NIDA BUSINESS JOURNAL

วารสารบริหารธุรกิจ นิด้า

AACSB ACCREDITED

ISSN (Print) : 1905-6826
ISSN (Online) : 2822-0595

เล่มที่ 38: มกราคม - มิถุนายน 2569
Volume 38: January - June 2026



NIDA BUSINESS JOURNAL
วารสารบริหารธุรกิจ นิด้า

Academic Committee

Dean of Faculty of Business Administration
Associate Dean for Planning and Development Affairs
Assoc.Prof.Dr. Kanogporn Narktabtee
Assoc.Prof.Dr. Donyaprueth Sriwannopas
Ms. Wanphen Trakunsiltham

Executive Editor

Prof. Krairit Boonyaakiat
Distinguished Prof. Veeravat Kanchanadul, Ph.D.
Prof. Ludo Cuyvers, Ph.D.

Editor in Chief

Assoc. Prof. Aekkachai Nittayagasetwat, Ph.D.
NIDA Business School, National Institute
of Development Administration.

Editorial Board

Assoc. Prof. Paiboon Sereewiwatthana, Ph.D.
Bangkok, Thailand.
Prof. Nittaya Wongtada
Chiang Mai, Thailand.
Prof. Gary N.McLean, Ph.D.
University of Minnesota, USA.
Prof. David Ding, Ph.D.
Massey University, New Zealand.
Prof. Oswin Maurer, Ph.D.
Free University of Bozen-Bolzano (Unibz), Italy.
Prof. Philippe Gugler, Ph.D.
University of Fribourg, Switzerland.
Prof. Frank Wadsworth, Ph.D.
Indiana University - Purdue University Indianapolis (IUPUI), USA.
Prof. Jerry E.Wheat, Ph.D.
Indiana University, USA.
Prof. Zafar U.Ahmed, Ph.D.
American University of Ras Al Khaimah (UAE), USA.
Prof. Uichol Kim, Ph.D.
Inha University, Incheon, South Korea.
Assoc. Prof. Chanthika Pornpitakpan, Ph.D.
University of Macau, China.
Assoc. Prof. Charlie Charoenwong, Ph.D.
Nanyang Technological University, Singapore.

Editorial Support Staff

Ms. Wanphen Trakunsiltham
Ms. Sirima Sangmanut
Mr. Mongkonluck Mathvabhandhu

Aims and Scope

NIDA Business Journal (NBJ) is strictly committed to upholding the research and publication ethics. The journal may review by editorial's board and readers (at least 3 from internal and external) aiming at providing a national forum for effective communication of innovative research findings that contribute significantly to further the knowledge in business administration and its related field. Hence, the target audience consists of academicians, business administrators and practitioners, industrialists, researchers, students, and NIDA Graduate School of Business's Alumni.

Objectives

NIDA Business Journal (NBJ) promotes the diversity of author's origin and editorials. The scope encompasses an original research study relating to General Business, Management and Accounting, Management of Technology and Innovation, Marketing, Strategy and Management, General Economics, Econometrics and Finance field of study. Book and article reviews are published by editor's invitation or discretion.

NIDA Business Journal is currently published two issues per year, in May and November. A special issue is foreseen with a high degree of appropriateness. NBJ is operated by NIDA Graduate School of Business Administration, an AACSB accredited institution since 2013.

Editorial Office

NIDA Business Journal Graduate School
of Business Administration
National Institute
of Development Administration
8th Floor, Boonchana Atthakor Building,
148 Seri Thai Road, Klong-Chan,
Bangkapi, Bangkok 10240
Tel: 0-2727-3844, 0-2727-3949,
089-128-5071
www.mba.nida.ac.th

Printing House

Technology Media Co., Ltd.
Tel: 0-2644-4555 Fax: 0-2644-6649

NIDA BUSNIESS JOURNAL
Volume 38: January-June 2026

Contents

Invited Articles

ผลของการพัฒนาการเงินต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศด้อยพัฒนา 1-10
Preecha Jarungidanan

Research Articles

The Interactive Mechanism Between Social Embeddedness 11-29
and Resource Orchestration: A Case Study of Logistic Company in Thailand
Yanhua Zhang, Shih-Tung Shu

Applying Artificial Intelligence for Developing Customer Experiences 30-49
in Banking Services
Bhubethe Osiri, Wuttigrai Ngamsirijit

A Systematic Literature Review and Framework Development: 50-77
Integrating Literacy for Financial Well-being in the Digital Era
Kanmanee Karin, Sukumarl Koednok

ESG Performance and Analyst Forecast Accuracy: Evidence from SET100 Index 78-100
Nuttawadee Pikulwong, Suchada Jiamsagul

The Impact of Intellectual Capital on ESG Score: 101-126
Empirical Evidence from Company Listed on the Stock Exchange of Thailand
Aunthika Luangsuep, Chatmongkon Wongrathanandha

An Empirical Investigation of the Random-Walk Behavior of 127-144
Various Stock Indices in the Stock Exchange of Thailand
Nattawut Jenwittayaroje

ผลของการพัฒนาการเงินต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศด้อยพัฒนา (บทความรับเชิญ)

ปรีชา จรุงกิจอนันต์*

1. บทนำ

นักเศรษฐศาสตร์หลายท่านเชื่อว่า การสร้างตลาดเงินทุนในประเทศด้อยพัฒนานั้นไม่คุ้มค่า เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูงและให้ผลทางเศรษฐกิจต่ำ (Drake, 1977; Adem, 1978, p. 547)

ถึงแม้ว่าประเทศด้อยพัฒนาโดยทั่วไปจะขาดแคลนเงินทุน แต่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทุนในระบบยังต่ำกว่า Equilibrium Rate มาก และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอาจมีค่าเป็นลบ อย่างไรก็ดี อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทุนในระบบของประเทศด้อยพัฒนาโดยทั่วไปยังมีค่าใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยของประเทศที่พัฒนาแล้วอยู่

ลักษณะอัตราดอกเบี้ยต่ำนี้ เนื่องมาจากเหตุผลหลายประการ ผู้มีอำนาจทางการเงินอาจจะเชื่อว่าจำเป็นที่จะต้องรักษาอัตราดอกเบี้ยให้ต่ำและมีเสถียรภาพ เพื่อส่งเสริมการนำเทคโนโลยีแบบใหม่มาใช้ เขาอาจจะเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อจำนวนเงินออมน้อยมาก หรือไม่มีผลต่อเงินออมเลย และอาจจะเชื่อว่าคนส่วนใหญ่ยากจนเกินกว่าที่จะมีเงินออม

บทความหลายบทได้เน้นให้เห็นความสำคัญของการขยายตัวของตลาดเงิน และการปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยถูกกำหนดโดย Demand และ Supply ของตลาดเงินว่าเป็นเงื่อนไขที่สำคัญมากในการเปิดทางให้มีการลงทุนในเทคโนโลยีที่ทันสมัย และกระตุ้นให้เกิดความเจริญทางเศรษฐกิจในประเทศด้อยพัฒนา

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะทบทวนบทความต่าง ๆ ที่กล่าวถึงผลของการพัฒนาด้านการเงิน[1] ต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และแสดงหลักฐานของความเจริญทางเศรษฐกิจเนื่องมาจากการพัฒนาทางการเงิน ตอนที่ 2 ของบทความนี้จะทบทวนความคิดในแง่มุมต่าง ๆ เกี่ยวกับผลของการพัฒนาทางการเงินต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของนักเศรษฐศาสตร์บางท่าน ตอนที่ 3 ของบทความนี้จะย่อแบบจำลองของ Galbis ซึ่งอธิบายเกี่ยวกับผลของนโยบายการเงินซึ่งกำหนดอัตราดอกเบี้ยสูงที่มีต่อประสิทธิภาพในการลงทุนและความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ตอนที่ 4 วิเคราะห์การปรับตัวของปัจจัยการผลิต และตอนที่ 5 จะเสนอผลวิเคราะห์ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศเกาหลีใต้ อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงในประเทศ

* รองศาสตราจารย์ อาจารย์พิเศษ คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

[1] การพัฒนาทางการเงิน หมายความรวมถึงการขยายและปรับปรุงโครงสร้างทางการเงิน

2. บทความที่เกี่ยวข้อง

Patrick (1966) ได้อธิบายความสัมพันธ์ของการพัฒนาการเงินและความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในรูปของ Demand-Following และ Supply-Leading โดย Demand-Following สามารถอธิบายได้ดังนี้คือ เมื่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีมากขึ้น ความต้องการเงินทุนจากภายนอกก็จะมีมากขึ้น เพราะผู้ลงทุนโดยทั่วไปมีเงินไม่เพียงพอกับความต้องการ ดังนั้นความต้องการบริการทางการเงินในระบบเศรษฐกิจก็จะมีมากขึ้น อันเป็นเหตุให้เกิดสถาบันการเงินต่าง ๆ ตามมา เพื่อสนองความต้องการของผู้ลงทุน นักเศรษฐศาสตร์ที่เชื่อในความคิดเกี่ยวกับ Demand-Following เชื่อว่าความขาดแคลนสถาบันการเงินในประเทศด้อยพัฒนาก็เนื่องมาจากความขาดแคลนความต้องการบริการของสถาบันการเงินต่าง ๆ นั่นเอง

ส่วน Supply-Leading สามารถอธิบายได้ดังนี้คือ การพัฒนาการเงินควรจะทำก่อนที่จะมีความต้องการบริการของสถาบันการเงินต่าง ๆ Patrick ได้ชี้ให้เห็นว่า Supply-Leading จะก่อให้เกิดผล 2 อย่าง คือ ประการแรก ก่อให้เกิดการเคลื่อนย้ายทรัพยากรจากแหล่งที่ล้าหลังไปยังแหล่งที่ก้าวหน้า ประการที่ 2 ขยายและกระตุ้นการลงทุนในเทคโนโลยีที่ทันสมัย

Patrick กล่าวไว้ว่า “Supply-Leading เป็นตัวการที่จะก่อให้เกิดความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยมีวิธีการทางการเงิน โดย Supply-Leading จะมีบทบาทสำคัญในระยะแรก ๆ ของความเจริญทางเศรษฐกิจมากกว่าในช่วงหลัง”

Patrick เชื่อว่าการพัฒนาการเงินสามารถกระตุ้นให้ประชาชนหันมาออมในรูปของหลักทรัพย์ต่าง ๆ แทนที่จะออมในรูปของทรัพย์สิน เช่น เพชร ทอง ซึ่งไม่ก่อให้เกิดผลดีนักทางเศรษฐกิจ ยิ่งกว่านั้นการพัฒนาการเงินยังทำให้การลงทุนมีประสิทธิภาพและทำให้การสะสมทุนเพิ่มขึ้นด้วย

ความคิดเกี่ยวกับ Supply-Leading ได้รับความสนใจมากขึ้นจากผู้กำหนดนโยบายและนักเศรษฐศาสตร์จำนวนมาก McKinnon (1973) ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาทางการเงินและความเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศด้อยพัฒนา โดยตั้งสมมุติฐานว่า

ก) เศรษฐกิจที่กำลังพัฒนาเป็นเศรษฐกิจที่แยกออกเป็นส่วน ๆ และแต่ละส่วนก็แตกต่างกันออกไป ส่วนที่ใช้เทคโนโลยีแบบดั้งเดิมจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าส่วนที่ใช้เทคโนโลยีแบบทันสมัยมาก

ข) ส่วนของระบบเศรษฐกิจที่เทคโนโลยีแบบทันสมัย ต้องการการลงทุนที่มีขนาดใหญ่และไม่สามารถแยกการลงทุนออกเป็นขนาดเล็ก ๆ ได้

ค) หน่วยเศรษฐกิจทุกหน่วยสามารถหาเงินทุนได้จากภายใน (Self-Finance) เท่านั้น เพราะตลาดเงินยังอยู่ในสภาพที่ไม่สมบูรณ์

Mckinnon เห็นว่าการพัฒนาการเงินเป็นสิ่งที่จำเป็นสำหรับความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ เพราะผู้ที่มีแนวโน้มว่าจะลงทุนจะต้องสะสมเงินทุนก่อนการลงทุนของเขา การขยายและปรับปรุงระบบการเงินจะช่วยถ่ายเททรัพยากรจากแหล่งที่มีเหลือเพื่อไปยังแหล่งที่ขาดแคลน จากแหล่งที่ล้าหลังไปยังแหล่งที่ทันสมัย การถ่ายเททรัพยากรดังกล่าวต้องการนโยบายการเงินที่กำหนดให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงมีอัตราสูง เป็นเครื่องมือในการถ่ายเททรัพยากร

Shaw (1973) เห็นด้วยกับ McKinnon ว่า การพัฒนาการเงินด้วยการกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงสูงจะสามารถเพิ่มเงินออม การลงทุน ประสิทธิภาพในทางเศรษฐกิจ และความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ เขาเชื่อว่าการพัฒนาทางการเงินจะเพิ่มอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงแก่ผู้ออมและลดต้นทุนที่แท้จริงของผู้ลงทุนด้วยการเพิ่มความคล่องตัวทางการเงิน ลดอัตราการเสี่ยง เพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต และลดต้นทุนของข้อมูลต่าง ๆ ทั้งของผู้ออมและผู้ลงทุนด้วยวิธีการแบ่งแยกงานให้แต่ละบุคคลทำตามความชำนาญพิเศษของเขา

3. แบบจำลอง

Galbis (1977) ได้ใช้แบบจำลองของเขาอธิบายให้เห็นถึงขบวนการที่นโยบายการเงินซึ่งกำหนดอัตราดอกเบี้ยสูงสามารถเคลื่อนย้ายทรัพยากรจากส่วนของระบบเศรษฐกิจแบบดั้งเดิมไปสู่ส่วนที่ก้าวหน้า ซึ่งจะเพิ่มประสิทธิภาพในทางเศรษฐกิจและเพิ่มอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด เพื่อให้ง่ายต่อการวิเคราะห์ Galbis ได้ตั้งข้อสมมุติฐานว่า การผลิตในระบบเศรษฐกิจแบ่งออกเป็น 2 ส่วน และแต่ละส่วนใช้เทคโนโลยีที่แตกต่างกันมาก ส่วนที่ 1 เป็นส่วนที่ใช้เทคโนโลยีแบบดั้งเดิม ซึ่งมีประสิทธิภาพในการผลิตน้อยกว่า ส่วนที่ 2 เป็นส่วนที่ใช้เทคโนโลยีที่ทันสมัยกว่า และมีประสิทธิภาพในการผลิตสูงกว่าทั้ง 2 ส่วนของระบบเศรษฐกิจ ผลิตสินค้าชนิดเดียวกันและขายด้วยราคาเดียวกัน

ก. สภาพทางเทคโนโลยี

สมมติให้ Production Function ของทั้ง 2 ภาคในระบบเศรษฐกิจมีลักษณะดังนี้ คือ

1) $Y_1 = F_1 (K_1, L_1)$

2) $Y_2 = F_2 (K_2, L_2)$

โดย Y_1 และ Y_2 เป็นผลผลิตชนิดเดียวกัน ซึ่งผลิตในส่วนที่ 1 และส่วนที่ 2 ของระบบเศรษฐกิจตามลำดับ

F_1 และ F_2 คือ เทคโนโลยีที่ใช้ในแต่ละส่วน

K_1 และ L_1 คือ ปริมาณของทุน (Capital) และจำนวนแรงงาน (Labor) ที่ใช้ในการผลิตสินค้าในส่วนที่ 1

K_2 และ L_2 คือ ปริมาณของทุน (Capital) และแรงงาน (Labor) ที่ใช้ในการผลิตในส่วนที่ 2

สมมติว่า Capital และแรงงานต่างได้รับผลตอบแทนในการผลิตเท่ากับ Marginal Productivity ของตนเอง

ในส่วนที่ 1 $\partial Y_1/\partial K_1 = r_1, \partial Y_1/\partial L_1 = W_1$

ในส่วนที่ 2 $\partial Y_2/\partial K_2 = r_2, \partial Y_2/\partial L_2 = W_2$

r_1 และ r_2 คือ อัตราผลตอบแทนของ Capital ในส่วนที่ 1 และส่วนที่ 2 ตามลำดับ

W_1 และ W_2 คือ อัตราผลตอบแทนของแรงงาน หรือค่าจ้างของแรงงานในส่วนที่ 1 และส่วนที่ 2 ตามลำดับ

เนื่องจากเทคโนโลยีในส่วนที่ 2 เป็นเทคโนโลยีที่มีประสิทธิภาพสูงกว่าเทคโนโลยีในส่วนที่ 1 ตามสมมติฐาน เพราะฉะนั้น

3) $r_2 > r_1$

ในทำนองเดียวกัน เราสามารถสรุปได้ว่า

4) $Y = Y_1 + Y_2 = r_1K_1 + W_1L_1 + r_2K_2 + W_2L_2$

สมมติว่า Capital ซึ่งมีอยู่ในจำนวนจำกัดได้ถูกนำมาใช้ทั้งหมด เพราะฉะนั้น $K = K_1 + K_2$

เนื่องจาก K ถูกกำหนดให้มีค่าคงที่ เพราะฉะนั้น K_2 จะเพิ่มขึ้นได้ต่อเมื่อ K_1 ลดลง การที่ K_2 เพิ่มขึ้นและ K_1 ลดลง จะทำให้ผลผลิตโดยส่วนรวมเพิ่มขึ้นเพราะ $r_2 > r_1$

นั่นคือการกระจาย Capital จากส่วนที่มีประสิทธิภาพในการผลิตต่ำกว่าไปยังส่วนที่มีประสิทธิภาพในการผลิตสูงกว่า จะเพิ่มอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

ข. การออม การลงทุน และสถาบันการเงิน

Function ของการใช้จ่ายรวม อาจเขียนได้ดังนี้ คือ

5) $Y = C + I = C_1 + C_2 + I_1 + I_2$

C = ยอดค่าใช้จ่ายในการบริโภค

C_1 = ค่าใช้จ่ายในการบริโภคส่วนที่ 1

C_2 = ค่าใช้จ่ายในการบริโภคส่วนที่ 2

$C = C_1 + C_2$

I = ยอดรวมการลงทุน

I_1 = ปริมาณการลงทุนในส่วนที่ 1

I_2 = ปริมาณการลงทุนในส่วนที่ 2

$I = I_1 + I_2$

เพื่อให้ง่ายขึ้นในการวิเคราะห์ Galbis ตั้งข้อสมมติฐานว่า การบริโภคทั้งในส่วนที่ 1 และส่วนที่ 2 มีความสัมพันธ์ในรูปของสมการแบบเส้นตรงกับรายได้

6) $C_1 = c_1 Y_1 \; ; 0 < c_1 < 1, c_1 = MPC$ ของส่วนที่ 1

$S_1 = Y_1 - C_1 = (1 - c_1) Y_1 = s_1 Y_1 \; ; 0 < s_1 = (I - c_1) < 1$

$S_1 = MPS$ ของส่วนที่ 1

Galbis ได้ตั้งสมมติฐานว่า ส่วนที่ 1 เป็นส่วนที่มีเงินทุนเหลือเฟือ ทรัพย์สินทางการเงินที่ผู้ออมในส่วนที่ 1 มีก็คือบัญชีเงินฝากที่ธนาคาร ฟังชันของการลงทุนแสดงได้ดังนี้

7) $I_1 = H_1 (r_1, d - \dot{P}/P), Y_1$

$\partial H_1/\partial r_1 = > 0$

$\partial H_1/\partial (d - \dot{P}/P) = < 0$

d = อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินฝากธนาคาร

$\dot{P}/P$ = อัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเนไว้

เนื่องจากส่วนที่ 1 เป็นส่วนที่มี 1 เงินทุนเหลือเฟือตามสมมติฐาน เพราะฉะนั้น $Y_1 > C_1 + I_1$

8) $S_1 = I_1 + d (M_1/P) dt,$

$d (M_1/P)$ = ปริมาณเงินฝากแท้จริงซึ่งสะสมอยู่ในธนาคารของส่วนที่ 1

9) $C_2 = c_2 Y_2 \; ; 0 < c_2 < 1$

$S_2 = Y_2 - C_2 = (1 - c_2) Y_2 = S_2 Y_2 \; ; 0 < S_2 < 1$

ส่วนที่ 2 เป็นส่วนที่ขาดแคลนเงินทุน แต่สามารถหาเงินทุนได้โดยวิธีกู้ยืมจากธนาคารที่ส่วนที่ 1 ได้ฝากไว้ สมการของ Supply ของเงินทุนและการตัดสินใจลงทุนในส่วนที่ 2 เขียนได้ดังนี้

10) $I_2^S = S_2 + d\,(M_1/P)\,dt$

11) $I_2^D = H_2\,(r_2, b - \dot{P}/P)\,Y_2$;

$\partial H_2/\partial r_2 > 0$

$\partial H_2/\partial\,(b - \dot{P}/P) < 0$

$(b - \dot{P}/P)$ = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่แท้จริงจากธนาคาร

Galbis ตั้งสมมติฐานว่า r_2 ใหญ่กว่า $(b - \dot{P}/P)$ มาก ดังนั้นจึงมีความต้องการลงทุนมากในส่วนที่ 2

สมมติว่าพฤติกรรมของการบริโภคไม่ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริงของธนาคาร จากสมการที่ (7) เมื่อ $(b - \dot{P}/P)$ เพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่าการลงทุนในส่วนที่ 1 ลดลง ดังนั้นการสะสมของเงินฝากที่แท้จริงในสมการที่ (8) และ (10) จะเพิ่มขึ้น ซึ่งชี้ให้เห็นว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของเงินฝากธนาคารสูงขึ้นมาก ก็จะทำให้เงินทุนไหลจากส่วนที่ 1 มาสู่ส่วนที่ 2 มากขึ้น การกระจายเงินทุนไปสู่ส่วนที่ 2 ซึ่งเป็นส่วนที่ใช้เทคโนโลยีที่ทันสมัยกว่า ย่อมจะทำให้ประสิทธิภาพในการผลิตและความเจริญเติบโตในทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นในที่สุด

4. การปรับตัวเองของ Capital และแรงงาน

Galbis ไม่ได้วิเคราะห์การปรับตัวของ Capital และแรงงานในขั้นสุดท้าย เพื่อที่จะวิเคราะห์การปรับตัวเองของ Capital และแรงงานระหว่างส่วนที่ 1 และส่วนที่ 2 เราตั้งสมมติฐานว่าการผลิตในระบบเศรษฐกิจเป็นไปตาม Law of Diminishing Return คือ

$$\frac{\partial^2 Y_1}{\partial K_1^2} < 0 \quad , \quad \frac{\partial^2 Y_1}{\partial L_1^2} < 0 \quad \text{และ}$$

$$\frac{\partial^2 Y_2}{\partial K_2^2} < 0 \quad , \quad \frac{\partial^2 Y_2}{\partial L_2^2} < 0$$

สมมติว่าแรงงานมีอยู่เป็นจำนวนจำกัดและทุกคนมีงานทำ เพราะฉะนั้น $L = L_1 + L_2$

Law of Diminishing Return ชี้ให้เห็นว่าการที่เงินทุนเคลื่อนจากส่วนที่ 1 ไปสู่ส่วนที่ 2 จะทำให้ Marginal Product ของ Capital ในส่วนที่ 1 สูงขึ้น และ Marginal Product ของ Capital ในส่วนที่ 2 ลดลง เงินทุนจะถูกเคลื่อนจากส่วนที่ 1 ไปยังส่วนที่ 2 จนกระทั่ง

12) $r_1 + (b - \dot{P}/P) - (d - \dot{P}/P) = r_2$

$(b - \dot{P}/P) - (d - \dot{P}/P)$ = อัตราผลกำไรที่แท้จริงและอัตราค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของธนาคาร

เพื่อที่จะทำให้นโยบายการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยมีประสิทธิภาพดียิ่ง จำเป็นที่จะต้องขจัดอำนาจผูกขาดในระบบธนาคารด้วยนโยบายที่เหมาะสม การส่งเสริมให้มีการแข่งขันกันในระบบธนาคารโดยวิธีการที่ถูกต้อง โดยทั่วไปจะทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารสูงขึ้นและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดลงเมื่อเทียบกับกรณีที่มีการแข่งขันมีน้อยกว่า และในที่สุด

การเพิ่มอัตราการแข่งขันในระบบธนาคารอาจจะทำให้ $(b - \dot{P}/P) - (d - \dot{P}/P)$ ลดลงถึงระดับต่ำสุด ซึ่งจะทำให้เงินทุนไหลจากส่วนที่ 1 ไปยังส่วนที่ 2 มากที่สุด

เมื่อมีการใช้ Capital ในการผลิตมากขึ้นในส่วนที่ 2 ก็จะทำให้ Marginal Product และค่าจ้างของแรงงานในส่วนที่ 2 เพิ่มขึ้น การที่ค่าจ้างในส่วนที่ 2 เพิ่มขึ้นจะกระตุ้นให้แรงงานเคลื่อนจากส่วนที่ 1 ไปสู่ส่วนที่ 2 มากขึ้น และจะทำให้ยอดผลผลิตเพิ่มขึ้น เพราะ Marginal Product ของแรงงานในส่วนที่ 2 สูงกว่า Marginal Product แรงงานในส่วนที่ 1 ถ้าไม่มีค่าใช้จ่ายในการเคลื่อนย้ายแรงงาน แรงงานจะเคลื่อนจากส่วนที่ 1 ไปยังส่วนที่ 2 จนกระทั่ง Marginal Product ของแรงงานเท่ากัน

เมื่อ Capital และแรงงานในส่วนที่ 1 และส่วนที่ 2 ได้ปรับตัวแล้วโดยสมบูรณ์ ประสิทธิภาพและความเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจจะอยู่ในระดับสูงสุด

5. กรณีของประเทศเกาหลีใต้

ในยุคก่อนเจ้าหน้าที่ทางการเงินของประเทศเกาหลีใต้พยายามที่จะกำหนดอัตราเพดานดอกเบี้ยให้ต่ำกว่าอัตราที่กำหนดโดยตลาด ซึ่งทำให้อัตราเพดานดอกเบี้ยไม่ได้สะท้อนให้เห็นต้นทุนของเงินทุนที่แท้จริง ผลลัพธ์ก็คือ ตั้งแต่เดือนธันวาคม 1962 ถึงเดือนกันยายน 1965 เงินออมที่แท้จริงไม่ได้เพิ่มขึ้นเลย

ในเดือนกันยายน 1965 เกาหลีใต้ได้เปลี่ยนนโยบายการเงินใหม่ โดยเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากขึ้นเป็น 2 เท่าของอัตราเดิม อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปกติเพิ่มขึ้นเป็น 36% ต่อปี อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินฝากประจำ 1 ปี เพิ่มขึ้นเป็น 30% ต่อปี รัฐบาลได้ให้เหตุผลว่า ได้ตัดสินใจเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อเพิ่มระดับการออมและการลงทุนในภาคเอกชน และเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อ

เป็นที่คาดหมายกันว่า การเปลี่ยนนโยบายการเงินครั้งนี้จะทำให้ประเทศล้มละลาย จะเกิดปัญหาเงินเฟ้ออย่างรุนแรง และจะลดอัตราความเจริญก้าวหน้าทางเศรษฐกิจอย่างใหญ่หลวง

เหตุการณ์กลับเป็นไปในทางตรงกันข้าม ตารางที่ 1 แสดงให้เห็นว่า แท้จริงแล้วการปรับอัตราดอกเบี้ยใหม่กลับทำให้อัตราความเจริญเติบโตในทางเศรษฐกิจสูงขึ้นกว่าเดิมมาก การปรับอัตราดอกเบี้ยทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของเงินฝากธนาคารสูงขึ้น ยอดรวมเงินฝากกระแสรายวันและเงินฝากประจำเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจาก 14.7 พันล้านวอน ในปี ค.ศ. 1964 เป็น 452.5 พันล้านวอน ในปี ค.ศ. 1969

การวิเคราะห์ด้วยวิธี Regression ข้างล่างนี้ใช้ข้อมูลจากปี ค.ศ. 1957-1970 พบว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงมีความสำคัญทางสถิติต่ออัตราการออมของภาคเอกชนในเกาหลีใต้

$$S_t = \underset{}{0.1337} + \underset{(45.16)}{0.0006 i_t} + \underset{(22.40)}{0.6313 S_{t-1}}$$

$R^2 = 0.97,\ F = 95.6,\ N = 14$

S_t = อัตราส่วนการออมภายในประเทศต่อรายได้สุทธิในปี t

i = อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง t

S_{t-1} = อัตราส่วนการออมภายในประเทศต่อรายได้สุทธิในปี t–1

ตารางที่ 1 โครงสร้างทางการเงินของประเทศเกาหลีใต้ ระหว่างปี ค.ศ. 1960-1970

(Monetary and GNP Data in Billions of Current Won)

	Money Supply									
Year	Demand Deposit Plus Currency (M1) (1)	Time & Savings Deposits[a] (2)	Total (M2) (3)	Gross National Product (4)	Ratio of M2 to GNP (5)	Whole Sale Price Index (1963-100) (6)	Percentage Change in WPI (7)	Interest Sale on One Year Time Deposit[b] (Percent) (8)	Real Return on Holding One Year Time Deposit[c] (Percent) (9)	Ratio of M2 to WPI (10)
1960	22.1	5.9	28.0	246.7	0.1135	67	...	10.0	...	0.4179
1961	32.5	8.9	41.4	296.8	0.1395	76	+13.4	12.1	-1.2	0.5447
1962	35.1	16.6	51.7	348.6	0.1493	83	+9.2	15.0	+5.3	0.6229
1963	37.6	17.5	55.1	488.0	0.1129	100	+20.5	15.0	-4.6	0.5510
1964	48.9	14.7	63.6	696.8	0.0913	135	+34.6	15.0	-14.6	0.4725
1965	65.6	31.5	97.1	805.0	0.1203	148	+9.9	18.8	+8.1	0.6565
1966	85.2	70.2	155.4	1032.0	0.1506	161	+8.9	30.0	+19.4	0.9646
1967	122.0	130.8	252.8	1242.4	0.2035	172	+6.5	30.0	+22.1	1.4741
1968	153.6	255.5	409.1	1575.7	0.2596	185	+8.0	27.6	+18.1	2.2078
1969	218.2	452.5	670.7	2047.1	0.3276	193	+6.7	24.0	+16.2	3.3908
1970	305.6	585.2	890.8	2545.9	0.3499	216	+9.1	22.8	+12.6	4.1279

หมายเหตุ: ที่มา McKinnon (1973), p. 109

[a] Exclude deposits with the Korean Reconstruction Bank.

[b] Official ceiling on rates of interest (Since these ceilings were subject to change within a calendar year, rough averages over the entire calendar year are presented in the table.) See Bank of Korea, Monthly Economic Statistics, Vol 25 No. 11 (1971) p. 46.

[c] $1+\frac{(\text{col.8})_t}{(\text{col.6})_t}/(\text{col.6})_{t-1}$ where t is the relevant year and t–1 is the preceding year.

ตารางที่ 1 แสดงให้เห็นว่ารายได้ประชาชาติที่แท้จริงเพิ่มขึ้นประมาณ 90% จากปี ค.ศ. 1965-1969 แต่รายได้ประชาชาติที่แท้จริงเพิ่มขึ้นเพียง 40% จากปี ค.ศ. 1960-1964 ซึ่งเป็นระยะเวลาก่อนที่จะมีการปรับปรุงนโยบายการเงิน อัตราเงินเฟ้อลดลงจากอัตราเฉลี่ย 19.5% ต่อปี ในปี ค.ศ. 1960-1964 เป็น 8% ต่อปี ระหว่างปี ค.ศ. 1965-1969

หลักฐานจากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า นโยบายการปรับอัตราดอกเบี้ยเป็นนโยบายที่สร้างความสำเร็จในการกระตุ้นอัตราความเติบโตทางเศรษฐกิจให้แก่ประเทศเกาหลีใต้

6. สรุป

การพัฒนาการทางการเงินน่าจะเป็นองค์ประกอบที่สำคัญสำหรับประเทศด้อยพัฒนาที่จะบรรลุผลสำเร็จในการเพิ่มอัตราความเจริญก้าวหน้า เพราะการพัฒนาทางการเงินจะช่วยให้อัตราการออมในรูปของทรัพย์สินทางการเงินเพิ่มขึ้นและช่วยเคลื่อนเงินทุนไปยังส่วนที่ขาดแคลน นโยบายการเงินที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยสูงจะเป็นเครื่องมือในการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพให้แก่หน่วยเศรษฐกิจที่มีประสิทธิภาพในการผลิตสูง การเคลื่อนย้ายทรัพยากรจากส่วนของระบบเศรษฐกิจที่มีประสิทธิภาพในการผลิตต่ำกว่าไปยังส่วนที่มีประสิทธิภาพในการผลิตสูงกว่า จะช่วยเพิ่มอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด หลักฐานจากกรณีของประเทศเกาหลีใต้สนับสนุนความคิดนี้

Reference

Adem, D. W. (1975, March 21). *Mobilizing Financial Saving Among Rural Poor* (Economics and Sociology Occasional Paper No. 256). Department of Agricultural Economics and Rural Sociology, The Ohio State University.

Adem, D. W. (1978, April). Mobilizing household savings through rural financial markets. *Economic Development and Cultural Change, 26*(3), 547-567. https://doi.org/10.1086/451038

Brown, G. T. (1973). *Korean Pricing Policies and Economic Development in the 1960s.* The Johns Hopkins University Press.

Chandavarkar, A. G. (1971, March). Some aspects of interest rate policies in less-developed economies: The experience of selected Asian countries. *IMF Staff Papers, 18*(1), 69-106. https://doi.org/10.2307/3866375

Drake, P. J. (1977, January). Security markets in less-developed countries. *The Journal of Development Studies, 13*(2), 105-121. https://doi.org/10.1080/00220387708421623

Fry, M. J. (1978, November). Money and capital or financial deepening in economic development. *Journal of Money, Credit and Banking, 10*(4), 464-475. Ohio State University Press. https://doi.org/10.2307/1991576

Galbis, V. (1977, January). Financial intermediation and economic growth in less-developed countries: A theoretical approach. *The Journal of Development Studies, 13*(2), 58-72. https://doi.org/10.1080/00220387708421622

Gurley, J. G., & Shaw, E. S. (1953, September). Financial aspects of economic development. *The American Economic Review, 14*(4), 515-538.

Gurley, J. G. (1957, April). Financial structure and economic development. *Economic Development and Cultural Change, 15*(3), 333-346. https://doi.org/10.1086/450226

Jorgenson, D. W. (1961). The development of a dual economy. *The Economic Journal, 71*(282), 309-334. https://doi.org/10.2307/2228770

Jorgenson, D. W. (1967). Surplus agricultural labour and the development of a dual economy. *Oxford Economic Papers, 19*(3), 288-312. https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.oep.a041051

Kindleberger, C. P., & Herrick, B. (1977). *Economic Development.* McGraw-Hill. https://doi.org/10.1007/978-1-349-03196-2_36

Lewis, W. A. (1954). Economic development with unlimited supplies of labour. *The Manchester School, 22*(2), 139-191. https://doi.org/10.1111/j.1467-9957.1954.tb00021.x

McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development.* The Brookings Institution.

Meade, J. E. (1961). *A Neo-Classical Theory of Economic Growth.* Oxford University Press.

Ness, W. L., Jr. (1974, April). Financial market innovation as a development strategy: Initial results from the Brazilian experience. *Economic Development and Cultural Change, 22*(3), 509-528. https://doi.org/10.1086/450730

Patrick, H. T. (1966, January). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic Development and Cultural Change, 14*(2), 174-189. https://doi.org/10.1086/450153

Patrick, H. T. (1971, October). Financial development and economic growth in underdeveloped countries: Reply. *Economic Development and Cultural Change, 20*(1), 189-190. https://doi.org/10.1086/450553

Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development.* Oxford University Press.

Stammer, D. W. (1971, October). Financial development and economic growth in underdeveloped countries: Comment. *Economic Development and Cultural Change, 20*(1), 180-188. https://doi.org/10.1086/450552

Takayama, A. (1972). *International Trade.* Holt, Rinehart and Winston.

The Interactive Mechanism between Social Embeddedness and Resource Orchestration: A Case Study of Logistic Company in Thailand

Zhang Yanhua*
Shu Shih-Tung**

Received: January 21, 2026, Revised: March 12, 2026, Accepted: March 12, 2026

Abstract

This paper examines the outsider disadvantage faced by cross-border logistics enterprises in emerging markets against the backdrop of global value chain restructuring and digital trade development. Through a case study of logistic company in the Thai market employing grounded theory methodology, it reveals how enterprises achieve sustainable growth through the interplay of social embedding and resource orchestration. The research proposes a 'dual-drive mechanism for cross-market embedding and integration': Social embedding provides the legitimacy foundation and initial capital for resource orchestration, while effective resource orchestration, through value creation, reinforces and deepens social embedding. Together, these two drivers propel the enterprise from market entry to strategic leapfrogging into ecosystem leadership. The primary contribution lies in integrating social embeddedness and resource orchestration theories, revealing their synergistic dynamics. This offers a dynamic, integrated analytical framework for understanding complex corporate adaptation in emerging markets, providing systematic insights for practice.

Keywords: Social embeddedness; Resource orchestration; Dual-engine drive; Emerging markets

* Ph.D. Student in Business Administration, Interdisciplinary Studies College, Payap University
** Ph.D., Interdisciplinary Studies College, Payap University

กลไกเชิงปฏิสัมพันธ์ระหว่างการฝังตัวทางสังคมและการจัดการทรัพยากร: กรณีศึกษา บริษัทโลจิสติกส์ในประเทศไทย

จาง เยี่ยนหัว*
ชู ซื่อตุง**

รับบทความ: 21 มกราคม 2569, แก้ไขบทความ: 12 มีนาคม 2569, ตอบรับบทความ: 12 มีนาคม 2569

บทคัดย่อ

บทความนี้มุ่งศึกษาความเสียเปรียบของผู้ประกอบการโลจิสติกส์ข้ามพรมแดนในฐานะ “คนนอกตลาด” (Outsider Disadvantage) ในตลาดเกิดใหม่ ภายใต้บริบทของการปรับโครงสร้างห่วงโซ่มูลค่าโลกและการพัฒนาการค้าในยุคดิจิทัล โดยใช้กรณีศึกษาบริษัทโลจิสติกส์ในตลาดประเทศไทย และประยุกต์ใช้ระเบียบวิธีวิจัยเชิงทฤษฎีพื้นฐาน (Grounded Theory) ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า องค์กรสามารถบรรลุการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ผ่านปฏิสัมพันธ์ระหว่างการฝังตัวทางสังคมและการจัดการทรัพยากร งานวิจัยนี้เสนอ “กลไกขับเคลื่อนคู่สำหรับการฝังตัวและการบูรณาการข้ามตลาด” (Dual-Drive Mechanism for Cross-Market Embedding and Integration) โดยการฝังตัวทางสังคมทำหน้าที่เป็นฐานความชอบธรรมและแหล่งทุนเริ่มต้นสำหรับการจัดการทรัพยากร ขณะที่การจัดการทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพผ่านการสร้างคุณค่าจะช่วยเสริมสร้างและทำให้การฝังตัวทางสังคมมีความลึกซึ้งยิ่งขึ้น กลไกขับเคลื่อนทั้ง 2 ประการร่วมกันผลักดันให้องค์กรพัฒนาจากระยะเริ่มต้นของการเข้าสู่ตลาด ไปสู่การก้าวกระโดดเชิงกลยุทธ์และการเป็นผู้นำในระบบนิเวศทางธุรกิจ คุณูปการหลักของงานวิจัยนี้อยู่ที่การบูรณาการทฤษฎีการฝังตัวทางสังคมและทฤษฎีการจัดการทรัพยากรเข้าด้วยกัน โดยเปิดเผยพลวัตเชิงเสริมพลังระหว่างทั้ง 2 แนวคิด ซึ่งนำไปสู่กรอบการวิเคราะห์เชิงพลวัตและเชิงบูรณาการในการทำความเข้าใจการปรับตัวที่ซับซ้อนขององค์กรในตลาดเกิดใหม่ และให้ข้อค้นพบเชิงระบบที่เป็นประโยชน์ต่อการนำไปประยุกต์ใช้ในทางปฏิบัติ

คำสำคัญ: การฝังตัวทางสังคม; การจัดการทรัพยากร; กลไกขับเคลื่อนคู่; ตลาดเกิดใหม่

* นักศึกษาปริญญาเอก วิทยาลัยสหวิทยาการ มหาวิทยาลัยพายัพ
** อาจารย์ วิทยาลัยสหวิทยาการ มหาวิทยาลัยพายัพ

Introduction

Against the backdrop of global value chain restructuring and digital trade development, cross-border logistics has emerged as strategic infrastructure (Tian, 2025). To overcome the outsider disadvantage encountered when entering emerging markets, logistics enterprises must undertake comprehensive adaptation and adjustment to local socio-economic structures. This process not only requires firms to secure external legitimacy ensuring their actions are accepted by local institutions, norms, and cognitive frameworks (Suchman, 1995; Huang et al., 2025), but also demands dynamic capabilities to effectively allocate and activate internal and external resources for competitive advantage (Teece et al., 1997).

Existing theories provide a foundational perspective. Social embeddedness theory emphasizes that firms' economic actions are deeply embedded within specific social relationships and network structures, with successful embeddedness dependent upon building extensive social connections and trust (Granovetter, 1985). Resource orchestration theory, originating from internal management perspectives, posits that competitive advantage stems from the dynamic management of resources (Sirmon et al., 2007; Zhang & Hua, 2020). However, existing research largely treats these as relatively independent analytical dimensions. Systematic theoretical explanations and in-depth case evidence remain scarce regarding how they intertwine and mutually reinforce each other within the dynamic process of multinational expansion, collectively driving enterprises' evolution from market entry to ecosystem leadership (Zhao & Cheng, 2022). In practice, logistics firms entering the Thai market often encounter managerial challenges such as regulatory adaptation, localization of operations, and coordination with local partners, which further highlights the need to understand how social embeddedness and resource orchestration interact in international expansion.

Based on the aforementioned dialogue between theory and practice, this study focuses on the case of logistic company in the Thai market to explore how cross-border logistics enterprises achieve a strategic leap from market entry to ecosystem integration in emerging markets through the interactive mechanism of social embedding and resource orchestration. To address this question, this research employs grounded theory methodology to conduct systematic coding analysis of multi-source qualitative data, identifying its evolutionary trajectory and ultimately constructing an integrated theoretical model of 'dual-wheel drive'. Theoretically, this study aims to further elucidate the intrinsic mechanisms of synergistic co-evolution between 'social embeddedness' and 'resource orchestration'. Practically, it provides enterprises entering multicultural markets with an integrated action framework that is both systematic and operationally applicable.

Research Objectives

1. To conduct an in-depth exploration of the dynamic evolution of cross-border logistics enterprises in emerging market economies, from initial entry and network establishment to deep integration.

2. To examine how the interaction between social embeddedness and resource orchestration enables internationalizing firms to acquire legitimacy-based resources and transform them into sustainable capabilities and competitive advantages.

3. To develop an integrated framework explaining how social embeddedness and resource orchestration jointly enable firms to progress from market entry to ecosystem leadership.

Literature Review and Analytical Framework

This section systematically outlines the core tenets and developmental trajectory of social embeddedness theory and resource orchestration theory. By evaluating their theoretical contributions and inherent limitations, it constructs an integrative analytical framework, thereby laying the theoretical groundwork for the subsequent case study of logistic company.

1. Social Embeddedness Theory and Its Limitations

Social embeddedness theory, as the core of new economic sociology, offers a profound critique of the isolated “economic man” hypothesis in economics, asserting that all economic behavior is embedded within specific social relations and institutional structures. From Granovetter (1985) concept of embeddedness to systematic categorization into structural, cognitive, cultural, and political embeddedness, when entering new markets, enterprises must engage in relationship building, cognitive adaptation, cultural understanding, and institutional alignment to effectively secure external resources and social legitimacy (Suchman, 1995), thereby overcoming the ‘outsider disadvantage’ (Zaheer, 1995). This theory elucidates the social foundations enterprises must establish during economic activities and details specific mechanisms. However, its analytical focus primarily centers on firms’ adaptation to external social structures and resource acquisition processes. Conversely, it does not constitute the primary research focus of this theory how enterprises, after acquiring these resources, effectively allocate, integrate, and transform them into sustainable competitive advantages through internal strategic decision-making and management actions. Therefore, to comprehensively explain the entire process from resource acquisition to advantage establishment for new entrants, it is necessary to combine this externally oriented theoretical perspective with management theories that place greater emphasis on internal strategic agency.

2. Resource Orchestration Theory and Its Limitations

To address the limitations of the resource endowment perspective in dynamic management contexts, resource orchestration theory emerged. This theory posits that resources require systematic, dynamic construction, integration, and leveraging by managers to maximize competitive advantage (Sirmon et al., 2007). Sirmon et al. (2011) established a comprehensive framework for resource orchestration theory, delineating the complete process from resource combination to capability building, ultimately realizing market value. Recent research has further deepened its micro-mechanisms, such as exploring the strategic alignment between resource orchestration and business models. Resource orchestration theory elucidates how firms proactively transform resources into distinctive capabilities and market value through managed practices. However, when explaining new entrants in transnational contexts, its analysis typically rests upon a crucial implicit assumption: that firms possess the fundamental resource endowments and market access conditions necessary for resource orchestration. Consequently, the theoretical focus remains predominantly on "how to manage existing resources", while a more fundamental and upstream question remains under-explored: how new entrants initially acquire the foundational resources, critical channels, and social legitimacy required for effective resource orchestration when competing against local incumbents. Without this initial resource and legitimacy base, the subsequent systematic resource management process becomes difficult to initiate.

