?fid=c11220320

Liu, S. (2016). Ownership structure and analysts' forecast properties: A study of Chinese listed firms. *Corporate Governance, 16*(1), 54-78. https://doi.org/10.1108/CG-02-2015-0018

Lozano, R. (2008). Envisioning sustainability three-dimensionally. *Journal of Cleaner Production, 16*(17), 1838-1846. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2008.02.008

Luo, L., & Wu, H. (2022). Corporate sustainability and analysts' earnings forecast accuracy: Evidence from environmental, social and governance ratings. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 29*(5), 1465-1481. https://doi.org/10.1002/csr.2284

Michelon, G., Pilonato, S., & Ricceri, F. (2015). CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis. *Critical Perspectives on Accounting, 33,* 59-78. https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.10.003

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics, 87*(3), 355-374.

Thai, H. M., Thu, T. H. T., Ngoc, S. P., & Thi, A. M. (2023). Corporate governance and the accuracy of analysts' earnings forecast in Vietnam. In *Proceedings of the International Conference on Emerging Challenges: Strategic Adaptation in the World of Uncertainties (ICECH 2022)* (pp. 442-466). Atlantis Press. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-150-0_29

Thai Institute of Directors. (2024). *Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2024.* Thai Institute of Directors.

The Securities and Exchange Commission of Thailand. (2021). *Guideline for Preparing the Annual Registration Statement/Annual Report.* The Securities and Exchange Commission of Thailand.

The Stock Exchange of Thailand. (2025a). *Sustainable Capital Market Development.* The Stock Exchange of Thailand.

The Stock Exchange of Thailand. (2025b). *Sustainable Investment.* The Stock Exchange of Thailand.

Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (6th ed.). Cengage Learning.

Zhang, J. (2024). *Greenwashing and Analyst Forecast Accuracy: Evidence From China's Listed Firms* [Master's thesis, Macquarie University]. https://doi.org/10.25949/25040069