3. Preliminary Analysis Framework Construction

This study integrates social embeddedness theory with resource orchestration theory to construct a dynamic analytical framework of 'social embeddedness-resource orchestration'. The two theories complement each other: social embeddedness theory explains how new entrants establish local networks and institutional connections to acquire critical resources and legitimacy, thereby laying the groundwork for market access (Lee, 2017); whilst resource orchestration theory focuses on how firms systematically manage, integrate, and utilize acquired resources to build core competencies and create value. Deep social embeddedness provides the resource foundation and behavioral license for effective resource orchestration (Vestrum & Rasmussen, 2013); conversely, successful resource orchestration enhances firm capabilities and market reputation, thereby reinforcing and deepening social embeddedness. Based on this, this study posits that new entrants' market growth constitutes a continuous, cyclical process of interaction between social embeddedness and resource orchestration. Guided by this framework, the case analysis will explore how these two dimensions synergistically evolved and mutually reinforced each other across different stages of company's Thai market entry, and how strategic adaptations enabled positive interactions and sustainable advantage under specific circumstances.

Research Method

1. Research Design

Qualitative research emphasizes the systematic interpretation of the intrinsic logic and behavioral significance of social phenomena through data collection and in-depth analysis. The core question of this study centers on 'how new entrants achieve embeddedness and integration in overseas markets by leveraging social embeddedness and resource orchestration', constituting a typical 'how' process-oriented inquiry. Consequently, qualitative research was selected as the methodological foundation. Regarding specific methodology, case studies effectively reveal the dynamic mechanisms and contextual causality underlying complex phenomena, aligning particularly well with this study's exploratory objectives. Consequently, a longitudinal embedded single-case study design is adopted. A single-case design enables an in-depth exploration of complex processes within their real-life context, allowing the study to capture the nuanced interactions between social embeddedness and resource orchestration.

2. Case Selection

This study selects a logistic company's entry into the Thai market as its research case, primarily due to its exemplary and instructive nature in theoretical sampling.

As a rapidly emerging global logistics enterprise in recent years, company has not only secured a place among the world's top 100 logistics firms by revenue but has also achieved significant success in multiple emerging markets through its distinctive 'overseas-first, domestic-later' development strategy. Notably, within the Southeast Asian market, it has maintained the leading position with the highest market share for six consecutive years, establishing itself as a prime case study for examining corporate transnational operations. Upon entering Thailand in 2019, company confronted a mature competitive market dominated by local giants and international corporations. Its position as a 'new entrant' challenging the established order vividly illustrates the core processes of gaining legitimacy through social embeddedness and building capabilities through resource orchestration, thereby rendering the relevant mechanisms amenable to study.

3. Data Analysis and Coding

This study conducted interviews with Thailand's logistic company between June and December 2025. Data accessibility for this study ensured thorough case analysis. Triangulation was achieved through multi-source collection of internal corporate interviews, public reports, industry data, and archival materials. Case data and coding results were subsequently validated by interviewees to ensure accuracy. Peer review was incorporated to evaluate the research process and findings, guaranteeing data reliability and validity. Data collection sources are detailed in Table 1.

Firstly, open coding constitutes the initial coding of raw data. Through detailed interpretation of the acquired case materials and data, this paper employs the notation (ax), ultimately establishing 127 labels. Concepts with similar meanings (at the upper dimension of attributes) were analyzed and grouped, refining more standardized sub-categories denoted by the coding prefix (Ax). In total, 22 sub-categories were established. Secondly, axial coding involves establishing primary and sub-categories by forming effective connections between labels derived from open coding through causal, contextual, or semantic relationships. The 22 sub-categories were logically grouped into 8 primary categories. The coding structure is illustrated in Figure 1. Thirdly, selective coding involves further refinement and integration of general concepts extracted through open coding and axial coding to derive core categories. Simultaneously, incomplete categories are supplemented to establish a rigorous and comprehensive theoretical model. Throughout this process, researchers repeatedly returned to the primary data, conducting theoretical sampling and comparative analysis to progressively identify the dynamic pathway: 'market embedding–relationship establishment–network collaboration–sustained interaction–ecological integration'.

Table 1 Sources of Case Data Collection

Data Type		Data Type
Primary Source Material	Respondents	Executive Assistant, Business Department, Public Relations Department, Human Resources Department
	Interview Process Volume of Data	Total of 12 Times Total of 5 People 29 Hours 105,133 Chinese Words
Secondary Sources	Source of Information	Official Website, News Reports Academic Journal Materials
	Volume of Data	268 Pages, 137,482 Chinese Words

To ensure the reliability and rigor of theoretical construction, this study conducted a saturation test following the coding phase. Specifically, after completing systematic coding of the initial sample and establishing a preliminary theoretical framework, one-third of the remaining interview data was reserved for saturation testing. Analysis of this reserved material revealed no emergence of new conceptual categories or relational frameworks, nor did existing frameworks yield novel theoretical attributes. This indicated conceptual saturation within the model. Consequently, we determined that the coding process and theoretical construction met the criteria for theoretical saturation. The core categories and narrative threads thus formed provide a comprehensive explanation for the phenomena under investigation.

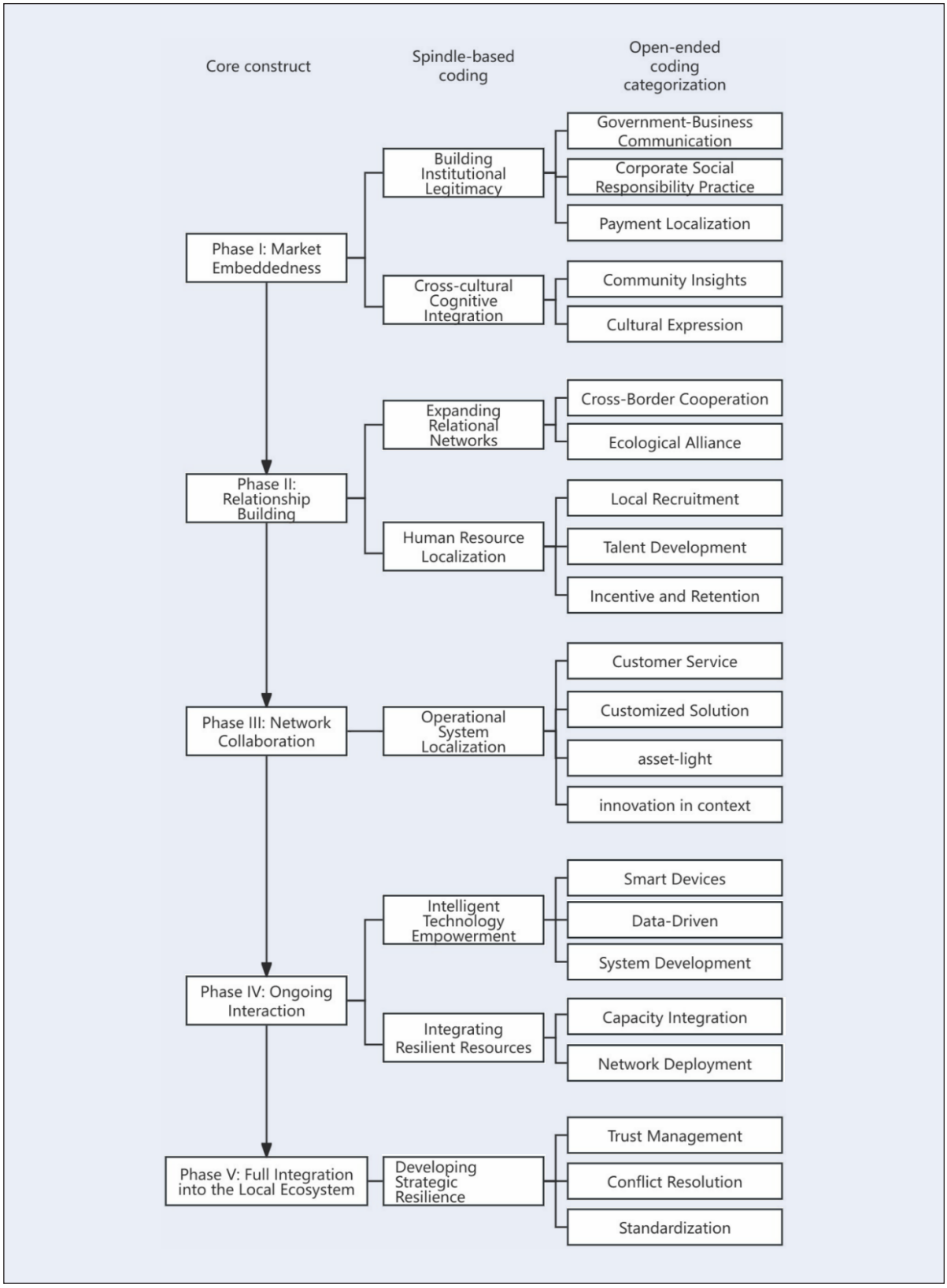


Figure 1 Stage Encoding Diagram

Case Study Findings: The Five-Stage Evolution of Market Entry

Based on systematic coding and analysis of interview data, logistic company's expansion journey in the Thai market encompasses five distinct phases: market embedding, relationship building, network collaboration, sustained interaction, and ecosystem integration. This progression demonstrates how the company accurately identified challenges at each stage, achieving a strategic leap from market entrant to ecosystem builder through the stepwise development of resources and capabilities.

1. Market Embeddedness: The Period of Dual Institutional and Cultural Embedding

The initial phase constitutes the market embedding stage, during which enterprises must primarily overcome legitimacy barriers. New institutional theory posits that organizations require recognition as legitimate and appropriate within specific institutional environments to secure the legitimacy essential for survival and development. Upon entering Thailand, company faced a dual 'outsider disadvantage' stemming from institutional barriers and cultural divides. In response, logistic company implemented a dual strategy of institutional and cultural embedding. At the institutional level, company actively participated in government forums and policy seminars, proactively engaging in dialogue and investing in facilities aligned with Thailand 4.0, such as automated distribution centers (PR Department)'. This approach secured operational permits and policy support, establishing regulatory legitimacy (Suchman, 1995). Regarding cultural cognition, logistic company 'conducted in-depth research into local religious taboos, festival customs, and consumption habits, fully reflecting cultural respect and integration in packaging design and service processes (PR Department)'. This approach secured cultural-cognitive legitimacy within society (Kostova & Zaheer, 1999). At this stage, company successfully navigated survival and development in the host country by transforming policy challenges into communication opportunities and cultural differences into integration opportunity.

Table 2 Case Analysis of the Market Embeddedness Phase

Spindle-Based Coding	Open-Ended Coding Categories	Exemplary Evidence Examples
Building Institutional Legitimacy	- Government-Business Communication - Corporate Special Responsibility Practice - Payment Localization	- We actively foster sound communication and cooperative relationships with local government agencies, business organizations and media outlets in Thailand. (a01) - We actively participate in local social welfare initiatives, such as environmental protection campaigns, educational support programs and charitable donations. (a02) - In response to Thailand's payment habits where cash-on-delivery (COD) accounts for 60% of transactions, J&T Express has partnered with the GCash digital wallet to launch a promotional campaign for 'COD digitalization'. (a06)
Cross-Cultural Cognitive Integration	- Community Insights - Cultural Expression	- Extending service points into everyday settings such as underground stations, parcel lockers outside 7-Eleven convenience stores, petrol stations and shopping centers, with a focus on providing cash-on-delivery (COD) services, collaborating with local governments to support agricultural product distribution, and launching specialized services like fruit delivery. (a03) - Theme-based delivery services are launched during Thai festivals such as Songkran and Loy Krathong, including the 'Loy Krathong Wish Package' campaign where customers may enclose prayer lanterns with parcels. (a05)

2. Relationship Building: The Period of Network Construction and Resource Mobilization

The second phase marked the relationship-building stage, with a focus on resource mobilization and activation. Social network theory emphasizes that enterprises can acquire critical information and resources while reducing transaction costs by constructing relational networks (Gulati, 1998). Having secured initial legitimacy, company embarked on building diversified social networks to mobilize critical resources. Externally, it collaborated with 7-Eleven convenience stores to launch the "Station + Convenience Service" model and partnered with Apple distributor SPVI to introduce the iPhone Express Delivery service (PR Department). Internally, it vigorously pursued human resource localization, implementing 'a three-tier cross-cultural training system encompassing cultural awareness, skill alignment, and emotional identification

(HR Department)'. During this phase, company transformed static social capital into dynamic collaborative intent and operational momentum by expanding its relational networks, thereby laying the groundwork for large-scale market operations.

Table 3 Case Analysis of the Relationship Building Phase

Spindle-Based Coding	Open-Ended Coding Categories	Exemplary Evidence Examples
Expand Relationships Networks	- Cross-Border Cooperation - Ecological Alliance	- Collaborating with 7-Eleven convenience stores to launch a 'post station + convenience services' model, attracting younger users through cross-industry marketing initiatives such as parcel lockers + ice cream vouchers. (a04) - Integrating resources from local logistics enterprises (e.g., Flash, Kerry Logistics) to share last-mile delivery networks, reducing 'last-mile' costs by 30%. (a18)
Human Resources Localization	- Local Recruitment - Talent Development - Incentive and Retention	- Among a total workforce of 40,000 employees, only approximately 60 are non-Thai nationals, with the vast majority of middle and senior management positions held by Thai nationals. (a36) - The "Company Cross-Border Scholarship" has been established at Chiang Mai University and Prince of Songkla University, annually cultivating 50 bilingual graduates specializing in logistics and e-commerce. (a22)

3. Network Collaboration: Network Collaboration and Resource Deployment Phase

The third phase constitutes the network collaboration period, where the focus shifts towards localized deployment of operational systems and value creation. Resource orchestration theory posits that competitive advantage stems from the effective structuring and deployment of resources (Sirmon et al., 2007). Company adopts a core hub plus regional network layout, innovating a community agency model to form an integrated express delivery, retail, and lifestyle services model (PR Department)'. During this phase, through meticulous resource orchestration, company transforms the relationships and human capital acquired in earlier stages into sustainable operational capabilities and market competitive advantages that combine efficiency with flexibility.

Table 4 Case Analysis of the Network Collaboration Phase

Spindle-Based Coding	Open-Ended Coding Categories	Exemplary Evidence Examples
Operational System Localization	- Customer Service - Customized Solution - Asset-Light - Innovation in Context	- Established a 24-hour Thai-language customer service center to swiftly address consumer complaints (such as refusal of delivery or damaged goods), while publicly disclosing resolution progress via social media to mitigate the risk of negative sentiment spreading. (a07) - Simultaneously, provided Temu with bespoke 'domestic consolidation and Thai distribution' services, with orders processed through this model accounting for 18% of total volume in 2024. (a10) - We have established nine automated transshipment centers in Thailand, equipped with DWS (automated volume measurement, weighing, and barcode scanning) systems and cross-belt sorting equipment. This has increased peak processing capacity by 25% while reducing per-order costs by 18.7%. (a119) - We have launched a 'logistics + live streaming' composite talent development program to cultivate specialized operational personnel. (a96)

4. Ongoing Interaction: Sustained Engagement and Capability Release Period

Entering the fourth phase, the sustained interaction period, the enterprise focuses on dynamic operational optimization and resilience building. The dynamic capability perspective indicates that enterprises must integrate, construct, and reconfigure internal and external resources to respond to rapidly changing environments (Teece et al., 1997). Facing intense market competition, company continuously unlocks resource efficiency through intelligent technology empowerment and resilient resource integration. Company introduced intelligent scheduling systems and big data analytics platforms while establishing a flexible operational capacity pool to manage business peaks. This phase demonstrates the organization's capacity for refined management and dynamic adjustment of deployed resources within deep societal embeddedness, thereby sustaining organizational agility and operational resilience.

Table 5 Case Analysis of the Ongoing Interaction Phase

Spindle-Based Coding	Open-Ended Coding Categories	Exemplary Evidence Examples
Intelligent Technology Empowerment	- Smart Devices - Data-Driven - System Development	- Nine automated transfer centers have been established in key cities such as Bangkok and Chiang Mai, equipped with DWS systems (integrated devices for volumetric measurement, weighing and barcode scanning) and cross-belt sorters. (a76) - We employ big data analytics to forecast operational volume fluctuations, rationally allocating transport and warehousing resources. (a99) - We have implemented an advanced logistics management system integrating functional modules including order management, warehouse management, and transport management, achieving comprehensive digital oversight across the entire logistics process. (a116)
Integrating Strategic Resource	- Capacity Integration - Network Deployment	- In partnership with Bangkok's Mass Rapid Transit (MRT) system, we have established 32 collection points handling an average of 3,000 parcels daily, catering to commuters' shipping needs. (a72) - For major cities such as Bangkok, where logistics demand is substantial and concentrated, we have allocated greater warehousing and transport resources. For remote areas, we ensure service coverage through optimized delivery routes and partnerships with local small-scale logistics enterprises. (a112)

5. Ecological Integration: The Period of Ecological Integration and Value Reconstruction

Ultimately, the fifth stage marks the ecological integration phase, signifying the company's strategic leap from rule follower to rule maker. At this pinnacle, company focuses on cultivating strategic resilience to achieve value reconstruction and ecological leadership. The enterprise no longer contented itself with adapting to the environment but proactively set industry standards, 'releasing ESG white papers and green logistics solutions (PR Department)' to participate in defining cross-border logistics protocols. This signified company's attainment of the deepest level of social embeddedness–by co-creating institutions and reconstructing value, it reshaped the host country's business environment (Granovetter, 1985), thereby securing enduring and difficult-to-imitate competitive advantages.

Table 6 Case Analysis of the Ecological Integration Phase

Spindle-Based Coding	Open-Ended Coding Categories	Exemplary Evidence Examples
Developing Strategic Resilience	- Trust Management - Conflict Resolution - Standardization	- Establish a '24-hour Public Sentiment Monitoring Team' to respond swiftly to negative news (such as delivery delays) and restore trust through 'compensation vouchers + apology videos'. (a08) - Implement a 'Cultural Mediator' system, with senior local staff serving as mediators to resolve cross-cultural disputes. In 2024, this mechanism resolved over 3,200 customer complaints with a 98% satisfaction rate. (a41) - Collaborate with Thailand Post, Lao Post, and Vietnam Post to establish the "Mekong Green Logistics Corridor". The PR department will oversee unified messaging, aiming to make "cross-border parcel carbon labelling" an ASEAN standard. (a28)

Discussion

Building upon the grounded analysis of company's market embedding and integration process in Thailand, this study systematically synthesizes findings from open coding, axial coding, and selective coding to identify a core mechanism: the 'dual-drive cross-market embedding and integration mechanism'. This study constructs an integrated theoretical framework (as illustrated in Figure 2), aiming to systematically elucidate the intrinsic mechanisms through which express logistics enterprises achieve successful embedding and sustainable growth in emerging market economies.

1. Establishing a Cross-Market Embedding and Integration Mechanism Driven by Dual Engines

This study constructs a 'dual-driven cross-market embedding and integration mechanism'. The core proposition of this mechanism is that a firm's internationalization process constitutes a dynamically evolving journey driven by two mutually reinforcing forces: social embedding and resource orchestration. Social embedding serves as the prerequisite for firms to acquire external legitimacy and social capital, providing the essential context and foundation for resource orchestration (Granovetter, 1985); Resource orchestration, meanwhile, manifests as the enterprise's capacity to activate, integrate, and utilize acquired resources to generate value (Sirmon et al., 2007), serving as the pivotal mechanism for transforming social embeddedness outcomes into sustainable competitive advantage. Through continuous interaction, these dual drivers collectively propel enterprises from market entry towards the construction of local ecosystems.

Within the social embeddedness dimension, this study identifies three core pillars. Firstly, establishing institutional legitimacy. Enterprises must proactively adapt to host country regulations and implicit institutional requirements through government-business communication and compliant operations to secure operating licenses (Suchman, 1995). Secondly, achieving cultural cognitive integration. Enterprises require deep community insights and cultural expression to respect and adapt to local social norms and consumption habits, thereby earning societal trust. Thirdly, expanding relational networks. Enterprises secure critical resources and information for development by constructing multi-layered, reciprocal relational networks with key local stakeholders (Gulati, 1998). Collectively, these three pillars form the foundational pathway for enterprises to overcome the 'outsider disadvantage' and attain external legitimacy (Zaheer, 1995).

In the resource orchestration dimension, this study identifies five key capabilities. Firstly, operational system localization entails adaptive innovation and deployment tailored to host market demands, essentially structuring acquired resources to build capability systems (Sirmon et al., 2007). Secondly, human resource localization transforms local talent into core corporate assets. Thirdly, intelligent technology empowerment establishes efficiency barriers through introducing technological advantages. Fourth is resilient resource integration, constructing flexible, scalable operational networks to withstand market fluctuations. Fifth is strategic resilience cultivation, the dynamic capability to integrate, construct, and reconfigure internal and external resources in response to rapid environmental shifts (Teece et al., 1997). These five capabilities elucidate how enterprises transform resources acquired through social embeddedness into tangible operational advantages and market value.

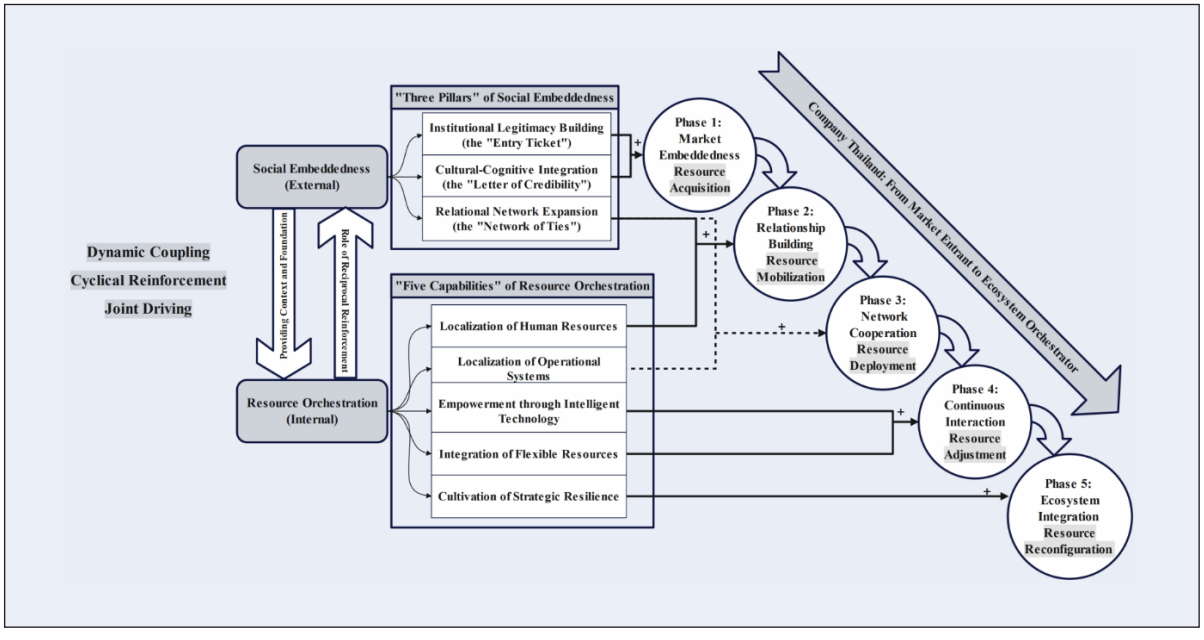


Figure 2 Theoretical Framework for Company's Market Embedding and Integration in Thailand

2. Theoretical and Practical Contributions

Existing theories offer partial explanations but struggle to systematically address the practical challenge of "how to build alliance-based logistics networks under highly constrained resources." For instance, the international market entry theory focuses solely on initial model selection, failing to guide ongoing operational optimization and resource integration. While the resource patchwork theory emphasizes flexibility, it often leads to fragmented operations, lacking strategic depth and contextual consideration. Therefore, addressing this systemic challenge urgently requires an integrated theoretical framework that can both discern macro-environmental trends and excel in micro-level resource management.

By integrating social embeddedness theory with resource orchestration theory, this paper examinesthe case of logistic company in the Thai market and clarifies the theoretical positioning of the proposed 'dual-drive mechanism' as a bridge linking external legitimacy acquisition and internal capability development during the internationalization of emerging market enterprises. The research posits that successful market entry requires meeting host country institutional requirements and cultural recognition to secure market embedding thresholds. After initial legitimacy is established, firms can accelerate market penetration and localization by building local relationship networks and effectively mobilizing social capital. As operations deepen, they strengthen organizational resilience to market fluctuations through intelligent technological empowerment and flexible resource integration. At a more advanced stage, firms cultivate strategic innovation capabilities. Through the creative re-orchestration of resources and, in some cases, participation in reshaping industry rules, they can gradually move toward a stronger position in the value chain.

In summary, social embedding provides the context and pathways for resource acquisition, while resource orchestration transforms social capital into sustainable competitive advantage. By conceptually linking these two perspectives, this study positions the proposed 'dual-drive mechanism' as an integrative framework that bridges sociological perspectives on embeddedness with strategic management perspectives on resource orchestration. These two processes are mutually reinforcing and cyclically strengthening, collectively constituting the intrinsic mechanism through which enterprises achieve deep integration in emerging markets.

These findings suggest that firms should simultaneously pursue operational localization and institutional embedding by developing local networks, human resources, and technological capabilities. During the market entry phase, companies must analyse local regulations, cultural norms, and societal conventions to secure operational licenses and gain socio-cultural acceptance. During the operational deepening phase, the focus shifts to transforming established local social relationships into stable partner networks and highly adapted localized operational processes. In the leadership phase, enterprises must commit to ecosystem-level innovation, reshaping market competition through business model innovation or participation in industry standard-setting. These practical principles and phased approaches provide enterprises with systematic and actionable guidance for achieving sustainable growth in emerging markets.

Research Summary

This paper analyses logistic company's entry into the Thai market to construct a dual-drive model of social embedding and resource orchestration. Research reveals that corporate entry into emerging markets constitutes a dynamic ascending process spanning five stages: market embedding, relationship building, network collaboration, sustained interaction, and ecological integration. External "social embedding" and internal "resource orchestration" continuously interact and mutually reinforce each other throughout these five phases. Social embedding provides direction for resource orchestration and lays the foundation for social capital, while effective resource orchestration transforms initial advantages into sustainable operational strengths. This, in turn, reinforces and deepens social embedding, jointly propelling the firm's evolution from market 'outsider' to ecosystem 'dominant player'.

The primary theoretical contribution of this research lies in reframing corporate 'localization' not as mere technical replication, but as a complex adaptive process deeply integrating 'social construction' with 'strategic management'. This complements contemporary management theories by synthesizing external embedding with internal orchestration. Successful international enterprises must translate social understanding into systematic action, continuously and efficiently regulating resources to conduct management activities. In the context of firms entering the Thai market, this framework also provides practical insight into how foreign entrants can progressively build legitimacy, mobilize local networks, and transform limited initial resources into sustainable competitive capabilities.

Limitations and Future Study

While the findings provide in-depth insights into the interaction between social embeddedness and resource orchestration, future research across different firms, industries, and institutional environments would further enrich the understanding of the broader applicability of the proposed mechanism. The conclusions primarily stem from the successful case of logistic company in Thailand, and their generalizability to other emerging markets with significant cultural and institutional differences warrants further examination. Concurrently, the research perspective focuses predominantly on the corporate entity, and the exploration of interactive mechanisms involving multiple stakeholders in the host country could be further deepened. Future research may test and refine the boundary conditions of this theoretical framework through comparative case studies across different markets or industries. Employing longitudinal tracking methods could more precisely depict the dynamic process of the 'dual-wheel drive' mechanism. Alternatively, exploring the complex co-evolutionary relationships between multinational corporations and local actors from a network ecology perspective, or conducting large-sample empirical studies, could enhance the generalizability of the findings.

References

Eisenhardt, K. M., & Schoonhoven, C. B. (1996). Resource-based view of strategic alliance formation: Strategic and social effects in entrepreneurial firms. *Organization Science, 7*(2), 136-150. https://doi.org/10.1287/orsc.7.2.136

Granovetter, M. (1985). Economic action and social structure: The problem of embeddedness. *American Journal of Sociology, 91*(3), 481-510. https://doi.org/10.1086/228311

Gulati, R. (1998). Alliances and networks. *Strategic Management Journal, 19*(4), 293-317. https://doi.org/10.1002/(sici)1097-0266(199804)19:4%3C293::aid-smj982%3E3.0.co;2-m

Huang, S., Liu, W., & Lin, Y. (2025). 新兴市场跨国公司获取国际化多重合法性的机理及策略研究 [Mechanisms and strategies for emerging-market multinationals to obtain multiple legitimacies in internationalization]. *研究与发展管理, 37*(2), 176-189. https://doi.org/10.13581/j.cnki.rdm.20241117

Kostova, T., & Zaheer, S. (1999). Organizational legitimacy under conditions of complexity: The case of the multinational enterprise. *Academy of Management Review, 24*(1), 64-81. https://doi.org/10.2307/259037

Lee, R. (2017). Entrepreneurial newcomers: Resources and social embeddedness. In *The Social Capital of Entrepreneurial Newcomers.* Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/978-1-137-59820-2_2

Li, L. (2024). 极兔的本地化策略及对中国快递企业“出海”的经验借鉴 [J&T's localization strategy and lessons for Chinese express delivery firms' overseas expansion]. *邮政研究, 40*(5), 79-84. https://doi.org/10.13955/j.yzyj.2024.05.13.06

Shane, S., & Venkataraman, S. (2000). The promise of entrepreneurship as a field of research. *Academy of Management Review, 25*(1), 217-226. https://doi.org/10.2307/259271

Sirmon, D. G., Hitt, M. A., & Ireland, R. D. (2007). Managing firm resources in dynamic environments to create value: Looking inside the black box. *Academy of Management Review, 32*(1), 273-292. https://doi.org/10.5465/amr.2007.23466005

Sirmon, D. G., Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Gilbert, B. A. (2011). Resource orchestration to create competitive advantage: Breadth, depth, and life cycle effects. *Journal of Management, 37*(5), 1390-1412. https://doi.org/10.1177/0149206310385695

Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review, 20*(3), 571-610. https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331

Swedberg, R. (1991). Major traditions of economic sociology. *Annual Review of Sociology, 17*(1), 251-276. https://doi.org/10.1146/annurev.so.17.080191.001343

Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal, 18*(7), 509-533. https://doi.org/10.1016/B978-0-7506-7088-3.50009-7

Tian, L. (2025). 泰国快递物流产业：效率提升与价格竞争在平衡木上“共舞” [Thailand’s express logistics industry: Efficiency improvement and price competition “dancing” on a balance beam]. *中国对外贸易,* (04), 64-65.

Vestrum, I., & Rasmussen, E. (2013). How community ventures mobilise resources: Developing resource dependence and embeddedness. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, 19*(3), 283-302. https://doi.org/10.1108/13552551311330183

Zaheer, S. (1995). Overcoming the liability of foreignness. *Academy of Management Journal, 38*(2), 341-363. https://doi.org/10.2307/256683

Zhang, Q., & Hua, Z. (2020). 资源编排理论及其研究进展述评 [Resource orchestration theory and its research progress: A review]. *经济管理, 42*(9), 193-208. https://doi.org/10.19616/j.cnki.bmj.2020.09.012

Zhao, Y., & Cheng, Q. (2022). 创新生态系统中核心企业如何实现跨界资源整合？ [How do core firms in innovation ecosystems achieve cross-boundary resource integration?]. *科学学与科学技术管理, 43*(5), 100-116. https://doi.org/10.20201/j.cnki.ssstm.2022.05.007

Applying Artificial Intelligence for Developing Customer Experiences in Banking Services

Bhubethe Osiri*
Wuttigrai Ngamsirijit**

Received: December 12, 2025, Revised: February 21, 2026, Accepted: March 16, 2026

Abstract

This study investigated the application of artificial intelligence (AI) technology to enhance customer experience within the banking service industry. The objectives of the research were to analyze a conceptual model of customer experience using AI technology and to identify the factors that constitute and influence customer experience in service businesses. Data were collected from a sample of 400 banking service customers residing in Bangkok and its metropolitan area, utilizing a structured questionnaire. The data were analyzed using descriptive statistics, including mean and standard deviation, and inferential statistics, specifically Structural Equation Modeling (SEM) for hypothesis testing.

The findings indicate that the adoption of AI technology in banking services is significantly influenced by service quality, trust, and personalization, all of which play a crucial role in enhancing customer experience. Conversely, the study found that customer sacrifices required for adapting to AI technology had no significant effect on the development of customer experience.

This research highlights that the integration of AI in the banking sector is essential for improving customer experience. To achieve this, AI applications for customer experience should incorporate elements of trust, convenience, and satisfaction with AI capabilities, as well as personalized service adjustments tailored to each customer. By focusing on these elements, banks can create superior customer experiences, ultimately gaining a competitive advantage in the digital era.

Keywords: Artificial intelligence; Customer Experience

* Master of Business Administration, Operations and Technology Management, Kasetsart University. Corresponding Author, Tel. 082-929-9789, E-mail: Bhubethe.osi@ku.th
** Associate Professor, Faculty of Business Administration, Kasetsart University, E-mail: wuttigrai.ng@ku.th

การประยุกต์ใช้ปัญญาประดิษฐ์เพื่อการพัฒนาประสบการณ์ของลูกค้าในธุรกิจบริการธนาคาร

ภูเบศก์ โอศิริ*
วุฒิไกร งามศิริจิตต์**

รับบทความ: 12 ธันวาคม 2568, แก้ไขบทความ: 21 กุมภาพันธ์ 2569, ตอบรับบทความ: 16 มีนาคม 2569

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ได้ทำการศึกษาการประยุกต์ใช้เทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์เพื่อการพัฒนาประสบการณ์ลูกค้าในธุรกิจบริการธนาคาร โดยหลักการและแนวคิดในการศึกษานี้เป็นการวิเคราะห์แบบจำลองประสบการณ์การใช้งานเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ของลูกค้า ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นองค์ประกอบของการประยุกต์ใช้เทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ และมีอิทธิพลต่อประสบการณ์ของลูกค้าในธุรกิจบริการ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลด้วยแบบสอบถามจากกลุ่มตัวอย่างลูกค้าในธุรกิจบริการธนาคารจำนวน 400 คน ที่อาศัยอยู่ในกรุงเทพมหานครและปริมณฑล จากนั้นทำการวิเคราะห์ทางสถิติ ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ทดสอบสมมติฐานทางสถิติด้วยการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ผลการศึกษาพบว่าการใช้งานเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ในธุรกิจบริการธนาคารนั้น มีปัจจัยเรื่องของคุณภาพบริการ ความเชื่อมั่น และการปรับแต่งส่วนบุคคลที่มีผลต่อการพัฒนาประสบการณ์ลูกค้า และปัจจัยที่ไม่มีผลต่อการพัฒนาประสบการณ์ลูกค้าคือ ความเสียสละที่จำเป็นของลูกค้าในการปรับตัวกับเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ งานวิจัยนี้สะท้อนให้เห็นว่าการนำปัญญาประดิษฐ์มาใช้ในธุรกิจบริการธนาคารมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาประสบการณ์ลูกค้า ปัญญาประดิษฐ์ที่นำมาใช้เพื่อประสบการณ์ของลูกค้าต้องมีองค์ประกอบในเรื่องความไว้วางใจ ความสะดวก ความพึงพอใจต่อการพัฒนาความสามารถของปัญญาประดิษฐ์ควบคู่กับการปรับบริการให้เหมาะสมกับลูกค้าแต่ละราย จึงจะช่วยสร้างประสบการณ์ของลูกค้าอันนำไปสู่ความได้เปรียบทางการแข่งขันให้กับธุรกิจธนาคารในยุคดิจิทัล

คำสำคัญ: ปัญญาประดิษฐ์; ประสบการณ์ลูกค้า

* บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาการจัดการเทคโนโลยีและการปฏิบัติการ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ผู้นิพนธ์ประสานงาน โทรศัพท์ 082-929-9789, E-mail: Bhubethe.osi@ku.th
** รองศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, E-mail: wuttigrai.ng@ku.th

บทนำ (Introduction)

ในยุคปัจจุบัน เทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ได้เข้ามามีบทบาทสำคัญในชีวิตประจำวัน ตลอดจนมีการใช้งานอย่างหลากหลายในภาคอุตสาหกรรมตั้งแต่การผลิต การแพทย์ การศึกษา ไปจนถึงธุรกิจบริการหลากหลายประเภท โดยเฉพาะอย่างยิ่งในธุรกิจบริการประเภทธนาคาร ซึ่งการนำปัญญาประดิษฐ์มาประยุกต์ใช้ในธุรกิจดังกล่าว สามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและยกระดับประสบการณ์ของลูกค้าให้ดียิ่งขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ (Tarhini et al., 2021) โดยปัญญาประดิษฐ์มีความสามารถในการวิเคราะห์ข้อมูลขนาดใหญ่ การคาดการณ์ และการทำงานแบบอัตโนมัติและการปรับตัวของบุคลากรภายในองค์กร (Al-Sabawi, & Al-Qudah, 2022) ส่งผลให้ธนาคารสามารถยกระดับการให้บริการและเพิ่มประสิทธิผลในการดำเนินงานได้อย่างมหาศาล ซึ่งไม่เพียงแต่เป็นการปรับปรุงกระบวนการภายในองค์กรเท่านั้น แต่ยังช่วยสร้างประสบการณ์ที่ดียิ่งขึ้นให้กับลูกค้าผ่านบริการที่รวดเร็ว แม่นยำ และตอบสนองต่อความต้องการได้ทันท่วงที เช่น การใช้แชทบอทในการตอบคำถามเบื้องต้นโดยไม่ต้องใช้พนักงาน (Gupta et al., 2024) การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อประเมินความเสี่ยงในการให้สินเชื่อ (Chang et al., 2024) และการตรวจจับและป้องกันการทุจริตในระบบธนาคาร (Preciado Martínez et al., 2025) ซึ่งธนาคารหลายแห่งทั่วโลกได้เริ่มนำปัญญาประดิษฐ์ไปใช้ในหลากหลายด้าน และพบว่าไม่เพียงแต่ช่วยลดต้นทุนในการดำเนินงาน แต่ยังสามารถเพิ่มความพึงพอใจและความภักดีของลูกค้าได้อีกด้วย (De Winter, 2024) การศึกษาของงานวิจัยนี้ คือการทดสอบปัจจัยที่ส่งผลแบบแปรผันทางตรงและส่งผลแบบแปรผกผัน เพื่อให้ทางธุรกิจอุตสาหกรรมธนาคารนำไปปรับใช้ตามแผนพัฒนากลยุทธ์ของแต่ละองค์กรต่อไป

การให้คำนิยามของประสบการณ์ลูกค้าต่อปัญญาประดิษฐ์ หมายถึง กระบวนทัศน์ใหม่ของการสร้างปฏิสัมพันธ์และการบริหารจัดการความสัมพันธ์ระหว่างสถาบันการเงินและผู้ใช้บริการ โดยการบูรณาการเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ (Artificial Intelligence) ได้แก่ การเรียนรู้ของเครื่อง (Machine Learning) การประมวลผลภาษาธรรมชาติ (Natural Language Processing: NLP) และการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพยากรณ์ (Predictive Analytics) ให้เข้ากับทุกจุดสัมผัสของเส้นทางการใช้บริการ (Customer Journey)

เทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ยังมีบทบาทสำคัญในการเปลี่ยนแปลงธุรกิจบริการที่มีการแข่งขันสูง โดยการสร้างประสบการณ์ที่ดีและตรงใจต่อลูกค้าเป็นหนึ่งในปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อการรักษาฐานลูกค้าและความพึงพอใจในการใช้บริการ (Bhalodia et al., 2024) ปัญญาประดิษฐ์ช่วยให้ธุรกิจสามารถเข้าใจความต้องการและพฤติกรรมของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น และสามารถปรับเปลี่ยนการบริการให้เหมาะสมกับแต่ละบุคคลได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในประเด็นนี้ยังคงมีข้อจำกัดและยังไม่ได้รับการศึกษามากนักในเชิงลึก การศึกษานี้จึงเน้นไปที่การประยุกต์ใช้ปัญญาประดิษฐ์เพื่อพัฒนาประสบการณ์ของลูกค้า โดยพิจารณาประเด็นการใช้งานปัญญาประดิษฐ์ในหลากหลายมิติ เช่น การวิเคราะห์ข้อมูลลูกค้า การปรับปรุงการสื่อสาร และการสร้างระบบแนะนำที่สามารถตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างตรงจุด ระหว่างลูกค้าและธนาคาร ซึ่งเป็นการสร้างความสัมพันธ์ระยะยาว

ทั้งนี้ ที่ผ่านมายังได้มีการพิจารณาปัจจัยปัญญาประดิษฐ์ที่ส่งผลกระทบต่อประสบการณ์ของลูกค้า ได้แก่ ความสามารถในการให้บริการแบบเฉพาะบุคคล การลดเวลาการตอบสนอง และความแม่นยำในการคาดการณ์พฤติกรรมผู้บริโภค การนำปัญญาประดิษฐ์มาใช้ยังเผชิญกับความท้าทาย อาทิ ความต้องการการลงทุนด้านเทคโนโลยี ความเสี่ยงด้านข้อมูลส่วนบุคคล และการปรับตัวของบุคลากรในองค์กร (Kumar et al., 2023)

การศึกษาของ De Winter (2024) พบว่า การใช้ปัญญาประดิษฐ์สามารถเพิ่มการยอมรับการบริการของผู้ใช้งานและช่วยเสริมสร้างความพึงพอใจได้อย่างมีประสิทธิภาพ ตัวอย่างเช่น การใช้แชทบอทที่ขับเคลื่อนด้วยปัญญาประดิษฐ์ในการ

ตอบคำถามและให้บริการลูกค้า หรือการใช้ปัญญาประดิษฐ์ในการวิเคราะห์และคาดการณ์ความต้องการของลูกค้าในอนาคต ช่วยให้ธุรกิจสามารถปรับปรุงบริการให้ตอบสนองต่อความคาดหวังได้ดียิ่งขึ้น

ในส่วนของธุรกิจบริการธนาคาร การนำปัญญาประดิษฐ์มาใช้ไม่เพียงแต่ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน แต่ยังส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างธนาคารกับลูกค้าอย่างมีนัยสำคัญ โดยปัญญาประดิษฐ์ช่วยเสริมสร้างความไว้วางใจ (Trust) และความมุ่งมั่น (Commitment) ตลอดจนปัจจัยที่เกี่ยวข้อง เช่น คุณภาพการบริการของปัญญาประดิษฐ์ (Service Quality) ความสะดวกในการใช้งาน (Convenience) และการปรับแต่งบริการให้เหมาะกับแต่ละบุคคล (Personalization) ซึ่งล้วนเป็นองค์ประกอบสำคัญของความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างลูกค้าและธนาคาร (Tarhini et al., 2021)

2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Research Objective)

2.1 เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยของการใช้เทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ต่อประสบการณ์ของลูกค้าในธุรกิจบริการ

2.2 เพื่อนำเสนอแนวทางการพัฒนาและการใช้เทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์เพื่อพัฒนาประสบการณ์ของลูกค้าในธุรกิจบริการธนาคาร

3. ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the Research)

การนำปัญญาประดิษฐ์มาใช้ในธุรกิจบริการมีแนวคิด คือ ความสะดวกในการใช้งาน (Convenience) กล่าวคือ ความสามารถในการสร้างประสบการณ์ที่ดีแก่ลูกค้าที่ใช้บริการโดยตอบสนองความต้องการขั้นพื้นฐานหลักสำหรับการบริการ ซึ่งล้วนมีส่วนช่วยในการเพิ่มความพึงพอใจในการมีส่วนร่วมและความไว้วางใจของลูกค้า การศึกษานี้แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของปัจจัยองค์ประกอบของปัญญาประดิษฐ์ที่มีต่อประสบการณ์ของลูกค้า และเสนอแนวทางการพัฒนาการใช้เทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์เพื่อพัฒนาประสบการณ์ของลูกค้าในธุรกิจบริการธนาคาร ในการศึกษาการประยุกต์ใช้เทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์เพื่อยกระดับประสบการณ์ของลูกค้าในธุรกิจบริการธนาคาร โดยนำมาพิจารณาเพื่อความเข้าใจองค์ประกอบที่มีอิทธิพลต่อการรับรู้ของลูกค้า

4. วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

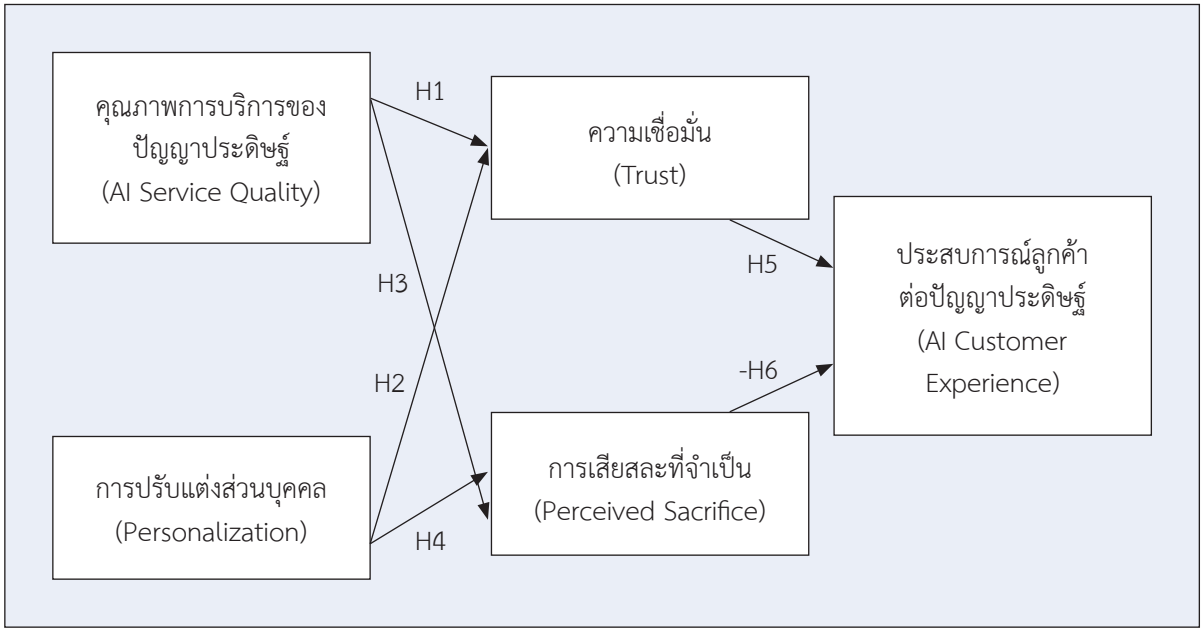
ความเชื่อมั่น (Trust) เป็นองค์ประกอบสำคัญที่ช่วยขับเคลื่อนความสัมพันธ์ระหว่างลูกค้าและองค์กรตามทฤษฎีความเชื่อมั่น-การมุ่งมั่น ซึ่งเน้นบทบาทของความเชื่อมั่นและการมุ่งมั่นในความสัมพันธ์ (Corritore et al., 2003) โดยทฤษฎีนี้ได้รับการประยุกต์ใช้ในหลากหลายบริบท เช่น การค้าปลีกออนไลน์ การซื้อขายบนเว็บไซต์ และการมีปฏิสัมพันธ์ในกลุ่มสังคมออนไลน์ พบว่าความเชื่อมั่นสามารถเสริมสร้างความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างลูกค้าและผู้ให้บริการได้อย่างมีนัยสำคัญ แนวคิดเรื่องความผูกพันในความสัมพันธ์ (Relationship Commitment) ของ Comfere et al., (2003) รวมถึง Morgan and Hunt (1994) เสนอว่า ความผูกพันนี้เป็นความปรารถนาที่จะรักษาความสัมพันธ์ที่มีคุณค่ากับแบรนด์ไว้ ความผูกพันนี้เกิดขึ้นจากปฏิสัมพันธ์เชิงบวกที่ต่อเนื่องกับแบรนด์และส่งผลให้ลูกค้าเกิดความจงรักภักดี โดยเชื่อว่าไม่มีแบรนด์อื่นใดสามารถมอบคุณค่าในแบบเดียวกันได้ จึงลดแนวโน้มที่ลูกค้าจะเปลี่ยนไปใช้บริการจากองค์กรอื่น

การรับรู้ถึงการเสียสละ (Perceived Sacrifice) มีบทบาทสำคัญในฐานะตัวแปรสื่อกลางในการศึกษานี้ โดยแนวคิดนี้หมายถึงการที่ลูกค้ารับรู้ว่าตนต้องเสียเวลา ความพยายาม หรือทรัพยากรอื่น ๆ ในการใช้บริการ ซึ่งสามารถลดทอนประสบการณ์เชิงบวกที่เกิดจากปัจจัยต่าง ๆ เช่น ความสะดวกในการใช้บริการการปรับแต่งเฉพาะบุคคล และคุณภาพของบริการได้ (Zeithaml, 1988) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ความสะดวกสะท้อนถึงระดับของเวลาและความพยายามที่ลูกค้าใช้ในการซื้อหรือใช้ผลิตภัณฑ์ (Davis et al., 1989) หากลูกค้ารับรู้ว่าการเสียสละลดลง ก็จะช่วยส่งเสริมประสบการณ์โดยรวมจากการใช้ปัญญาประดิษฐ์ได้มากยิ่งขึ้น (Lin et al., 2005)

คุณภาพการบริการ (Service Quality) ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อความรู้สึกและการประเมินของลูกค้า (Bienstock et al., 1997) เป็นความแตกต่างระหว่างความคาดหวังของลูกค้ากับการรับรู้ที่เกิดขึ้นจริง แนวคิดนี้มีรากฐานมาจากทฤษฎีความคาดหวังที่ไม่ได้รับการยืนยัน (Expectancy-Disconfirmation Theory) ซึ่งได้นำมาใช้เพื่ออธิบายพฤติกรรมการตอบสนองของลูกค้าเมื่อได้รับบริการที่ไม่ตรงตามหรือเกินกว่าความคาดหวัง (Collier & Bienstock, 2006)

การปรับแต่งเฉพาะบุคคล (Personalization) เป็นกลยุทธ์ที่สำคัญในการยกระดับประสบการณ์ของลูกค้าในธุรกิจธนาคารที่นำปัญญาประดิษฐ์มาใช้ โดยการปรับข้อมูลและบริการให้ตรงกับความต้องการเฉพาะของแต่ละบุคคลนั้น สามารถช่วยเพิ่มความพึงพอใจและสร้างประสบการณ์ที่มีคุณค่ามากขึ้น (Guo et al., 2016) ชี้ให้เห็นว่า การปรับแต่งเฉพาะบุคคลสามารถสร้างความสัมพันธ์เชิงบวกความรู้สึกใกล้ชิดกับแบรนด์ได้อย่างมีประสิทธิภาพโดยที่ลูกค้าเป็นศูนย์กลาง (Wind et al., 2001)

กรอบแนวคิดในภาพด้านล่างนี้จะเจาะลึกความสัมพันธ์ของปัจจัยที่จะนำไปสู่ประสบการณ์ที่ดีของลูกค้า ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญสำหรับธุรกิจที่ต้องการสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน ที่ปัญญาประดิษฐ์เข้ามามีบทบาทในการให้บริการตามสมมติฐานกรอบแนวคิด ดังภาพที่ 1



รูปภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

5. ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methods)

5.1 การเลือกกลุ่มตัวอย่าง (Population Sampling) กลุ่มตัวอย่างในการวิจัยนี้ ประกอบด้วย ลูกค้าธนาคารที่มีการใช้บริการแอปพลิเคชันธนาคารที่มีระบบปัญญาประดิษฐ์ฝังในการทำธุรกรรมทางการเงิน เช่น ปัญญาประดิษฐ์ MANOW ของธนาคารกรุงศรี หรือแม่มณีของธนาคารไทยพาณิชย์ เป็นต้น ทั้งนี้ เพื่อให้ได้ข้อมูลที่ครอบคลุมและเป็นตัวแทนของประชากรกลุ่มตัวอย่าง ควรมีความหลากหลายในด้านอายุ เพศ อาชีพ และประสบการณ์ในการใช้ปัญญาประดิษฐ์ เป็นต้น แต่การศึกษานี้จะทำการวิเคราะห์เกี่ยวกับอายุเป็นหลัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากคนในแต่ละช่วงรุ่น เช่น Generation X, Generation Y และ Generation Z ว่าคนในแต่ละรุ่นนั้นมีแนวคิดหรือมีประสบการณ์เกี่ยวกับการใช้ปัญญาประดิษฐ์ในด้านธุรกิจบริการทางธนาคารกันเป็นอย่างไร โดยสนใจที่ช่วงอายุของกลุ่มประชากร หรือ Generation เป็นหลักในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของงานวิจัยนี้ และคำนวณกลุ่มตัวอย่างด้วยสมการของ (Yamane, 1967) โดยมีจำนวนประชากรผู้ใช้ปัญญาประดิษฐ์ MANOW ของธนาคารกรุงศรีรวมกับแม่มณีของธนาคารไทยพาณิชย์เท่ากับ 4,500,000 คน ซึ่งอ้างอิงจากข้อมูลของ Google Play Store และเว็บไซต์ของสำนักข่าวมติชนพบว่า ช่วงอายุของผู้ใช้อินเทอร์เน็ตมีอายุระหว่าง 16-64 ปี ซึ่งใช้เว็บไซต์ธนาคาร การลงทุน หรือประกันภัย หรือแอปพลิเคชันมือถือเป็นประจำทุกเดือน มีสัดส่วนประมาณ 31.4% (Home of FinTech & Banking News, Data Reported–Global Digital Insights, Bangkok Post) ซึ่งการคัดเลือกจำนวนตัวแทนประชากรคือ 31.4% ของ 4,500,000 คน ได้ผลลัพธ์ออกมาคือ 1,413,000 คน เมื่อใช้สูตรคำนวณกลุ่มตัวอย่างออกมา จึงได้จำนวนกลุ่มตัวอย่างเท่ากับ 400 คน กลุ่มตัวอย่างรวบรวมจากลูกค้าที่มีประสบการณ์การใช้งานปัญญาประดิษฐ์ในธุรกิจบริการธนาคาร เช่น การใช้ Mobile Banking Chatbot บนเว็บไซต์หรือแอปพลิเคชัน และระบบตอบคำถามอัตโนมัติ

5.2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยเครื่องมือในการวิจัย ได้แก่ แบบสอบถามที่ผู้วิจัยได้จัดทำขึ้นจากการทบทวนวรรณกรรม สามารถแบ่งแบบสอบถามเป็น 3 ส่วน ประกอบด้วย 1) ข้อมูลโดยทั่วไปของผู้ตอบแบบสอบถาม 2) ข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับพฤติกรรมการใช้แชทบอทบริการด้านการเงิน และ 3) คำถามเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความตั้งใจเชิงพฤติกรรมของผู้ใช้บริการแชทบอทบริการด้านการเงิน ทั้งหมด 5 ปัจจัย ได้แก่ อิทธิพลทางสังคม อิทธิพลทางการตลาด การรับรู้ประโยชน์ ความไว้วางใจ และความตั้งใจเชิงพฤติกรรม โดยกำหนดเกณฑ์การให้คะแนนแบบสอบถาม โดยใช้มาตรวัดแบบ Likert Scale แบบ 5 ระดับ คือ

เห็นด้วยอย่างมาก	ระดับคะแนนเท่ากับ 5 คะแนน
เห็นด้วย	ระดับคะแนนเท่ากับ 4 คะแนน
ไม่แน่ใจ	ระดับคะแนนเท่ากับ 3 คะแนน
ไม่เห็นด้วย	ระดับคะแนนเท่ากับ 2 คะแนน
ไม่เห็นด้วยอย่างมาก	ระดับคะแนนเท่ากับ 1 คะแนน

ตารางที่ 1 สรุปนิยามและเครื่องมือวัด (Construct & Measurement Table)

ชื่อตัวแปร	คำนิยามตัวแปร	รหัสย่อ	คำถาม
ความเชื่อมั่น (Trust: TRU)	ความมั่นใจของผู้ใช้งานว่าระบบ Mobile Banking และ AI มีความน่าเชื่อถือ ปลอดภัย และสามารถทำงานได้ตามที่คาดหวัง ซึ่งความไว้วางใจนี้เป็นผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจากการรับรู้คุณภาพบริการและการปรับแต่งบริการส่วนบุคคล (Personalization)	TRU1 TRU2 TRU3	1. ธนาคารมีความโปร่งใสในการใช้ AI 2. คุณมั่นใจว่าธนาคารใช้ AI เพื่อปกป้องข้อมูลส่วนบุคคลของคุณ 3. คุณเชื่อว่าธนาคารจะไม่ใช้ AI ในทางที่เป็นอันตรายต่อลูกค้า
การเสียสละในการปรับตัว (Perceived Sacrifice: PS)	การประเมินของผู้ใช้งานถึง **"ต้นทุนที่ไม่ใช่ตัวเงิน"** (เช่น เวลา, ความพยายาม, ความยุ่งยาก) ที่ผู้ใช้ต้องสูญเสียหรือแลกมาเพื่อให้สามารถใช้งานระบบ หรือปรับตัวเข้ากับเทคโนโลยีใหม่ได้	PS1 PS2 PS3 PS4	1. การเรียนรู้วิธีการใช้ AI ในบริการธนาคารนั้น ยุ่งยากและต้องใช้ความพยายามมาก 2. การทำธุรกรรมผ่าน AI ในบริการธนาคารใช้เวลานานกว่าที่ฉันคาดไว้ 3. การค้นหาข้อมูลเกี่ยวกับวิธีการใช้ AI ในการทำธุรกรรมธนาคารนั้น ยากและใช้เวลานาน 4. การใช้ AI ในบริการธนาคารทำให้ไม่มั่นใจหรือมีความกังวลมากขึ้น
ประสบการณ์ลูกค้าที่ใช้ AI (AI-Enabled Customer Experience: AIK)	ภาพรวมของการรับรู้ที่เกิดขึ้นจากการที่ผู้ใช้งานได้ปฏิสัมพันธ์กับระบบ AI ใน Mobile Banking ซึ่งมีความสัมพันธ์เชื่อมโยงกับความไว้วางใจ และควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความเสียสละ (กล่าวคือ ยิ่งประสบการณ์ดี ผู้ใช้ควรจะรู้สึกว่าต้องเสียสละในการปรับตัวน้อยลง)	AI1 AI2 AI3	1. การใช้ AI ของธนาคารสามารถตอบสนองได้ทันท่วงที 2. การใช้ AI ทำให้คุณสามารถติดต่อกับธนาคารสะดวกและรวดเร็วมากยิ่งขึ้น 3. การใช้ AI ของธนาคารช่วยให้ได้รับบริการที่มีคุณภาพสูงยิ่งขึ้น
คุณภาพของบริการ (Service Quality: SQ)	การรับรู้ของผู้ใช้งานที่มีต่อความเป็นเลิศของการให้บริการผ่านแอปพลิเคชัน Mobile Banking โดยเน้นที่บทบาทของ **"ผู้ให้บริการ"** (ตามคำแนะนำให้เปลี่ยนจากคำว่าองค์กร) ในการส่งมอบบริการที่ถูกต้องแม่นยำ และตอบสนองความต้องการได้ดี	SQ1 SQ2 SQ3 SQ4 SQ5	1. ธนาคารให้บริการที่มีคุณภาพสูงผ่านการใช้ AI 2. การใช้ AI ของธนาคารช่วยแก้ไขปัญหาของคุณได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ 3. การใช้ AI ของธนาคารทำให้คุณรู้สึกได้รับบริการที่เหนือกว่า 4. ความสะดวกสบายเกิดขึ้นจากการแก้ไขปัญหาโดยใช้ AI Chatbot 5. การใช้ AI Chatbot ทำให้ช่วยลดความพยายามทางจิตใจ

ตารางที่ 1 สรุปนิยามและเครื่องมือวัด (Construct & Measurement Table) (ต่อ)

ชื่อตัวแปร	คำนิยามตัวแปร	รหัสย่อ	คำถาม
การปรับให้เป็นส่วนตัว (Personalization: PER)	ความสามารถของระบบ (AI) ในการนำเสนอบริการ ข้อมูล หรือฟังก์ชันที่ปรับแต่งให้เหมาะสมกับผู้ใช้งานแต่ละคน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลโดยตรงต่อการสร้างความเชื่อมั่น (Trust) ของผู้ใช้งาน	PER1 PER2 PER3 PER4 PER5	1. แอปพลิเคชันของธนาคารมีการปรับแต่งให้เป็นแบบเฉพาะบุคคล 2. ผลิตภัณฑ์และบริการทางการเงินของธนาคารถูกออกแบบให้สอดคล้องกับความต้องการของคุณ 3. แอปพลิเคชันของธนาคารตรงตามความคาดหวัง 4. คุณสามารถเข้าใช้บริการแอปพลิเคชันของธนาคารได้ทุกที่ทุกเวลาตามความต้องการของคุณ 5. แอปพลิเคชันของธนาคารสามารถปรับแต่งส่วนบุคคลได้อย่างต่อเนื่อง ไม่มีการรีเฟรชหน้าแล้วต้องตั้งค่าใหม่

จากนั้นทำการทดสอบความน่าเชื่อถือ (Reliability) กับกลุ่มทดสอบจำนวน 30 ชุด พบว่า ค่า Cronbach's Alpha มีค่าอยู่ที่ 0.910 ซึ่งมากกว่า 0.7 และค่า KMO Measure of Sampling เท่ากับ 0.632 ซึ่งมากกว่า 0.001 จึงสรุปได้ว่าแบบสอบถามฉบับนี้มีความเที่ยงตรงสามารถนำไปเก็บแบบกลุ่มตัวอย่างได้ (Shrestha, 2021)

5.3 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล ผู้วิจัยได้ดำเนินการเก็บรวบรวมแบบสอบถามจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 400 ชุด โดยวิธีการสุ่มตัวอย่างแบบไม่เป็นไปตามโอกาสทางสถิติ (Non-Probability Sampling) ซึ่งใช้การสุ่มตัวอย่างแบบความสะดวก (Convenience Sampling) มีการแจกแบบสอบถามออนไลน์ในรูปแบบ Google Form ผ่านช่องทางสื่อสังคมออนไลน์ เช่น เพจ Facebook, Line และ Instagram เป็นต้น

5.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล เมื่อเก็บแบบสอบถามครบเรียบร้อยนำมาวิเคราะห์โดยวิธีต่อไปนี้ แบบการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยใช้ตารางเพื่ออธิบายลักษณะของกลุ่มตัวอย่างค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) โดยใช้วิธีโมเดลสมการโครงสร้างทางสถิติ (Structural Equation Modeling: SEM) เพื่อทดสอบสมมติฐาน

6. ผลการศึกษา (Results)

งานวิจัยนี้จะศึกษากลุ่มช่วงอายุใน Generation X, Y และ Z ซึ่งจากการเก็บแบบสอบถามทั้งหมด 434 คน โดยมีการคัดคำถามที่ไม่ผ่านเกณฑ์ออกไปจนเหลือที่ 400 คน โดยอธิบายได้ดังกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 400 คน ประกอบด้วยดังนี้ เพศชาย 48% และเพศหญิง 52% โดยช่วงอายุสามารถแบ่งออกตาม Generation ซึ่งได้จำนวนในแต่ละ Generation ดังนี้ อายุ 17-29 ปี มีจำนวน 214 คน คิดเป็น 53% และในช่วงอายุ 30-45 ปี มีจำนวน 93 คน คิดเป็น 23.25% และในช่วงอายุ

46-61 ปี มีจำนวน 71 คน คิดเป็น 17.75% และช่วงอายุอื่น ๆ อีก 22 คน คิดเป็น 6% จากทั้งหมดมาวิเคราะห์ตามเงื่อนไขตามตารางที่ 2 โดยอ้างอิงช่วงอายุจากข้อมูล Beresford Research

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลประเภทของกลุ่มตัวอย่าง

ลักษณะประชากรศาสตร์	รายละเอียด	จำนวน (คน)	ร้อยละ (%)
เพศ	ชาย	192	48
	หญิง	208	52
ช่วงอายุ (Generation)	17-29 ปี (Gen Z)	214	53
	30-45 ปี (Gen Y)	93	23.25
	46-61 ปี (Gen X)	71	17.75
	อื่น ๆ	22	6
รวม		**400**	**100**

6.1 ผลการวิเคราะห์ (Description Statistics)

จากตารางที่ 2 พบว่ากลุ่มตัวอย่างมีความคิดเห็นต่อปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความตั้งใจเชิงพฤติกรรมของผู้ใช้บริการแชทบอทบริการด้านการเงิน โดยสามารถเรียงระดับความคิดเห็นจากมากที่สุดไปน้อยที่สุดได้ดังนี้ การปรับแต่งส่วนบุคคล (PER) มีระดับความคิดเห็นมากที่สุด ($\bar{X}$ = 3.82) ความเชื่อมั่น (TRU) มีระดับความคิดเห็นมาก ($\bar{X}$ = 3.67) ประสบการณ์ลูกค้าต่อปัญญาประดิษฐ์ (AI) มีระดับความคิดเห็นมาก ($\bar{X}$ = 3.65) และคุณภาพการบริการ (SQ) มีระดับความคิดเห็นมาก ($\bar{X}$ = 3.64) ส่งผลความสะดวกในการใช้ (CON) มีระดับความคิดเห็นมาก ($\bar{X}$ = 4.01) และการเสียสละที่จำเป็น (PS) มีค่าต่ำที่สุดที่ 3.23

ตารางที่ 3 ตารางแสดงความคิดเห็นจากคะแนนของกลุ่มตัวอย่าง

ปัจจัยการศึกษา	ค่าเฉลี่ย ($\bar{X}$)	S.D.	แปลผล
คุณภาพการบริการ (SQ)	3.64	0.99	ข้อมูลกระจายตัวสูง
การปรับแต่งส่วนบุคคล (PER)	3.82	0.97	ข้อมูลกระจายตัวสูง
ความเชื่อมั่น (TRU)	3.67	0.99	ข้อมูลกระจายตัวสูง
การเสียสละที่จำเป็น (PS)	3.23	1.13	ข้อมูลกระจายตัวสูงมาก
ความสะดวกในการใช้ (CON)	3.48	1.07	ข้อมูลกระจายตัวสูง
ประสบการณ์ลูกค้าต่อปัญญาประดิษฐ์ (AI)	3.65	0.65	ข้อมูลกระจายตัวปานกลาง

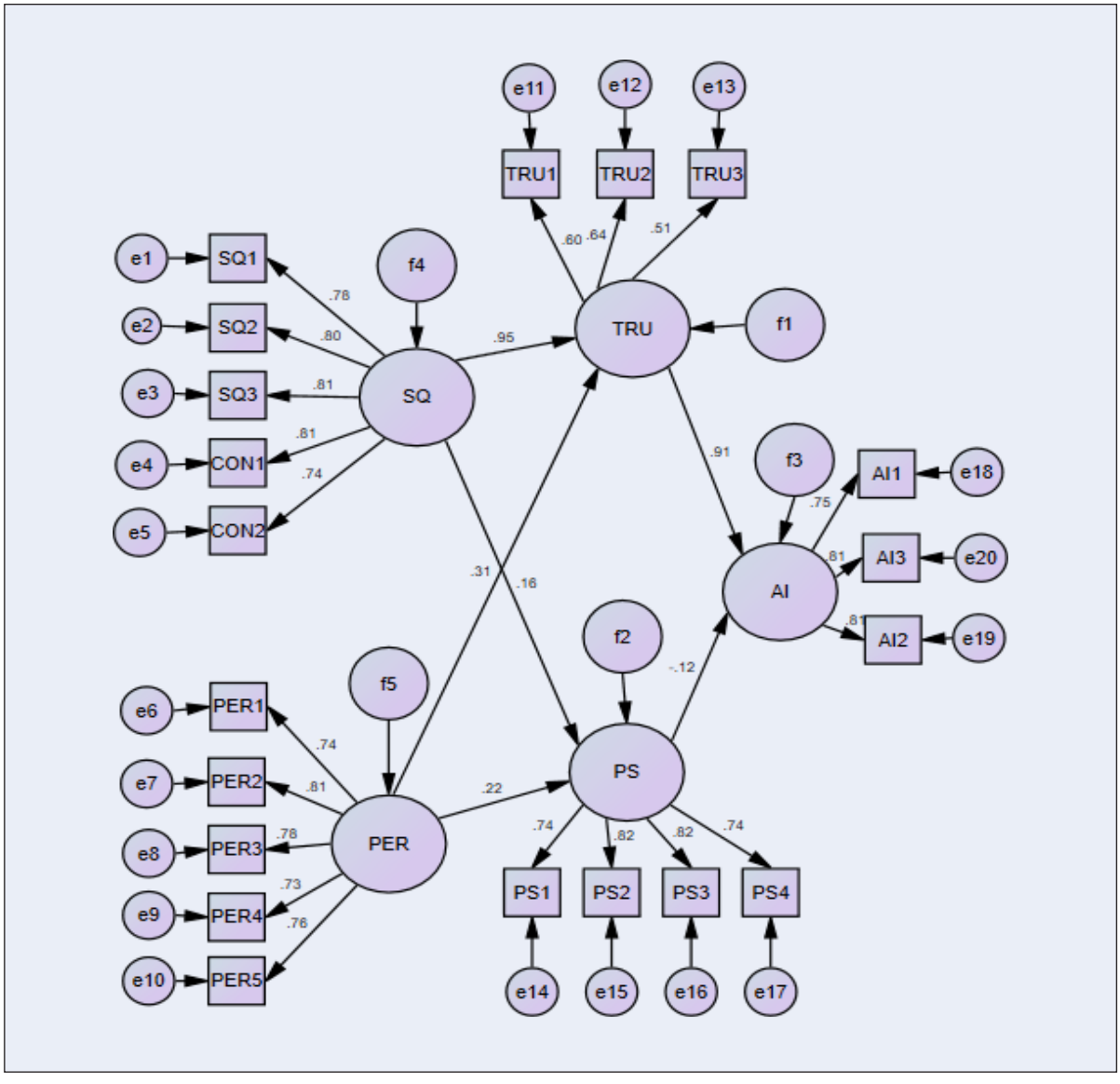
6.2 ผลการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง

โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling) เป็นเครื่องมือที่ผสมผสานเทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) และการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) เข้าไว้ด้วยกัน ช่วยให้สามารถตรวจสอบทฤษฎีและโมเดลที่ซับซ้อนในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงสามารถทดสอบสมมติฐานที่ซับซ้อนได้ ทำให้สามารถเข้าใจและอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรในมุมมองที่ลึกยิ่งขึ้น ผลการวิเคราะห์ความเหมาะสมของโมเดลผ่านตัวชี้วัดความเหมาะสม ได้แก่ ค่า Goodness of Fit Index (GFI)[1] ค่า Normed Fit Index (NFI)[2] ค่า Tucker-Lewis Index (TLI)[3] และค่า Comparative Fit Index (CFI)[4] ผ่านเกณฑ์ที่กำหนดใช้ในการวิเคราะห์ความเหมาะสมของชุดข้อมูลแสดงในตารางที่ 3 (Ainur et al., 2017)

ตารางที่ 4 ตัวชี้วัดความเหมาะสมของโมเดลก่อนและหลังปรับ (Fit Model Indices)

ดัชนี	เกณฑ์การวัด	ก่อนปรับ		หลังปรับ	
		ดัชนีที่วัด	ผลประเมิน	ดัชนีที่วัด	ผลประเมิน
GFI	> 0.90	0.852	ไม่ผ่าน	0.919	ผ่าน
NFI	> 0.90	0.886	ไม่ผ่าน	0.931	ผ่าน
TLI	> 0.95	0.918	ไม่ผ่าน	0.956	ผ่าน
CFI	> 0.95	0.928	ไม่ผ่าน	0.962	ผ่าน

[1] Goodness of Fit Index (GFI): ดัชนีวัดระดับความกลมกลืน
[2] Normed Fit Index (NFI): ดัชนีวัดระดับความสอดคล้องที่ถูกปรับค่าแล้ว
[3] Tucker-Lewis Index (TLI) / Non-Normed Fit Index (NNFI): ดัชนีวัดระดับความสอดคล้องที่ไม่ได้ถูกปรับค่า
[4] Comparative Fit Index (CFI): ดัชนีวัดระดับความสอดคล้องเชิงเปรียบเทียบ



รูปภาพที่ 2 โมเดลโครงสร้างของงานวิจัย

จากภาพที่ 2 และตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ SEM อธิบายได้ดังนี้

อิทธิพลทางตรงของ AI Service Quality และ Personalization ต่อ AI Customer Experience

ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบความเหมาะสมของเส้นทางอิทธิพลทางตรง (Direct Impact) ระหว่างตัวแปร AI Service Quality และ Personalization ไปยัง AI Customer Experience ตามข้อเสนอแนะ โดยพิจารณาจากค่าดัชนีการปรับแก้ (Modification Indices: MI) ผลการวิเคราะห์พบว่าค่า MI ของเส้นทางดังกล่าวมีค่าต่ำ (ประมาณ 4-5) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเพิ่มเส้นทางอิทธิพลทางตรงไม่ได้ช่วยให้ความกลมกลืนของโมเดล (Model Fit) เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่าตัวแปร Trust และ Perceived Sacrifice ทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่านแบบสมบูรณ์ (Full Mediation) ซึ่งสอดคล้องกับกรอบแนวคิดทางทฤษฎีที่นำเสนอไว้ตั้งแต่ต้น

ตารางที่ 5 ค่าความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรรวมทุกรุ่น

ปัจจัยศึกษา	ค่า Standardized	Standard Error (S.E.)	Critical Ratio (C.R.)	Sig. (2-tailed)	ผลลัพธ์
SQ → TRU	0.95	0.054	11.728	< 0.05	สนับสนุน
PER → TRU	0.31	0.029	7.510	< 0.05	สนับสนุน
SQ → PS	0.16	0.057	2.851	< 0.05	สนับสนุน
PER → PS	0.22	0.065	3.833	< 0.05	สนับสนุน
TRU → AI	0.91	0.106	11.225	< 0.05	สนับสนุน
PS → AI	0.12	0.033	-3.112	> 0.05	ไม่สนับสนุน

6.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพบริการ (Service Quality: SQ) และความไว้วางใจ (Trust: TRU)

จากผลการวิเคราะห์เส้นทางพบว่า คุณภาพบริการ (SQ) มีผลกระทบเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อความไว้วางใจ (TRU) โดยมีน้ำหนักเส้นทางเท่ากับ 0.95 (p-value < 0.05) ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าเมื่อผู้ใช้บริการรับรู้ว่าบริการมีคุณภาพสูง เช่น มีความน่าเชื่อถือในการตอบสนองความต้องการ ความรวดเร็วในการแก้ปัญหา และการให้ข้อมูลที่ถูกต้อง จะช่วยสร้างความรู้สึกไว้วางใจต่อผู้ให้บริการหรือผลิตภัณฑ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในแง่ของทฤษฎี งานวิจัยนี้สนับสนุนกรอบแนวคิดที่ระบุว่า คุณภาพบริการเป็นปัจจัยพื้นฐานที่ช่วยเสริมสร้างความไว้วางใจ (Parasuraman et al., 1985) โดยเฉพาะในบริบทของเทคโนโลยี เช่น ปัญญาประดิษฐ์ ซึ่งมักจะมีความไม่แน่นอนสูงในมุมมองของผู้ใช้ การที่บริการซึ่งถูกมองว่ามีความน่าเชื่อถือและมีมาตรฐานที่ดี จะช่วยลดความกังวลของผู้ใช้งานและสร้างความมั่นใจในระดับที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ความไว้วางใจที่เกิดจากคุณภาพบริการไม่ได้เกิดขึ้นแบบทันทีทันใด แต่เป็นผลลัพธ์ที่สะสมจากการที่ผู้ใช้ประสบการณ์ซ้ำ ๆ กับบริการดังกล่าว หากผู้ให้บริการสามารถรักษามาตรฐานของคุณภาพบริการให้สม่ำเสมอ ความไว้วางใจในระยะยาวก็จะถูกสร้างขึ้น ซึ่งจะช่วยส่งเสริมความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผู้ใช้บริการและผู้ให้บริการ

6.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการปรับแต่งส่วนบุคคล (PER) และความเชื่อมั่น (TRU)

ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า น้ำหนักเส้นทางระหว่างการปรับแต่งส่วนบุคคล (PER) และความเชื่อมั่น (TRU) เท่ากับ 0.31 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติแต่ไม่มาก โดยระบุว่าการปรับแต่งส่วนบุคคลในเชิงบวกของลูกค้าเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์หรือบริการของผู้ให้บริการมีบทบาทสำคัญในการเสริมสร้างความเชื่อมั่น ผลลัพธ์นี้ชี้ให้เห็นว่า เมื่อผู้ใช้รับรู้ว่าผู้ให้บริการมอบสิทธิ์ในการปรับแต่งส่วนบุคคลแก่ลูกค้าที่ซึ่งสามารถตอบสนองต่อความต้องการส่วนบุคคลได้อย่างเหมาะสมในกรณี Mobile Banking เช่น การปรับแต่งสีใบเสร็จพื้นหลัง หรือการตั้งค่าเวลาในการโอนจ่ายเงิน เป็นต้น ซึ่งทำให้ความเชื่อมั่นในผู้ให้บริการก็จะเพิ่มขึ้น ผู้ให้บริการจำเป็นต้องมีการเก็บข้อมูลลูกค้าและนำข้อมูลมาคาดการณ์การตัดสินใจลูกค้าให้เข้ากับรายบุคคล

6.2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพบริการ (SQ) และความเสียสละในการปรับตัว (PS)

น้ำหนักเส้นทางระหว่างคุณภาพบริการ (SQ) และความเสียสละในการปรับตัว (PS) มีค่าเท่ากับ 0.16 มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเมื่อพิจารณาตามบริบทของอุตสาหกรรมธนาคาร พบว่าสอดคล้องกับแนวคิด Service Co-Creation หรือ Complexity Theory กล่าวคือ การที่ผู้รับบริการจะได้รับคุณภาพบริการในระดับสูง (SQ) ในบริบทนี้ จำเป็นต้องแลกมาด้วยกระบวนการที่ซับซ้อนขึ้น หรือต้องใช้ความพยายามในการให้ข้อมูลและปฏิบัติตามเงื่อนไขมากขึ้น (PS) ซึ่งสอดคล้องกับ

งานวิจัยของ (Bendapudi et al., 2003) ที่พบว่า บริการที่มีความเฉพาะเจาะจงสูง อาจสร้างภาระในการปรับตัวให้กับลูกค้าได้เช่นกัน

6.2.4 ความสัมพันธ์ระหว่างการปรับแต่งส่วนบุคคล (PER) และความเสียสละในการปรับตัว (PS)

น้ำหนักเส้นทางระหว่างการปรับแต่งส่วนบุคคล (PER) และความเสียสละในการปรับตัว (PS) มีค่า 0.22 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลลัพธ์นี้ชี้ให้เห็นว่าการปรับแต่งส่วนบุคคลเป็นในเชิงบวกเกี่ยวกับคุณภาพและความเสียสละในการปรับตัวมีอิทธิพลต่อระดับความพึงพอใจอย่างมีนัยสำคัญ ตัวอย่างเช่น หากลูกค้าสามารถเสียสละเวลาในการเรียนรู้การปรับแต่งส่วนบุคคลตามที่ลูกค้าต้องการได้ ผลลัพธ์นี้ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของการออกแบบกระบวนการบริการที่เน้นความพึงพอใจของลูกค้าผ่านการเสียสละในการเรียนรู้สิ่งใหม่เป็นหลัก

6.2.5 ความสัมพันธ์ระหว่างความไว้วางใจ (TRU) และประสบการณ์ลูกค้าต่อปัญญาประดิษฐ์ (AI)

แม้ว่าผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า น้ำหนักเส้นทางระหว่างความไว้วางใจ (TRU) และประสบการณ์ลูกค้าต่อปัญญาประดิษฐ์ (AI) เท่ากับ 0.91 มีนัยสำคัญทางสถิติ ความไว้วางใจยังคงมีบทบาทสำคัญในฐานะตัวแปรสื่อกลาง (Mediator) ที่ส่งผลต่อประสบการณ์ลูกค้าต่อปัญญาประดิษฐ์ กล่าวคือ เมื่อมีความไว้วางใจเพิ่มขึ้นจะมีประสบการณ์ที่ดีมากขึ้น โดยผลลัพธ์นี้สะท้อนว่า ความไว้วางใจสามารถกระตุ้นให้เกิดความตั้งใจใช้ปัญญาประดิษฐ์โดยตรง เนื่องจากการยอมรับเทคโนโลยีใหม่ ๆ ของปัญญาประดิษฐ์ ซึ่งจำเป็นต้องอาศัยประสิทธิภาพและประโยชน์ในการใช้งาน

6.2.6 ความสัมพันธ์ระหว่างความเสียสละในการปรับตัว (PS) และความตั้งใจใช้ปัญญาประดิษฐ์ (AI)

ความสัมพันธ์ระหว่างความเสียสละในการปรับตัว (PS) และประสบการณ์ลูกค้าต่อปัญญาประดิษฐ์ (AI) มีน้ำหนักเส้นทางต่ำที่สุดในโมเดลเท่ากับ -0.12 ผลลัพธ์นี้แสดงให้เห็นว่าเมื่อผู้ใช้มีการเสียสละในการปรับตัวต่อการใช้บริการปัญญาประดิษฐ์ ก็จะมีความรู้สึกที่จะใช้บริการนั้นในอนาคตลดลงอย่างชัดเจนในทางตรงกันข้าม ซึ่งสมเหตุสมผล โดยในกรอบแนวคิด TAM (Technology Acceptance Model) ได้พูดถึงเรื่องความพึงพอใจถือเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลโดยตรงต่อความตั้งใจใช้เทคโนโลยี (Davis et al., 1989) การที่ผู้ใช้รู้สึกพึงพอใจว่าการบริการของปัญญาประดิษฐ์มีประโยชน์ใช้งานง่ายและตอบสนองความต้องการได้อย่างมีประสิทธิภาพ จะกระตุ้นให้เกิดพฤติกรรมการยอมรับใช้งานซ้ำ องค์กรที่พัฒนาการบริการปัญญาประดิษฐ์ควรมุ่งเน้นการสร้างประสบการณ์ที่ดีแก่ผู้ใช้ เช่น การปรับปรุงการทำงานให้ใช้งานง่ายขึ้น การจัดการข้อมูลให้มีความแม่นยำสูง และการให้บริการสนับสนุนที่มีคุณภาพ

6.3 ผลการทดสอบสมมติฐานตาม Generation

การวิเคราะห์ผลการทดสอบโมเดลความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านคุณภาพบริการ (Service Quality) การปรับแต่งส่วนบุคคล (Personalization) ความไว้วางใจ (Trust) การเสียสละที่จำเป็น (Perceived Sacrifice) และประสบการณ์ของลูกค้า (Customer Experience) จำแนกตาม Generation พบว่าในแต่ละ Generation มีความแตกต่างกัน (ตารางที่ 5)

สำหรับ Generation X สมมติฐานที่ H1, H2, H3, H4 และ H5 ได้รับการสนับสนุน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าคุณภาพของบริการมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อความไว้วางใจ (ค่าเส้นทาง = 0.97) และส่งผลในทางบวกต่อการเสียสละที่จำเป็น (ค่าเส้นทาง = 0.33) ขณะที่การปรับให้เหมาะกับแต่ละบุคคลส่งผลในทางบวกต่อการเสียสละที่จำเป็น (ค่าเส้นทาง = 0.48) และความไว้วางใจมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างชัดเจนต่อประสบการณ์ของลูกค้า (ค่าเส้นทาง = 0.97) รวมถึงค่าการปรับแต่งส่วนบุคคลนั้นส่งผลต่อความไว้วางใจ (ค่าเส้นทาง = 0.24) ในทางกลับกันสมมติฐานที่ H6 ไม่ได้รับการสนับสนุน โดยความสัมพันธ์ระหว่างความเสียสละในการปรับตัวไม่ส่งผลต่อประสบการณ์ของลูกค้า (ค่าเส้นทาง = -0.14) ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของคุณภาพบริการและความไว้วางใจในการเสริมสร้างประสบการณ์ของลูกค้า ในขณะที่การเสียสละ

ที่จำเป็นนั้น เป็นอุปสรรคที่ยากสำหรับคนกลุ่มนี้ ทำให้เลือกที่จะหลีกเลี่ยง อาจเพราะคนรุ่นนี้ปรับตัวต่อการใช้งานเทคโนโลยีไม่ทัน (ตารางที่ 5)

ตารางที่ 6 การวิเคราะห์เส้นทางสมมติฐานของ Generation X (Path Analysis)

สมมติฐาน	เส้นทาง	ค่าความสัมพันธ์	ผลลัพธ์
H1	Service Quality → Trust	0.97	สนับสนุน
H2	Personalization → Trust	0.24	สนับสนุน
H3	Service Quality → Perceived Sacrifice	0.33	สนับสนุน
H4	Personalization → Perceived Sacrifice	0.48	สนับสนุน
H5	Trust → AI Customer Experience	0.97	สนับสนุน
H6	Perceived Sacrifice → AI Customer Experience	-0.14	ไม่สนับสนุน

สำหรับ Generation Y สมมติฐานที่ H1, H2, H3, H4, H5 และ H6 ได้รับการสนับสนุน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าคุณภาพของบริการมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อความไว้วางใจ (ค่าเส้นทาง = 0.97) และส่งผลในทางบวกต่อการเสียสละที่จำเป็น (ค่าเส้นทาง = 0.23) ขณะที่การปรับให้เหมาะกับแต่ละบุคคลส่งผลในทางบวกต่อการเสียสละที่จำเป็น (ค่าเส้นทาง = 0.42) และความไว้วางใจมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างชัดเจนต่อประสบการณ์ของลูกค้า (ค่าเส้นทาง = 0.86) และการปรับแต่งส่วนบุคคลส่งผลต่อความไว้วางใจ (ค่าเส้นทาง = 0.23) และความเสียสละในการปรับตัวส่งผลต่อประสบการณ์ของลูกค้าอย่างไม่ชัดเจน (ค่าเส้นทาง = 0.10) ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของคุณภาพบริการและความไว้วางใจในการเสริมสร้างประสบการณ์ของลูกค้า ในขณะที่การเสียสละที่จำเป็นนั้นส่งผลต่อคนรุ่นนี้อย่างไม่ชัดเจน ซึ่งแปลได้ว่าคนรุ่นนี้พยายามปรับตัวให้เท่าทันต่อการใช้งานเทคโนโลยี (ตารางที่ 6)

ตารางที่ 7 การวิเคราะห์เส้นทางสมมติฐานของ Generation Y (Path Analysis)

สมมติฐาน	เส้นทาง	ค่าความสัมพันธ์	ผลลัพธ์
H1	Service Quality → Trust	0.97	สนับสนุน
H2	Personalization → Trust	0.23	สนับสนุน
H3	Service Quality → Perceived Sacrifice	0.23	สนับสนุน
H4	Personalization → Perceived Sacrifice	0.42	สนับสนุน
H5	Trust → AI Customer Experience	0.86	สนับสนุน
H6	Perceived Sacrifice → AI Customer Experience	0.10	สนับสนุน

สำหรับ Generation Z สมมติฐานที่ H1, H2, H3, H4 และ H5 ได้รับการสนับสนุน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าคุณภาพของบริการมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อความไว้วางใจ (ค่าเส้นทาง = 0.91) และส่งผลในทางบวกต่อการเสียสละที่จำเป็น (ค่าเส้นทาง = 0.41) ขณะที่การปรับให้เหมาะกับแต่ละบุคคลส่งผลในทางบวกต่อการเสียสละที่จำเป็น (ค่าเส้นทาง = 0.14) และความไว้วางใจมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างชัดเจนต่อประสบการณ์ของลูกค้า (ค่าเส้นทาง = 0.85) และการปรับแต่งส่วนบุคคลส่งผลต่อความไว้วางใจที่ต่ำ (ค่าเส้นทาง = 0.09) แต่ว่าความเสียสละในการปรับตัวไม่ส่งผลต่อประสบการณ์ของลูกค้า (ค่าเส้นทาง = -0.15) ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของคุณภาพบริการและความไว้วางใจในการเสริมสร้างประสบการณ์ของลูกค้า ในขณะที่การเสียสละที่จำเป็นของคนกลุ่มนี้ไม่สนับสนุน อาจเพราะคนรุ่นนี้เกิดมาพร้อมกับการใช้งานเทคโนโลยีอย่างไม่ต้องมีการเรียนรู้ปรับตัว จึงคาดว่าไม่รับรู้ถึงจุดนี้ (ตารางที่ 7)

ตารางที่ 8 การวิเคราะห์เส้นทางสมมติฐานของ Generation Z (Path Analysis)

สมมติฐาน	เส้นทาง	ค่าความสัมพันธ์	ผลลัพธ์
H1	Service Quality → Trust	0.91	สนับสนุน
H2	Personalization → Trust	0.09	สนับสนุน
H3	Service Quality → Perceived Sacrifice	0.41	สนับสนุน
H4	Personalization → Perceived Sacrifice	0.14	สนับสนุน
H5	Trust → AI Customer Experience	0.85	สนับสนุน
H6	Perceived Sacrifice → AI Customer Experience	-0.15	ไม่สนับสนุน

แนวทางการประยุกต์ใช้กับ Generation X โดยธนาคารควรพัฒนา AI ที่เน้นการทำงานที่ฉับไวและแม่นยำ เช่น AI Chatbot ที่สามารถตอบคำถามและแก้ไขปัญหาทางการเงินพื้นฐานได้ทันทีโดยไม่ต้องรอพนักงาน ระบบแจ้งเตือนการทำธุรกรรมที่ผิดปกติแบบเรียลไทม์ รวมถึงการออกแบบแพลตฟอร์มที่ใช้งานง่าย (User-Friendly) และมีขั้นตอนที่ไม่ซับซ้อนเพื่อลดความรู้สึกว่าต้อง “สูญเสีย” ความพยายามหรือเวลาในการใช้บริการ

แนวทางการประยุกต์ใช้กับ Generation Y โดยธนาคารควรใช้ AI เพื่อยกระดับคุณภาพการบริการให้เหนือกว่าคู่แข่ง เช่น การใช้ AI เพื่อให้คำแนะนำทางการเงินส่วนบุคคลที่ตรงกับพฤติกรรมการใช้จ่ายของลูกค้า หรือการนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่เหมาะสมกับไลฟ์สไตล์ นอกจากนี้ ควรออกแบบ AI ให้ทำงานร่วมกับมนุษย์ได้อย่างไร้รอยต่อ เช่น การที่ลูกค้าสามารถเริ่มคุยกับ AI Chatbot และสามารถโอนสายไปยังพนักงานจริงได้โดยที่ข้อมูลไม่ขาดตอน เพื่อให้ลูกค้ารู้สึกว่าบริการมีความต่อเนื่องและไม่ยุ่งยาก

แนวทางการประยุกต์ใช้กับ Generation Z โดยการสื่อสารที่สร้างความน่าเชื่อถือคือสิ่งสำคัญที่สุดสำหรับ Gen X ธนาคารควรเน้นย้ำเรื่องความปลอดภัยของระบบ AI และยืนยันว่าข้อมูลของลูกค้าจะได้รับการปกป้องเป็นอย่างดี นอกจากนี้ควรนำเสนอ AI ในฐานะเครื่องมือที่ช่วยให้ชีวิตของพวกเขาง่ายขึ้นและลดความยุ่งยาก ไม่ใช่ในฐานะเทคโนโลยีที่ต้องเรียนรู้ใหม่ทั้งหมด เช่น การใช้ AI เพื่อจัดการเอกสาร หรือแจ้งเตือนการชำระเงินตามกำหนดเวลา รวมถึงการออกแบบ AI ให้มีความคุ้นเคยและใช้งานง่าย เพื่อลดความรู้สึกสูญเสียที่รับรู้ได้จากการเรียนรู้สิ่งใหม่

ตารางที่ 9 ตารางสรุปการเปรียบเทียบจำแนกตาม Generation

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	รายละเอียดผลกระทบ	Gen X (β)	Gen Y (β)	Gen Z (β)	สรุปผล
SQ → TRU (คุณภาพบริการ → ความเชื่อมั่น)	ส่งผลเชิงบวกต่อ Trust ในทุก Gen โดย Gen X, Y สูงสุด	0.97	0.97	0.91	คุณภาพบริการคือกุญแจความสำคัญกับคุณภาพบริการสูงสุด
PER → TRU (การปรับแต่งส่วนบุคคล → ความเชื่อมั่น)	ยังไม่ใช่ปัจจัยสำคัญในการสร้าง Trust โดยเฉพาะใน Gen Z	0.33	0.23	0.09	Gen X ให้ความสำคัญเอาใจใส่บุคคลสูง ซึ่งจะสร้างความเชื่อมั่นได้ดีที่สุด
SQ → PS (คุณภาพบริการ → การเสียสละที่จำเป็น)	Gen X และ Y จะรู้สึกว่าการเสียสละน้อยลงเมื่อบริการดี แต่สำหรับ Gen Z จะเห็นผลชัดเจนที่สุด	0.24	0.23	0.41	Gen Z เป็นกลุ่มที่ไวต่อคุณภาพบริการมากที่สุด จึงเป็นปัจจัยชี้ขาดสำหรับคนรุ่นนี้
PER → PS (การปรับแต่งส่วนบุคคล → การเสียสละที่จำเป็น)	Gen X ตอบสนองต่อการรับรู้และรู้สึกถึงการเสียสละได้ดีที่สุด	0.48	0.42	0.14	กลุ่ม Gen Z ไม่ค่อยรู้สึกว่าการปรับแต่งลดการเสียสละที่จำเป็น
TRU → AI (ความเชื่อมั่น → ประสบการณ์ปัญญาประดิษฐ์)	เป็นปัจจัยสำคัญในทุก Gen โดย Gen X สูงสุด	0.97	0.86	0.85	ความเชื่อมั่นคือกุญแจหลักในการสร้างประสบการณ์ปัญญาประดิษฐ์
PS → AI (การเสียสละที่จำเป็น → ประสบการณ์ปัญญาประดิษฐ์)	Gen Y พวกเขาพร้อมจะ “จ่าย” หรือ “ลงแรง” เพื่อให้ได้ประสบการณ์ AI ที่ต้องการมากกว่าคนรุ่นอื่น ๆ	-0.14	0.10	-0.15	ยิ่งรู้สึกว่าเสียสละมาก ยิ่งรู้สึกแย่กับปัญญาประดิษฐ์ แต่ว่า Gen Y พอยอมรับได้

6.4 คุณค่าเชิงวิชาการ (Contribution to Knowledge)

จากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงประจักษ์ผ่านแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ผลการศึกษาได้ยืนยันความสอดคล้องกับกรอบแนวคิดทฤษฎีที่มีอยู่เดิมในหลายมิติ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ได้ค้นพบองค์ความรู้ใหม่ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเฉพาะในตัวแปร “การเสียสละที่จำเป็น (Perceived Sacrifice)” ซึ่งแสดงผลลัพธ์ที่แตกต่างไปจากการศึกษาในอดีตและบริบทอื่น ๆ นับเป็นการนำเสนอมุมมองใหม่ทางวิชาการที่ชี้ให้เห็นว่า ปัจจัยด้านต้นทุนทางความรู้สึกหรือความพยายามของลูกค้ามีบทบาทที่ซับซ้อนกว่าที่คาดการณ์ไว้ นอกจากนี้ งานวิจัยฉบับนี้ยังช่วยขยาย

ขอบเขตของวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Extension of Literature) ด้วยการวิเคราะห์เจาะลึกในระดับกลุ่มประชากร (Multi-Group Analysis) ซึ่งจำแนกตามช่วงอายุ (Generation) ผลการวิจัยได้สะท้อนให้เห็นถึงพลวัตที่แตกต่างกันของลูกค้าแต่ละเจเนอเรชันอย่างชัดเจน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเตรียมความพร้อมเพื่อรองรับการเปลี่ยนผ่านเข้าสู่ยุคของกลุ่ม Generation Z ที่กำลังจะกลายเป็นกำลังสำคัญทางเศรษฐกิจในอนาคตอันใกล้ ซึ่งผลการวิจัยบ่งชี้ว่ากลุ่มเป้าหมายนี้ให้คุณค่าสูงสุดกับมิติของความรวดเร็ว ความสะดวกสบาย และความน่าเชื่อถือของระบบ เป็นการเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการ (Research Gap) ในด้านพฤติกรรมผู้บริโภคยุคดิจิทัลได้อย่างเป็นรูปธรรม

6.5 ข้อเสนอแนะเชิงการบริหาร (Managerial Implications)

สืบเนื่องจากคุณค่าทางวิชาการที่ได้กล่าวมาข้างต้น ผลการศึกษาสามารถนำไปสู่การกำหนดนัยเชิงนโยบายและกลยุทธ์สำหรับผู้บริหารสถาบันการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยธนาคารควรตระหนักถึงความจำเป็นเร่งด่วนในการปรับตัวเพื่อรองรับความหลากหลายของกลุ่มลูกค้า (Customer Heterogeneity) ผ่านการวางแผนยุทธศาสตร์ทั้งในระยะสั้นและระยะกลาง ในเชิงกลยุทธ์ระยะสั้น (Short-Term Strategy) ธนาคารควรจัดสรรทรัพยากรเพื่อการลงทุนในการพัฒนาระบบเทคโนโลยีสารสนเทศที่ตอบสนองต่อกลุ่ม Generation Y อย่างแม่นยำ โดยเน้นหนักในเรื่องการรักษาความเป็นส่วนตัวของข้อมูล (Data Privacy) และการนำเสนอผลิตภัณฑ์หรือบริการที่ปรับแต่งให้เข้ากับไลฟ์สไตล์ส่วนบุคคล (Personalization) เพื่อสร้างความพึงพอใจสูงสุด ในขณะเดียวกัน สำหรับการเตรียมความพร้อมเพื่อรองรับกลุ่ม Generation Z นั้น กลยุทธ์ของธนาคารควรมุ่งเน้นไปที่การยกระดับคุณภาพการบริการ (Service Quality) ของระบบปัญญาประดิษฐ์ให้มีความเสถียรและตอบสนองได้ทันท่วงที ซึ่งแนวทางเหล่านี้จะช่วยให้ธนาคารสามารถรักษาฐานลูกค้าเดิมควบคู่ไปกับการขยายฐานลูกค้าใหม่ได้อย่างยั่งยืนในยุค Digital Description

7. อภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้นำเสนอข้อค้นพบที่สำคัญเกี่ยวกับบทบาทของปัญญาประดิษฐ์ (AI) ในการพัฒนาประสบการณ์ลูกค้าของธุรกิจธนาคาร ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า การรับรู้คุณภาพของบริการ (Service Quality) เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อความไว้วางใจ (Trust) การวิจัยพบว่าความไว้วางใจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพบริการ โดยค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร SQ และ TRU ซึ่งเป็นระดับความสัมพันธ์ที่สูง ผลการค้นพบนี้สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า ความไว้วางใจในปัญญาประดิษฐ์ของลูกค้าสามารถช่วยให้ลูกค้าเปิดรับเทคโนโลยีใหม่และมองเห็นคุณค่าในบริการที่พัฒนาขึ้น ในมิติของการปรับบริการให้เป็นส่วนบุคคล (Personalization) การปรับแต่งบริการให้ตรงกับความต้องการของลูกค้าเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อประสบการณ์ในการใช้งาน AI ของลูกค้า

แต่ว่าผลการวิจัยแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคุณภาพบริการ (SQ) และการเสียสละในการปรับตัว (PS) กล่าวคือ ยิ่งระบบบริการมีฟังก์ชันการทำงานที่ครบถ้วนและทันสมัยมากเพียงใด ผู้ใช้บริการยิ่งต้องใช้ความพยายามในการเรียนรู้และปรับตัวมากขึ้นเท่านั้น ประเด็นนี้สอดคล้องกับงานวิจัยเรื่อง Service Co-Creation ว่าการได้รับคุณภาพบริการในระดับสูง (SQ) ในบริบทนี้ จำเป็นต้องแลกมาด้วยกระบวนการที่ซับซ้อนของ (Bendapudi et al., 2003) ร่วมกับงานวิจัยเรื่อง Paradoxes of Technology ซึ่งพบว่าเทคโนโลยีที่มีประสิทธิภาพสูง (High Quality) มักมาพร้อมกับความซับซ้อน (Complexity) ที่สร้างภาระในการเรียนรู้ (Learning Curve) ให้กับผู้ใช้งานในช่วงเริ่มต้น (Mick et al.,1998) โดยสำหรับธุรกิจอุตสาหกรรมธนาคารนั้น การเพิ่มฟีเจอร์หรือคุณภาพของระบบเพื่อตอบสนองความต้องการที่หลากหลาย แม้จะเป็น

สิ่งที่ดี (Service Quality มีค่าสูง) แต่ก็ส่งผลให้ผู้ใช้งานต้องเสียสละเวลาในการทำความคุ้นเคยกับระบบใหม่ หรือต้องปรับเปลี่ยนวิธีการทำงานเดิม (Perceived Sacrifice มีค่าสูง) ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าในมุมมองของผู้ใช้ ความทันสมัยของบริการแลกมาด้วยต้นทุนในการปรับตัว (Switching Cost) ในระดับจิตวิทยาและการปฏิบัติงานจริง

โดยสรุป งานวิจัยฉบับนี้ได้พิสูจน์ให้เห็นแล้วว่า ในบริบทของบริการสมัยใหม่ ผู้รับบริการไม่ได้มองหาเพียงความสะดวกสบาย (Low Sacrifice) เพียงอย่างเดียว แต่พวกเขามองหาความคุ้มค่าทางความรู้สึกผ่านคุณภาพบริการที่ยอดเยี่ยมและความเชื่อมั่นที่มั่นคง โมเดลนี้จึงเป็นเครื่องยืนยันว่า แม้การปรับตัวเข้าหานวัตกรรมจะเป็นเรื่องยาก (PS) แต่หากปลายทางคือบริการที่มีคุณภาพ (SQ) และน่าเชื่อถือ (TRU) ผู้รับบริการก็พร้อมที่จะก้าวข้ามข้อจำกัดนั้นเพื่อนำไปสู่การยอมรับและใช้งานอย่างยั่งยืน (AI)

8. ข้อเสนอแนะงานวิจัย

งานวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่าการพัฒนาการใช้ปัญญาประดิษฐ์ในธุรกิจบริการธนาคารในการตอบสนองต่อความต้องการของลูกค้า ธุรกิจธนาคารต้องพัฒนาปัญญาประดิษฐ์ให้มีความสามารถในการเรียนรู้และเข้าใจพฤติกรรมของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น อีกทั้งควรให้ความสำคัญกับการพัฒนาระบบความปลอดภัยในข้อมูลของลูกค้า เพื่อเพิ่มความมั่นใจและสร้างความไว้วางใจในระยะยาว จากผลการวิจัยในส่วนของการพัฒนาความสามารถของปัญญาประดิษฐ์ ซึ่งธนาคารควรมุ่งเน้นการพัฒนาปัญญาประดิษฐ์ให้สามารถตอบสนองลูกค้าได้อย่างรวดเร็วและแม่นยำ รวมถึงการเพิ่มความปลอดภัยในการจัดการข้อมูล การปรับบริการให้เหมาะสมกับลูกค้าแต่ละราย โดยเน้นเรื่องของความเชื่อมั่น (Trust) และการพัฒนาปัญญาประดิษฐ์ที่สามารถปรับแต่งบริการให้เหมาะสมกับความต้องการเฉพาะบุคคล (Personalization) เพื่อสร้างความพึงพอใจและความไว้วางใจ รวมไปถึงการให้ข้อมูลความรู้เกี่ยวกับการใช้ปัญญาประดิษฐ์เพื่อสร้างความเข้าใจที่ถูกต้องแก่ลูกค้า

งานวิจัยนี้สะท้อนให้เห็นว่า การนำปัญญาประดิษฐ์มาใช้ในธุรกิจบริการธนาคารมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาประสบการณ์ลูกค้าทั้งในด้านความไว้วางใจ ความสะดวก และความพึงพอใจ การพัฒนาความสามารถของปัญญาประดิษฐ์ควบคู่กับการปรับบริการให้เหมาะสมกับลูกค้าแต่ละราย จะช่วยสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันให้กับธุรกิจบริการธนาคาร ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญในการสร้างความมั่นใจและความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าในระยะยาวต่อไปในอนาคต

Reference

Ainur, A. K., Sayang, M. D., Jannoo, Z., & Yap, B. W. (2017). Sample size and non-normality effects on goodness of fit measures in structural equation models. *Pertanika Journal of Science & Technology, 25*(2), 575-586.

Al-Sabawi, R., & Al-Qudah, A. (2022). The moderating role of cost and convenience on the relationship in the UTAUT model to adopt e-payment services. *International Journal of E-Payment Services, 32*(1), Article 14.

Bendapudi, N., & Leone, R. P. (2003). Psychological implications of customer participation in co-production. *Journal of Marketing, 67*(1), 14-28. https://doi.org/10.1509/jmkg.67.1.14.18585

Bhalodia, G., Gediya, P., & Kher, V. (2024). Awareness and usage of digital payment modes among people of Rajkot city. In *Digital Transformation and Consumer* (Vol. 1, p. 4). https://doi.org/10.1201/9781003606185-154

Bienstock, C. C., Mentzer, J. T., & Bird, M. M. (1997). Measuring physical distribution service quality. *Journal of the Academy of Marketing Science, 18*(1), 31-44. https://doi.org/10.1007/BF02894507

Chang, V., Sivakulasingam, S., Wang, H., Wong, S. T., Ganatra, M. A., & Luo, J. (2024). Credit risk prediction using machine learning and deep learning: A study on credit card customers. *Risks, 12,* Article 174. https://doi.org/10.3390/risks12110174

Collier, J. E., & Bienstock, C. C. (2006). Measuring service quality in e-retailing. *Journal of Service Research, 8*(3), 260-275. https://doi.org/10.1177/1094670505278867

Comfere, C. L., Kascher, B., & Wiedenbeck, S. (2003). Trust and risk in e-commerce: A review. *Information Systems Journal, 50*(6), 737-758.

Corritore, C. L., Kracher, B., & Wiedenbeck, S. (2003). On-line trust: Concepts, evolving themes, a model. *International Journal of Human-Computer Studies, 58*(6), 737-758. https://doi.org/10.1016/S1071-5819(03)00041-7

Davis, F. D., Bagozzi, R. P., & Warshaw, P. R. (1989). User acceptance of computer technology: A comparison of two theoretical models. *Management Science, 35*(8), 982-1003. https://doi.org/10.1287/mnsc.35.8.982

De Winter, J., Dodou, D., & Eisma, Y. B. (2024). Personality and acceptance as predictors of ChatGPT use. *Discover Psychology, 4,* Article 57. https://doi.org/10.1007/s44202-024-00161-2

Guo, X., Zhang, X., & Sun, Y. (2016). The privacy–personalization paradox in mHealth services acceptance of different age groups. *Information & Management, 53*(2), 215-226. https://doi.org/10.1016/j.im.2015.09.010

Gupta, G., Bhatia, R., Singla, V., Joshi, M. C., & Rani, M. (2024). Study of chatbot in customer service at banking. In *IEEE International Conference on Contemporary Computing and Informatics* (Vol. 6, pp. 1-6). https://doi.org/10.1109/IC3I59117.2023.10397723

Kumar, N., Sharma, N. K., & Kumar, S. (2023). WSOmark: An adaptive dual-purpose color image watermarking using white shark optimizer and Levenberg–Marquardt BPNN. *Expert Systems with Applications, 72,* Article 120137. https://doi.org/10.1016/j.eswa.2023.120137

Lin, C.-H., Sher, P. J., & Shih, H.-Y. (2005). Past–present–future of ERP research: A review of the empirical literature. *International Journal of Management Science, 16*(4), 318-338. https://doi.org/10.1108/09564230510613988

Mick, D. G., & Fournier, S. (1998). Paradoxes of technology: Consumer cognizance, emotions, and coping strategies. *Journal of Consumer Research, 25*(2), 123-143. https://doi.org/10.1086/209531

Morgan, R. M., & Hunt, S. D. (1994). The commitment-trust theory of relationship marketing. *Journal of Marketing, 58*(3), 20-38. https://doi.org/10.1177/002224299405800302

Parasuraman, A., Zeithaml, V. A., & Berry, L. L. (1985). A conceptual model of service quality and its implications for future research. *Journal of Marketing, 49*(4), 41-50. https://doi.org/10.1177/002224298504900403

Preciado Martínez, P. M., Reier Forradellas, R. F., Garay Gallastegui, L. M., & Náñez Alonso, S. L. (2025). Comparative analysis of machine learning models for the detection of fraudulent banking transactions. *Cogent Business & Management, 12*(1). https://doi.org/10.1080/23311975.2025.2474209

Shrestha, N. (2021). Factor analysis as a tool for survey analysis. *American Journal of Applied Mathematics and Statistics, 9*(1), 4-11. https://doi.org/10.12691/ajams-9-1-2

Tarhini, A., Ameen, N., Rappel, A., & Anand, A. (2021). Customer experiences in the age of artificial intelligence. *Computers in Human Behavior, 114*, Article 106549. https://doi.org/10.1016/j.chb.2020.106548

Wind, J., & Rangaswamy, A. (2001). Customerization: The next revolution in mass customization. *Harvard Business Review, 79*(1), 13-32. https://doi.org/10.1002/1520-6653(200124)15:1<13::AID-DIR1001>3.0.CO;2-#

Yamane, T. (1967). *Statistics: An Introductory Analysis* (2nd ed.). Harper and Row.

Zeithaml, V. A. (1988). Consumer perceptions of price, quality, and value: A means-end model and synthesis of evidence. *Journal of Marketing, 52*(3), 2-22. https://doi.org/10.1177/002224298805200302

A Systematic Literature Review and Framework Development: Integrating Literacy for Financial Well-Being in the Digital Era

Kanmanee Karin*
Sukumarl Koednok**

Received: January 30, 2026, Revised: April 6, 2026, Accepted: May 6, 2026

Abstract

Financial Well-being (FWB) serves as a pivotal metric for economic stability and individual quality of life. Thailand currently faces a significant structural challenge with household debt reaching 85-90% of GDP, compounded by the rapid expansion of digital financial technology, which escalates decision-making risks. This article aims to synthesize the determinants of financial well-being and develop an integrated conceptual framework interconnecting financial competence, financial psychological, financial behaviors, and structural context and policy framework. The study employs a Systematic Literature Review (SLR) of 20 empirical articles published between 2020 and 2025 from standardized databases. Thematic synthesis was utilized to analyze the patterns of relationship between variables. The findings categorize financial well-being determinants into four primary themes: 1) financial competence, 2) financial psychological, 3) financial behavior, and 4) structural context and policy framework. A critical finding reveals that positive financial behavior and self-control act as essential mediators, transforming financial literacy into financial well-being outcomes across both subjective and objective dimensions. The developed integrated framework aligns with the international guidelines of the G20/OECD. Enhancing the financial well-being of the Thai populace requires a paradigm shift beyond mere literacy to emphasize behavioral modification alongside structural reforms and digital consumer protection. This framework provides a robust foundation for designing public policies to address financial vulnerability sustainably.

Keywords: Integrating Literacy; Systematic Literature Review (SLR); Financial Well-Being; Digital Age

* Asst. Prof., Faculty of Management Science, Buriram Rajabhat University, E-mail: ketmanee.kr@bru.ac.th
** Ph.D. Lecturer, Faculty of Business Administration, Vongchavalitkul University,
E-mail: Sukumarl_koe@vu.ac.th / Corresponding Author

การทบทวนวรรณกรรมอย่างเป็นระบบและการพัฒนากรอบแนวคิด: การบูรณาการความรอบรู้ด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดีในยุคดิจิทัล

กานต์มณี การินทร์*
สุขุมาล เกิดนอก**

รับบทความ: 30 มกราคม 2569, แก้ไขบทความ: 6 เมษายน 2569, ตอบรับบทความ: 6 พฤษภาคม 2569

บทคัดย่อ

สุขภาวะทางการเงินที่ดี (Financial Well-Being: FWB) เป็นตัวชี้วัดสำคัญของความมั่นคงทางเศรษฐกิจและคุณภาพชีวิต โดยปัจจุบันนี้หนี้ครัวเรือนของประเทศไทยได้เพิ่มสูงขึ้นถึงร้อยละ 85-90 ของ GDP อีกทั้งการขยายตัวของเทคโนโลยีการเงินดิจิทัลยังเป็นการเพิ่มความเสี่ยงในการตัดสินใจ บทความนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อสังเคราะห์ปัจจัยที่กำหนด FWB และพัฒนากรอบแนวคิดแบบบูรณาการที่เชื่อมโยงสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน เข้าด้วยกัน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย งานวิจัยนี้ใช้วิธีการทบทวนวรรณกรรมอย่างเป็นระบบ (Systematic Literature Review: SLR) จากบทความวิจัยเชิงประจักษ์ 20 บทความ ที่ตีพิมพ์ระหว่างปี ค.ศ. 2020-2025 ในฐานข้อมูลมาตรฐาน โดยใช้การสังเคราะห์เชิงธีม (Thematic Synthesis) เพื่อวิเคราะห์รูปแบบความสัมพันธ์ของตัวแปร ผลจากการวิจัยพบว่าปัจจัยกำหนดสุขภาวะทางการเงินที่ดีจำแนกได้เป็น 4 ธีมหลัก ได้แก่ 1) สมรรถนะทางการเงิน 2) จิตวิทยาทางการเงิน 3) พฤติกรรมทางการเงิน และ 4) บริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย ข้อค้นพบสำคัญชี้ว่าพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวกและการควบคุมตนเอง ทำหน้าที่เป็นตัวกลางสำคัญที่เปลี่ยนความรอบรู้ทางการเงินไปสู่ผลลัพธ์สุขภาวะทางการเงินที่ดีทั้งในมิติอัตวิสัยและภาววิสัย กรอบแนวคิดแบบบูรณาการที่พัฒนาขึ้นสอดคล้องกับแนวทางสากลของ G20/OECD โดยการยกระดับสุขภาวะทางการเงินของคนไทยนั้นไม่สามารถพึ่งพาเพียงการให้ความรู้เพียงอย่างเดียว แต่จำเป็นต้องเน้นการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมร่วมกับการปฏิรูปเชิงโครงสร้างและการคุ้มครองผู้บริโภคดิจิทัล กรอบแนวคิดนี้เป็นฐานสำคัญสำหรับการออกแบบนโยบายสาธารณะเพื่อแก้ปัญหาความเปราะบางทางการเงินอย่างยั่งยืน

คำสำคัญ: การบูรณาการความรอบรู้; การทบทวนวรรณกรรมอย่างเป็นระบบ; สุขภาวะทางการเงินที่ดี; ยุคดิจิทัล

* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏบุรีรัมย์, E-mail: ketmanee.kr@bru.ac.th
** อาจารย์ ดร. คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยวงษ์ชวลิตกุล, E-mail: Sukumarl_koe@vu.ac.th / Corresponding Author

บทนำ (Introduction)

ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ประเด็นสุขภาวะทางการเงินที่ดี (Financial Well-Being: FWB) ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทั้งในแวดวงวิชาการและเชิงนโยบาย เนื่องจากถูกมองว่าเป็นตัวชี้วัดสำคัญของความมั่นคงทางเศรษฐกิจและคุณภาพชีวิต ที่มีมิติครอบคลุมกว่าการพิจารณาเพียงระดับรายได้หรือการเข้าถึงบริการทางการเงิน (Brüggen et al., 2017; Netemeyer et al., 2018) สุขภาวะทางการเงินที่ดีมักนิยามว่าเป็นภาวะที่บุคคลสามารถจัดการภาระการเงินในปัจจุบันได้อย่างเหมาะสม มีความมั่นคงทางการเงินในอนาคต และมีอิสระในการตัดสินใจใช้ชีวิตโดยไม่ถูกจำกัดด้วยข้อจำกัดทางการเงินมากเกินไป (Brüggen et al., 2017) แนวคิดดังกล่าวได้ขับเคลื่อนให้กรอบนโยบายสมัยใหม่ปรับเปลี่ยนจากการให้ความสำคัญกับการมีผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ไปสู่การมุ่งเน้นการใช้ผลิตภัณฑ์ทางการเงินและการส่งเสริมพฤติกรรมทางการเงินที่เกื้อหนุนให้ประชาชนมีชีวิตที่อยู่ดีมีสุขอย่างยั่งยืน

ในระดับนานาชาติ กลุ่ม G20 (Group of Twenty) คือกลุ่มเวทีความร่วมมือกันทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศระดับสูง และ OECD (Organization for Economic Co-Operation and Development) คือองค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา) ได้ยกระดับสุขภาวะทางการเงินที่ดีให้เป็นกรอบอ้างอิงหลักในการออกแบบนโยบายการรู้เท่าทันทางการเงิน โดยเอกสาร G20 Policy Note on Financial Well-Being ได้นำเสนอทั้งคำจำกัดความ มิติการวัด และข้อเสนอเชิงนโยบายที่ชัดเจนสำหรับประเทศสมาชิก (G20/OECD, 2024) ขณะเดียวกัน OECD ยังได้พัฒนาแบบสอบถามมาตรฐานเพื่อเก็บข้อมูลด้านความรอบรู้ทางการเงิน (Financial Literacy) การเข้าถึงบริการทางการเงินอย่างครอบคลุม (Financial Inclusion) ความยืดหยุ่นทางการเงิน (Financial Resilience) และสุขภาวะทางการเงินที่ดี (Financial Well-Being) เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินและพัฒนาสมรรถนะทางการเงินของประชาชนในยุคดิจิทัล (OECD, 2021) ในมิติดิจิทัล OECD ยังขยายกรอบนิยามด้านความรอบรู้ทางดิจิทัล (Digital Literacy) ในฐานะสมรรถนะหลักของพลเมืองดิจิทัล โดยเน้นทั้งความสามารถในการเข้าถึง วิเคราะห์ และใช้ข้อมูลออนไลน์อย่างมีวิจารณญาณ ตลอดจนการตระหนักถึงความเสี่ยง สิทธิ และความรับผิดชอบของผู้ใช้ในสภาพแวดล้อมดิจิทัล ซึ่งกรอบดังกล่าวถูกนำไปใช้ในการออกแบบนโยบายการศึกษา และการคุ้มครองผู้บริโภคเชิงดิจิทัลในหลายประเทศ (OECD, 2021)

นอกเหนือจากกรอบของ G20/OECD แล้ว สำนักงานคุ้มครองผู้บริโภคทางการเงินของสหรัฐฯ (Consumer Financial Protection Bureau: CFPB) ได้เสนอกรอบนิยามสุขภาวะทางการเงินที่ชัดเจน โดยมองว่าสุขภาวะทางการเงินเป็นสภาวะที่บุคคลมีทั้งความมั่นคงทางการเงินและเสรีภาพในการเลือกใช้ชีวิตทั้งในปัจจุบันและอนาคตผ่านองค์ประกอบหลัก 4 ด้าน ได้แก่ การควบคุมการเงินในชีวิตประจำวัน ความสามารถรองรับเหตุการณ์ไม่คาดฝัน ความก้าวหน้าในการบรรลุเป้าหมายทางการเงิน และเสรีภาพในการใช้ชีวิตตามที่ต้องการ (CFPB, 2015) กรอบสากลเหล่านี้ล้วนชี้ตรงกันว่า สุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นผลรวมเชิงพหุมิติของสมรรถนะ ทัศนคติ พฤติกรรม และบริบทเชิงโครงสร้าง ไม่ใช่ผลลัพธ์จากปัจจัยด้านใดด้านหนึ่งเพียงลำพัง ในทิศทางเดียวกัน โมเดล Personal Financial Wellness ของ Joo (2008) ได้อธิบายว่า สุขภาวะทางการเงินที่ดีประกอบด้วยทั้งสถานะการเงินเชิงวัตถุ ความพึงพอใจทางการเงิน ทัศนคติทางการเงิน และพฤติกรรมการจัดการทางการเงิน ซึ่งทำหน้าที่เป็นกลไกสำคัญเชื่อมโยงระหว่างความรอบรู้และทัศนคติกับผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินโดยรวม

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาบริบทของประเทศไทย พบว่าปัญหาหนี้ครัวเรือนยังคงเป็นความท้าทายเชิงโครงสร้างที่ส่งผลโดยตรงต่อสุขภาวะทางการเงินของครัวเรือน แม้อัตราหนี้ครัวเรือนต่อ GDP จะเริ่มปรับลดลงจากช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 แต่อยู่ในระดับสูงประมาณร้อยละ 85-90 ของ GDP ซึ่งถือได้ว่าอยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาค (Bank of Thailand, 2024; Krungsri Research, 2025) จากรายงานเชิงนโยบายชี้ว่า ครัวเรือนไทยส่วนใหญ่เผชิญภาวะ

เปราะบางทางการเงินจากภาระค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น และการพึ่งพาสินเชื่อผู้บริโภคและสินเชื่อดิจิทัลที่ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสะท้อนว่าปัญหาสุขภาวะทางการเงินไม่ได้จำกัดอยู่เพียงด้านรายได้ แต่เชื่อมโยงกับพฤติกรรมทางการเงิน ทัศนคติ และการตัดสินใจภายใต้สภาพแวดล้อมที่ซับซ้อน (International Monetary Fund, 2025; Krungsri Research, 2025) ขณะเดียวกันการแพร่หลายของเทคโนโลยีการเงินดิจิทัล เช่น Mobile Banking, E-Wallet บริการซื้อก่อนจ่ายทีหลัง และแพลตฟอร์มลงทุนออนไลน์ แม้ว่าจะช่วยให้การตัดสินใจทางการเงินของประชาชนรวดเร็วและสะดวกขึ้น แต่ก็เพิ่มระดับความเสี่ยงด้านหนี้สินความผิดพลาดในการตัดสินใจและการถูกหลอกลวงทางการเงินไปพร้อมกัน (Morgan et al., 2019) ในบริบทดังกล่าว ความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัลจึงมีบทบาทสำคัญทั้งในเชิงการสนับสนุนพฤติกรรมการออมและการลงทุนที่เหมาะสม และการใช้บริการการเงินดิจิทัลอย่างมีประสิทธิภาพและปลอดภัย (Morgan et al., 2019; Yadav & Banerji, 2024) ด้านการวัดสมรรถนะความรอบรู้ทางการเงิน จากงานวิจัยของ Lusardi and Mitchell (2014) ได้เสนอเครื่องมือวัดมาตรฐานที่เน้นความสามารถด้านตัวเลขและดอกเบี้ยทบต้น การเข้าใจเงินเฟ้อ และการกระจายความเสี่ยง ซึ่งได้รับการประยุกต์ใช้ในหลายประเทศและเป็นเกณฑ์อ้างอิงสำคัญในการประเมินระดับความรอบรู้ทางการเงินของประชาชน (Lusardi & Mitchell, 2014)

สำหรับในมุมมองของประเทศกำลังพัฒนานั้น จากการทบทวนวรรณกรรมจำนวน 20 บทความ ที่ถูกรวบรวมในบริบทที่ใกล้เคียงกับประเทศไทย เช่น อินโดนีเซีย อินเดีย ศรีลังกา และบางประเทศในยุโรป พบว่าสุขภาวะทางการเงินที่ดีถูกศึกษาในทั้งมิติปัจจัยกำหนด (Determinants) และผลลัพธ์ (Outcomes) อย่างหลากหลาย โดยส่วนใหญ่ชี้ให้เห็นว่าความรอบรู้ทางการเงินและความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัล มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสุขภาวะทางการเงินที่ดีทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านพฤติกรรมทางการเงิน เช่น การออม การวางแผน และการบริหารหนี้ (Uttarin & Nittayakamolphun, 2023; Yadav & Banerji, 2024) อีกทั้งจากงานวิจัยในกลุ่มคนทำงานในประเทศไทย ระบุว่าความรอบรู้ทางการเงินส่งผลต่อทัศนคติและพฤติกรรมทางการเงิน ซึ่งสะท้อนออกมาเป็นระดับสุขภาวะทางการเงินที่ดีที่แตกต่างกันในกลุ่มวัยทำงาน (Uttarin & Nittayakamolphun, 2023) ขณะที่กลุ่มเยาวชน วัยทำงาน และ Gen Z ในอินโดนีเซียและศรีลังกา พบว่าความรอบรู้ทางการเงิน ทัศนคติทางการเงิน (Financial Attitude) การให้ความสำคัญกับอนาคต (Future Orientation) และการขัดเกลาทางสังคมทางการเงิน (Financial Socialization) มีบทบาทสำคัญต่อพฤติกรรมการออมและการจัดการการเงิน ซึ่งถือเป็นฐานสำคัญของสุขภาวะทางการเงินที่ดีในระยะยาว (Firza et al., 2025)

จากหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่าพฤติกรรมทางการเงินทำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่างความรอบรู้และทัศนคติทางการเงินกับสุขภาวะทางการเงินที่ดี โดยผู้ที่มีพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวก เช่น การออมสม่ำเสมอ การทำงบประมาณ และการควบคุมการใช้จ่าย มักมีระดับสุขภาวะทางการเงินที่สูงกว่าผู้ที่มีระดับรายได้ใกล้เคียงกัน (Anjani & Wulandari, 2024) ในด้านจิตวิทยาทางการเงิน งานวิจัยจากยุโรปและประเทศพัฒนาแล้วจำนวนมาก พบว่าการควบคุมตนเองทางการเงิน (Financial Self-Control) ความเชื่อมั่นทางการเงินในตนเอง (Financial Self-Efficacy) และทัศนคติต่อเงิน (Attitude to Money) เป็นตัวกำหนดสำคัญของสุขภาวะทางการเงินที่ดีทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านภาวะที่ยากลำบากทางการเงิน (Financial Hardship) และพฤติกรรมทางการเงิน (Castro-González et al., 2020; Dare et al., 2023; Hernández-Pérez & Cruz Rambaud, 2025) ผลลัพธ์เหล่านี้สอดคล้องกับงานวิจัยที่ศึกษาในประเทศกำลังพัฒนา พบว่าบุคคลที่มีความเชื่อมั่นในตนเองและมีทัศนคติทางการเงินเชิงบวกมักสามารถเปลี่ยนความรู้ไปสู่การปฏิบัติได้ดีกว่า และมีโอกาสบรรลุสุขภาวะทางการเงินที่ดีได้สูงกว่า อีกทั้งจากการสังเคราะห์วรรณกรรมเชิงระบบยังพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างความรอบรู้ทางการเงินกับสุขภาวะทางการเงินที่ดีมักไม่เป็นเส้นตรง แต่ผ่านช่องทางสำคัญ เช่น พฤติกรรมทางการเงิน (การออม การจัดการหนี้) และตัวแปรจิตวิทยา เช่น ทัศนคติ และการให้ความสำคัญในอนาคต รวมทั้งการใช้

เทคโนโลยีการเงินอย่างปลอดภัยและคุ้มค่าจำเป็นต้องอาศัยทั้งความรอบรู้ทางการเงินพื้นฐานและทักษะดิจิทัลควบคู่กัน ไม่ใช่อาศัยความรอบรู้ด้านใดด้านหนึ่งเพียงลำพัง (Almeida et al., 2025; G20/OECD, 2024; Morgan et al., 2019; Yadav & Banerji, 2024)

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะมีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาองค์ประกอบและผลลัพธ์ของสุขภาวะทางการเงินที่ดีในหลากหลายบริบท การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องทั้งในและต่างประเทศยังสะท้อนถึงความกระจัดกระจายในหลายมิติ ทั้งด้านกรอบแนวคิด วิธีการวัด และชุดตัวแปรอธิบายที่ใช้ในแต่ละงาน ทำให้ยากต่อการสังเคราะห์เป็นกรอบแนวคิดภาพรวมที่มีเอกภาพ โดยเฉพาะเมื่อเชื่อมโยงกับบริบทประเทศไทยที่มีลักษณะเฉพาะด้าน หนี้ครัวเรือน โครงสร้างตลาดแรงงาน และการขยายตัวของเทคโนโลยีทางการเงิน (FinTech) ซึ่งทำให้ช่องว่างทางองค์ความรู้ยิ่งปรากฏเด่นชัดยิ่งขึ้น (Bank of Thailand, 2024; Krungsri Research, 2025; Uttarin & Nittayakamolphun, 2023) จากเหตุผลดังกล่าว บทความฉบับนี้จึงมุ่งตอบโจทย์หลัก 3 ประการ คือ 1) สังเคราะห์หลักฐานเชิงประจักษ์จากบทความ 20 บทความ ที่เกี่ยวข้องกับสุขภาวะทางการเงินที่ดี ทั้งงานเชิงปริมาณและเชิงแนวคิด โดยจัดโครงสร้างปัจจัยกำหนดสุขภาวะทางการเงินที่ดีออกเป็นหมวดหมู่ ได้แก่ สมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย 2) พัฒนากรอบแนวคิด (Conceptual Framework) แบบบูรณาการที่เชื่อมโยงปัจจัยดังกล่าวเข้าด้วยกันในบริบทโลกดิจิทัล โดยอ้างอิงกรอบแนวคิดสากลของ Brüggen et al. (2017) และ G20/OECD (2024) และ 3) พัฒนากรอบแนวคิดสุขภาวะทางการเงินที่ดี ซึ่งสามารถนำไปประยุกต์ใช้เพื่ออธิบายและต่อยอดทฤษฎีทางการเงินร่วมสมัยที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมทางการเงินและผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงิน ตลอดจนใช้เป็นฐานในการออกแบบการวิจัยเชิงทดลองและการกำหนดนโยบายสาธารณะในอนาคต

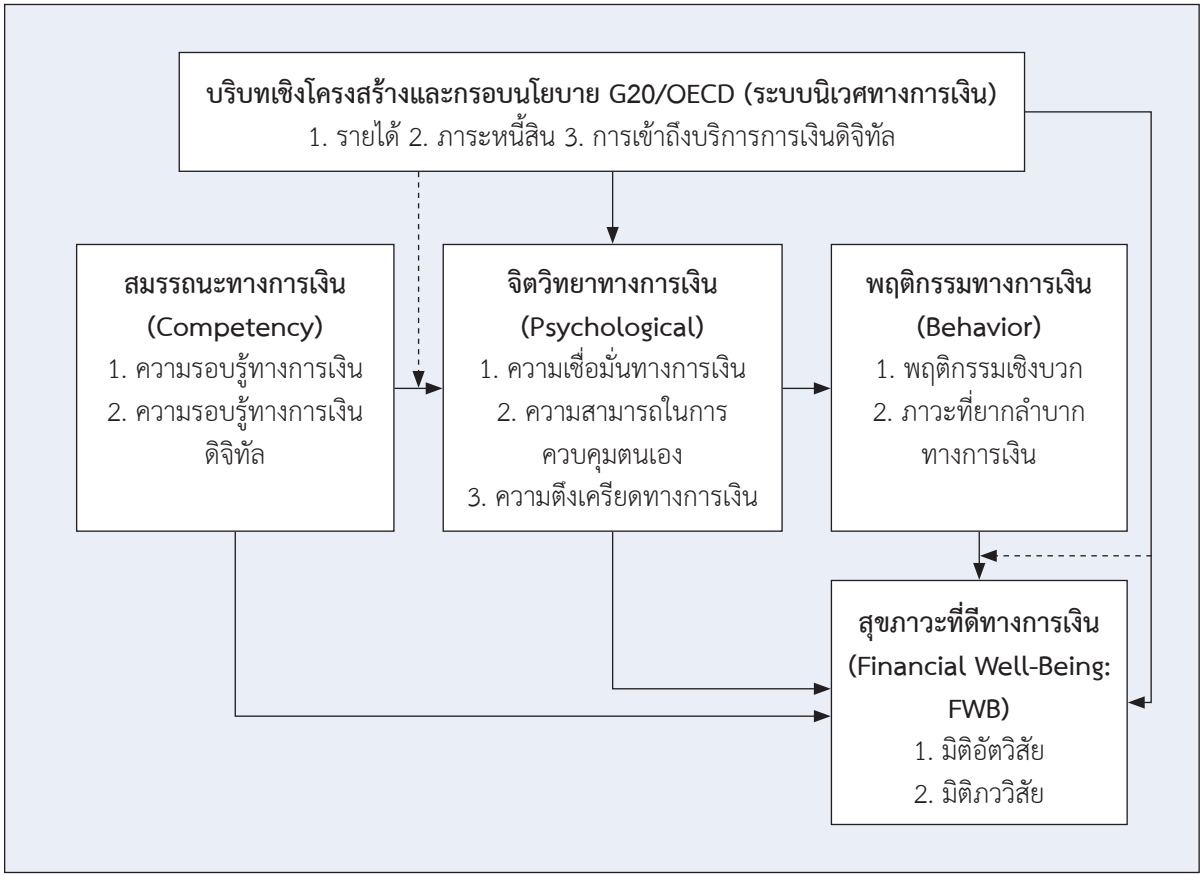
การวิจัยครั้งนี้คาดว่าผลการสังเคราะห์วรรณกรรมและกรอบแนวคิดที่นำเสนอจะช่วยเติมเต็มช่องว่างทั้งเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติในวรรณกรรมด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดี โดยให้ภาพที่ชัดเจนยิ่งขึ้นเกี่ยวกับกลไกที่เชื่อมโยงระหว่างสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบายกับผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงิน รวมทั้งระบุประเด็นสำคัญสำหรับการออกแบบงานวิจัยและมาตรการที่มุ่งยกระดับสุขภาวะทางการเงินที่ดีของประชาชนในยุคดิจิทัลอย่างยั่งยืน โดยเฉพาะอย่างยิ่งบทความนี้ได้นำกรอบ Personal Financial Wellness ของ Joo (2008) กรอบนิยามสุขภาวะทางการเงินของ CFPB (2015) และมาตรฐานการวัดความรอบรู้ทางการเงินของ Lusardi and Mitchell (2014) มาเป็นฐานสำคัญในการพัฒนากรอบแนวคิดสุขภาวะทางการเงินที่ดีในยุคดิจิทัล พร้อมทั้งบูรณาการร่วมกับกรอบแนวคิดเชิงพฤติกรรมของ Brüggen et al. (2017) ที่ให้ความสำคัญกับการปฏิสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยบริบทและปัจจัยส่วนบุคคล และกรอบนโยบายล่าสุดของ G20/OECD (2024) ที่กำหนดให้สุขภาวะทางการเงินเป็นเป้าหมายปลายทางสูงสุดของยุทธศาสตร์ การสร้างสมรรถนะทางการเงินในระดับสากลเพื่อพัฒนาไปสู่กรอบแนวคิดสุขภาวะทางการเงินที่ดีในยุคดิจิทัล ที่มีความสมบูรณ์และสอดรับกับสภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อสังเคราะห์งานวิจัยที่ศึกษาสุขภาวะทางการเงินที่ดี และจัดหมวดหมู่ปัจจัยกำหนดสุขภาวะทางการเงินที่ดีในด้านสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย
2. เพื่อพัฒนากรอบแนวคิดแบบบูรณาการที่เชื่อมโยงสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย เข้ากับผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดี

3. เพื่อพัฒนากรอบแนวคิดสุขภาวะทางการเงินที่ดี ซึ่งสามารถนำไปประยุกต์ใช้ในการอธิบายและต่อยอดทฤษฎีทางการเงินร่วมสมัยที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมทางการเงินและผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดี ตลอดจนใช้เป็นฐานสำหรับการออกแบบการวิจัยเชิงทดลองและการกำหนดนโยบายสาธารณะ

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีการดำเนินการวิจัย (Research Methods)

การวิจัยนี้เป็นการทบทวนวรรณกรรมอย่างเป็นระบบ (Systematic Literature Review: SLR) ที่มุ่งสังเคราะห์หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับสุขภาวะทางการเงินที่ดีและปัจจัยกำหนดในยุคดิจิทัล โดยใช้ชุดบทความวิจัยเชิงประจักษ์จำนวน 20 บทความ เป็นฐานหลักในการวิเคราะห์ พร้อมทั้งเชื่อมโยงผลการสังเคราะห์กับแนวโน้มเชิงนโยบายระดับนานาชาติในกรอบ G20/OECD และ OECD/INFE (INFE: International Network on Financial Education คือเครือข่ายย่อยภายใต้ OECD)

การสืบค้นและแหล่งข้อมูล

ผู้วิจัยดำเนินการสืบค้นบทความวิจัยและรายงานการวิจัยจากฐานข้อมูลทั้งในประเทศและต่างประเทศ ได้แก่ TCI, Scopus, ScienceDirect, ProQuest, Springer, Wiley, Emerald และ ResearchGate โดยใช้ชุดคำสำคัญที่กับสุขภาวะทางการเงินที่ดี (Financial Well-Being) ความสุขทางการเงิน (Financial Happiness) ความรอบรู้ทางการเงิน (Financial Literacy) ความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัล (Digital Financial Literacy) เทคโนโลยีทางการเงิน (FinTech/Financial Technology) การเงินดิจิทัล (Digital Finance) ตามแนวทางการสืบค้นที่แนะนำในงานทบทวนด้านความรอบรู้ทางการเงิน ความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัล และสุขภาวะทางการเงินที่ดี การสืบค้นครอบคลุมบทความทั้งภาษาไทยและภาษาอังกฤษที่ตีพิมพ์ในวารสารวิชาการที่ผ่านการประเมินโดยผู้ทรงคุณวุฒิ (Peer-Reviewed) ภายในช่วงเวลาที่สอดคล้องกับการขยายตัวของบริการการเงินดิจิทัล ขอบเขตช่วงเวลาการเผยแพร่ของบทความที่นำมาพิจารณาอยู่ระหว่างปี ค.ศ. 2020-2025 (พ.ศ. 2563-2568) เพื่อสะท้อนองค์ความรู้ร่วมสมัยด้านสุขภาวะทางการเงินในยุคดิจิทัล โดยที่จะเน้นบริบทประเทศกำลังพัฒนา เช่น ประเทศไทย อินโดนีเซีย อินเดีย และศรีลังกา ซึ่งมีลักษณะโครงสร้างเศรษฐกิจครัวเรือนและการใช้บริการการเงินดิจิทัลคล้ายคลึงกัน

เกณฑ์การคัดเลือกและคัดออกบทความ

การคัดเลือกบทความใช้เกณฑ์หลักดังนี้

1. เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์หรือบทความทบทวนวรรณกรรมที่มีการวัดหรืออภิปรายสุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นตัวแปรผลลัพธ์หลักหรือรองอย่างชัดเจน

2. มีการนิยามหรือวัดสุขภาวะทางการเงินที่ดีในลักษณะที่สอดคล้องกับแนวคิดสากล เช่น มิติด้านความมั่นคง การควบคุมทางการเงิน ความสามารถรับมือกับเหตุฉุกเฉิน และการมีเสรีภาพทางการเงินในอนาคต

3. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสุขภาวะทางการเงินที่ดีกับปัจจัยอย่างน้อยหนึ่งด้านจากกลุ่มของ 1) สมรรถนะทางการเงิน 2) จิตวิทยาทางการเงิน 3) พฤติกรรมทางการเงิน และ 4) บริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย

บทความจะถูกตัดออกใช้เกณฑ์หลักดังนี้

1. เป็นบทความเชิงความคิดเห็น รายงานเชิงนโยบาย หรือเอกสารประชาสัมพันธ์ที่ไม่มีวิธีการวิจัยชัดเจน

2. ไม่ได้วัดสุขภาวะทางการเงินที่ดีโดยตรง หรือใช้ตัวชี้วัดที่ไม่สามารถเทียบเคียงกับกรอบแนวคิดสุขภาวะทางการเงินที่ดีตามมาตรฐานสากลได้

3. ซ้ำกับบทความที่ถูกคัดเลือกแล้ว (เช่น ตีพิมพ์ซ้ำในที่ประชุมและวารสาร) โดยจะเก็บเฉพาะฉบับที่สมบูรณ์ที่สุด

ภายหลังการใช้เกณฑ์ดังกล่าว ผู้วิจัยได้คัดเลือกบทความที่ผ่านเกณฑ์สุดท้ายจำนวน 20 บทความ เพื่อใช้เป็นชุดข้อมูลหลักสำหรับการสังเคราะห์ แม้การทบทวนวรรณกรรมครั้งนี้จะใช้บทความวิจัยจำนวน 20 บทความ แต่เป็นบทความเชิงประจักษ์ที่คัดเลือกมาอย่างเป็นระบบภายใต้เกณฑ์ของความสดใหม่ (ค.ศ. 2020-2025) และความสอดคล้องเชิงบริบท ซึ่งจากการสังเคราะห์พบว่าข้อมูลมีความอิ่มตัวเพียงพอต่อการระบุปัจจัยกำหนด 4 ธีมหลัก และการพัฒนาเป็นกรอบแนวคิดแบบบูรณาการที่สามารถตอบโจทย์การแก้ปัญหาความเปราะบางทางการเงินในยุคดิจิทัลได้อย่างเป็นรูปธรรม สอดคล้องกับมาตรฐานการวิจัยในสาขาที่กำลังพัฒนา (Emerging Field) นี้

การประเมินคุณภาพของบทความ

เพื่อเสริมสร้างความน่าเชื่อถือของผลการสังเคราะห์ ผู้วิจัยประเมินคุณภาพของบทความที่คัดเลือกโดยอิงแนวปฏิบัติงานทบทวนวรรณกรรมด้านความรอบรู้ทางการเงินและสุขภาวะทางการเงินที่ดีในวารสารระดับชาติ/นานาชาติ โดยพิจารณา 4 มิติหลัก ได้แก่

1. ความชัดเจนของวัตถุประสงค์ คำถามวิจัย และกรอบแนวคิด
2. ความเหมาะสมการออกแบบวิจัยและขนาดตัวอย่าง รวมถึงการรายงานวิธีวิเคราะห์ทางสถิติ
3. คุณภาพของเครื่องมือวัด โดยเฉพาะมาตราส่วนวัดสุขภาวะทางการเงินที่ดีและมาตรวัดด้านความรอบรู้/ความรอบรู้ทางด้านดิจิทัล ในแง่ความเที่ยงตรง ความเชื่อมั่น และความสอดคล้องของโมเดล
4. ความสอดคล้องของผลการวิจัยกับทฤษฎีและงานก่อนหน้า รวมถึงการระบุข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

บทความที่มีข้อจำกัดสำคัญ เช่น ขนาดของตัวอย่างต่ำมาก การรายงานสถิติที่มีไม่เพียงพอ หรือมาตรวัดสุขภาวะทางการเงินที่ดีไม่ชัดเจน จะถูกใช้ด้วยความระมัดระวัง โดยเน้นเฉพาะส่วนที่มีหลักฐานรองรับชัดเจน

การสกัดข้อมูลและการจัดหมวดหมู่ตัวแปร

ผู้วิจัยได้จัดทำแบบฟอร์มสกัดข้อมูลมาตรฐาน (Data Extraction Form) เพื่อบันทึกข้อมูลสำคัญจากบทความวิจัยเชิงประจักษ์ทั้ง 20 ฉบับ ได้แก่ ปีที่ตีพิมพ์ ประเทศหรือบริบทการศึกษา ลักษณะกลุ่มตัวอย่าง วิธีวิจัยและเทคนิควิเคราะห์ ตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม เครื่องมือวัด และผลการศึกษาเชิงสถิติที่เกี่ยวข้อง จากนั้นผู้ได้จัดหมวดหมู่ตัวแปรกำหนดสุขภาวะทางการเงินที่ดีออกเป็น 4 กลุ่มหลัก คือ 1) สมรรถนะทางการเงิน 2) จิตวิทยาทางการเงิน 3) พฤติกรรมทางการเงิน และ 4) บริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย พร้อมทั้งระบุบทบาทของตัวแปรกลาง/ตัวแปรกำกับ (Mediators/Moderators) ที่ปรากฏในโมเดลต่าง ๆ การจัดหมวดหมู่ดังกล่าวอ้างอิงแนวโน้มจากงานวิจัยสุขภาวะทางการเงินที่ดีจำนวน 20 บทความ ควบคู่กับกรอบแนวคิดในเอกสารเชิงนโยบายระดับนานาชาติที่จัดทำขึ้นภายใต้กรอบ G20 และกรอบการวัดของ OECD/INFE ที่เน้นให้สุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นผลลัพธ์ปลายทางจากทั้งความรอบรู้ พฤติกรรม และบริบทเชิงโครงสร้าง

การสังเคราะห์และการพัฒนากรอบแนวคิด

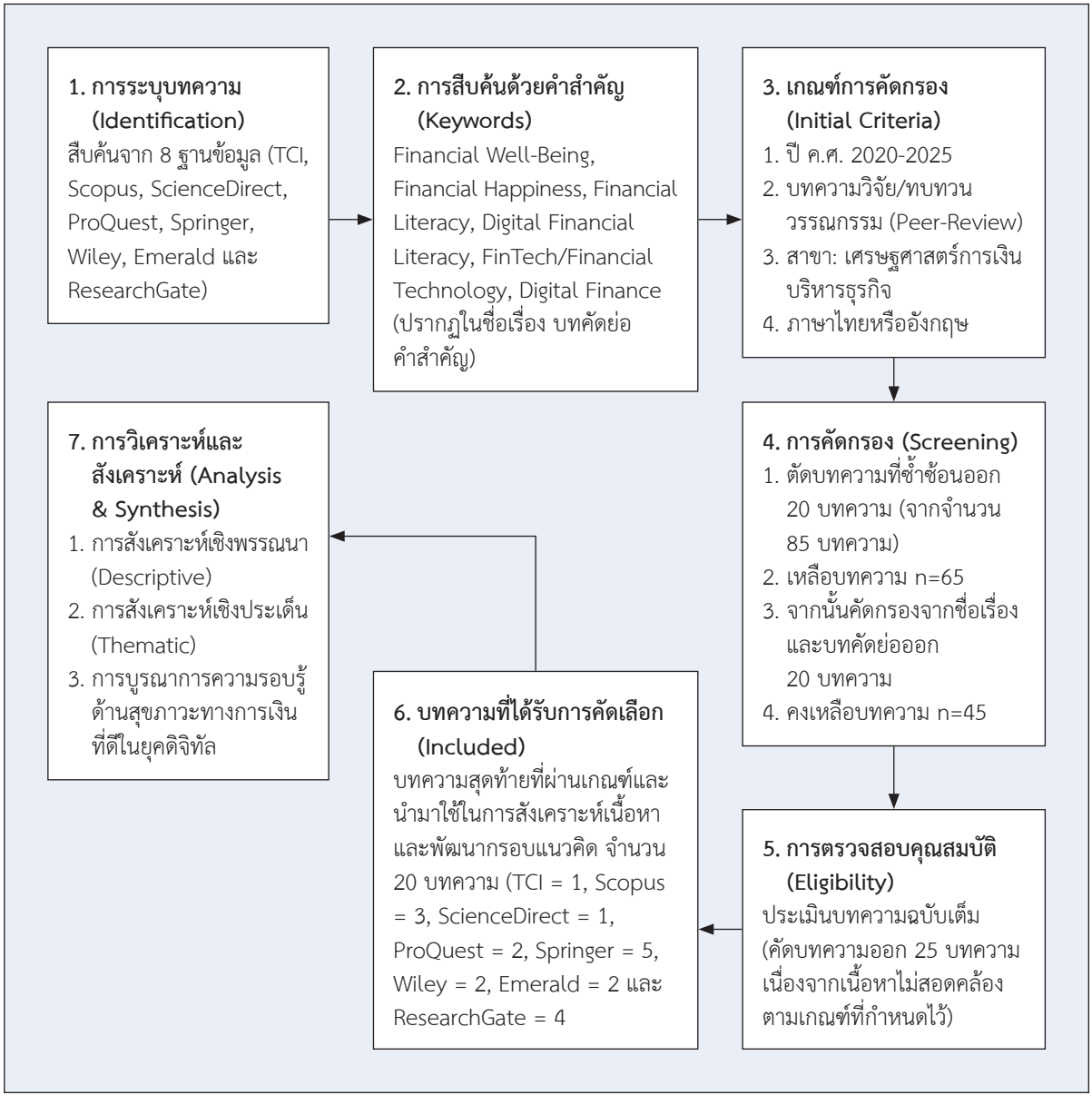
ผู้วิจัยดำเนินการสังเคราะห์เชิงธีม (Thematic Synthesis) โดยเปรียบเทียบโครงสร้างโมเดลเชิงทฤษฎี มาตรวัดสุขภาวะทางการเงินที่ดี และผลการวิเคราะห์ SEM/Regression จาก 20 บทความ เพื่อระบุรูปแบบร่วม ดังนี้

1. ความสัมพันธ์ระหว่างความรอบรู้ทางการเงินและความรอบรู้ทางด้านการเงินดิจิทัลกับสุขภาวะทางการเงินที่ดี
2. บทบาทของจิตวิทยาทางการเงิน เช่น การควบคุมตนเองทางการเงิน ความเชื่อมั่นทางการเงินในตนเอง การเลือกให้ความสำคัญกับเวลา และความตึงเครียดทางการเงิน
3. ผลของพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวกและภาวะที่ยากลำบากทางการเงินต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดี
4. ผลของปัจจัยบริบท เช่น รายได้ ภาระหนี้ การเข้าถึงบริการการเงินดิจิทัล เป็นต้น

ผลการสังเคราะห์ถูกใช้ในการพัฒนากรอบแนวคิดแบบบูรณาการที่เชื่อมโยงสมรรถนะด้านความรอบรู้ทางการเงินและความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัล จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบายเข้ากับผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดี โดยสอดคล้องกับแนวคิดสุขภาวะทางการเงินที่ดีในระดับสากลของ G20/OECD

และกรอบการวัดของ OECD/INFE รวมถึงเปิดช่องให้สามารถประยุกต์ใช้ในการอธิบายและต่อยอดทฤษฎีทางการเงินร่วมสมัยที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมทางการเงินและผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดี ตลอดจนใช้เป็นฐานสำหรับการออกแบบการวิจัยเชิงทดลองและการกำหนดนโยบายสาธารณะอีกด้วย

เพื่อให้กระบวนการคัดเลือกบทความวิจัยมีความโปร่งใสและตรวจสอบได้ตามมาตรฐานสากล ผู้วิจัยได้สรุปขั้นตอนการดำเนินงานตามโปรโตคอล PRISMA ตั้งแต่ขั้นตอนการสืบค้น การคัดกรอง จนถึงการคัดเลือกบทความสุดท้าย จำนวน 20 ฉบับ ตามแผนภาพ PRISMA Flow Diagram ดังภาพที่ 2



ภาพที่ 2 แผนภาพ PRISMA Flow Diagram

ผลการวิจัย (Results)

สรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 1

จากการสังเคราะห์บทความจำนวน 20 บทความ พบว่ากรอบแนวคิดเกี่ยวกับสุขภาวะทางการเงินที่ดีมีความสอดคล้องกับแนวโน้มสากลที่มองสุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นผลลัพธ์ปลายทางเชิงพหุมิติของทั้งปัจจัยส่วนบุคคล พฤติกรรม และบริบทเชิงโครงสร้าง มากกว่าการมองเพียงแค่ฐานะทางการเงินในเชิงรายได้หรือทรัพย์สินเพียงด้านเดียวเท่านั้น สามารถสรุประเบียบการวิจัยและผลการวิจัย 20 บทความ ได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การสรุประเบียบการวิจัยและผลการวิจัย 20 บทความ

ชื่อผู้แต่งและปี	วิธีการวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เครื่องมือ	ตัวแปรที่ใช้การศึกษา	ผลการศึกษาที่ได้
1. Utami et al. (2025)	การวิจัยเชิงปริมาณ วิเคราะห์ด้วย PLS SEM	วัยผู้ใหญ่ตอนต้น 444 คน (อินโดนีเซีย)	แบบสอบถามออนไลน์	ตัวแปรอิสระ: X1, X5 ตัวแปรกลาง: X4 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงินที่ดี	ความรอบรู้ทางการเงินมีผลทางตรงต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดีทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านพฤติกรรมทางการเงิน
2. Yadav and Banerji (2024)	การทบทวนวรรณกรรมอย่างเป็นระบบ	บทความวิชาการ 100 บทความ	แบบฟอร์มค้นคืนและเข้ารหัสข้อมูลของแต่ละบทความ	แนวคิด/มิติของ X2 และสุขภาวะทางการเงินที่ดี	ระดับความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัลทั่วโลกยังต่ำและขาดมาตรฐานการวัดที่ชัดเจน จึงควรเร่งสร้างเกณฑ์มาตรฐานและประเมินผลอย่างต่อเนื่องเพื่อพัฒนาไปสู่สุขภาวะทางการเงินที่ดีในยุคดิจิทัล
3. Santini et al. (2025)	การวิเคราะห์อภิมาน (Meta-Analysis)	88 กรณีศึกษา	แบบฟอร์มการเข้ารหัสข้อมูลและการวิเคราะห์อภิมาน	พิจารณาปัจจัยหลัก: X1, X4, X26 และสุขภาวะทางการเงินที่ดี	ความรอบรู้ทางการเงิน ปัจจัยทางจิตวิทยา และพฤติกรรมทางการเงิน เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดี
4. Bushra and Mir (2024)	การวิเคราะห์เชิงแนวคิด	บทความวิชาการ	แบบฟอร์มสกัดข้อมูลจากการทบทวนวรรณกรรม	ตัวแปรหลัก: X1, X2, X3, X6, X12 และสุขภาวะทางการเงินที่ดี	ความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัลช่วยยกระดับสุขภาวะทางการเงินผ่านการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และการใช้เครื่องมือดิจิทัลมาช่วยวางแผนงบประมาณอย่างมีประสิทธิภาพ

ตารางที่ 1 การสรุประเบียบการวิจัยและผลการวิจัย 20 บทความ (ต่อ)

ชื่อผู้แต่งและปี	วิธีการวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เครื่องมือ	ตัวแปรที่ใช้การศึกษา	ผลการศึกษาที่ได้
5. Singh et al. (2024)	การวิจัยเชิงปริมาณ (Descriptive/ SEM)	ผู้ตอบแบบสอบถาม 265 คน (อินเดีย)	แบบสอบถาม Google Forms	ตัวแปรอิสระ: X1	ความรอบรู้ทางการเงินมีผลเชิงบวกต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดี และเมื่อระดับการยอมรับเทคโนโลยีสูง ความสัมพันธ์นี้จะสูงขึ้นส่งผลต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดี
6. Budiyanto et al. (2024)	การวิจัยเชิงปริมาณ วิเคราะห์ด้วย SEM	กลุ่มผู้ใหญ่ใน 256 คน (อินโดนีเซีย)	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X9, X10 ตัวแปรกลาง: X4 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงินที่ดี	ความเคร่งครัดในศาสนาส่งผลดีต่อสุขภาวะทางการเงินได้โดยตรงโดยไม่ผ่านพฤติกรรม ส่วนวิถีชีวิตแบบต่อต้านบริโภคนิยม จะช่วยให้สุขภาวะทางการเงินดีขึ้นได้ก็ต่อเมื่อมีการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมทางการเงินร่วมด้วย
7. Yadav and Venugopal (2025)	การทบทวนวรรณกรรมอย่างเป็นระบบ	บทความวิชาการ 169 บทความ	PRISMA Framework	ตัวแปรหลัก: X1, X2, X4, X11, X12 และสุขภาวะทางการเงินที่ดี	การชำระเงินผ่านมือถือและพฤติกรรมทางการเงินในยุคดิจิทัล ยังขาดมาตรฐานมาตรวัดที่ชัดเจนและเป็นเอกภาพ จึงจำเป็นต้องเร่งพัฒนาเครื่องมือวัดมาตรฐาน พร้อมงานวิจัยเชิงประจักษ์เพื่อเชื่อมโยงไปสู่สุขภาวะทางการเงินที่ดีอย่างแม่นยำ
8. Kumar et al. (2025)	การวิจัยเชิงปริมาณ วิเคราะห์ด้วย SEM	ชาวบ้าน 394 คน (อินเดีย)	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X1, X8, X17	พฤติกรรมทางการเงินคือตัวบ่งชี้หลักของสุขภาวะทางการเงินที่ดี โดยมีปัจจัยสนับสนุนสำคัญ คือการขัดเกลาทางสังคม ทัศนคติ และความรอบรู้ทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมนั้นมาก
9. Dare et al. (2023)	การวิจัยเชิงปริมาณแบบเส้นทาง	ผู้ใหญ่ในสหราช-อาณาจักร 411 คน	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X7, X13 ตัวแปรกลาง: X4 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงินที่ดี	ความเชื่อมั่นในตนเองช่วยยกระดับสุขภาวะทางการเงินได้ทั้งโดยตรงและผ่านการปรับพฤติกรรม ส่วนการคิดเชิงบริหาร ส่งผลดีต่อสุขภาวะทางการเงินได้โดยตรงเท่านั้น

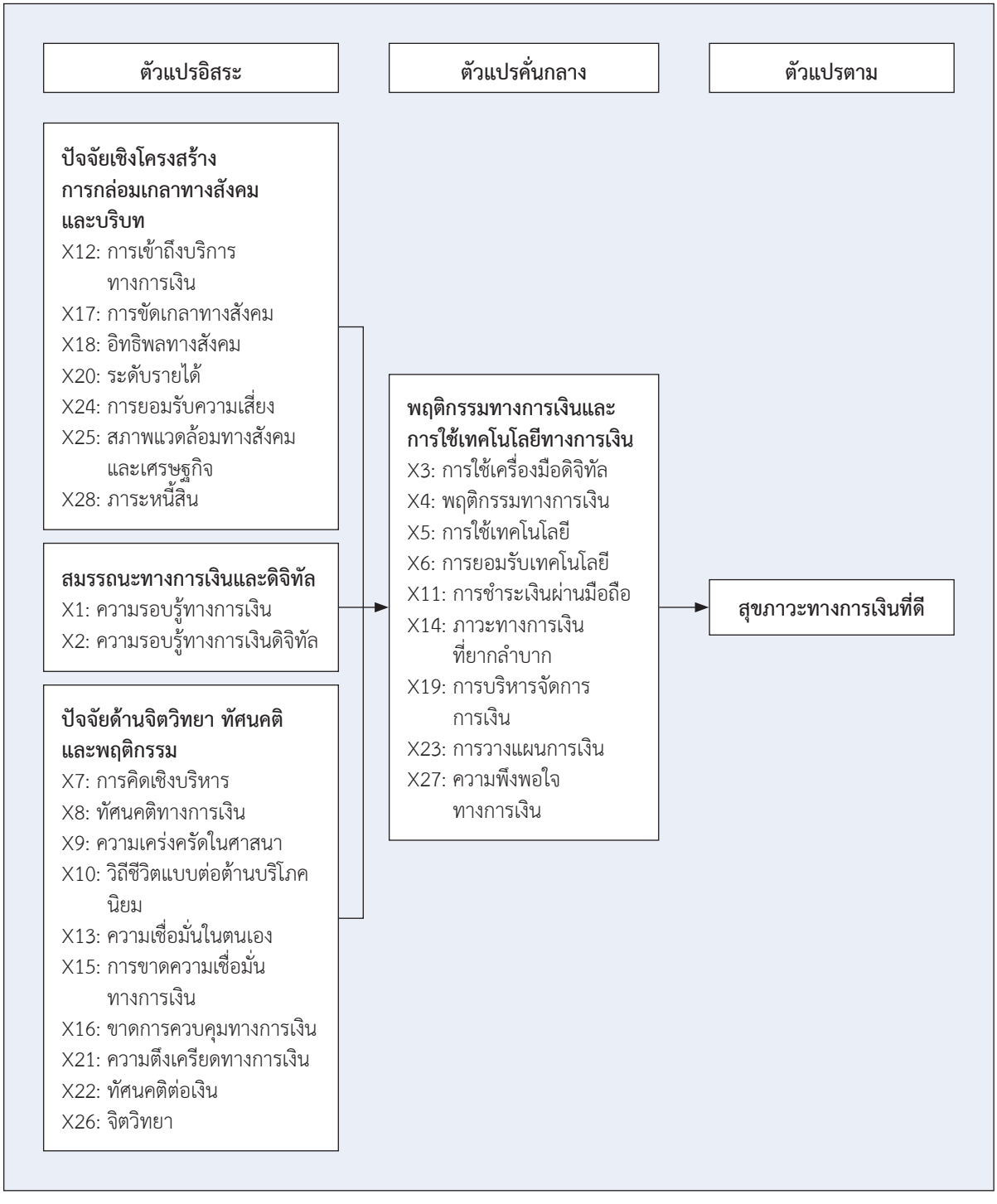
ตารางที่ 1 การสรุประเบียบการวิจัยและผลการวิจัย 20 บทความ (ต่อ)

ชื่อผู้แต่งและปี	วิธีการวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เครื่องมือ	ตัวแปรที่ใช้การศึกษา	ผลการศึกษาที่ได้
10. Gumbo (2025)	การทบทวนวรรณกรรมอย่างเป็นระบบ	บทความวิจัย จำนวน 83 บทความ	โปรโตคอล PRISMA	ตัวแปรหลัก: X2	มิติสำคัญในการวัดความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัล ประกอบด้วย 6 ด้าน คือ ความรู้ พฤติกรรม ทัศนคติ การจัดการความเสี่ยงดิจิทัล การเข้าถึง และการใช้งาน
11. Hernandez Perez and Cruz Rambaud (2025)	การวิจัยเชิงปริมาณวิเคราะห์ด้วย SEM	ชาวสเปน 8,554 คน	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X15, X16 ตัวแปรกลาง: X14 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงินที่ดี	การขาดความเชื่อมั่นและการควบคุมตนเอง ส่งผลเสียต่อสุขภาวะทางการเงิน โดยเฉพาะเมื่อเผชิญภาวะเงินฝืดเคือง จะยิ่งกลายเป็นตัวกลางซ้ำเติมให้สุขภาวะทางการเงินแย่ลงอย่างชัดเจน
12. Firza et al. (2025)	การวิจัยเชิงปริมาณวิเคราะห์ด้วย SEM	ประชาชน Gen Z 390 คน (อินโดนีเซีย)	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X2, X8, X18 ตัวแปรกลาง: X4 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงินที่ดี	ทัศนคติและอิทธิพลทางสังคมช่วยยกระดับสุขภาวะทางการเงินได้โดยตรง แต่สำหรับความรอบรู้ดิจิทัลนั้น จะมีผลก็ต่อเมื่อถูกเปลี่ยนเป็นการใช้งานจริงผ่านพฤติกรรมการใช้บริการการเงินดิจิทัลเท่านั้น
13. Uttarin and Nittayakamolphun (2023)	การวิจัยเชิงปริมาณวิเคราะห์ด้วยเส้นทาง	ประชาชนวัยทำงาน 400 คน (ประเทศไทย)	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X1 ตัวแปรส่งผ่าน: X8, X4 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงินที่ดี	ความรู้ทางการเงินช่วยหล่อหลอมทัศนคติและพฤติกรรม แต่จะนำไปสู่สุขภาวะทางการเงินที่ดีได้ก็ต่อเมื่อมีการลงมือปฏิบัติผ่านพฤติกรรมทางการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยเดียวที่ส่งผลโดยตรง
14. Anjani and Wulandari (2024)	การวิจัยเชิงปริมาณวิเคราะห์ด้วย Multiple Regressio	กลุ่มคนวัยทำงาน 100 คน (อินโดนีเซีย)	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X20, X19, X4	ตัวแปรทั้ง 3 มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ซึ่งพิสูจน์ได้ว่ามีอิทธิพลในการส่งเสริมสุขภาวะทางการเงินที่ดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
15. Castro González et al. (2020)	การวิจัยเชิงปริมาณวิเคราะห์ด้วยแบบสอบถาม SEM	วัยผู้ใหญ่ในประเทศสเปน 8,554 คน	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X22 ตัวแปรส่งผ่าน: X4, X23, X24 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงินที่ดี	ทัศนคติต่อเงิน การวางแผนระยะยาว และการยอมรับความเสี่ยง ส่งผลต่อพฤติกรรมทางการเงิน พฤติกรรมเป็นปัจจัยตัดสินในการสร้างสุขภาวะทางการเงินที่ดี

ตารางที่ 1 การสรุประเบียบการวิจัยและผลการวิจัย 20 บทความ (ต่อ)

ชื่อผู้แต่งและปี	วิธีการวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เครื่องมือ	ตัวแปรที่ใช้การศึกษา	ผลการศึกษาที่ได้
16. Lambert et al. (2023)	การทบทวนวรรณกรรมอย่างเป็นระบบ	บทความวิชาการ 15 บทความ	PICO and SPIDER Tools	ปัจจัยด้าน X1, X4, X21, X25, X26, X28 และสุขภาวะทางการเงินที่ดี	ความรอบรู้และพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวก คือปัจจัยหลักที่ช่วยสร้างสุขภาวะทางการเงินที่ดี ในขณะที่สภาพแวดล้อมทางสังคมและเศรษฐกิจที่ผันผวน ภาระหนี้สิน และความเครียดทางการเงิน เป็นตัวแปรสำคัญที่ฉุดรั้งให้แย่ลง
17. Subaida (2024)	การวิจัยเชิงปริมาณแบบเส้นทาง	นักลงทุน 50 คน (อินโดนีเซีย)	แบบสอบถาม	ตัวแปรต้น: X4 ตัวแปรกลาง: X27 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงินที่ดี	พฤติกรรมทางการเงินช่วยสร้างความพึงพอใจ ซึ่งเป็นหัวใจสำคัญที่ส่งต่อการมีสุขภาวะทางการเงินที่ดี
18. Anghel and Pochea (2025)	การวิจัยเชิงปริมาณวิเคราะห์ด้วยวิธี OLS	ประชาชนชาวโรมาเนีย จำนวน 1,391 คน	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X1 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงิน	ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความรอบรู้ทางการเงินและสุขภาวะทางการเงิน
19. Weerasinghe et al. (2025)	การวิจัยเชิงปริมาณวิเคราะห์ด้วย SEM/ Regression	วัยทำงาน 384 คน (ศรีลังกา)	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X1, X4, X8 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงินที่ดี	สุขภาวะทางการเงินที่ดีสร้างได้ด้วยความรู้และพฤติกรรมเชิงบวก แต่จะถูกบั่นทอนด้วยภาระหนี้และความกังวล จึงจำเป็นต้องเสริมทักษะการบริหารจัดการควบคู่กับการปรับพฤติกรรม
20. Suprapto (2020)	การวิจัยเชิงปริมาณวิเคราะห์ด้วย Multiple Regression	วัยรุ่นตอนปลายและวัยผู้ใหญ่ 300 คน (อินโดนีเซีย)	แบบสอบถาม	ตัวแปรอิสระ: X1, X4, X8, X17, X21 ตัวแปรตาม: สุขภาวะทางการเงินที่ดี	ความรู้ ทัศนคติ และการขัดเกลาทางสังคม เป็นรากฐานสู่พฤติกรรมทางการเงินที่ดี ซึ่งเป็นตัวแปรหลักในการสร้างความมั่งคั่ง โดยมีความตึงเครียดทางการเงินเป็นอุปสรรคสำคัญที่ต้องขจัดออกไป

จากตารางที่ 1 สามารถนำมาสรุปเป็นกรอบแนวความคิดในภาพรวมเกี่ยวกับตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดีได้ดังภาพที่ 3



ภาพที่ 3 ภาพรวมกรอบแนวความคิดเกี่ยวกับตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดี

อย่างไรก็ตาม เมื่อจัดกลุ่มเนื้อหาและโมเดลเชิงประจักษ์ สามารถจำแนกธีมหลักได้ 4 ด้าน ได้แก่ 1) สมรรถนะทางการเงิน 2) จิตวิทยาทางการเงิน 3) พฤติกรรมทางการเงิน และ 4) บริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย

ธีมที่ 1 สมรรถนะทางการเงิน

ผลการสังเคราะห์วรรณกรรม พบว่าความรอบรู้ทางการเงินเป็นตัวกำหนดต้นทางที่สำคัญของสุขภาวะทางการเงินที่ดี ทั้งในเชิงผลโดยตรงและผ่านพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวกในฐานะตัวแปรส่งผ่าน โดย Utami et al. (2025) พบว่าความรอบรู้ทางการเงินของเยาวชนนั้นได้ทำให้เกิดพฤติกรรมทางการเงินที่ดีขึ้น และส่งผลให้ระดับสุขภาวะทางการเงินที่สูงขึ้น ขณะที่ Anghel and Pochea (2025) และ Santini et al. (2025) ได้สังเคราะห์หลักฐานเชิงประจักษ์จำนวนมากและสรุปว่าทั้งความรอบรู้และพฤติกรรมทางการเงินล้วนเป็นตัวขับเคลื่อนหลักของสุขภาวะทางการเงิน ในทำนองเดียวกัน Budiyanto et al. (2024), Gumbo (2025), Kumar et al. (2025) and Singh et al. (2024) ต่างชี้ให้เห็นว่า ความรอบรู้ทางการเงินเมื่อผนวกกับปัจจัยด้านการขัดเกลาทางการเงินและทัศนคติ จะส่งผลต่อสุขภาวะทางการเงินผ่านพฤติกรรมการจัดการเงินในชีวิตประจำวัน เช่น การออม การชำระหนี้ และการวางแผนทางการเงิน ขณะที่ Lambert et al. (2023) and Suprapto (2020) พบว่าในกลุ่มคนวัยทำงานและวัยรุ่น แม้จะมีรายได้ใกล้เคียงกัน แต่ผู้ที่มีความรอบรู้และพฤติกรรมทางการเงินที่ดีกว่าจะสามารถรับมือภาระหนี้และความตึงเครียดทางการเงิน และมีระดับสุขภาวะทางการเงินที่ดีสูงกว่าอย่างมีนัยสำคัญ

อย่างไรก็ตาม เมื่อกล่าวถึงมิติการเงินดิจิทัลจากการทบทวนวรรณกรรมของ Bushra and Mir (2024), Singh et al. (2024), Yadav and Banerji (2024) and Yadav and Venugopal (2025) พบว่าความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัลและโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลที่ดีเอื้อต่อการใช้บริการทางการเงินดิจิทัลอย่างมีประสิทธิภาพและปลอดภัย ช่วยเพิ่มทั้งความมั่นใจทางการเงิน การใช้เทคโนโลยีการเงินเพื่อการออม การชำระเงิน และการลงทุน และสุดท้ายเชื่อมโยงไปสู่สุขภาวะทางการเงินที่ดีในหลายบริบทของแรงงานอิสระ เยาวชน และผู้ใช้บริการชำระเงินผ่านโทรศัพท์มือถือ

จากภาพรวมที่กล่าวมาข้างต้นนี้ Budiyanto et al. (2024) and Gumbo (2025) ได้เสนอกรอบแนวคิดเกี่ยวกับความรอบรู้ทางการเงินและการเงินดิจิทัลเป็นสมรรถนะทางการเงินที่ต้องถูกแปลงผ่านจิตวิทยาทางการเงินและพฤติกรรมทางการเงิน จึงจะนำไปสู่สุขภาวะทางการเงินที่ดี สอดคล้องกับกรอบแนวคิดเชิงพฤติกรรมของ Brüggen et al. (2017) and Netemeyer et al. (2018) และกรอบนโยบายของ G20/OECD ที่กำหนดให้สุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นผลลัพธ์ปลายทางของยุทธศาสตร์ โดยสามารถสรุปความเชื่อมโยงจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของสมรรถนะทางการเงินได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สรุปความเชื่อมโยงจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของสมรรถนะทางการเงิน

ชื่อผู้แต่ง	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	สรุปสาระสำคัญ/ความเชื่อมโยง
Suprapto (2020)	X1, X4, X17, X21	ศึกษา X1, X4, X17 และ X21 ในกลุ่มวัยรุ่น/ผู้ใหญ่ในอินโดนีเซีย
Lambert et al. (2023)	X1, X4, X21, X25, X28	เน้นปัจจัย X1, X4, X21 และบริบท X25, X28 ในกลุ่ม Gen Y
Bushra and Mir (2024)	X1, X2, X3, X12	ศึกษาในกลุ่มแรงงานอิสระ โดยมี X1, X2, X3 และ X12 เป็นตัวกำหนดหลัก
Yadav and Banerji (2024)	X2	สังเคราะห์มิติของ X2 ที่เชื่อมโยงกับ FWB
Kumar et al. (2025)	X1, X4, X17	X1 และ X17 ที่ส่งผลผ่าน X4 ไปยัง FWB
Anghel and Pochea (2025)	X1	สังเคราะห์มิติของ X1 ที่เชื่อมโยงกับ FWB
Gumbo (2025)	X2	X2 เชื่อมโยงกับ FWB
Singh et al. (2024)	X1, X6	ใช้ X1 เป็นตัวแปรอิสระ และ X6 เป็นตัวแปรกลาง
Santini et al. (2025)	X1, X4	ระบุว่า X1 และ X4 เป็นตัวกำหนดสำคัญของ FWB
Utami et al. (2025)	X1, X4	X1 ส่งผลทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อ FWB ผ่าน X4
Weerasinghe et al. (2025)	X1, X4, X8	อธิบาย FWB ด้วย X1, X4 และ X8
Yadav and Venugopal (2025)	X1, X2, X4, X11, X12	เชื่อมโยง X1, X2, X4, X11, X12 กับ FWB

ธีมที่ 2 จิตวิทยาทางการเงิน

ผลการสังเคราะห์วรรณกรรม พบว่าสุขภาวะทางการเงินที่ดีไม่ได้เป็นเพียงผลจากความรอบรู้ทางการเงินเท่านั้น แต่ขึ้นกับกระบวนการจิตวิทยาและการรับรู้ของแต่ละบุคคลด้วย โดยมีปัจจัยสำคัญ เช่น การควบคุมตนเอง ความเชื่อมั่นในความสามารถทางการเงิน ทัศนคติต่อเงิน แนวโน้มในการวางแผน การยอมรับความเสี่ยง วัตถุนิยม และระดับความตึงเครียดทางการเงิน ซึ่งสะท้อนจากการทบทวนวรรณกรรมของ Castro-González et al. (2020), Lambert et al. (2023), Santini et al. (2025) and Suprapto (2020) พบว่าจิตวิทยาทางการเงินทำงานร่วมกับความรอบรู้และพฤติกรรมทางการเงินในการกำหนดระดับสุขภาวะทางการเงิน

อย่างไรก็ตาม ผลการทบทวนวรรณกรรมยังชี้ให้เห็นถึงบทบาทเชิงกลไกของจิตวิทยาทางการเงินและความตึงเครียดทางการเงินต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดีอย่างเป็นระบบ เช่น Dare et al. (2023) พบว่าทักษะการคิดเชิงบริหารและความเชื่อมั่นในตนเองช่วยส่งเสริมพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวกและยกระดับสุขภาวะทางการเงินที่ดี ขณะที่ Hernández-Pérez and Cruz Rambaud (2025) พบว่าการขาดความเชื่อมั่นและการขาดการควบคุมตนเองเชื่อมโยงกับภาวะที่ยากลำบากทางการเงิน สามารถบั่นทอนสุขภาวะทางการเงินที่ดีโดยตรงในกลุ่มเยาวชนและ Gen Z อีกทั้งการทบทวนวรรณกรรมของ Firza et al. (2025), Weerasinghe et al. (2025) พบว่าทัศนคติทางการเงินและอิทธิพลทางสังคมส่งผลต่อพฤติกรรมทางการเงิน และช่วยลดความกังวลและภาระหนี้เมื่อมีพฤติกรรมทางการเงินที่มีความรับผิดชอบ

ด้านภาวะความตึงเครียดและการรับรู้สถานการณ์ทางการเงินนั้น จากการทบทวนวรรณกรรมของ Lambert et al. (2023), Suprapto (2020) พบว่าความตึงเครียดทางการเงินและการรับรู้เชิงลบต่อสถานการณ์การเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับสุขภาวะทางการเงินทั้งระยะสั้นและระยะยาว แม้ในกลุ่มที่ไม่ได้มีรายได้ต่ำ ขณะที่ Budiyanto et al. (2024) พบว่ามิติด้านศาสนาและการต่อต้านบริโภคนิยมสามารถส่งผลเชิงบวกต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดีผ่านการหล่อหลอมพฤติกรรมการใช้จ่ายและการบริโภคอย่างพอเพียง โดยเมื่อมองในภาพรวมแล้วจะเห็นได้ว่าจิตวิทยา ทัศนคติ และความตึงเครียดทางการเงิน ทำหน้าที่เป็นสะพานเชื่อมระหว่างความรอบรู้ทางการเงิน ปัจจัยเชิงโครงสร้างและพฤติกรรมทางการเงินไปสู่ผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดีในบริบทประชากรและประเทศที่หลากหลาย ซึ่งสามารถสรุปความเชื่อมโยงจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของจิตวิทยาทางการเงินได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 สรุปความเชื่อมโยงจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของจิตวิทยาทางการเงิน

ชื่อผู้แต่ง	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	สรุปสาระสำคัญ/ความเชื่อมโยง
Castro-González et al. (2020)	X4, X22, X23, X24	X4, X22, X23, X24 กำหนด FWB
Suprapto (2020)	X4, X8, X17, X21	X4, X8, X17, X21 เป็นรากฐานสู่ FWB
Dare et al. (2023)	X4, X7, X13	X4, X7, X13 ส่งผลต่อ FWB
Lambert et al. (2023)	X1, X4, X21, X25, X28	X21, X26, X28 บั่นทอน FWB
Budiyanto et al. (2024)	X4, X9, X10	X4, X9, X10 ส่งผลต่อ FWB
Santini et al. (2025)	X1, X4, X26	X1, X4, X26 เป็นตัวกำหนด FWB
Hernández-Pérez and Cruz Rambaud (2025)	X14, X15, X16	X15, X16 ส่งผลต่อ X14
Firza et al. (2025)	X4, X8, X18	X4, X8, X18 ส่งผลต่อ FWB
Weerasinghe et al. (2025)	X4, X8	X4, X8 พฤติกรรมเชิงบวกช่วยลดความกังวลและหนี้สิน

ธีมที่ 3 พฤติกรรมทางการเงิน

ผลการสังเคราะห์วรรณกรรม พบว่าพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวก เช่น การออมอย่างสม่ำเสมอ การวางแผนงบประมาณ การชำระหนี้ตรงเวลา และการใช้สินเชื่ออย่างรับผิดชอบ เป็นเส้นทางหลักที่เชื่อมโยงสมรรถนะทางการเงินและจิตวิทยาทางการเงินไปสู่สุขภาวะทางการเงินที่ดีในหลากหลายบริบทการวิจัย โดย Kumar et al. (2025), Santini et al. (2025), Suprapto (2020), Utami et al. (2025), Weerasinghe et al. (2025) พบว่าเมื่อความรอบรู้ทางการเงิน การขัดเกลาทางการเงิน และทัศนคติทางการเงินดีขึ้น จะสะท้อนออกมาเป็นพฤติกรรมการจัดการเงินที่มีวินัยมากขึ้น ซึ่งนำไปสู่ระดับสุขภาวะทางการเงินที่ดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ในมิติดิจิทัลจากการทบทวนวรรณกรรมของ Bushra and Mir (2024), Firza et al. (2025), Yadav and Venugopal (2025) พบว่า Mobile Banking, E-Wallet และแพลตฟอร์มลงทุนออนไลน์ กลายเป็นส่วนหนึ่งของพฤติกรรมทางการเงินยุคใหม่ โดยความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัลและทัศนคติทางการเงินจะเป็นตัวกำหนดว่าการใช้เทคโนโลยีเหล่านี้จะช่วยเสริมสร้างหรือบั่นทอนสุขภาวะทางการเงิน กล่าวคือ ผู้ที่มีความรอบรู้และทัศนคติที่ดีมักใช้เทคโนโลยีเพื่อการออม การลงทุน และบริหารหนี้อย่างมีวินัย ในขณะที่ผู้ที่ขาดความรู้หรือใช้ไปในทางบริโภคเกินตัว มีแนวโน้มเผชิญกับภาระหนี้และความตึงเครียดทางการเงินมากขึ้น

นอกจากนี้ จากการทบทวนวรรณกรรมยังสะท้อนถึงบทบาทของความยืดหยุ่นทางการเงินแทรกอยู่ในเส้นทางพฤติกรรมนี้ แม้จะไม่ได้ใช้คำนี้ตรง ๆ แต่ Anjani and Wulandari (2024), Budiyanto et al. (2024), Lambert et al. (2023) พบว่าการบริหารเงิน การวางแผน การยอมรับความเสี่ยงอย่างเหมาะสม และการหลีกเลี่ยงการบริโภคที่เกินตัว ช่วยให้ครัวเรือนสามารถรับมือกับรายได้ที่ผันผวน ภาระหนี้ และเหตุการณ์ไม่คาดฝันได้ดีขึ้น ลดความตึงเครียดทางการเงินและรักษาระดับสุขภาวะทางการเงินในระยะยาว ขณะที่ Uttarin and Nittayakamolphun (2023) พบว่าพฤติกรรมทางการเงินทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่านสำคัญจากความรอบรู้และทัศนคติทางการเงินไปยังสุขภาวะทางการเงินที่ดีในบริบทของประเทศไทย ซึ่งเป็นการชี้ให้เห็นว่าในกรอบแนวคิดบูรณาการของงานวิจัยนี้ พฤติกรรมทางการเงินคือกลไกเชื่อมโยงระหว่างสมรรถนะทางการเงิน (ธีมที่ 1) จิตวิทยาทางการเงิน (ธีมที่ 2) และผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดี ตามวัตถุประสงค์การวิจัยทั้ง 3 ข้อ ซึ่งสามารถสรุปความเชื่อมโยงจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของพฤติกรรมทางการเงินได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 สรุปความเชื่อมโยงจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของพฤติกรรมทางการเงิน

ชื่อผู้แต่ง	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	สรุปสาระสำคัญ/ความเชื่อมโยง
Castro González et al. (2020)	X4, X23, X24	X4, X23, X24 ส่งผลต่อ FWB
Suprapto (2020)	X4, X21	X4, X21 ร่วมกับทัศนคติอธิบาย FWB
Dare et al. (2023)	X4, X7, X13	X4, X7, X13 ส่งผลต่อ FWB
Uttarin and Nittayakamolphun (2023)	X4	X4 ตัวแปรส่งผ่านจากความรอบรู้และทัศนคติสู่ FWB
Lambert et al. (2023)	X4, X21	X4, X21 กำหนด FWB
Bushra and Mir (2024)	X1, X2, X3, X6, X12	X1, X2, X3, X6, X12 ส่งผลต่อ FWB
Budiyanto et al. (2024)	X4, X9, X10	X4, X9, X10 ส่งผลต่อ FWB
Anjani and Wulandari (2024)	X4, X19, X20	X4, X19, X20 ส่งผลบวกต่อ FWB
Utami et al. (2025)	X4	X4 ตัวแปรกลางระหว่างความรอบรู้และ FWB
Santini et al. (2025)	X4	X4 ตัวกำหนดหลักที่เชื่อมโยงความรอบรู้และจิตวิทยา
Yadav and Venugopal (2025)	X4, X11, X12	X4, X11, X12 ส่งผลต่อ FWB

ตารางที่ 4 สรุปความเชื่อมโยงจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของพฤติกรรมทางการเงิน (ต่อ)

ชื่อผู้แต่ง	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	สรุปสาระสำคัญ/ความเชื่อมโยง
Kumar et al. (2025)	X4	X4 ได้รับอิทธิพลจากความรอบรู้ การขัดเกลา และทัศนคติ
Firza et al. (2025)	X4	X4 ตัวกลางกับ FWB
Weerasinghe et al. (2025)	X4	X4 เชิงบวกช่วยลดภาระหนี้และความกังวล

ธีมที่ 4 บริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย

ผลการสังเคราะห์วรรณกรรม พบว่าสุขภาวะทางการเงินที่ดีไม่ได้เป็นผลมาจากสมรรถนะและพฤติกรรมส่วนบุคคลเพียงอย่างเดียว แต่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับโครงสร้างเชิงระบบและสภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจ โดย Anjani and Wulandari (2024) พบว่าระดับรายได้และรูปแบบงานเป็นปัจจัยเชิงโครงสร้างที่ส่งเสริมการบรรลุสุขภาวะทางการเงินที่ดี อย่างไรก็ตาม Lambert et al. (2023) and Suprapto (2020) พบว่าบริบททางเศรษฐกิจและสังคม ภาระหนี้สิน และสภาวะความตึงเครียด เป็นปัจจัยเชิงลบที่บั่นทอนสุขภาวะทางการเงิน แม้บุคคลจะมีความรอบรู้และมีพฤติกรรมทางการเงินที่เหมาะสม

สำหรับในมิติของโครงสร้างระบบการเงินดิจิทัลนั้น Yadav and Banerji (2024) and Yadav and Venugopal (2025) พบว่าความพร้อมของโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลและระบบชำระเงิน รวมถึงโอกาสในการเข้าถึงบริการทางการเงินดิจิทัล มีผลโดยตรงต่อโอกาสที่ครัวเรือนจะใช้ประโยชน์จากความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัล เพื่อยกระดับสุขภาวะทางการเงินที่ดี ขณะที่ Bushra and Mir (2024) พบว่าการเข้าถึงเครื่องมือการเงินดิจิทัลและเงื่อนไขการจ้างงานของแรงงานอิสระเป็นตัวกำหนดสำคัญของความสามารถในการจัดการรายได้และความเสี่ยงทางการเงินในระดับมหภาค อีกทั้ง Suprapto (2020) and Weerasinghe et al. (2025) พบว่าปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ความเหลื่อมล้ำ ภาระหนี้ และความไม่มั่นคงทางตลาดแรงงาน เป็นข้อจำกัดเชิงโครงสร้างที่ส่งผลทั้งทางตรงต่อสุขภาวะทางการเงินและทางอ้อมผ่านการเพิ่มความตึงเครียดอีกด้วย

อย่างไรก็ตาม จากการสังเคราะห์วรรณกรรมเพื่อสนับสนุนกรอบแนวคิดเชิงบูรณาการของงานวิจัย แสดงให้เห็นว่าสมรรถนะทางการเงิน (ธีมที่ 1) จิตวิทยาทางการเงิน (ธีมที่ 2) และพฤติกรรมทางการเงิน (ธีมที่ 3) จะส่งผลต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดีได้อย่างเต็มศักยภาพก็ต่อเมื่อดำเนินควบคู่ไปกับโครงสร้างระบบการเงินและนโยบายที่เอื้ออำนวยตามทิศทางของกรอบ G20/OECD กล่าวคือ การยกระดับของสุขภาวะทางการเงินที่ดีอย่างยั่งยืนจำเป็นต้องผสานมาตรการพัฒนาความรอบรู้และสมรรถนะของระดับบุคคลเข้ากับการปฏิรูปเชิงโครงสร้างด้านรายได้ หนี้สิน การเข้าถึงบริการทางการเงินดิจิทัล และการคุ้มครองผู้บริโภค ซึ่งตรงกับวัตถุประสงค์การวิจัยทั้ง 3 ข้อที่ต้องการเชื่อมโยงมิติสมรรถนะทางการเงินระดับบุคคล จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างเข้าด้วยกันในกรอบเดียว ซึ่งสามารถสรุปความเชื่อมโยงจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องได้ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 สรุปความเชื่อมโยงจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย

ชื่อผู้แต่ง	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	สรุปสาระสำคัญ/ความเชื่อมโยง
Suprapto (2020)	X20, X21	X20, X21 ของครัวเรือน
Lambert et al. (2023)	X21, X25, X28	X21 เชื่อมโยง X25, X28
Yadav and Banerji (2024)	X2 (Digital Infrastructure)	X2 เชื่อมโยงกับโครงสร้างการเข้าถึงและความเหลื่อมล้ำ
Bushra and Mir (2024)	X12, X3, Occupation	X12, X3 และเงื่อนไขอาชีพ
Anjani and Wulandari (2024)	X20, X19	X20 เชื่อมโยงกับ X19
Yadav and Venugopal (2025)	X11, X12, Infrastructure	X11, X12 มีผลต่อโอกาสสร้าง FWB
Weerasinghe et al. (2025)	X20 (Debt, Market Context)	X20 ต่อภาระหนี้และความไม่มั่นคงทางเศรษฐกิจที่มีต่อ FWB

ภาพรวมเชิงตัวแบบของสุขภาวะทางการเงินที่ดีจาก 20 บทความ

1. จากการเปรียบเทียบโมเดลเชิงประจักษ์ใน 20 บทความ สามารถสรุปรูปแบบความสัมพันธ์ร่วมที่ปรากฏซ้ำ ๆ ได้ว่า สมรรถนะทางการเงินทำหน้าที่เป็นตัวกำหนดต้นทางที่สำคัญของสุขภาวะทางการเงินที่ดี ทั้งในเชิงผลโดยตรงและผ่านจิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน

2. จิตวิทยาทางการเงินเป็นกลไกกลางสำคัญที่เชื่อมโยงสมรรถนะทางการเงินและพฤติกรรมเข้ากับผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดี

3. พฤติกรรมทางการเงินเชิงบวกทำหน้าที่เป็นเส้นทางหลักที่สมรรถนะทางการเงินมีอิทธิพลต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดี ทั้งในมิติอัตวิสัยและมิติภววิสัย

4. บริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย เช่น รายได้ ภาระหนี้ และการเข้าถึงบริการทางการเงินดิจิทัล มีผลทั้งทางตรงต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดีและทางอ้อมต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดี ผ่านระดับความตึงเครียดทางการเงินและโอกาสในการปรับพฤติกรรมเชิงบวก

จากภาพรวมดังกล่าว สนับสนุนแนวคิดเชิงบูรณาการที่มองสุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นผลลัพธ์ของการเกื้อหนุนกันสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้าง ซึ่งสอดคล้องกับกรอบแนวคิดของ G20/OECD และกรอบโครงสร้างเชิงระบบ ที่เสนอให้ใช้สุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นตัวชี้วัดผลลัพธ์ปลายทางของนโยบายด้านการเงินและการรวมกลุ่มทางการเงิน

สรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 2

ผลการสังเคราะห์วรรณกรรม พบว่ากรอบแนวคิดแบบบูรณาการที่เชื่อมโยงสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย เข้ากับผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดี สอดคล้องกับทั้งกรอบแนวคิดของ G20/OECD และ OECD/INFE และงานเชิงทฤษฎีของ Brüggen et al. (2017),

Netemeyer et al. (2018) โดยกรอบแนวคิดดังกล่าวมองว่า สมรรถนะทางการเงินเป็นตัวกำหนดต้นทาง ขณะที่จิตวิทยาทางการเงินและภาวะที่ยากลำบากทางการเงินทำหน้าที่เป็นกลไกกลาง ส่วนพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวกเป็นเส้นทางหลักที่ส่งผ่านมาให้เกิดผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินในมิติอัตวิสัยและภววิสัย นอกจากนี้ ปัจจัยบริบทด้านรายได้ หนี้สิน และโครงสร้างระบบการเงินดิจิทัล ถูกยืนยันว่ามีบทบาทกำกับผลของสมรรถนะทางการเงินและพฤติกรรมทางการเงิน ทำให้กรอบแนวคิดที่พัฒนาขึ้นมีลักษณะพหุมิติและเชื่อมโยงระดับบุคคลกับระดับโครงสร้างในกรอบเดียว

สรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 3

ผลการวิจัยครั้งนี้ยืนยันว่า กรอบแนวคิดสุขภาวะทางการเงินที่ดีในยุคดิจิทัลที่พัฒนาขึ้น สามารถนำไปประยุกต์ใช้ทั้งในการอธิบายและต่อยอดทฤษฎีทางการเงินร่วมสมัย รวมถึงการออกแบบนโยบายและมาตรการในระดับประเทศ หลักฐานจาก 20 บทความ แสดงให้เห็นอย่างสอดคล้องกันว่า การจัดโครงสร้างปัจจัยออกเป็น 4 มิติหลัก (สมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย) ทำให้สามารถอธิบายกลไกที่เชื่อมโยงความรอบรู้และทัศนคติไปสู่สุขภาวะทางการเงินที่ดีผ่านพฤติกรรมทางการเงินได้อย่างเป็นระบบ กรอบแนวคิดนี้ยังรองรับการนำไปใช้กำหนดตัวชี้วัดสุขภาวะทางการเงินเป็นผลลัพธ์ปลายทางของยุทธศาสตร์ด้านความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัล การจัดการหนี้ และการคุ้มครองผู้บริโภค ตามข้อเสนอของ G20/OECD และสามารถใช้เป็นฐานในการออกแบบการวิจัยเชิงทดลองและโปรแกรมแทรกแซง เพื่อยกระดับสุขภาวะทางการเงินของประชาชนในอนาคตได้

อภิปรายผลการวิจัย (Discussion)

อภิปรายผลตามวัตถุประสงค์ที่ 1

ผลการสังเคราะห์วรรณกรรม 20 บทความ สนับสนุนกรอบแนวคิดที่มองว่าสุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นผลลัพธ์เชิงพหุมิติของทั้งสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย มากกว่าการพิจารณาเพียงรายได้หรือฐานะทางการเงินเชิงวัตถุเพียงด้านเดียว (Brüggen et al., 2017; CFPB, 2015; G20/OECD, 2024) ซึ่งข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับกรอบของ OECD/INFE ที่กำหนดให้สุขภาวะทางการเงินเป็นผลลัพธ์ปลายทางของนโยบายด้านความรอบรู้ทางการเงินและการคุ้มครองผู้บริโภคทางการเงินในระดับประเทศ (OECD, 2021)

ในมิติของสมรรถนะทางการเงิน หลักฐานจากการทบทวนวรรณกรรมมีความสอดคล้องกัน พบว่าสมรรถนะทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสุขภาวะทางการเงินที่ดีทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านพฤติกรรมทางการเงิน เช่น การออมการวางแผนงบประมาณ และการบริหารหนี้ (Uttarin & Nittayakamolphun, 2023; Yadav & Banerji, 2024) อย่างไรก็ตาม ยังสะท้อนร่วมกันว่าความรู้เพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอหากไม่ถูกถ่ายทอดไปสู่การปฏิบัติในรูปของพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวก ซึ่งสอดคล้องกับแนวโน้มเชิงนโยบายที่พยายามสร้างและเปลี่ยนถ่ายจากการให้ความรู้ไปสู่การเปลี่ยนพฤติกรรมทางการเงินของประชาชน (G20/OECD, 2024; Morgan et al., 2019)

สำหรับจิตวิทยาทางการเงิน หลักฐานจากการทบทวนวรรณกรรม พบว่าบทบาทของการควบคุมตนเองทางการเงิน ความเชื่อมั่นทางการเงินในตนเอง ทัศนคติต่อเงิน และการให้ความสำคัญกับอนาคตในฐานะกลไกกลางที่เชื่อมโยงสมรรถนะทางการเงินกับพฤติกรรมและผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงิน (Castro-González et al., 2020; Dare et al., 2023; Hernández-Pérez & Cruz Rambaud, 2025) บุคคลที่มีทัศนคติทางการเงินเชิงบวกและความเชื่อมั่นในความสามารถของตนเองมักเปลี่ยนความรู้ไปเป็นการลงมือปฏิบัติได้ดีกว่า ส่งผลให้มีโอกาสบรรลุสุขภาวะทางการเงินที่ดีสูงกว่ากลุ่มที่มีระดับสมรรถนะคล้ายคลึงกันแต่ขาดจิตวิทยาทางการเงินหนุนเสริม (Firza et al., 2025; Uttarin & Nittayakamolphun, 2023)

ในด้านพฤติกรรมทางการเงิน หลักฐานจากการทบทวนวรรณกรรม พบว่าพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวก เช่น การออมสม่ำเสมอ การจัดทำงบประมาณ การควบคุมการใช้จ่าย และการบริหารหนี้อย่างมีวินัยเป็นตัวแปรกลางสำคัญระหว่างความรอบรู้และทัศนคติทางการเงินกับสุขภาวะทางการเงินที่ดี (Anjani & Wulandari, 2024; Kumar et al., 2025; Utami et al., 2025) ข้อค้นพบนี้ช่วยอธิบายว่า บุคคลที่มีรายได้ใกล้เคียงกันอาจมีระดับสุขภาวะทางการเงินที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ หากมีรูปแบบพฤติกรรมทางการเงินที่ต่างกัน ซึ่งสอดคล้องกับโมเดล Personal Financial Wellness ที่กล่าวว่า บทบาทของพฤติกรรมในฐานะกลไกหลักเชื่อมโยงระหว่างความรอบรู้ ทัศนคติ และผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงิน (Joo, 2008)

บริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย หลักฐานจากการทบทวนวรรณกรรม พบว่าระดับรายได้ ภาระหนี้ และการเข้าถึงบริการทางการเงินดิจิทัล มีอิทธิพลต่อสุขภาวะทางการเงินทั้งทางตรงและผ่านความตึงเครียดทางการเงินและข้อจำกัดในการปรับพฤติกรรม (Anjani & Wulandari, 2024; Bank of Thailand, 2024; Krungsri Research, 2025) บริบทหนี้ครัวเรือนสูงและรายได้ไม่มั่นคงในประเทศกำลังพัฒนา เช่น ประเทศไทย อินโดนีเซีย และอินเดีย ทำให้เห็นชัดว่าการยกระดับสุขภาวะทางการเงินไม่สามารถดำเนินการในระดับบุคคลเท่านั้น แต่จำเป็นต้องพิจารณาปัจจัยเชิงโครงสร้างและระบบหนี้ควบคู่กันไป (International Monetary Fund, 2025; Kumar et al., 2025)

อภิปรายผลตามวัตถุประสงค์ที่ 2

กรอบแนวคิดแบบบูรณาการที่พัฒนาจากการสังเคราะห์วรรณกรรมในครั้งนี้ สะท้อนถึงความเชื่อมโยงระหว่างสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบายเข้ากับผลลัพธ์ด้านสุขภาวะทางการเงินที่ดี ในทิศทางเดียวกับกรอบของ Brüggen et al. (2017); Netemeyer et al. (2018) ที่ให้ความสำคัญกับทั้งมิติอัตวิสัยและภววิสัยของสุขภาวะทางการเงิน การจัดวางสมรรถนะทางการเงินเป็นปัจจัยต้นทาง ขณะที่จิตวิทยาทางการเงินและพฤติกรรมทางการเงินเป็นเส้นทางหลักที่ถ่ายทอดผลไปสู่สุขภาวะทางการเงินที่ดี ซึ่งได้สอดคล้องกับข้อค้นพบจากงานวิจัยเชิงประจักษ์หลายชิ้น (Dare et al., 2023; Uttarin & Nittayakamolphun, 2023) เมื่อเปรียบเทียบกับกรอบ Personal Financial Wellness และกรอบนิยามของ CFPB (2015) กรอบแนวคิดในบทความนี้มีจุดเด่นสำคัญ คือ การผนวกมิติทางดิจิทัลเข้าไปในทั้งระดับสมรรถนะและพฤติกรรมอย่างเป็นระบบ งานวิจัยที่ทบทวนและวิเคราะห์บทบาทของความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัลในบริบทบริการการเงินสมัยใหม่ชี้ตรงกันว่า การใช้เทคโนโลยีการเงินอย่างปลอดภัยและมีประสิทธิภาพจำเป็นต้องอาศัยทั้งความรอบรู้ทางการเงินพื้นฐานและทักษะดิจิทัลควบคู่กัน ไม่ใช่เพียงแค่ด้านใดด้านหนึ่ง (Morgan et al., 2019; Yadav & Banerji, 2024; Yadav & Venugopal, 2020) การออกแบบกรอบแนวคิดให้ความสำคัญกับช่องทางส่งผ่านจากสมรรถนะดิจิทัลไปสู่สุขภาวะทางการเงินที่ดีผ่านพฤติกรรม จึงช่วยอธิบายกลไกของสุขภาวะทางการเงินในโลกดิจิทัลได้ดีขึ้นกว่ากรอบเดิมที่ยังไม่ได้เน้นมิตินี้อย่างเด่นชัด

นอกจากนี้ การบูรณาการบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย เช่น ระดับรายได้ ภาระหนี้ และการเข้าถึงบริการการเงินดิจิทัล เข้าไปไว้ในกรอบเดียวกับสมรรถนะทางการเงินและพฤติกรรมทางการเงิน ทำให้กรอบแนวคิดที่พัฒนาขึ้นสามารถเชื่อมโยงระดับบุคคลเข้ากับระดับโครงสร้างได้ในภาพเดียว (Bank of Thailand, 2024; Krungsri Research, 2025) อย่างไรก็ตาม โครงสร้างดังกล่าวช่วยอธิบายได้ว่าเหตุใดบุคคลที่มีความรอบรู้และพฤติกรรมทางการเงินที่ดีอาจยังต้องเผชิญกับสุขภาวะทางการเงินที่ตึงเครียด หากอยู่ในบริบทหนี้ครัวเรือนสูง รายได้ไม่แน่นอน หรือระบบคุ้มครองผู้บริโภคทางการเงินที่ยังไม่เข้มแข็ง (International Monetary Fund, 2025) ความเชื่อมโยงนี้สอดคล้องกับกรอบนโยบายระดับนานาชาติที่เน้นการจัดวางสุขภาวะทางการเงินเป็นเป้าหมายปลายทางของยุทธศาสตร์ที่ครอบคลุมทั้งการเพิ่มสมรรถนะ

และการปรับโครงสร้างเชิงสถาบัน (G20/OECD, 2024; OECD, 2021) แม้บทความที่นำมาสังเคราะห์ส่วนใหญ่มาจากบริบทต่างประเทศ เช่น อินโดนีเซีย อินเดีย และโรมาเนีย แต่ผู้วิจัยได้วิเคราะห์เปรียบเทียบภายใต้เงื่อนไขหนี้ครัวเรือนไทยที่สูงร้อยละ 85-90 ของ GDP ทำให้ข้อค้นพบเรื่องพฤติกรรมทางการเงินและสุขภาวะทางการเงินสามารถนำมาปรับใช้เป็นบทเรียนสำคัญสำหรับประเทศไทยได้ โดยต้องคำนึงถึงความแตกต่างด้านโครงสร้างระบบการเงินดิจิทัลในแต่ละพื้นที่ร่วมด้วย

อภิปรายผลตามวัตถุประสงค์ที่ 3

ในเชิงทฤษฎี กรอบแนวคิดสุขภาวะทางการเงินที่ดีในยุคดิจิทัลที่พัฒนาขึ้นจากการสังเคราะห์วรรณกรรมในครั้งนี้มีศักยภาพในการต่อยอดทฤษฎีพฤติกรรมทางการเงินร่วมสมัย โดยเฉพาะแนวคิดที่มองการตัดสินใจทางการเงินเป็นผลของทั้งสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน และบริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย (Brüggen et al., 2017; Netemeyer et al., 2018) การจัดวางสมรรถนะทางการเงินเป็นปัจจัยต้นทางและกำหนดให้พฤติกรรมทางการเงินและภาวะที่ยากลำบากทางการเงินเป็นตัวแปรกลางสำคัญ ช่วยเชื่อมโยงหลักฐานเชิงประจักษ์จากหลายประเทศกับกรอบทฤษฎีในลักษณะที่ชัดเจนและทดสอบได้ (Hernández-Pérez & Cruz Rambaud, 2025)

ในเชิงระเบียบวิธี กรอบแนวคิดนี้เปิดโอกาสให้พัฒนางานวิจัยเชิงทดลองและกึ่งทดลองที่มุ่งทดสอบประสิทธิผลของการแทรกแซงด้านสมรรถนะทางการเงิน การเสริมสร้างความเชื่อมั่นทางการเงินในตนเองหรือการลดความตึงเครียดทางการเงินต่อการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมทางการเงินและสุขภาวะทางการเงินที่ดี (Morgan et al., 2019; Yadav & Banerji, 2024) นักวิจัยสามารถใช้กรอบนี้ในการกำหนดตัวแปรต้น ตัวแปรกลาง และตัวแปรกำกับที่ชัดเจน เช่น การทดสอบประสิทธิผลของการเสริมสร้างการรับรู้ความสามารถของตนเองทางการเงิน จะช่วยเพิ่มการออมและลดการก่อหนี้เกินตัวภายใต้บริบทความเปราะบางทางเศรษฐกิจในกลุ่มแรงงานนอกระบบได้อย่างไร

ในเชิงนโยบายสาธารณะ กรอบแนวคิดที่วางสุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นผลลัพธ์ปลายทางของนโยบายด้านสมรรถนะทางการเงิน การบริหารจัดการหนี้ และการคุ้มครองผู้บริโภค มีความสอดคล้องอย่างยิ่งกับทิศทางของ G20/OECD ที่เสนอให้ประเทศสมาชิกใช้สุขภาวะทางการเงินเป็นตัวชี้วัดสำคัญของยุทธศาสตร์ระดับชาติ (G20/OECD, 2024) สำหรับประเทศไทย กรอบนี้ช่วยชี้จุดเชื่อมโยงระหว่างนโยบายลดหนี้ครัวเรือน นโยบายส่งเสริมวินัยทางการเงิน และการกำกับดูแลบริการการเงินดิจิทัล โดยชี้ให้เห็นว่าการยกระดับสุขภาวะทางการเงินจำเป็นต้องดำเนินการแบบบูรณาการทั้งในระดับบุคคล ครัวเรือน และระดับโครงสร้างสถาบันการเงิน (Bank of Thailand, 2024; International Monetary Fund, 2025; Krungsri Research, 2025) กรอบดังกล่าวจึงไม่เพียงทำหน้าที่อธิบายกลไกเชิงทฤษฎีเท่านั้น แต่ยังสามารถใช้เป็นฐานสำหรับการออกแบบมาตรการและโครงการเชิงนโยบายที่มุ่งยกระดับสุขภาวะทางการเงินที่ดีของประชาชนไทยในยุคดิจิทัลอย่างยั่งยืนได้อีกด้วย

นัยเชิงนโยบายสำหรับประเทศไทยภายใต้กรอบข้อเสนอแนะของ G20/OECD

จากผลการวิจัยในครั้งนี้ พบว่าการยกระดับสุขภาวะทางการเงินของคนไทยจำเป็นต้องดำเนินการแบบครบวงจรตั้งแต่ตัวกำหนดต้นทางด้านสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงิน พฤติกรรมทางการเงิน บริบทเชิงโครงสร้าง และกรอบนโยบาย ตามกรอบแนวคิดในรูปที่ 1 จากการทบทวนวรรณกรรมสนับสนุนว่า ความรอบรู้ทางการเงินและความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัลมีบทบาทเป็นฐานรากของระบบนิเวศทางการเงินที่เอื้อต่อการตัดสินใจที่รอบคอบและการใช้บริการเทคโนโลยีทางการเงินอย่างปลอดภัย (Bushra & Mir, 2024; Budiyanto et al., 2024; Singh et al., 2024) สำหรับ

นัยเชิงนโยบาย คือแผนยุทธศาสตร์ด้านสมรรถนะทางการเงิน ควรชัดเจนว่าจะมุ่งเน้นพัฒนาสมรรถนะต้นทางเหล่านี้ เพื่อไปสู่ผลลัพธ์ของสุขภาวะทางการเงินที่ดี และกำหนดตัวชี้วัดเกี่ยวกับสุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นผลลัพธ์ตามข้อเสนอของ G20/OECD-INFEw

ในมิติด้านจิตวิทยาทางการเงิน กรอบแนวคิดของงานวิจัยนี้ได้ระบุบทบาทของความเชื่อมั่นทางการเงิน การควบคุมตนเอง และความตึงเครียดทางการเงิน เป็นกลไกเชื่อมระหว่างสมรรถนะต้นทางกับพฤติกรรมทางการเงิน ซึ่งหลักฐานเชิงประจักษ์พบว่าการขาดความสามารถในการควบคุมตนเองและความเชื่อมั่นทางการเงินในตนเองจะนำไปสู่ภาวะที่ยากลำบากทางการเงินและบั่นทอนสุขภาวะทางการเงินที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ (Castro-González et al., 2020; Hernandez-Perez & Cruz Rambaud, 2025) สำหรับในประเทศไทยนั้น การออกแบบโปรแกรมให้คำปรึกษาและสอนเกี่ยวกับการเงินที่ไม่เพียงถ่ายทอดความรู้เชิงเทคนิค แต่เสริมสร้างความสามารถในการควบคุมตนเอง ความเชื่อมั่นทางการเงินในตนเอง และการจัดการความตึงเครียดทางการเงินของครัวเรือนไทย โดยเฉพาะกลุ่มที่มีหนี้สูงและรายได้ไม่แน่นอน ซึ่งสอดคล้องกับหลักการของ G20/OECD ที่เน้นเกี่ยวกับการเงินที่มีความยืดหยุ่นและการคุ้มครองผู้บริโภคด้านการเงินควบคู่กับการให้ความรู้

ในด้านของพฤติกรรมทางการเงิน กรอบแนวคิดเสนอว่าพฤติกรรมทางการเงินเชิงบวกเป็นสะพานเชื่อมโยงจากจิตวิทยาทางการเงินไปสู่สุขภาวะทางการเงินที่ดี ในขณะที่ภาวะที่ยากลำบากทางการเงินเป็นเส้นทางเชิงลบที่บั่นทอนสุขภาวะทางการเงินที่ดี หลักฐานจากการทบทวนวรรณกรรม 20 บทความ พบว่าพฤติกรรมทางการเงินมีอิทธิพลต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดีสูงกว่าปัจจัยหลายกลุ่ม (Santini et al., 2025) นัยเชิงปฏิบัติสำหรับประเทศไทยคือนโยบายจัดการหนี้ครัวเรือนควรถูกออกแบบให้เปลี่ยนพฤติกรรมไม่ใช่แค่ผ่อนปรนเงื่อนไข เช่น การเสริมแรงกระตุ้นสำหรับการออมและชำระหนี้ให้ตรงเวลา การใช้มาตรการกระตุ้นทางพฤติกรรมภายในแอปพลิเคชันของธนาคารและเทคโนโลยีทางการเงิน เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทยควรนำมิติความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัลมาใช้กำหนดเป็นเกณฑ์มาตรฐานระดับชาติ และส่งเสริมให้แอปพลิเคชัน Mobile Banking มีกลไกการสะกิดพฤติกรรม (Nudging) เพื่อช่วยให้ผู้บริโภคควบคุมการใช้จ่ายและป้องกันความเสี่ยงไซเบอร์ของตนเอง เป็นต้น รวมทั้งการกำกับดูแลผลิตภัณฑ์สินเชื่อที่มีความเสี่ยงต่อการผลักดันให้ผู้บริโภคเข้าสู่วงจรหนี้ที่เกินตัวตามข้อเสนอของงานวิจัยด้านภาวะที่ยากลำบากทางการเงิน

สำหรับบริบทเชิงโครงสร้างในประเทศไทยนั้น ระดับรายได้กระจุกตัวของหนี้ครัวเรือน ตลอดทั้งการเร่งตัวของบริการด้านการเงินดิจิทัล ยิ่งแสดงให้เห็นถึงความจำเป็นของกรอบแบบบูรณาการที่งานวิจัยนี้เสนอ ซึ่งได้วางสุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นเป้าหมายปลายทางในแนวเดียวกับ G20/OECD Policy Note on Financial Well-Being การกำหนดให้ตัวชี้วัดของสุขภาวะทางการเงินที่ดีทั้งมิติอัตวิสัยและมิติภววิสัยเป็นดัชนีพัฒนาการเงินระดับชาติ จะช่วยให้ธนาคารแห่งประเทศไทย หน่วยงานกำกับ และสถาบันการเงินของประเทศไทย สามารถประเมินผลกระทบของนโยบายด้านสมรรถนะทางการเงิน เทคโนโลยีทางการเงิน และการคุ้มครองผู้บริโภคได้อย่างเป็นรูปธรรม เช่น กระทรวงการคลังควรบรรจุความรู้ทางการเงินพื้นฐานเข้าไปในเงื่อนไขการรับสวัสดิการของภาครัฐฯ เพื่อสร้างรากฐานความมั่นคงทางการเงินให้กลุ่มเปราะบางอย่างยั่งยืน เป็นต้น

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

ควรมีการนำกรอบแนวคิดแบบบูรณาการทั้ง 4 ธีมที่เกิดจากการพัฒนาขึ้นในบทความนี้ไปทดสอบเชิงปริมาณด้วยโมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) กับกลุ่มตัวอย่างคนไทยในวงกว้าง โดยเฉพาะกลุ่มแรงงานนอกระบบและกลุ่มที่มีความเปราะบางทางการเงินสูง เพื่อยืนยันความเที่ยงตรงของโมเดลในบริบทของประเทศไทยโดยเฉพาะ

สรุปผลการวิจัย (Conclusion)

งานวิจัยนี้เสนอกรอบแนวคิดแบบบูรณาการของสุขภาวะทางการเงินที่ดีในยุคดิจิทัลที่ประกอบด้วย 4 องค์ประกอบหลัก ได้แก่ 1) ตัวกำหนดต้นทางด้านสมรรถนะทางการเงิน (ความรอบรู้ทางการเงินและความรอบรู้ทางการเงินดิจิทัล) 2) จิตวิทยาทางการเงิน (ความเชื่อมั่น การควบคุมตนเอง ความตึงเครียดทางการเงิน) 3) พฤติกรรมทางการเงิน (พฤติกรรมเชิงบวกและภาวะที่ยากลำบากทางการเงิน) และ 4) บริบทเชิงโครงสร้างและกรอบนโยบาย (รายได้ ภาระหนี้ และการเข้าถึงบริการทางการเงินดิจิทัล) ที่ส่งผลต่อสุขภาวะทางการเงินที่ดี (มิติอัตวิสัยและภววิสัย) หลักฐานจากการทบทวนวรรณกรรม 20 บทความ ที่ได้ศึกษาในบริบทของประเทศและกลุ่มประชากรที่แตกต่างกัน สนับสนุนความเชื่อมโยงขององค์ประกอบทั้ง 4 อย่างที่สอดคล้องกัน โดยเฉพาะบทบาทเชิงกลไกของพฤติกรรมทางการเงินที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่างสมรรถนะทางการเงิน จิตวิทยาทางการเงินกับสุขภาวะทางการเงินที่ดี กรอบแนวคิดดังกล่าวสอดรับกับทิศทางของ G20/OECD ที่ผลักดันให้ประเทศสมาชิกกำหนดสุขภาวะทางการเงินที่ดีเป็นเป้าหมายปลายทางของยุทธศาสตร์ด้านความรอบรู้ทางการเงิน การรวมกลุ่มทางการเงิน และการคุ้มครองผู้บริโภคในยุคดิจิทัล สำหรับบริบทในประเทศไทยนั้น การนำกรอบนี้ไปใช้จะช่วยให้ผู้กำหนดนโยบาย หน่วยงานกำกับ และสถาบันการเงิน สามารถออกแบบมาตรการที่เชื่อมโยงต้นน้ำ กลางน้ำ และปลายน้ำของระบบนิเวศทางการเงินเข้าด้วยกัน ตั้งแต่การพัฒนาสมรรถนะทางการเงิน การเสริมสร้างจิตวิทยาทางการเงิน การปรับพฤติกรรม และลดภาวะที่ยากลำบากทางการเงิน ไปจนถึงการยกระดับสุขภาวะทางการเงินที่ดีของประชาชนในภาพรวม

References

Almeida, F., Silva, P., & Domingos, C. (2025). Digital financial literacy: A systematic review. *Acta Universitatis Danubius. Œconomica, 2*1(5), 132-147.

Anghel, M., & Pochea, M. M. (2025). Financial literacy and financial well-being: Empirical evidence from Romania. *Borsa Istanbul Review,* 1-7. https://doi.org/10.1016/j.bir.2025.100776

Anjani, D. D., & Wulandari, S. (2024). The influence of income level, financial behavior and financial management on financial wellbeing in the sandwich generation (study in Sukaragam village, Serang Baru district). *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting, 5*(3), 970-977. https://doi.org/10.38035/dijefa.v5i3

Bank of Thailand. (2024). *Financial Stability Report 2024.* https://www.bot.or.th/content/dam/bot/documents/en/research-and-publications/reports/financial-stability-report/FSR2024e.pdf

Brüggen, E. C., Hogreve, J., Holmlund, M., Kabadayi, S., & Löfgren, M. (2017). Financial well-being: A conceptualization and research agenda. *Journal of Business Research, 79*, 228-237. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.03.013

Budiyanto, A., Mujib, A., Al Arif, M. N. R., & Prasetyowati, R. A. (2024). Factors affecting financial well-being: The mediating role of financial behavior towards religiosity and anti-consumption lifestyle–evidence from Indonesia. *Investment Management and Financial Innovations, 21*(3), 187-198.

Bushra & Mir, M. A. (2024). Digital financial literacy and financial well-being. In G. Malik, R. Bansal, S. Gupta, & Y. Ansari (Eds.). *Emerging Perspectives on Financial Well-Being* (pp. 57-73). IGI Global Scientific Publishing. https://doi.org/10.4018/979-8-3693-1750-1.ch003

CastroGonzález, S., FernándezLópez, S., ReyAres, L., & RodeiroPazos, D. (2020). The influence of attitude to money on individuals' financial wellbeing. *Social Indicators Research, 148,* 747-764. https://doi.org/10.1007/s11205-019-02219-4

Consumer Financial Protection Bureau. (2015). *Financial Well-Being: The Goal of Financial Education.* https://files.consumerfinance.gov/f/201501_cfpb_report_financial-well-being.pdf

Dare, S. E., van Dijk, W. W., van Dijk, E., van Dillen, L. F., Gallucci, M., & Simonse, O. (2023). How executive functioning and financial selfefficacy predict subjective financial wellbeing via positive financial behaviors. *Journal of Family and Economic, 44,* 232-248. https://doi.org/10.1007/s10834-022-09845-0

Firza, S. U., Agustina, A., Halim, F., & Mie, M. (2025). Factors influencing financial wellbeing among gen z in the digital era. *Journal of Economics, Finance and Management Studies, 8*(12), 7765-7774. https://doi.org/10.47191/jefms/v8-i12-20

Gumbo, L. (2025). Digital financial literacy: A systematic review. *Acta Universitatis Danubius. Œconomica, 21*(5), 132-147. https://dj.univ-danubius.ro/index.php/AUDOE/article/view/3497

G20/OECD. (2024). *G20 Policy Note on Financial Well-Being.* https://www.oecd.org/en/publications/2024/11/g20-policy-note-on-financial-well-being_5eade0bc.html

HernandezPerez, J., & Cruz Rambaud, S. (2025). Uncovering the factors of financial wellbeing: The role of selfcontrol, selfefficacy and financial hardship. *Future Business Journal, 11*(70). https://doi.org/10.1186/s43093-025-00498-7

International Monetary Fund. (2025). *Thailand Can Ease Household Debt Burden by Using a Coordinated Approach.* https://www.imf.org/en/News/Articles/2025/04/09/cf-thailand-can-ease-household-debt-burden-by-using-coordinated-approach

Joo, S. (2008). Personal financial wellness. I: J. J. Xiao (Eds.). *Handbook of Consumer Finance Research* (pp. 21-33). Springer. https://doi.org/10.1007/978-0-387-75734-6_2

Krungsri Research. (2025). *Thai Household Assets and Debt Post COVID-19: Warning Signs of Financial Vulnerability.* https://www.krungsri.com/en/research/research-intelligence/household-wealth-2025

Kumar, P., Ahlawat, P., Deveshwar, A., & Yadav, M. (2025). Do villagers' financial socialization, financial literacy, financial attitude and financial behavior predict their financial wellbeing? evidence from an emerging India. *Journal of Family and Economic Issues, 46,* 802-820. https://doi.org/10.1007/s10834-024-09976-6

Lambert, M. J. C. M., Jusoh, Z. M., Abd Rahim, H., & Zainudin, N. (2023). Factors affecting financial well-being of millennials: A systematic review. *Information Management and Business Review, 15*(2(I)SI), 98-108. https://doi.org/10.22610/imbr.v15i2(I)SI.3424

Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2014). The economic importance of financial literacy: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature, 52*(1), 5-44. https://doi.org/10.1257/jel.52.1.5

Morgan, P. J., Huang, B., & Trinh, L. Q. (2019). The need to promote digital financial literacy for the digital age. *Asian Development Bank Institute,* 40-43. https://www.adb.org/sites/default/files/publication/503706/adbi-realizing-education-all-digital-age.pdf#page=56

Netemeyer, R. G., Warmath, D., Fernandes, D., & Lynch, J. G. (2018). How Am I Doing? perceived financial well-being, its potential antecedents, and its relation to overall well-being. *Journal of Consumer Research, 45*(1), 68-89. https://doi.org/10.1093/jcr/ucx109

OECD. (2021). *Digital Financial Literacy: Toolkit for Measurement.* https://www.oecd.org/finance/financial-education/digital-financial-literacy-toolkit.htm

OECD. (2024). *OECD/INFE Survey Instrument to Measure Digital Financial Literacy.* https://www.oecd.org/en/publications/oecd-infe-survey-instrument-to-measure-digital-financial-literacy_548de821-en.html

Santini, F. O., Mette, F., Carvalho, B. P., Ladeira, W. J., & Sampaio, C. H. (2025). Drivers and outcomes of financial well-being. *RAM–Revista de Administração Mackenzie, 26*(4), eRAMR250094. https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMR250094

Singh, S., Jaiswal, A., Rai, A. K., & Kumar, A. (2024). Moderating role of fintech adoption on relationship between financial literacy and financial well-being. *Educational Administration: Theory and Practice, 30*(4), 7597-7607. https://doi.org/10.53555/kuey.v30i4.1351

Subaida, I. (2024). The influence of financial behavior on financial well-being through financial satisfaction. *Jurnal Ekonomi Pembangunan, 22*(01), 30-39. https://doi.org/10.22219/jep.v22i01.29654

Suprapto, Y. (2020). Analysis of factors affecting financial well-being millennial generation in Batam. *Journal of Global Business and Management Review, 2*(1), 33-40.

Utami, N. M., Pradana, M., & Hidayat, A. M. (2025). Financial literacy and fintech use's effects on Indonesian young adults' financial well-being: Financial behavior as a mediation variable. *Journal of Ecohumanism, 4*(1), 1288-1298. https://doi.org/10.62754/joe.v4i1.5943

Uttarin & Nittayakamolphun. (2023). Factors influencing financial well-being among workers in Buriram municipality. *Economics and Business Administration Journal Thaksin University, 16*(13), 97-112. https://doi.org/10.55164/ecbajournal.v16i3.267020 (in Thai)

Weerasinghe H. A., Samarakoon S.M.A.K., & Malalage G. S. (2025). Factors affecting personal financial well-being of young working adults in Colombo district, Sri Lanka. *Journal of Business and Technology, 9*(1), 66-84. https://jbt.sljol.info/articles/10.4038/jbt.v9i1.139

Yadav, M., & Banerji, P. (2024). Systematic literature review on digital financial literacy. *SN Bus Econ, 4*(142), 1-25. https://doi.org/10.1007/s43546-024-00738-y

Yadav, R. A., & Venugopal, M. (2025). Exploring the nexus between mobile payments, digital financial literacy and financial well-being: A systematic literature review. *Journal of Marketing & Social Research, 2*(4), 320-330.

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

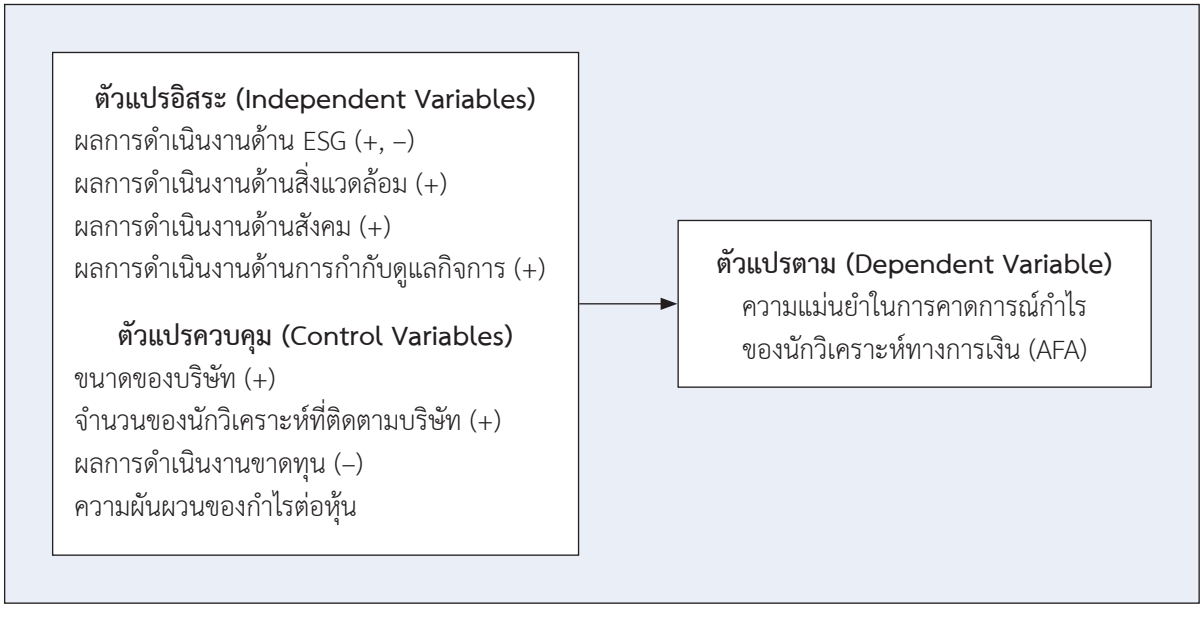
โครงสร้างการกำกับดูแลและความโปร่งใสของข้อมูล ซึ่งตรงกันข้ามกับ Li (2024) พบว่าขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแม่นยำในการคาดการณ์กำไรของนักวิเคราะห์ทางการเงิน อธิบายว่าบริษัทขนาดใหญ่มักมีการเปิดเผยข้อมูลมากกว่าและมีสภาพแวดล้อมข้อมูลที่มีคุณภาพสูงกว่า ส่งผลให้นักวิเคราะห์สามารถประเมินกำไรได้แม่นยำมากขึ้น

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

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

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

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

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

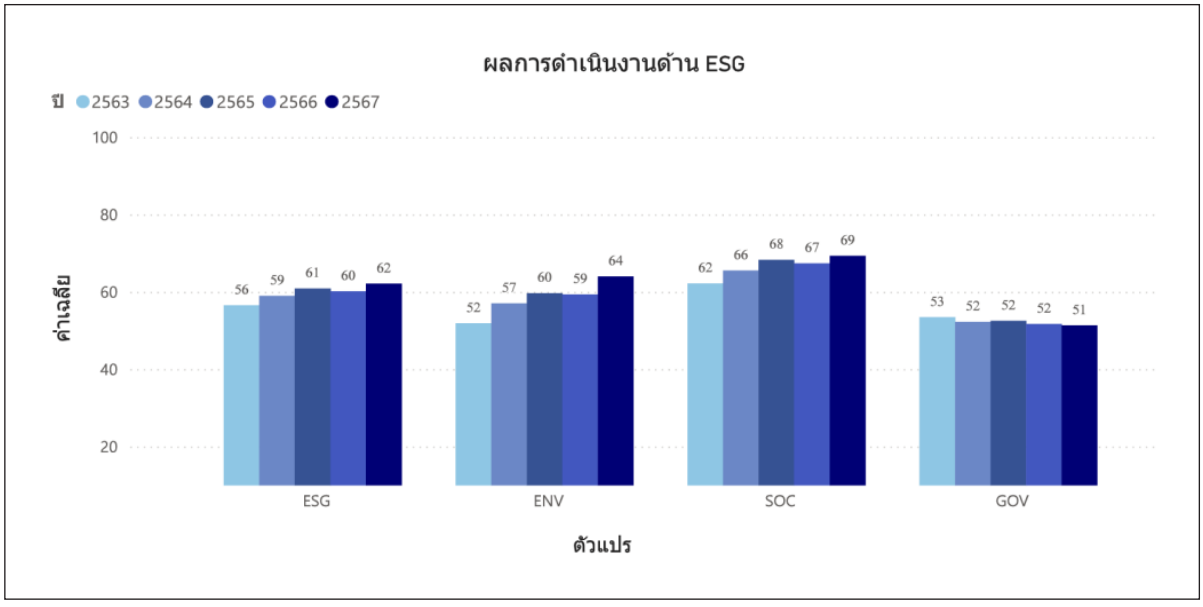
ตารางที่ 2 สรุปรายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

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

The Impact of Intellectual Capital on ESG Score: Empirical Evidence from Company Listed on the Stock Exchange of Thailand

Aunthika Luangsuep*
Chatmongkon Wongrathanandha**

Received: March 20, 2026, Revised: May 13, 2026, Accepted: May 14, 2026

Abstract

This study investigated the relationship between intellectual capital and the business sustainability assessment as measured by Environmental, Social, and Governance scores (ESG Score) of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). The research focused on analyzing the roles of Intellectual Capital (IC) and Human Capital (HC) in influencing ESG scores. Data was obtained from the London Stock Exchange Group (LSEG) database. The sample comprises 212 firm-year observations from 75 listed companies in the resources, property and construction, and technology sectors during the period 2022-2024. Multiple regression analysis was conducted using a Fixed Effects Model.

The empirical results revealed that both Intellectual Capital and Human Capital were positively and significantly associated with ESG Score, indicating that companies capable of efficiently managing and leveraging their intellectual capital and human capital tend to achieve higher sustainability ratings. Furthermore, leverage ratio, measured by the debt-to-equity ratio, is also found to have a significant positive relationship with the ESG Score. In contrast, firm size, firm age, and profitability, did not show any significant statistical association with ESG Score.

Keywords: Intellectual Capital; Human Capital; ESG Score; MVAIC; Stock Exchange of Thailand

* Master's Degree in Data and Analytics, Kasetsart Business School, Kasetsart University, E-mail: Aunthika.l@ku.th
** Lecturer, Kasetsart Business School, Kasetsart University, E-mail: fbuscmw@ku.ac.th

อิทธิพลของทุนทางปัญญาต่อผลการประเมินความยั่งยืน หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อันธิกา หลวงสืบ*
ฉัตรมงคล วงศ์รัฐนันท์**

รับบทความ: 20 มีนาคม 2569, แก้ไขบทความ: 13 พฤษภาคม 2569, ตอบรับบทความ: 14 พฤษภาคม 2569

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญากับผลการประเมินความยั่งยืน ซึ่งวัดจากคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยมุ่งเน้นการวิเคราะห์บทบาทของทุนทางปัญญา (IC) และทุนมนุษย์ (HC) ที่มีต่อผลการประเมินความยั่งยืน ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้มาจากฐานข้อมูล LSEG โดยกลุ่มตัวอย่างประกอบด้วย 212 ตัวอย่าง จาก 75 บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และเทคโนโลยี ในช่วงปี พ.ศ. 2565-2567 โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณด้วยแบบจำลองแบบคงที่

ผลการศึกษาพบว่า ทุนทางปัญญาและทุนมนุษย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการประเมินความยั่งยืน สะท้อนให้เห็นว่าการบริหารและใช้ประโยชน์จากทุนทางปัญญาและทุนมนุษย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ มีส่วนช่วยยกระดับผลการประเมินความยั่งยืน นอกจากนี้ยังพบว่าโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการประเมินความยั่งยืนเช่นเดียวกัน ในขณะที่ ขนาดบริษัท อายุของบริษัท และความสามารถในการทำกำไร ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการประเมินความยั่งยืน

คำสำคัญ: ทุนทางปัญญา; ทุนมนุษย์; ผลการประเมินความยั่งยืน; MVAIC; บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

* นักศึกษาปริญญาโท สาขาข้อมูลและการวิเคราะห์ ภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, E-mail: Aunthika.l@ku.ac.th
** อาจารย์ ภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, E-mail: fbuscmw@ku.ac.th

บทนำ (Introduction)

ในศตวรรษที่ 21 บริษัทต่าง ๆ ต้องเผชิญกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่มีความซับซ้อนและการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น ซึ่งเกิดจากการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของเทคโนโลยี สังคม และเศรษฐกิจ นอกจากนี้ ความคาดหวังต่อบริษัทในปัจจุบันไม่ได้จำกัดแค่เพียงการสร้างผลกำไรระยะสั้นเท่านั้น แต่ยังขยายไปสู่การดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน โดยครอบคลุมทั้งมิติทางเศรษฐกิจ สิ่งแวดล้อม และสังคม การพัฒนาแผนกลยุทธ์ที่สามารถสร้างผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจควบคู่ไปกับการเป็นบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม จึงไม่ใช่เพียงทางเลือก หากแต่กลายเป็นความจำเป็นที่บริษัทต้องดำเนินการ เพื่อสร้างความได้เปรียบเชิงการแข่งขันและก้าวขึ้นเป็นผู้นำตลาดในอนาคต ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ได้รับความสนใจอย่างมากจากนักลงทุน ผู้บริหารบริษัท และผู้มีส่วนได้เสียหลากหลายภาคส่วน เนื่องจากถูกมองว่าเป็นแนวทางสำคัญในการเพิ่มมูลค่ากิจการ (Malik, 2015) การบูรณาการ ESG เข้ากับกลยุทธ์ทางธุรกิจ ไม่เพียงเป็นมาตรการป้องกันความเสี่ยง แต่ยังเป็นกลไกสำคัญที่จะช่วยสร้างโอกาสในการเติบโตและเสริมสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันในระยะยาว บริษัทที่สามารถยกระดับผลการประเมินจนได้รับการประเมินความยั่งยืนในระดับสูง ย่อมได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศมากขึ้น (Promlao, 2021) สำหรับประเทศไทย ความสำคัญของ ESG ได้รับความสนใจเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะหลังจากการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีและผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 สะท้อนให้เห็นจากความพยายามของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลแบบบูรณาการผ่าน “แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี/รายงานประจำปี (แบบ 56-1 One Report)” ซึ่งเป็นรายงานที่ผนวกข้อมูลทางการเงินเข้ากับประเด็นด้าน ESG อย่างเป็นระบบ เพื่อยกระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของบริษัท (The Stock Exchange of Thailand, 2025) รวมทั้งเริ่มจัดอันดับด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย (SET ESG Ratings)

อย่างไรก็ตาม การจะขับเคลื่อนบริษัทให้บรรลุเป้าหมายด้าน ESG ได้อย่างมีประสิทธิผลนั้น จำเป็นต้องอาศัยรากฐานที่แข็งแกร่งอย่าง “ทุนทางปัญญา” ที่สะท้อนศักยภาพของบริษัทและบุคลากร อีกทั้งยังเป็นทรัพยากรที่ไม่สามารถถูกลอกเลียนแบบหรือแข่งขันได้โดยง่าย ทุนทางปัญญาประกอบด้วย 3 องค์ประกอบหลัก ได้แก่ 1) ทุนมนุษย์ (Human Capital: HC) หมายถึง ทุนที่เกี่ยวข้องกับบุคลากรในบริษัท อาทิ ความสามารถ ทัศนคติ และสติปัญญา 2) ทุนโครงสร้าง (Structural Capital: SC) หมายถึง โครงสร้างบริษัท สิ่งอำนวยความสะดวก กระบวนการทำงาน และเครื่องมือหรืออุปกรณ์ที่สนับสนุนการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งยังคงอยู่แม้บุคลากรเหล่านั้นจะออกจากบริษัทแล้ว (Stewart, 1997) และ 3) ทุนความสัมพันธ์ (Relational Capital: RC) หมายถึง ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียผ่านสินค้าหรือบริการ รวมถึงภาพลักษณ์ของบริษัท เช่น การสร้างความพึงพอใจต่อลูกค้า การสร้างความจงรักภักดีต่อตราสินค้า เป็นต้น (Ulum, 2014) ในบรรดาองค์ประกอบของทุนทางปัญญา “ทุนมนุษย์” ถือเป็นองค์ประกอบสำคัญที่สะท้อนศักยภาพของบุคลากรในการสร้างองค์ความรู้ นวัตกรรม และการพัฒนากลยุทธ์ของบริษัท โดยงานศึกษาของ Ordóñez de Pablos (2004) ชี้ให้เห็นว่าระบบเทคโนโลยีหรือเครื่องมือต่าง ๆ สามารถลงทุนและจัดหาได้จากภายนอกบริษัท แต่ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านและความสามารถในการสร้างสรรค์ที่ฝังอยู่ในตัวบุคลากรเป็นสิ่งที่ต้องอาศัยเวลาและการพัฒนาภายในบริษัท จึงทำให้ทุนมนุษย์เป็นทรัพยากรที่ยากต่อการลอกเลียนแบบ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีฐานทรัพยากร (Resource Based View: RBV) และแนวคิดฐานความรู้ขององค์กร (Knowledge-Based View) โดยงานวิจัยดังกล่าวยังอธิบายว่า ทุนมนุษย์ซึ่งเป็นองค์ความรู้ ทักษะ และประสบการณ์ของบุคลากร เป็นทรัพยากรสำคัญที่สร้างความได้เปรียบในการแข่งขันอย่างยั่งยืนโดยตรง ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Sim-im (2019) ที่พบว่าทุนทางปัญญามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตรา

การเติบโตอย่างยั่งยืน เมื่อวิเคราะห์รายองค์ประกอบพบว่า ทุนมนุษย์ที่มีสัดส่วนสูงที่สุดในองค์ประกอบของทุนทางปัญญามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ในขณะที่ทุนโครงสร้างและทุนกายภาพไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญแต่อย่างใด ทั้งนี้ Higgins (1997) ได้ให้คำนิยามอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนว่าหมายถึง ความสามารถของบริษัทในการขยายตัวทางธุรกิจโดยอาศัยทรัพยากรภายในที่มีอยู่ให้เกิดประโยชน์สูงสุด โดยไม่ก่อให้เกิดภาระหนี้สินเกินขีดความสามารถในการบริหารจัดการ โดย Xu and Wang (2018) ได้สรุปว่า บริษัทที่มีการจัดการโครงสร้างองค์กรและกระบวนการทำงานที่มีประสิทธิภาพ (ทุนเชิงโครงสร้าง) มีการพัฒนาทักษะและศักยภาพของบุคลากร (ทุนมนุษย์) รวมถึงมีการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีและยั่งยืนกับลูกค้าและพันธมิตรทางธุรกิจ (ทุนเชิงความสัมพันธ์) จะสามารถสร้างผลกำไรจากการดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง และนำผลกำไรดังกล่าวมาใช้เป็นแหล่งเงินทุนภายในเพื่อสนับสนุนการขยายธุรกิจต่อไป ส่งผลให้บริษัทสามารถรักษาการเติบโตได้อย่างมั่นคงโดยไม่จำเป็นต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกในระดับที่เกินความเหมาะสม

นอกจากนี้ งานวิจัยส่วนใหญ่ในอดีตมุ่งเน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญากับผลการดำเนินงานทางการเงินเป็นหลัก จึงยังคงมีช่องว่างทางองค์ความรู้ในการทำความเข้าใจว่าทุนทางปัญญาส่งอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืน (ESG Score) อย่างไร งานวิจัยนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างดังกล่าวโดยศึกษาในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) อย่างประเทศไทย โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และเทคโนโลยี เนื่องจากเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมฐานความรู้ (Knowledge-Intensive Industries) ที่ต้องพึ่งพาทุนทางปัญญาในระดับสูง (Phondet et al., 2021) ไม่ว่าจะเป็นความเชี่ยวชาญของบุคลากร การวิจัยและพัฒนา การจัดการโครงสร้างบริษัทหรือการสร้างเครือข่ายทางธุรกิจ อีกทั้งอุตสาหกรรมเหล่านี้ยังเผชิญกับความท้าทายด้าน ESG ที่แตกต่างกัน อาทิ การเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาดในอุตสาหกรรมทรัพยากร ทุนทางปัญญาไม่ได้สะท้อนเพียงแค่เทคโนโลยีการขุดเจาะ แต่ยังรวมถึงองค์ความรู้และทักษะของบุคลากรในการบริหารจัดการเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด และจะสะท้อนออกมาเป็นผลการประเมินด้านสิ่งแวดล้อมที่โดดเด่นยิ่งขึ้น (World Economic Forum, 2022) การพัฒนาอาคารสีเขียวในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและประเด็นจริยธรรมด้านปัญญาประดิษฐ์ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Obeidat et al., 2016; Kuzmin et al., 2024) ด้วยเหตุผลทั้งหมดนี้ งานวิจัยชิ้นนี้จึงมุ่งศึกษาอิทธิพลของทุนทางปัญญาและทุนมนุษย์ที่มีต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าว เพื่อสร้างองค์ความรู้เชิงประจักษ์ที่จะเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหาร นักลงทุนและผู้กำหนดนโยบายในการส่งเสริมการพัฒนาที่ยั่งยืนของตลาดทุนไทยต่อไป

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Research Objective)

1. เพื่อศึกษาทุนทางปัญญาที่ส่งผลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และเทคโนโลยี
2. เพื่อศึกษาทุนมนุษย์ที่ส่งผลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และเทคโนโลยี

ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the Research)

ในการศึกษาครั้งนี้มุ่งเน้นการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน 3 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ อุตสาหกรรมทรัพยากร อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ครอบคลุมช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2565-2567 เนื่องจากเป็นช่วงเวลาการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเป็นช่วงเวลาที่หลายบริษัทปรับกลยุทธ์เพื่อเพิ่มความยั่งยืน ลดความเสี่ยง และเสริมสร้างศักยภาพทุนทางปัญญาเพื่อรองรับการเปลี่ยนแปลง ที่สำคัญยังเป็นช่วงเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้บังคับใช้ “แบบ 56-1 One Report” อย่างเต็มรูปแบบกับรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2564 ที่บริษัทจดทะเบียนต้องจัดทำและเผยแพร่ในปี พ.ศ. 2565 ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนมีการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างเป็นระบบและมีมาตรฐานมากขึ้น ทำให้ข้อมูลที่นำมาศึกษามีความน่าเชื่อถือและสะท้อนถึงความตระหนักรู้ด้านความยั่งยืนที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในประเทศไทย ข้อมูลที่เก็บรวบรวมเพื่อการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บข้อมูลจากแหล่งต่างๆ ได้แก่ ฐานข้อมูล LSEG (เดิมชื่อ Refinitiv), SETSMART และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1 One Report)

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

1. ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ตามหลักทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งริเริ่มโดย R. Edward Freeman ในปี ค.ศ. 1984 ได้เปลี่ยนมุมมองของการดำเนินธุรกิจจากการมุ่งเน้นเพียงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น (Shareholders) เพียงกลุ่มเดียวไปสู่การสร้างคุณค่าอย่างสมดุลให้แก่กลุ่มบุคคลและหน่วยงานทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัท หรือที่เรียกว่าผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งครอบคลุมพนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชน นักลงทุน และสังคมโดยรวม ต่อมาด้วยการพัฒนาการวิจัยเชิงทฤษฎีอย่างต่อเนื่อง ขอบเขตของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียจึงขยายออกไปครอบคลุมประเด็นด้าน ESG จนกลายเป็นองค์ประกอบสำคัญของการศึกษาในสายทฤษฎีนี้ (Wang, 2024) และได้กลายเป็นรากฐานทางความคิดที่สำคัญที่ชี้ให้เห็นว่า การดำเนินงานด้าน ESG ที่แข็งแกร่ง เช่น การลดผลกระทบทางสิ่งแวดล้อม การดูแลสวัสดิภาพพนักงาน หรือการมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน ถือเป็นการตอบสนองต่อความต้องการและความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ อย่างเป็นรูปธรรม การดำเนินการดังกล่าวไม่เพียงช่วยสร้างความไว้วางใจและความสัมพันธ์อันดี แต่ยังนำไปสู่ความได้เปรียบเชิงกลยุทธ์ ทำให้บริษัทได้รับการสนับสนุนที่จำเป็น อันจะนำไปสู่การสร้างเสถียรภาพและความยั่งยืนให้กับธุรกิจในระยะยาว (Kartadjumena et al., 2011)

2. ทฤษฎีฐานทรัพยากร (Resource Based View Theory)

ทฤษฎีฐานทรัพยากร (RBV) ได้รับการพัฒนาขึ้นโดย Barney (1991) เป็นกรอบแนวคิดเชิงกลยุทธ์ที่ใช้อธิบายถึงบ่อเกิดของความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืนของบริษัท ทฤษฎีนี้มีสมมติฐานหลักว่าความแตกต่างของทรัพยากรและความสามารถภายในบริษัทคือปัจจัยสำคัญที่สร้างความโดดเด่นและนำไปสู่ความสำเร็จที่เหนือกว่าคู่แข่งขัน โดยทรัพยากรที่จะนำไปสู่ความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืนได้นั้น จะต้องมีคุณลักษณะสำคัญ 4 ประการ ตามกรอบ VRIN Framework ได้แก่ 1) Valuable (V) ทรัพยากรต้องมีคุณค่า สามารถช่วยให้บริษัทเพิ่มประสิทธิภาพ ลดต้นทุน หรือสร้างโอกาสทางธุรกิจใหม่ ๆ 2) Rare (R) ต้องเป็นทรัพยากรที่หาได้ยาก มีอยู่อย่างจำกัดในหมู่คู่แข่งปัจจุบันและคู่แข่งในอนาคตไม่แพร่หลายอยู่ในตลาด หากทรัพยากรที่มีคุณค่าแต่มีอยู่ทั่วไปจะนำไปสู่สภาวะการแข่งขันที่เท่าเทียม (Competitive Parity)

ซึ่งไม่ถือว่าเป็นความได้เปรียบ 3) Imitable (I) เลียนแบบได้ยาก เนื่องจากมีลักษณะเฉพาะ เช่น ความรู้ ประสบการณ์ และวัฒนธรรมองค์กร และ 4) Non-Substitutable (N) ไม่สามารถถูกทดแทนได้ง่าย และองค์กรสามารถจัดการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรนั้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ

3. แนวคิดเกี่ยวกับทุนทางปัญญา

3.1 ความหมายของทุนทางปัญญา

ทุนทางปัญญา คือ องค์ความรู้ ข้อมูล ทรัพย์สินทางปัญญา และประสบการณ์ทั้งหมดของบริษัทที่สามารถนำมาใช้เพื่อสร้างความมั่งคั่งและความได้เปรียบทางการแข่งขันที่ยั่งยืน (Stewart, 1997) ทุนทางปัญญาสามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วนหลัก ได้แก่ 1) สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่วัดมูลค่าได้ตามมาตรฐานการบัญชี เช่น ลิขสิทธิ์และสิทธิบัตร ซึ่งรับรู้ภายใต้มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 38 (TAS 38) เรื่องสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและค่าความนิยมซึ่งรับรู้ภายใต้มาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับที่ 3 (TFRS 3) เรื่องการรวมธุรกิจสินทรัพย์เหล่านี้ถือเป็นทุนทางปัญญาเพียงส่วนน้อยที่ได้รับอนุญาตให้บันทึกในงบการเงินได้ 2) สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่วัดมูลค่าไม่ได้ เป็นสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของทุนทางปัญญา เช่น ทุนมนุษย์ ทุนองค์กร ทุนความสัมพันธ์ เป็นต้น (Ulum, 2014) การที่สินทรัพย์เหล่านี้ส่วนใหญ่ไม่ถูกบันทึกในงบการเงิน ทำให้เกิดช่องว่างระหว่างมูลค่าตามบัญชี (Book Value) กับมูลค่าตลาด (Market Value) ของกิจการ แนวคิดนี้สอดคล้องกับ Edvinsson (1997) ที่มองว่าทุนทางปัญญาคือส่วนต่างระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าตามบัญชีของกิจการ ดังนั้นปัจจัยที่ไม่สามารถแสดงมูลค่าในงบการเงินได้ถือเป็นทุนทางปัญญาส่วนใหญ่ของกิจการ โดยส่วนนี้เป็นส่วนที่นักลงทุนให้คุณค่าว่าสามารถสร้าง “มูลค่าเพิ่ม” ให้กับกิจการได้

3.2 วิธีวัดมูลค่าทุนทางปัญญา

ในปัจจุบันมาตรฐานการบัญชีของประเทศไทยได้กล่าวถึงทุนทางปัญญาในมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 38 (TAS 38) เรื่องสินทรัพย์ไม่มีตัวตน กิจการจะรับรู้สินทรัพย์ไม่มีตัวตนได้ก็ต่อเมื่อเป็นไปตามเกณฑ์ทุกข้อต่อไปนี้ (1) มีความเป็นไปได้ค่อนข้างแน่ที่กิจการจะได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตที่จะเกิดจากสินทรัพย์นั้น และ (2) ราคาทุนของสินทรัพย์สามารถวัดมูลค่าได้อย่างน่าเชื่อถือ และมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 3 (TFRS 3) เรื่องการรวมธุรกิจ ระบุว่าค่าความนิยม (Goodwill) จะรับรู้เมื่อมีการรวมธุรกิจ โดยต้องรับรู้ค่าความนิยม ณ วันที่ซื้อ อย่างไรก็ตาม องค์ประกอบของทุนทางปัญญาหลายส่วน โดยเฉพาะทุนมนุษย์ ไม่สามารถวัดได้ตามหลักการบัญชีปัจจุบัน ทำให้ไม่ถูกสะท้อนในรายงานทางการเงิน (Chantabutr & Wuttichindanon, 2020) ส่งผลให้นักลงทุนประเมินมูลค่ากิจการที่พึ่งพาทุนทางปัญญาได้ยาก ดังนั้นเมื่อไม่สามารถวัดค่าทุนทางปัญญาได้โดยตรง นักวิชาการจึงได้พัฒนาแบบจำลองขึ้นมาหลายรูปแบบเพื่อประเมินประสิทธิภาพของทุนทางปัญญา โดยแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มหลัก คือ

3.2.1 แบบจำลองที่ไม่เป็นตัวเงิน (Non-Monetary Models) มุ่งเน้นการประเมินทุนทางปัญญาผ่านดัชนีชี้วัดเชิงคุณภาพ และการจัดทำกรอบแนวคิดเพื่อแสดงความสัมพันธ์ของทรัพยากรที่จับต้องไม่ได้ ตัวอย่างที่เป็นที่นิยมนี้ได้แก่ Balanced Scorecard (BSC) ซึ่งพัฒนาโดย Kaplan and Norton (1992) โดยมีแนวคิดหลักคือ การขยายการวัดผลการดำเนินงานขององค์กรออกไปนอกเหนือจากมิติทางการเงินครอบคลุม 4 มุมมอง ได้แก่ มุมมองด้านการเงิน มุมมองด้านลูกค้า มุมมองด้านกระบวนการภายใน และมุมมองด้านการเรียนรู้และการเติบโต และแบบจำลอง Skandia Navigator ซึ่งพัฒนาโดยบริษัท Skandia เพื่อวัดทุนทางปัญญาใน 5 มิติ ได้แก่ ด้านลูกค้า ด้านกระบวนการ ด้านทรัพยากรบุคคล ด้านการวิจัยและพัฒนา และด้านการเงิน แม้ว่าแบบจำลองในกลุ่มนี้จะให้มุมมองที่ครอบคลุมกว่าแบบจำลองที่เป็นตัวเงิน แต่ในเชิงวิชาการยังคงมีข้อจำกัดสำคัญ โดยเฉพาะความคลุมเครือของเกณฑ์การประเมิน เนื่องจากตัวชี้วัดจำนวนมากอาศัย

ดุลยพินิจของผู้ประเมิน ทำให้เกณฑ์การตัดสินมีความคลุมเครือ ยากต่อการตรวจสอบยืนยันความถูกต้อง และไม่สามารถนำไปเปรียบเทียบระหว่างองค์กรได้ (Sveiby, 1997)

3.2.2 แบบจำลองที่เป็นตัวเงิน (Monetary Models) เช่น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) และแบบจำลองสัมประสิทธิ์ประสิทธิภาพทุนทางปัญญา (Value Added Intellectual Coefficient: VAIC) ซึ่งใช้ข้อมูลจากงบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบแล้ว จึงมีความเป็นกลาง (Objective) และสามารถเปรียบเทียบระหว่างบริษัทได้ ในบรรดาแบบจำลองทั้งหมด VAIC ซึ่งพัฒนาโดย Pulic (2000) ถือเป็นแบบจำลองที่ได้รับการยอมรับและใช้ในงานวิจัยอย่างแพร่หลาย เนื่องจากคำนวณได้ง่ายจากข้อมูลในงบการเงินและให้ผลลัพธ์ที่มีความน่าเชื่อถือ โดยหลักการของ VAIC คือ การวัดประสิทธิภาพของบริษัทในการสร้างมูลค่าเพิ่ม (Value Added) จากทรัพยากรทั้งที่จับต้องได้และจับต้องไม่ได้ผ่าน 3 องค์ประกอบ ได้แก่ ประสิทธิภาพของทุนมนุษย์ (Human Capital Efficiency: HCE) ประสิทธิภาพของทุนโครงสร้าง (Structural Capital Efficiency: SCE) และประสิทธิภาพการใช้เงินทุน (Capital Employed Efficiency: CEE)

อย่างไรก็ตาม VAIC™ มีข้อจำกัดที่สำคัญคือ ไม่ได้รวมประสิทธิภาพทุนความสัมพันธ์ (Relational Capital Efficiency: RCE) เข้ามาในการคำนวณ (Ståhle et al., 2011) ทำให้การวัดค่าทุนทางปัญญายังไม่สมบูรณ์ เพื่อแก้ไขข้อจำกัดนี้จึงมีการพัฒนา VAIC ฉบับปรับปรุง หรือ Modified Value Added Intellectual Coefficient (MVAIC) โดยมีจุดเด่นคือ การเพิ่มตัวชี้วัด Relational Capital Efficiency (RCE) เข้ามาโดยมักใช้ค่าใช้จ่ายทางการตลาดเป็นตัวแทนของทุนความสัมพันธ์ (Ulum, 2014) การเพิ่มทุนความสัมพันธ์เข้ามาทำให้แบบจำลอง MVAIC สามารถวัดประสิทธิภาพของทุนทางปัญญาได้ครอบคลุมองค์ประกอบหลักทั้ง 3 ด้าน (ประสิทธิภาพทุนมนุษย์ ประสิทธิภาพทุนโครงสร้าง และประสิทธิภาพทุนความสัมพันธ์) สอดคล้องกับกรอบแนวคิดทฤษฎีได้ดียิ่งขึ้น ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงเลือกใช้ MVAIC เป็นแบบจำลองในการวัด เนื่องจากเป็นเครื่องมือที่ได้รับการยอมรับในงานวิจัยสมัยใหม่และสามารถประเมินประสิทธิภาพทุนทางปัญญาได้อย่างครบถ้วนและสมบูรณ์มากกว่า VAIC เช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา MVAIC ได้ถูกนำมาใช้เพื่อคำนวณประสิทธิภาพของทุนทางปัญญา เช่น Nimtrakoon (2015), Wimonanupong (2021), Kranraweekultana et al. (2024), Sunalai (2022)

การวัดมูลค่าทุนทางปัญญา (Intellectual Capital Efficiency: ICE) ตามแบบจำลองประสิทธิภาพทุนทางปัญญาตามวิธี MVAIC สามารถคำนวณได้จากสมการ ดังนี้

$$ICE = HCE + SCE + RCE + CEE$$

การวัดประสิทธิภาพของทุนทางปัญญาตามแนวคิด MVAIC เป็นการประเมินความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่ม (Value Added) จากทรัพยากรขององค์กรผ่านองค์ประกอบหลัก 4 ด้าน ดังนี้ (Nimtrakoon, 2015)

1) ประสิทธิภาพทุนมนุษย์ (Human Capital Efficiency: HCE) สะท้อนถึงขีดความสามารถของบุคลากรในการเปลี่ยนองค์ความรู้ ทักษะ และประสบการณ์ให้กลายเป็นมูลค่าเพิ่มแก่บริษัท โดยพิจารณาจากอัตราส่วนของมูลค่าเพิ่มที่บริษัทสร้างได้ (Value Added: VA) เปรียบเทียบกับต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับพนักงานโดยตรงหรือทุนมนุษย์ (Human Capital: HC) ซึ่งประกอบด้วย ค่าจ้าง เงินเดือน และสวัสดิการต่าง ๆ ทั้งนี้ มูลค่าเพิ่ม (VA) คำนวณจากการนำกำไรจากการดำเนินงานมาบวกกลับด้วยค่าใช้จ่ายพนักงาน ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย เพื่อให้เห็นถึงความสามารถในการสร้างผลผลิตส่วนเกินก่อนการจัดสรรให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย

2) ประสิทธิภาพทุนโครงสร้าง (Structural Capital Efficiency: SCE) แสดงถึงประสิทธิภาพของระบบ กระบวนการ ฐานข้อมูล และโครงสร้างองค์กร ที่ช่วยสนับสนุนให้ทุนมนุษย์สามารถปฏิบัติงานได้อย่างเต็มศักยภาพเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม โดยวัดจากสัดส่วนของทุนโครงสร้าง (Structural Capital: SC) ต่อมูลค่าเพิ่มของบริษัท ซึ่งทุนโครงสร้างดังกล่าวพิจารณาจากส่วนต่างระหว่างมูลค่าเพิ่มทั้งหมดที่หักต้นทุนด้านทุนมนุษย์ออกแล้ว เพื่อสะท้อนถึงคุณค่าที่เกิดจากระบบระเบียบและปัจจัยสนับสนุนภายในที่ไม่ใช่ตัวบุคคล

3) ประสิทธิภาพทุนความสัมพันธ์ (Relational Capital Efficiency: RCE) เป็นองค์ประกอบที่สะท้อนถึงความสามารถในการจัดการความสัมพันธ์กับบุคคลภายนอก เช่น ลูกค้าและคู่ค้า เพื่อนำมาซึ่งผลประโยชน์ทางการค้าและมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ โดยประเมินจากอัตราส่วนของทุนความสัมพันธ์ (Relational Capital: RC) ต่อมูลค่าเพิ่ม ซึ่งนิยมใช้ค่าใช้จ่ายในการขายและการตลาดเป็นตัวแทนในการวัดมูลค่า เนื่องจากเป็นทรัพยากรที่ลงทุนไปเพื่อสร้างและรักษาฐานลูกค้า รวมถึงภาพลักษณ์ของตราสินค้า

4) ประสิทธิภาพการใช้เงินทุน (Capital Employed Efficiency: CEE) บ่งบอกถึงประสิทธิภาพในการนำสินทรัพย์ที่มีตัวตนและทุนดำเนินงานมาใช้ในการสร้างมูลค่าเพิ่ม โดยคำนวณจากอัตราส่วนระหว่างมูลค่าเพิ่มต่อเงินทุนที่ใช้ไป (Capital Employed: CE) ซึ่งพิจารณาจากมูลค่ารวมของสินทรัพย์ทางกายภาพและทางการเงินที่หักสินทรัพย์ไม่มีตัวตนออก เพื่อให้เห็นว่าทรัพยากรพื้นฐานของบริษัทสามารถสนับสนุนการสร้างมูลค่าเพิ่มในภาพรวมได้มากน้อยเพียงใด

4. แนวคิดเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG)

แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) เป็นกรอบการประเมินที่นักลงทุนในตลาดทุนใช้สำหรับวิเคราะห์การดำเนินงานของบริษัท โดยพิจารณาจากปัจจัยนอกเหนือจากตัวเลขทางการเงิน เพื่อประเมินความเสี่ยงและศักยภาพในการสร้างผลประกอบการที่ยั่งยืนในระยะยาว แนวคิดนี้แตกต่างจากการลงทุนในรูปแบบเดิมที่มุ่งเน้นเฉพาะผลตอบแทนทางการเงิน และยังแตกต่างจากการลงทุนเพื่อสังคมที่เน้นการสร้างผลกระทบเชิงบวกต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมโดยไม่แสวงหาผลกำไรทางการเงิน ดังนั้น ESG จึงเป็นแนวทางที่ผสมผสานระหว่างการสร้างผลตอบแทนที่ดีควบคู่ไปกับการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ (Thongsaichon, 2022)

4.1 องค์ประกอบของ ESG

การดำเนินงานตามกรอบแนวคิด ESG ประกอบด้วย 3 มิติที่สำคัญ ดังนี้

1) มิติด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) ครอบคลุมการบริหารจัดการทรัพยากรและผลกระทบที่ธุรกิจมีต่อสิ่งแวดล้อมอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การจัดการการใช้พลังงานและน้ำ การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการจัดการของเสียและมลพิษ

2) มิติด้านสังคม (Social) เน้นการบริหารจัดการความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอย่างเป็นธรรมตั้งแต่พนักงานภายในบริษัท ไปจนถึงลูกค้า คู่ค้า และชุมชนโดยรอบ ประเด็นสำคัญ ได้แก่ การเคารพสิทธิมนุษยชน การดูแลความปลอดภัยและอาชีวอนามัยของพนักงาน และการสร้างผลกระทบเชิงบวกต่อสังคม

3) มิติด้านบรรษัทภิบาล (Governance) ให้ความสำคัญกับโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความโปร่งใสและตรวจสอบได้ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย ปัจจัยที่พิจารณา เช่น ความเป็นอิสระและหลากหลายของคณะกรรมการ การต่อต้านการทุจริต และการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้น

4.2 การวัดผลและการจัดอันดับ ESG Score

เพื่อให้นักลงทุนสามารถประเมินความยั่งยืนของบริษัทได้อย่างเป็นรูปธรรม บริษัทจะเปิดเผยข้อมูลผ่านรายงานความยั่งยืน ซึ่งข้อมูลเหล่านี้จะถูกนำไปประเมินและจัดอันดับเป็นคะแนน ESG โดยสถาบันและหน่วยงานที่มีความเชี่ยวชาญด้านการจัดอันดับ ได้แก่

4.2.1 หน่วยงานจัดอันดับระดับสากล เป็นองค์กรที่มีมาตรฐานและตัวชี้วัดที่เป็นที่ยอมรับในระดับนานาชาติ ตัวอย่างเช่น (Wisesight, 2025)

1) MSCI ESG Ratings เป็นเกณฑ์ประเมินความสามารถการบริหารความเสี่ยงและโอกาสด้าน ESG เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกัน โดยให้คะแนนเป็นระดับสูงสุด AAA ถึงระดับต่ำสุด CCC

2) S&P Global ESG Score เป็นคะแนนวัดการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัทผ่านการประเมิน Corporate Sustainability Assessment (CSA) ที่ประเมินด้วยแบบสอบถามเฉพาะอุตสาหกรรมกว่า 62 ชุด โดยให้คะแนนในช่วง 0 ถึง 100

3) Sustainalytics ESG Risk Ratings ประเมินความเสี่ยงด้าน ESG ของบริษัท โดยจำแนกออกเป็น 5 ระดับความเสี่ยง

4) FTSE4Good Index โดย FTSE Russell กลุ่มดัชนีที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีความโดดเด่นด้าน ESG การประเมินจะอ้างอิงข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะและข้อมูลจากแบบสอบถามมาตรฐานสากล บริษัทจะได้รับการให้คะแนนเต็ม 5 คะแนน และต้องมีคะแนนตั้งแต่ 4.0 ขึ้นไป จึงจะผ่านเกณฑ์และได้รับการคัดเลือกให้อยู่ในดัชนี FTSE4Good

5) LSEG ESG Scores (โดย London Stock Exchange Group) เป็นเครื่องมือการประเมินความยั่งยืน โดยพิจารณาจากข้อมูล ESG ที่เปิดเผยต่อสาธารณะกว่า 870 ตัวชี้วัด ซึ่งรายการ LSEG จะเลือกใช้ตัวชี้วัดที่สามารถเปรียบเทียบได้ และมีนัยสำคัญที่สุดจำนวน 186 ตัวชี้วัดสำหรับแต่ละอุตสาหกรรมมาเป็นแกนหลักในกระบวนการประเมินและให้คะแนน ครอบคลุม 10 หมวดหลักใน 3 เสาหลัก ผ่านกระบวนการวิเคราะห์ที่โปร่งใส มีการตรวจสอบคุณภาพหลายขั้นตอนเพื่อให้ได้คะแนน 0 ถึง 100 ที่สะท้อนระดับประสิทธิภาพ ความมุ่งมั่น และความโปร่งใสด้าน ESG ของแต่ละองค์กร (LSEG, 2024)

5.1) กระบวนการและระเบียบวิธีในการคำนวณคะแนน แบ่งออกเป็น 5 ขั้นตอนหลัก ดังนี้

ขั้นที่ 1 การคำนวณคะแนนระดับหมวดหมู่ ใช้วิธีจัดอันดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ประเมินจาก 3 ปัจจัย คือ จำนวนบริษัทที่มีค่าคะแนนต่ำกว่า จำนวนบริษัทที่มีค่าคะแนนเท่ากัน และจำนวนบริษัทที่มีข้อมูลในตัวชี้วัดนั้น ๆ โดยในหมวดหมู่สิ่งแวดล้อมและสังคม จะถูกนำไปเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนหมวดหมู่ด้านบรรษัทภิบาล จะถูกเปรียบเทียบกับประเทศที่บริษัทจดทะเบียนตั้งอยู่

ขั้นที่ 2 การใช้เมทริกซ์ความมีนัยสำคัญ LSEG จะกำหนดน้ำหนักตามความมีนัยสำคัญของแต่ละหมวดหมู่ที่มีผลต่อแต่ละอุตสาหกรรมบนระดับคะแนน 1 ถึง 10 สำหรับด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม น้ำหนักของหมวดหมู่จะปรับเปลี่ยนไปตามอุตสาหกรรม ส่วนด้านบรรษัทภิบาล น้ำหนักของหมวดหมู่จะคงที่และเท่ากันในทุกอุตสาหกรรม

ขั้นที่ 3 การคำนวณคะแนนรวมแต่ละเสาหลักและคะแนน ESG คะแนนหมวดหมู่จะถูกนำมาคำนวณตามสัดส่วนน้ำหนักเพื่อหาเป็นคะแนนเสาหลักทั้ง 3 ด้าน จากนั้นจึงรวมกันเป็นคะแนน ESG ซึ่งสะท้อนถึงประสิทธิภาพด้าน ESG พื้นฐานของบริษัท

ขั้นที่ 4 การคำนวณคะแนนข้อพิพาท คำนวณจากหัวข้อข้อพิพาทด้าน ESG รวม 23 หัวข้อ ที่ปรากฏตามสื่อทั่วโลก หากบริษัทเข้าไปมีส่วนพัวพันกับเรื่องอื้อฉาวจะมีการหักคะแนน โดยใช้น้ำหนักความรุนแรงที่อิงตามขนาดมูลค่าตามราคาตลาด (เช่น บริษัทขนาดใหญ่ กลาง หรือเล็ก) มาปรับใช้เพื่อลดความลำเอียง เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มักดึงดูดความสนใจจากสื่อมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ขั้นที่ 5 การคำนวณคะแนน ESG รวมข้อพิพาทเพื่อตีกรอบการประเมินให้รอบด้าน จะมีการนำคะแนน ESG มาหักลบด้วยผลกระทบจากข้อพิพาทเชิงลบกลายเป็น ESG Score หากคะแนนข้อพิพาทน้อยกว่าคะแนน ESG จะเป็นค่าเฉลี่ยระหว่างคะแนน ESG และคะแนนข้อพิพาท และหากคะแนนข้อพิพาทมากกว่าหรือเท่ากับคะแนน ESG (หรือบริษัทไม่มีข้อพิพาทเลย) คะแนน ESG จะเท่ากับคะแนน ESG ตามเดิม

5.2) เกณฑ์การให้คะแนนและการแปลผลคะแนนสุทธิจะอยู่ระหว่าง 0 ถึง 100 และสามารถเทียบเป็นเกรดตัวอักษรได้ตั้งแต่ D– ถึง A+ โดยแบ่งออกเป็น 4 ควอไทล์ ได้แก่ ควอไทล์ที่ 1 (คะแนน 0 ถึง 25 หรือเกรด D– ถึง D+) หมายถึงบริษัทมีผลการดำเนินงานในระดับควรปรับปรุง (Poor) และมีการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ในระดับต่ำหรือไม่มีความชัดเจนในทางปฏิบัติ ควอไทล์ที่ 2 (คะแนน 25 ถึง 50 หรือเกรด C– ถึง C+) หมายถึงบริษัทมีผลการดำเนินงานในระดับพอใช้ (Satisfactory) มีการรับรู้ถึงความสำคัญของ ESG แต่ผลการปฏิบัติหรือการเปิดเผยข้อมูลยังไม่โดดเด่น ควอไทล์ที่ 3 (คะแนน 50 ถึง 75 หรือเกรด B– ถึง B+) หมายถึงบริษัทมีผลการดำเนินงานในระดับดี (Good) และมีความสามารถในการจัดการประเด็นด้านความยั่งยืนที่มีนัยสำคัญต่ออุตสาหกรรมได้ดี และควอไทล์ที่ 4 (คะแนน 75 ถึง 100 หรือเกรด A– ถึง A+) หมายถึงบริษัทได้รับการประเมินความยั่งยืนของบริษัทในระดับยอดเยี่ยม (Excellent) และมีการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่โปร่งใสและครบถ้วนอย่างมาก

4.2.2 หน่วยงานจัดอันดับในประเทศไทย เป็นหน่วยงานที่ประเมินความยั่งยืนโดยปรับใช้เกณฑ์สากลให้เข้ากับบริบทของบริษัทในประเทศไทย (Wisesight, 2025) ตัวอย่างเช่น

1) ESG100 จัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์ ซึ่งคัดเลือกบริษัทจดทะเบียน 100 แห่งที่มีการดำเนินงานด้าน ESG ที่โดดเด่น

2) ESG Ratings จัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์ เป็นการประเมินความยั่งยืนเชิงลึกเพื่อให้ “ระดับชั้น” (Rating) ซึ่งสะท้อนความเข้มแข็งในการดำเนินงานจริง ไม่ใช่แค่การเปิดเผยข้อมูล โดยจะประเมินทั้งนโยบาย การดำเนินงาน และผลลัพธ์ด้าน ESG ผลการประเมินจะแสดงเป็นระดับชั้นตั้งแต่ AAA (ดีที่สุด) ไปจนถึง D

3) SETTHSI คือดัชนีหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งมาจากแนวคิด SET ESG Ratings หรือระบบการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนใน SET ซึ่งรวบรวมรายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่มี ESG Score ดีเยี่ยม โดยหุ้นใน THSI จะถูกคัดเลือกจากบริษัทจดทะเบียนที่สมัครใจเข้าร่วมตอบแบบประเมินความยั่งยืน ซึ่งครอบคลุมมิติ ESG และมีคะแนนเต็ม 100 คะแนน

ด้วยเหตุนี้ การศึกษาครั้งนี้จึงเลือกใช้คะแนนการประเมินความยั่งยืนจากฐานข้อมูล LSEG เป็นตัวแปรตาม เนื่องจาก LSEG เป็นฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากลและถูกนำมาใช้ในงานวิจัยด้าน ESG อย่างแพร่หลาย (Bodhanwala & Bodhanwala, 2022; Naeem et al., 2022; Al Amosh et al., 2023) นอกจากนี้ LSEG ยังมีความครอบคลุมของตัวชี้วัดที่มากกว่าฐานข้อมูลอื่นผ่านกระบวนการวิเคราะห์ที่โปร่งใสและมีการตรวจสอบคุณภาพหลายขั้นตอน ทำให้ผลการประเมินมีความน่าเชื่อถือและสามารถนำไปเปรียบเทียบระหว่างบริษัทและอุตสาหกรรมได้อย่างมีมาตรฐาน

5. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนวรรณกรรมในส่วนนี้มุ่งเน้นการสำรวจงานวิจัยในอดีตเพื่อทำความเข้าใจอิทธิพลของทุนทางปัญญาต่อผลการประเมินความยั่งยืน (ESG Score) โดยสามารถแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 แนวทางหลัก ได้แก่ 1) ความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญากับผลการประเมินความยั่งยืน และ 2) ผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจมีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืน

5.1 ความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญากับผลการประเมินความยั่งยืน

งานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาพบการศึกษาถึงความเชื่อมโยงระหว่างประสิทธิภาพของทุนทางปัญญาและความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) หรือมิติทาง ESG นั้นให้ผลลัพธ์ที่หลากหลายแตกต่างกันไปตามแต่ละประเทศและอุตสาหกรรม โดยงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงบวก ได้แก่ Bakry (2022) ที่ศึกษาบริษัทในประเทศอียิปต์ พบว่าทุนทางปัญญามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการดำเนินงานด้าน CSR โดยเฉพาะอย่างยิ่งทุนมนุษย์ที่เป็นปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญที่สุด ในขณะที่ทุนโครงสร้างกลับส่งผลเชิงลบ ซึ่งอาจสะท้อนว่าโครงสร้างบริษัทยังไม่เอื้อต่อการสนับสนุนกิจกรรม CSR ได้อย่างเต็มที่ ในทำนองเดียวกัน Asmawanti and Wijayanti (2017) ที่พบว่าทุนทางปัญญามีอิทธิพลเชิงบวกต่อการลงทุนด้าน CSR ในกลุ่มธนาคารอินโดนีเซีย ซึ่งหมายความว่าธนาคารที่มีประสิทธิภาพในการใช้ทุนมนุษย์ ทุนโครงสร้าง และทุนกายภาพ มีแนวโน้มที่จะลงทุนและเปิดเผยข้อมูล CSR มากขึ้น นอกจากนี้ Nurhayadi et al. (2025) ที่พบว่าทุนทางปัญญามีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทเทคโนโลยีทางการเงิน (Fintech Companies) ในประเทศอินโดนีเซีย โดยช่วยให้บริษัทสามารถสร้างนวัตกรรมที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม พัฒนาโครงสร้างธรรมาภิบาลที่โปร่งใสและมีจริยธรรม ตลอดจนดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม และ Amitrano et al. (2026) พบว่าทุนมนุษย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนด้านสังคมในวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ของอิตาลี โดยเฉพาะการส่งเสริมความเท่าเทียมในสถานที่ทำงาน และความไว้วางใจของผู้มีส่วนได้เสีย

ในทางตรงกันข้าม Razafindrambinina and Kariodimedjo (2011) และ Sumiati and Isnaini (2024) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญในบริษัทจดทะเบียนอินโดนีเซีย เนื่องจาก CSR ในช่วงเวลานั้นยังไม่ถูกมองว่าเป็นกิจกรรมที่สร้างมูลค่าในระยะยาว และบริษัทส่วนใหญ่ดำเนินการเพื่อปฏิบัติตามกฎหมายมากกว่าความสมัครใจ ในขณะที่ Musibah and Alfattani (2013) กลับพบความสัมพันธ์เชิงลบในธนาคารอิสลามกลุ่มประเทศความร่วมมืออ่าวอาหรับ (GCC) สะท้อนให้เห็นว่าความรู้และทักษะของบุคลากรในธนาคารอิสลามถูกนำไปใช้เพื่อสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันมากกว่าการสนับสนุนกิจกรรมทางสังคมของบริษัท

โดยสรุป ความแตกต่างของผลการศึกษาในอดีตชี้ให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญากับผลการประเมินความยั่งยืนมิได้เป็นไปในทิศทางเดียวกันเสมอไป แต่ขึ้นอยู่กับสถาบัน ลักษณะอุตสาหกรรม และระดับการพัฒนาด้าน ESG ของแต่ละประเทศเป็นสำคัญ

5.2 ผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจมีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืน

ในการศึกษาอิทธิพลของทุนทางปัญญาต่อผลการประเมินความยั่งยืน จำเป็นต้องควบคุมปัจจัยอื่นที่อาจมีอิทธิพลส่งผลต่อการดำเนินงานด้านความยั่งยืนได้ เพื่อความแม่นยำของผลการศึกษา โดยตัวแปรควบคุมที่สำคัญ ได้แก่

1) ขนาดของบริษัท (SIZE) บริษัทขนาดใหญ่มักมีทรัพยากรเพียงพอในการลงทุนและดำเนินกลยุทธ์ด้านความยั่งยืนอย่างเป็นระบบ รวมถึงการจัดทำรายงานความยั่งยืนที่โปร่งใสและได้มาตรฐาน (Vilalai and Thaneerananon, 2025) ซึ่งส่งผลให้บริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะได้รับการประเมิน ESG Score ในระดับที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก นอกจากนี้ บริษัทขนาดใหญ่ยังเป็นที่จับตามองและเผชิญแรงกดดันจากผู้มีส่วนได้เสียมากกว่า จึงมีแรงจูงใจที่จะปฏิบัติตามแนวปฏิบัติด้าน ESG ที่เข้มงวดมากขึ้น (Chih et al., 2008)

2) อายุของบริษัท (AGE) บริษัทที่มีอายุยาวนานมักสะสมความรู้ ประสบการณ์ กระบวนการทำงาน และความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน ทำให้มีระบบการบริหารจัดการและความสามารถในการพัฒนาทุนทางปัญญาที่มีประสิทธิภาพมากกว่าบริษัทที่เพิ่งก่อตั้ง อย่างไรก็ตาม บริษัทเก่าแก่มักมีภาพลักษณ์และความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียที่สั่งสมมาเป็นเวลานาน ส่งผลให้ผลลัพธ์ของกิจกรรม CSR ในปัจจุบันไม่เด่นชัดเท่าบริษัทใหม่ เนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียอาจมองว่าเป็นเพียงการดำเนินงานตามแบบแผนเดิม จึงทำให้บริษัทที่เพิ่งก่อตั้งมักได้รับการรับรู้ถึงความตั้งใจเชิงบวกในการทำ CSR ได้ชัดเจนกว่า (Han & Kim, 2020)

3) ผลการดำเนินงานทางการเงิน (NOPAT) ผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดี โดยเฉพาะกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) ถือเป็นปัจจัยที่สะท้อนความสามารถของบริษัทในการลงทุนด้าน ESG ได้อย่างมั่นคง บริษัทที่มีกำไรสม่ำเสมอจะได้รับความเชื่อมั่นจากผู้มีส่วนได้เสีย และมีทรัพยากรพร้อมสำหรับกิจกรรมด้านความยั่งยืน (Vilalai & Thaneerananon, 2025) บริษัทที่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนในระยะยาวมักมีผลการดำเนินงานทางการเงินที่เหนือกว่าคู่แข่ง และมีการบริหารจัดการต้นทุนและความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพมากกว่า (Eccles et al., 2014)

4) โครงสร้างเงินทุน (LEV) วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงถึงความมั่นคงทางการเงินและความสามารถในการบริหารความเสี่ยงในระยะยาว (Vilalai & Thaneerananon, 2025) บริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนที่มั่นคงและระดับหนี้สินต่ำจะมีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงกว่าในการดำเนินกิจกรรมด้านความยั่งยืนได้อย่างต่อเนื่อง (Broadstock et al., 2021)

สมมติฐานการวิจัย (Hypohesis)

1. อิทธิพลของทุนทางปัญญา

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น พบว่าทุนทางปัญญาซึ่งประกอบด้วย ทุนมนุษย์ ทุนโครงสร้าง ทุนความสัมพันธ์ และทุนการใช้เงินทุน ถูกพิจารณาว่าเป็นทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ที่มีคุณค่าภายใต้กรอบแนวคิดฐานทรัพยากร (RBV) เนื่องจากมีลักษณะเฉพาะ ยากต่อการลอกเลียนแบบ และเป็นแหล่งสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันอย่างยั่งยืน แม้ผลการศึกษาในอดีตจะให้ข้อสรุปที่แตกต่างกันตามลักษณะอุตสาหกรรมและระดับการพัฒนาด้าน ESG ของแต่ละประเทศ แต่สำหรับในประเทศไทย โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และเทคโนโลยี ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่พึ่งพาองค์ความรู้สูงและเผชิญแรงกดดันด้าน ESG เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง บริษัทที่สามารถบริหารและใช้ประโยชน์จากทุนทางปัญญาได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงมีแนวโน้มที่จะพัฒนานโยบายและแนวปฏิบัติด้าน ESG ได้ดีกว่า ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยที่ 1 ดังนี้

H1: ทุนทางปัญญามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัท

2. อิทธิพลของทุนมนุษย์

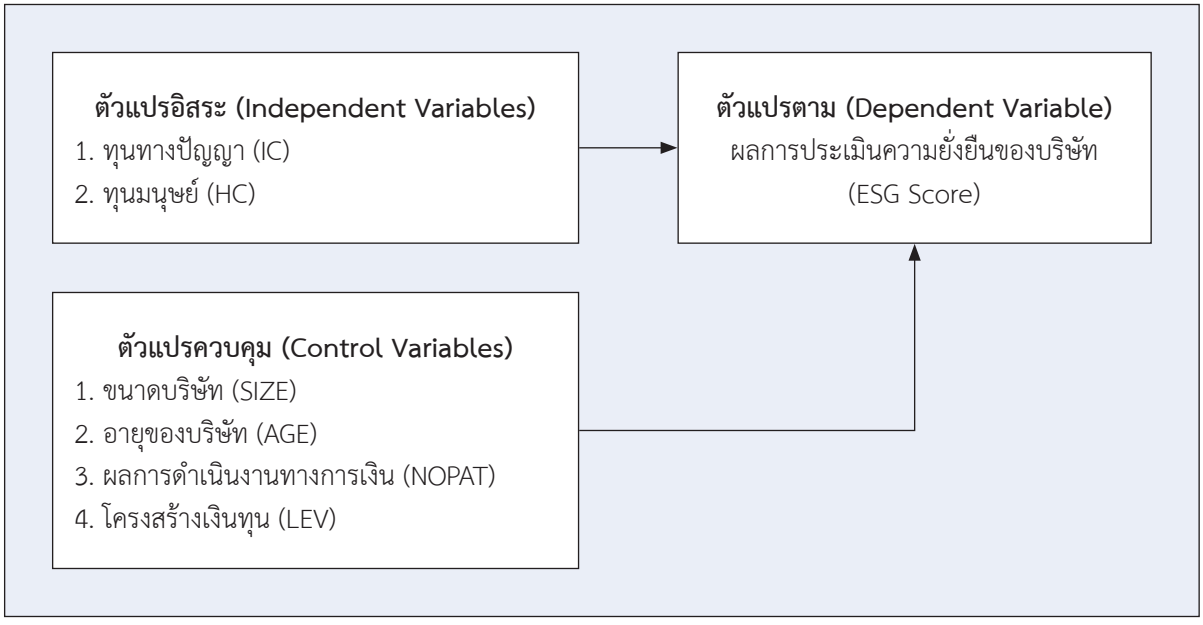
ทุนมนุษย์เป็นองค์ประกอบพื้นฐานและสำคัญที่สุดของทุนทางปัญญา เนื่องจากสะท้อนถึงทักษะ ความรู้ ความสามารถ และประสบการณ์ของบุคลากรในบริษัท ซึ่งเป็นทรัพยากรที่ไม่สามารถเลียนแบบได้ ตามแนวคิดฐานทรัพยากร (RBV) การบริหารจัดการทุนมนุษย์อย่างมีประสิทธิภาพจึงถูกมองว่าเป็นปัจจัยขับเคลื่อนความสำเร็จของบริษัทในมิติความยั่งยืน อย่างไรก็ตาม แม้หลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยในอดีตยังให้ผลลัพธ์ที่ไม่สอดคล้องกัน แต่งานวิจัยส่วนใหญ่ในกลุ่ม

อุตสาหกรรมที่พึ่งพาความรู้และนวัตกรรมสูงต่างพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างทุนมนุษย์และการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (Asmawanti & Wijayanti, 2017; Bakry, 2022; Amitrano et al., 2026; Nurhayadi et al., 2025) สำหรับประเทศไทยที่มีแรงกดดันจากผู้มีส่วนได้เสียและนโยบาย ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง การพัฒนาศักยภาพบุคลากรอย่างเป็นระบบจึงเป็นรากฐานสำคัญที่ช่วยขับเคลื่อนการดำเนินงานด้าน ESG ให้เกิดขึ้นจริง ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ดังนี้

H2: ทุนมนุษย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัท

กรอบแนวคิดงานวิจัย

จากการทบทวนทฤษฎี แนวคิด และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง พบว่าทุนทางปัญญาอาจมีความสัมพันธ์กับผลการประเมินความยั่งยืน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ผ่านมาให้ผลลัพธ์ที่ยังไม่สอดคล้องกันและยังขาดหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ชัดเจนในประเทศไทย ประเด็นดังกล่าวจึงเป็นช่องว่างทางวิชาการที่ควรได้รับการศึกษาเพิ่มเติม ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความตั้งใจที่จะศึกษาถึงอิทธิพลของทุนทางปัญญาและทุนมนุษย์ต่อผลการประเมินความยั่งยืน โดยมุ่งเน้นในกรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และเทคโนโลยี ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2565-2567 โดยได้กำหนดเป็นกรอบแนวคิดของการศึกษาได้ดังภาพที่ 1



รูปภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methods)

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่างและการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่นำมาใช้เป็นประชากรในการศึกษานี้ ประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และเทคโนโลยี ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินความยั่งยืน จากฐานข้อมูล LSEG ระหว่างปี พ.ศ. 2565-2567 รวมตัวอย่างที่สามารถเก็บข้อมูลเพื่อใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 75 บริษัท 212 ตัวอย่าง โดยมีรายละเอียดดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนประชากร จำนวนบริษัทที่ไม่เข้าเกณฑ์ และจำนวนกลุ่มตัวอย่างรายกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มตัวอย่าง	อุตสาหกรรมทรัพยากร	อุตสาหกรรมเทคโนโลยี	อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	รวมทั้งสิ้น
จำนวนบริษัททั้งหมด	**170**	**131**	**381**	**682**
หัก : บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	-	-	(2)	(2)
หัก : บริษัทที่ถูกเพิกถอนและอยู่ระหว่างเพิกถอน	(1)	(1)	(1)	(3)
หัก : บริษัทในหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และทรัสต์เพื่อการลงทุน	(4)	(2)	(56)	(62)
หัก : บริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่รอบระยะเวลาบัญชีตั้งแต่ 1 มกราคม ถึง 31 ธันวาคม	-	(2)	(4)	(6)
รวมกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	**165**	**126**	**318**	**609**
หัก : บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน เนื่องจากไม่มีข้อมูล ESG Score	(77)	(83)	(237)	(397)
รวม	**88**	**43**	**81**	**212**

2. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้วิเคราะห์ข้อมูลทั้งเชิงพรรณนาและเชิงปริมาณ โดยผู้วิจัยได้วิเคราะห์อิทธิพลของตัวแปรต้น ได้แก่ ทุนทางปัญญา (IC) ตามแบบจำลองที่ (1) และทุนมนุษย์ (HC) ตามแบบจำลองที่ (2) โดยได้กำหนดตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท โครงสร้างเงินทุน และผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งคาดว่าจะมีผลต่อตัวแปรตาม คือ ESG Score โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Method)

ทุนทางปัญญา (IC) ตามแบบจำลองที่ (1)

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(IC_{i,t}) + \beta_2(SIZE_{i,t}) + \beta_3(AGE_{i,t}) + \beta_4(LEV_{i,t}) + \beta_5(NOPAT_{i,t}) + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

และทุนมนุษย์ (HC) ตามแบบจำลองที่ (2)

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(HC_{i,t}) + \beta_2(SIZE_{i,t}) + \beta_3(AGE_{i,t}) + \beta_4(LEV_{i,t}) + \beta_5(NOPAT_{i,t}) + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

โดยที่

$ESG_{i,t}$ = ผลการประเมินความยั่งยืน (ESG Score) ของบริษัท i ในปีที่ t
$IC_{i,t}$ = ทุนทางปัญญาของบริษัท i ในปีที่ t
$HC_{i,t}$ = ทุนมนุษย์ของบริษัท i ในปีที่ t
$SIZE_{i,t}$ = ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดของบริษัท i ในปีที่ t
$AGE_{i,t}$ = ลอการิทึมธรรมชาติของอายุของบริษัท i ในปีที่ t
$LEV_{i,t}$ = โครงสร้างเงินทุน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปีที่ t
$NOPAT_{i,t}$ = ลอการิทึมธรรมชาติของกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีในงวดบัญชีของบริษัท i ในปีที่ t
β_0 = ค่าคงที่ของสมการถดถอย
$\beta_{1\text{-}5}$ = ค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยของตัวแปร
α_i = ค่าผลเฉพาะตัวของบริษัท i ที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา (Firm Fixed Effect)
δ_i = ค่าผลกระทบคงที่รายปีของปีที่ t (Time Fixed Effect)
$\varepsilon_{i,t}$ = ความคลาดเคลื่อนของบริษัท i ในปีที่ t

ผลการศึกษา (Results)

การนำเสนอผลการวิเคราะห์ครอบคลุมสถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยตามลำดับ ทั้งนี้ เพื่อให้ได้ภาพรวมที่ครอบคลุมและเป็นระบบเกี่ยวกับคุณลักษณะเชิงสถิติของข้อมูล รวมถึงนัยสำคัญทางสถิติของสมมติฐานการวิจัยที่ทำการทดสอบ

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ตัวแปร	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
ESG	212	58.973	14.724	24.263	85.413
IC	212	6.193	4.420	1.663	24.802
HC	212	5.203	4.331	0.981	23.572
SIZE	212	24.650	1.482	21.050	28.859
AGE	212	3.360	0.547	1.792	4.691
NOPAT	212	18.195	11.446	-21.908	25.685
LEV	212	1.411	0.892	0.245	4.576

หมายเหตุ: ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งประกอบด้วย ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม จากข้อมูลจำนวน 212 ตัวอย่าง โดยได้ปรับค่าผิดปกติของข้อมูลทุกตัวแปรด้วยวิธี Winsorization ข้อมูลทุกตัวแปรที่ระดับ 1% และ 99% เพื่อลดอิทธิพลของค่าผิดปกติ (Outliers)

ผลการวิเคราะห์พบว่า ผลการประเมินความยั่งยืน (ESG Score) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 58.97 คะแนน (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน = 14.72) ซึ่งตามเกณฑ์การจัดระดับของ LSEG อยู่ในระดับ B (Good) สะท้อนว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างได้รับการประเมินความยั่งยืนของบริษัทอยู่ในเกณฑ์ดี อย่างไรก็ตาม ช่วงระหว่างค่าต่ำสุด 24.26 คะแนน (ระดับ D) และค่าสูงสุด 85.41 คะแนน (ระดับ A) ประกอบกับค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ค่อนข้างสูง บ่งชี้ถึงความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญในขีดความสามารถด้านความยั่งยืนระหว่างบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งอาจเกิดจากความแตกต่างด้านขนาด อุตสาหกรรม และนโยบายด้านความยั่งยืนเฉพาะของแต่ละองค์กร

ตัวแปรทุนทางปัญญา (IC) และทุนมนุษย์ (HC) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.19 เท่า และ 5.20 เท่า ตามลำดับ โดยทั้ง 2 ตัวแปรมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างกันอย่างชัดเจนในด้านประสิทธิภาพการบริหารทุนทางปัญญาและทรัพยากรบุคคล

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าขนาดบริษัท (SIZE) วัดจากมูลค่าสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 24.65 หรือคิดเป็นมูลค่าสินทรัพย์เฉลี่ย 160.58 พันล้านบาท สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ ในส่วนของอายุบริษัท (AGE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.36 หรือประมาณ 32.72 ปี แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่มีประสบการณ์ในการดำเนินงานในระดับค่อนข้างยาวนาน สำหรับผลการดำเนินงานทางการเงิน (NOPAT) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 18.195 หรือประมาณ 7.64 พันล้านบาท โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -21.91 หรือประมาณ -12.93 พันล้านบาท สะท้อนว่ามีบางบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในช่วงเวลาที่ศึกษา และโครงสร้างเงินทุน (LEV) วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.41 เท่า ค่าเฉลี่ยที่สูงกว่า 1 เท่า บ่งชี้ว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างโดยเฉลี่ยพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากหนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น

2. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficients) ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ เพื่อประเมินความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่อาจเกิดขึ้น

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

	ESG	IC	HC	SIZE	AGE	NOPAT	LEV
ESG	1.000						
IC	0.002	1.000					
HC	-0.000	0.998**	1.000				
SIZE	0.524**	0.333**	0.328**	1.000			
AGE	0.025	-0.190**	-0.196**	0.052	1.000		
NOPAT	0.131	0.232**	0.222**	0.207**	-0.112	1.000	
LEV	-0.046	-0.043	-0.055	0.186**	-0.070	0.120	1.000

หมายเหตุ: ** มีค่าสัมประสิทธิ์มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ตามตารางที่ 3 พบว่าตัวแปรส่วนใหญ่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างกันอยู่ในระดับต่ำถึงปานกลาง โดยไม่มีคู่ตัวแปรอิสระใดที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกิน 0.8 ยกเว้นความสัมพันธ์ระหว่าง IC และ HC ซึ่งมีค่าสูงถึง 0.998 เนื่องจาก HC เป็นองค์ประกอบหนึ่งของตัวชี้วัด IC โดยโครงสร้างของสูตรการคำนวณซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าทุนมนุษย์เป็นองค์ประกอบที่มีบทบาทขับเคลื่อนทุนทางปัญญามากที่สุด อย่างไรก็ตาม เนื่องจากตัวแปรทั้ง 2 ถูกนำไปใช้ในแบบจำลองการวิเคราะห์ที่แยกจากกัน จึงไม่ก่อให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยแต่อย่างใด (Porter & Gujarati, 2009)

3. การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression)

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญา (IC) กับผลการประเมินความยั่งยืน (ESG Score) ตามแบบจำลองที่ 1

ตัวแปรอิสระ	Coef.	Robust Std. Err.	T-values	P-values	VIF
IC	0.507	0.225	2.25	0.027*	1.23
SIZE	-4.970	3.553	-1.40	0.166	1.21
AGE	2.271	13.741	0.17	0.869	1.10
NOPAT	-0.018	0.027	-0.67	0.507	1.06
LEV	3.371	1.570	2.15	0.035*	1.06
Constant	164.617	102.251	1.61	0.112	
F-stat.			23.430**		
rho			0.957		
Hausman			0.048*		
Within R-squared			0.194		

หมายเหตุ: *, ** ค่าสัมประสิทธิ์มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างทุนมนุษย์ (HC) กับผลการประเมินความยั่งยืน (ESG Score) ตามแบบจำลองที่ 2

ตัวแปรอิสระ	Coef.	Robust Std. Err.	T-values	P-values	VIF
HC	0.500	0.242	2.07	0.042*	1.23
SIZE	-4.800	3.535	-1.36	0.179	1.21
AGE	2.227	13.805	0.16	0.872	1.10
NOPAT	-0.017	0.027	-0.65	0.521	1.07
LEV	3.301	1.572	2.10	0.039*	1.07
Constant	161.170	101.818	1.58	0.118	
F-stat			23.360**		
rho			0.956		
Hausman			0.053		
Within R-squared			0.191		

หมายเหตุ: *, ** ค่าสัมประสิทธิ์มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยใช้แบบจำลองแบบคงที่ (Fixed Effects Model) เนื่องจากผลการทดสอบด้วยวิธี Hausman Test มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในตารางที่ 4 และถึงแม้ว่าในตารางที่ 5 ผลการทดสอบด้วยวิธี Hausman Test ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เมื่อพิจารณาหลักฐานเพิ่มเติมพบว่า ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบเฉพาะบริษัทและตัวแปรอิสระ (corr(u_i, Xb)) = −0.76 แสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบเฉพาะของแต่ละบริษัทในระดับสูงมาก ซึ่งละเมิดข้อสมมติฐานของแบบจำลองผลกระทบแบบสุ่ม (Random Effects Model) ที่กำหนดให้ corr(u_i, Xb) = 0 และค่าสัดส่วนของความแปรปรวนทั้งหมดที่เกิดจากความแตกต่างระหว่างหน่วย (rho: ρ) = 0.96 ยืนยันว่าความแปรปรวนกว่าร้อยละ 96 เกิดจากความแตกต่างระหว่างบริษัทที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved Heterogeneity) โดยใช้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบกลุ่มที่ปรับความแกร่งแล้ว (Clustered Robust Standard Errors) เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว รวมถึงความแปรปรวนของข้อมูลที่ไม่คงที่ (Wooldridge, 2016)

ก่อนการประมาณค่าแบบจำลองผลกระทบคงที่ ได้มีการทดสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยใช้ตัวชี้วัดระดับความสัมพันธ์กันของตัวแปรอิสระ (VIF) ซึ่งพบว่าค่าทั้งหมดต่ำกว่า 2 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Porter & Gujarati, 2009) ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจภายในกลุ่ม (Within R-squared) ที่ได้จากแบบจำลองอยู่ที่ 0.1939 และ 0.1917 ดังนั้นแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของการประเมินความยั่งยืนภายในบริษัทได้ประมาณ 19.39% และ 19.17% ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาผลการศึกษาพบว่า ทั้งทุนทางปัญญา (IC) และทุนมนุษย์ (HC) มีอิทธิพลเชิงบวกกับผลการประเมินความยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลดังกล่าวสนับสนุนสมมติฐาน H1 และ H2 และสอดคล้องกับกรอบแนวคิดทฤษฎีฐานทรัพยากร (RBV) ที่มองว่าทุนทางปัญญาและทุนมนุษย์เป็นทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ที่มีคุณสมบัติตามกรอบ VRIN กล่าวคือ มีคุณค่า หายาก เลียนแบบได้ยาก และไม่สามารถทดแทนได้ เช่น ความรู้ ความเชี่ยวชาญ และทักษะของบุคลากร สามารถสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันและเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทได้ นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่สามารถใช้ประโยชน์จากทุนมนุษย์ โครงสร้างบริษัท และความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียได้อย่างมีประสิทธิภาพจะสามารถพัฒนานโยบายด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลได้ดีกว่าบริษัทที่มีการบริหารทุนทางปัญญาน้อยกว่า

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าโครงสร้างเงินทุน (LEV) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลดังกล่าวอาจสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีการก่อหนี้ในระดับสูงต้องเผชิญแรงกดดันจากเจ้าหนี้และสถาบันการเงินในการดำเนินงานตามมาตรฐานความยั่งยืน เพื่อลดความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่อาจกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ในระยะยาว ในขณะที่ขนาดของกิจการ (SIZE) อายุของบริษัท (AGE) และผลการดำเนินงานทางการเงิน (NOPAT) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ ESG Score

การอภิปรายและสรุปผล (Conclusion and Discussion)

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญาและทุนมนุษย์ตามแบบจำลอง MVAIC กับผลการประเมินความยั่งยืน (ESG Score) ที่ได้มาจากฐานข้อมูล LSEG โดยเลือกศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 75 บริษัท ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และเทคโนโลยี ซึ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ต้องพึ่งพาทุนทางปัญญาสูงและต้องเผชิญหน้ากับความท้าทายด้าน ESG ระหว่างปี พ.ศ. 2565-2567 รวม 212 ตัวอย่าง โดยผลการศึกษาพบว่า ทุนทางปัญญา (IC) มีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการประเมินความยั่งยืน (ESG Score) กล่าวคือ บริษัทที่สามารถบริหารและใช้ประโยชน์จากทุนทางปัญญาได้อย่างมีประสิทธิภาพ ไม่ว่าจะเป็นความรู้

และทักษะของบุคลากร ระบบและกระบวนการทำงานภายในบริษัท รวมถึงความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียมีแนวโน้มที่จะได้รับผลการประเมินความยั่งยืน (ESG Score) ในระดับที่สูงกว่า ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับกรอบแนวคิดทฤษฎีฐานทรัพยากร (Resource Based View) และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Asmawanti and Wijayanti (2017), Bakry (2022) และ Nurhayadi et al. (2025) ที่ต่างพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างทุนทางปัญญาและการประเมินความยั่งยืนในประเทศกำลังพัฒนาเช่นกัน และยังพบว่าทุนมนุษย์ (HC) มีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ ESG Score เช่นเดียวกัน ผลการศึกษานี้สะท้อนให้เห็นว่าบุคลากรที่มีความรู้ ทักษะ และความเชี่ยวชาญสูง เป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญที่ช่วยให้บริษัทสามารถพัฒนาและตามมาตรฐาน ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับแนวคิดของ Stewart (1997) ที่มองว่าทุนมนุษย์คือหัวใจหลักของทุนทางปัญญา เนื่องจากเป็นปัจจัยต้นทางที่หล่อหลอมให้บริษัทมีขีดความสามารถในการสร้างสรรค์นวัตกรรมและตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ รวมถึงสอดคล้องกับงานศึกษาของ Ordóñez de Pablos (2004) ที่ระบุว่า ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านและความสามารถในการสร้างสรรค์ที่ฝังอยู่ในตัวบุคลากรเป็นสิ่งที่ต้องอาศัยเวลาและการพัฒนาภายในบริษัท จึงทำให้ทุนมนุษย์เป็นทรัพยากรที่ยากต่อการลอกเลียนแบบและเป็นแหล่งความได้เปรียบเชิงการแข่งขันที่ยั่งยืน

สำหรับปัจจัยด้านอื่น ๆ พบว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ESG Score ซึ่งมีทิศทางตรงข้ามกับสมมติฐานเดิมที่มักเสนอว่า ระดับหนี้สินสูงจะจำกัดความสามารถของบริษัทในการดำเนินกิจกรรมด้านความยั่งยืน (Broadstock et al., 2021) ผลการศึกษานี้สามารถอธิบายได้ด้วยกรอบแนวคิดทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งเสนอว่าบริษัทที่มีภาระหนี้สินสูงมักเผชิญแรงกดดันจากผู้มีส่วนได้เสีย โดยเฉพาะเจ้าหนี้สถาบันการเงินและนักลงทุนในการรักษาความน่าเชื่อถือและความโปร่งใสของบริษัท ดังนั้นบริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญกับการดำเนินงานด้าน ESG มากขึ้น เพื่อส่งสัญญาณถึงความรับผิดชอบ ความโปร่งใส และความสามารถในการบริหารความเสี่ยงของบริษัท ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Alves and Meneses (2024) ซึ่งพบว่าบริษัทที่มีระดับการก่อหนี้สูงมักเผชิญแรงกดดันจากเจ้าหนี้และผู้ให้กู้ให้ดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มากขึ้น เนื่องจากผลการประเมินความยั่งยืนที่ดีสามารถช่วยลดความเสี่ยงของบริษัท เพิ่มความน่าเชื่อถือ และลดต้นทุนทางการเงินในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนในระยะยาว ในขณะที่ตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ได้แก่ ขนาดบริษัท (SIZE) อายุของบริษัท (AGE) และผลการดำเนินงานทางการเงิน (NOPAT) ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการประเมินความยั่งยืน ซึ่งอาจสะท้อนให้เห็นว่า ESG Score ไม่ได้ขึ้นอยู่กับลักษณะโครงสร้างของบริษัทเพียงอย่างเดียว แต่ขึ้นอยู่กับความสามารถของบริษัทในการบริหารและใช้ประโยชน์จากทรัพยากรเชิงความรู้และทุนทางปัญญาภายในบริษัท ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

ข้อเสนอแนะการวิจัย (Recommendation)

1. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

ผลการศึกษาสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทสำคัญของทุนทางปัญญาและทุนมนุษย์ที่มีต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และเทคโนโลยี ซึ่งมีนัยสำคัญในเชิงปฏิบัติและสามารถนำไปใช้ให้เกิดประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้เสียหลากหลายกลุ่ม ดังนี้

ประการแรก ทุนมนุษย์เป็นปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญที่สุดในการยกระดับการประเมินความยั่งยืน ดังนั้นผู้บริหารควรกำหนดให้การพัฒนาทุนมนุษย์เป็นแกนหลักของกลยุทธ์ด้านความยั่งยืน โดยไม่ควรมอง ESG เป็นเพียงกรอบการรายงานหรือเครื่องมือทางภาพลักษณ์ แต่ควรบูรณาการเข้ากับการบริหารทรัพยากรมนุษย์อย่างเป็นระบบ ทั้งในด้านการพัฒนาทักษะของพนักงาน การส่งเสริมการเรียนรู้ภายในองค์กร และการสร้างวัฒนธรรมองค์กรที่ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบ

ด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม เนื่องจากบุคลากรเป็นแหล่งกำเนิดของนวัตกรรมและการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่ขับเคลื่อนผลการประเมินความยั่งยืนในระยะยาว

ประการที่สอง นักลงทุนสามารถนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาบุคลากร การบริหารองค์ความรู้ และนวัตกรรมขององค์กร มาใช้เป็นตัวชี้วัดเพิ่มเติมในกระบวนการคัดเลือกหลักทรัพย์ควบคู่กับตัวชี้วัดทางการเงินแบบดั้งเดิม เพื่อให้สามารถคัดเลือกบริษัทที่มีศักยภาพในการเติบโตอย่างยั่งยืนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ประการที่สาม หน่วยงานกำกับดูแลและผู้กำหนดนโยบาย ควรส่งเสริมให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับทุนทางปัญญาและการพัฒนาทุนมนุษย์ในรูปแบบที่เป็นมาตรฐานและสามารถเปรียบเทียบได้

ประการที่สี่ สถาบันการเงินสามารถนำข้อมูลประสิทธิภาพทุนทางปัญญามาใช้ประกอบการพิจารณาสินเชื่อควบคู่กับตัวชี้วัดทางการเงินแบบดั้งเดิม เนื่องจากผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่บริหารทุนทางปัญญาได้อย่างมีประสิทธิภาพมีแนวโน้มได้รับการประเมินความยั่งยืนในระดับที่สูงกว่า ดังนั้นสถาบันการเงินอาจพิจารณาให้เงื่อนไขสินเชื่อที่เอื้ออำนวยมากขึ้นสำหรับบริษัทที่มีแผนลงทุนในการพัฒนาบุคลากร เช่น การกำหนดอัตราดอกเบี้ยพิเศษสำหรับสินเชื่อที่มีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาทักษะและศักยภาพของพนักงาน หรือการสนับสนุนสินเชื่อสำหรับโครงการฝึกอบรมและพัฒนาองค์ความรู้ภายในองค์กร เพื่อสร้างแรงจูงใจให้บริษัทลงทุนในทุนมนุษย์อย่างต่อเนื่อง ซึ่งในระยะยาวจะช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและเสริมสร้างเสถียรภาพทางการเงินของบริษัทได้อีกด้วย

2. ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

ในด้านขอบเขตการศึกษา งานวิจัยนี้มุ่งเน้นเฉพาะบริษัทจดทะเบียนใน 3 กลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งต้องพึ่งพาทุนทางปัญญาในระดับสูง และต้องเผชิญกับความท้าทายด้าน ESG ในช่วงระยะเวลาเริ่มต้นเพียง 3 ปี ภายหลังการบังคับให้บริษัทจดทะเบียนจะต้องจัดทำแบบรายงาน 56-1 One Report จึงอาจยังไม่สามารถสะท้อนภาพรวมของบริษัทจดทะเบียนไทยทั้งหมดได้อย่างครอบคลุม ดังนั้นการขยายกลุ่มตัวอย่างไปยังอุตสาหกรรมอื่นและครอบคลุมระยะเวลาที่ยาวนานขึ้นจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นในการนำผลการศึกษาไปใช้ โดยเฉพาะเมื่อมาตรฐานการรายงานทางการเงิน IFRS S1 และ IFRS S2 เริ่มมีผลบังคับใช้ในประเทศไทย นอกจากนี้ ผู้สนใจอาจทำการศึกษาเปรียบเทียบผลการศึกษาระหว่างประเทศ ซึ่งจะช่วยให้เข้าใจบทบาทระหว่างทุนทางปัญญาและผลการประเมินความยั่งยืนในบริบทที่แตกต่างกัน

ในด้านตัวแปรและวิธีการวัด เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ใช้ผลประเมินคะแนน ESG จากฐานข้อมูล LSEG โดยเลือกศึกษาเฉพาะคะแนน ESG Score รวมเท่านั้น การวิจัยในอนาคตจึงอาจแยกวิเคราะห์คะแนน ESG ในรายละเอียดแต่ละด้าน ทั้งมิติด้านสิ่งแวดล้อม (E) มิติด้านสังคม (S) และมิติด้านธรรมาภิบาล (G) เพื่อทำความเข้าใจว่าทุนทางปัญญาจะส่งผลต่อด้านใดมากที่สุด ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการจัดสรรทรัพยากรด้านทุนทางปัญญาได้อย่างตรงเป้าหมายมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ ผู้ที่สนใจศึกษาอาจเลือกผลประเมิน ESG จากฐานข้อมูลอื่นมาเปรียบเทียบ เช่น MSCI หรือ FTSE Russell หรือ SET ESG Rating จะช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือและผลการศึกษาไปใช้ได้มากขึ้น สำหรับตัวแปรด้านทุนทางปัญญา การวิจัยครั้งนี้เน้นศึกษาเฉพาะการวัดค่าจากแบบจำลองที่เป็นตัวเงินเท่านั้น ซึ่งแม้จะมีข้อดีในการวัดค่า ซึ่งอาจจะละเลยในประเด็นของข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน ฉะนั้นผู้ที่สนใจศึกษาอาจจะขยายขอบเขตการศึกษาด้วยการวัดค่าทุนทางปัญญาจากแบบจำลองที่ไม่เป็นตัวเงินเพิ่มเติม เช่น Balanced Scorecard หรือแบบจำลอง Skandia Navigator เป็นต้น

ในด้านเนื้อหาที่ควรศึกษาเพิ่มเติม แม้งานวิจัยในอดีตจะพบว่าทุนทางปัญญามีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินโดยตรง และการศึกษาครั้งนี้พบว่า ทุนทางปัญญามีอิทธิพลเชิงบวกต่อการประเมินความยั่งยืน แต่ยังขาดการอธิบายกลไกเชิงสาเหตุที่เชื่อมโยงความสัมพันธ์ดังกล่าวอย่างครบถ้วน ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตควรพิจารณาศึกษาบทบาท

ของการประเมินความยั่งยืนของบริษัท (ESG Score) ในฐานะตัวแปรคั่นกลาง (Mediating Variable) ระหว่างทุนทางปัญญาและผลการดำเนินงานทางการเงิน ว่าบริษัทที่มีระดับทุนทางปัญญาสูงและสามารถแปลงทุนทางปัญญาดังกล่าวไปสู่ผลการประเมินความยั่งยืน และจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีกว่าบริษัทที่มีทุนทางปัญญาสูงแต่ไม่ได้ให้ความสำคัญกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืนหรือไม่ ทั้งนี้ การทำความเข้าใจเส้นทางความสัมพันธ์ดังกล่าว จะช่วยอธิบายกระบวนการสร้างมูลค่าขององค์กรได้อย่างเป็นระบบ และเป็นประโยชน์ต่อการกำหนดกลยุทธ์การพัฒนาทุนทางปัญญาที่สอดคล้องกับเป้าหมายด้านความยั่งยืนและการสร้างมูลค่าในระยะยาว

References

Al Amosh, H., Khatib, S. F., & Ananzeh, H. (2023). Environmental, social and governance impact on financial performance: Evidence from the Levant Countries. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 23*(3), 493-513.

Alves, C. F., & Meneses, L. L. (2024). ESG scores and debt costs: Exploring indebtedness, agency costs, and financial system impact. *International Review of Financial Analysis, 94,* 103240. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103240

Amitrano, C. C., Gheith, M. H., Troise, C., & Cappa, F. (2026). Individual and organizational intellectual capital, ESG dimensions and competitive advantage: A focus on Italian SMEs. *Journal of Intellectual Capital, 27*(1), 89-109. https://doi.org/10.1108/JIC-12-2024-0411

Asmawanti-S, D., & Wijayanti, I. O. (2017). Intellectual capital and corporate social responsibility in banking industries in Indonesia. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura, 20*(2), 191-200. https://doi.org/10.14414/jebav.v20i2.787

Bakry, A. E. A. (2022). Does intellectual capital efficiency improve the corporate social responsibility of Egyptian firms? *Journal of Financial Reporting and Accounting, 20*(3-4), 693-711. https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2020-0269

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management, 17*(1), 99-120. https://doi.org/10.1177/014920639101700108

Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2022). Exploring relationship between sustainability and firm performance in travel and tourism industry: A global evidence. *Social Responsibility Journal, 18*(7), 1251-1269.

Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters, 38,* Article 101716. https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716

Chantabutr, P., & Wuttichindanon, S. (2020). Definition, classification, measurement, and reporting of intellectual capital: A literature review. *Journal of Management Sciences, Prince of Songkla University, 37*(2), 165-194.

Chih, H.-L., Shen, C.-H., & Kang, F.-C. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence. *Journal of Business Ethics, 79*(1-2), 179-198. https://doi.org/10.1007/s10551-007-9383-7

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

Edvinsson, L. (1997). Developing intellectual capital at Skandia. *Long Range Planning, 30*(3), 366-373. https://doi.org/10.1016/S0024-6301(97)00016-2

Han, H., & Kim, Y. (2020). *The impact of firm age on corporate social responsibility. In Proceedings of the 49th European Marketing Academy Conference (EMAC 2020)* (Article A2020-62801). European Marketing Academy. https://proceedings.emac-online.org/pdfs/A2020-62801.pdf

Higgins, R. C. (1977). How Much Growth Can a Firm Afford? *Financial Management, 6,* 7-16. https://doi.org/10.2307/3665251

Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1992). The balanced scorecard--measures that drive performance. *Harvard Business Review, 70*(1), 71-79.

Kartadjumena, E., Djajadikerta, H. G., & Ng, C. (2011). The relationship of profit and corporate social responsibility disclosure: Survey on manufacture industry in Indonesia. In *Proceedings of the 2nd International Conference on Business and Economic Research (2nd ICBER 2011)* (pp. 662-674). Global Research Agency.

Kranraweekultana, W., Poungsangsuk, S., Maisak, R., & Kankomon, N. (2024). Environmental Social Governance (ESG) Responsibility and Intellectual Capital affect the Profitability of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand. *SSRU Journal of Public Administration, 7*(1), 67-81.

Kuzmin, E., Vlasov, M., Strielkowski, W., Faminskaya, M., & Kharchenko, K. (2024). Digitalization of the energy sector in its transition towards renewable energy: A role of ICT and human capital. *Energy Strategy Reviews, 53,* Article 101418. https://doi.org/10.1016/j.esr.2024.101418

LSEG. (2024). *Environmental, Social, and Governance (ESG) Scores from LSEG.* https://www.lseg.com/content/dam/data analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf

Malik, M. (2015). Value-Enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature. *Journal of Business Ethics, 127,* 419-438. https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9

Musibah, A. S., & Alfattani, W. S. B. W. Y. (2013). Impact of intellectual capital on corporate social responsibility: Evidence from Islamic banking sector in GCC. *International Journal of Finance and Accounting, 2*(6), 307-311. https://doi.org/10.5923/j.ijfa.20130206.01

Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review, 22;* S128-S140. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014

Nimtrakoon, S. (2015). The relationship between intellectual capital, firms' market value and financial performance Empirical evidence from the ASEAN. *Journal of Intellectual Capital, 16*(3), 587-618. https://doi.org/10.1108/JIC-09-2014-0104

Nurhayadi, W., Fitriani, H., Putri, R. A., Jamaludin, N., & Sucihati, S. (2025). The effect of social risk, intellectual capital, and HR policies on ESG performance of financial technology companies in West Java. *West Science Social and Humanities Studies, 3*(7), 1073-1087. https://doi.org/10.58812/wsshs.v3i07.2102

Obeidat, B.Y., Abdallah, A.B., Aqqad, N.O., Akhoershiedah, A.H.O.M., & Maqableh, M. (2016). The effect of intellectual capital on organizational performance: The mediating role of knowledge sharing. *Communications and Network, 9*(1), 1-27.

Ordóñez de Pablos, P. (2004). Human resource management systems and their role in the development of strategic resources: Empirical evidence. *Journal of European Industrial Training, 28*(6), 474-489. https://doi.org/10.1108/03090590410542701

Phondet, P., Waenkaeo, K., Bangmek, R., & Sumritsakun, C. (2021). Comparison of industry types on intellectual capital of Thai Listed Companies. *Journal of Management Science Udon Thani Rajabhat University, 3*(2), 21-32.

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

Promlao, K. (2021). What is ESG and why it is popular among investors today. *TRIS Corporation Limited.* https://www.tris.co.th/wp-content/uploads/2021/05/2564_Article_250564.pdf

Pulic, A. (2000). VAIC™ – An accounting tool for IC management. *International Journal of Technology Management, 20*(5-8), 702-714. https://doi.org/10.1504/IJTM.2000.002891

Razafindrambinina, D., & Kariodimedjo, D. (2011). Is company intellectual capital linked to corporate social responsibility disclosure? Findings from Indonesia. *Communications of the IBIMA, 2011,* Article 511442. https://doi.org/10.5171/2011.511442

Sim-im, P. (2019). The relationship between intellectual capital and sustainable growth of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. *Ratchaphruek Journal, 17*(1), 216-227.

Ståhle, P., Stahle, S. and S. Aho. (2011). Value added intellectual coefficient (VAIC): A critical Analysis. *Journal of Intellectual Capital, 12*(4), 247-268. https://doi.org/10.1108/14691931111181715

Stewart, T. A. (1997). *Intellectual Capital. QFinance, 1,* 1-4. https://www.scribd.com/document/446654031/Intellectual-Capital-pdf

Sumiati, & Isnaini, A. (2024). The power of green intellectual capital: Driving sustainability and profitability through ESG practice. *Jurnal Aplikasi Manajemen, 22*(4), 1135-1153. https://doi.org/10.21776/ub.jam.2024.022.04.14

Sunalai, P. (2022). *The relationship between corporate governance and financial distress risk through intellectual capital of companies listed on the Stock Exchange of Thailand.* [Unpublished independent study]. Thammasat University.

Sveiby, K. E. 1997. *The New Organisational Wealth: Managing and Measuring Knowledge Based Assets.* Berrett-Koehler.

The Stock Exchange of Thailand. (2025). *Business Sustainability Trends: One Report.* SET Sustainability. https://setsustainability.com/libraries/1038/item/-one-report-

Thongsaichon, N. (2022). *ESG: Investing in the New Era. SET Investnow.* https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/165-tsi-invest-in-esg-stocks-in-new-investment-era

Ulum, I. (2014). Intellectual Capital Performance of Indonesian Banking Sector: A Modified VAIC (M-VAIC) Perspective. *Asian Journal of Finance & Accounting, 6*(2), 103-123. http://dx.doi.org/10.5296/ajfa.v6i2.5246

Vilalai, P., & Thaneerananon, A. (2025). Firm growth, cash holdings, and financial performance influencing the sustainability assessment of companies listed on the Stock Exchange of Thailand: Sustainable stocks group. *Journal of Social Science and Culture, 9*(6), 25-36.

Wang, C. (2024). The relationship between ESG performance and corporate performance–Based on stakeholder theory. *SHS Web of Conferences, 190,* 03022. https://doi.org/10.1051/shsconf/202419003022

Wimonanupong, K. (2021). *The relationship between intellectual capital, growth opportunities, and firm performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand* [Master's thesis, Thammasat University].

Wisesight. (2025). *What is ESG Score? A New Metric for Sustainable Organizations.* https://wisesight.com/th/insights-hub/what-is-esg-score/

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

World Economic Forum. (2022). *Fostering Effective Energy Transition 2022.* World Economic Forum.

Xu, J., & Wang, B. (2018). Intellectual capital, financial performance and companies' sustainable growth: Evidence from the Korean manufacturing industry. *Sustainability, 10*(12), Article 4651. https://doi.org/10.3390/su10124651

An Empirical Investigation of the Random-Walk Behavior of Various Stock Indices in the Stock Exchange of Thailand

Nattawut Jenwittayaroje*

Received: May 1, 2026, Revised: May 27, 2026, Accepted: May 29, 2026

Abstract

This study examines the random-walk behavior of the daily returns of 15 stock indices in the Stock Exchange of Thailand over the period from May 2020 to December 2025, including several indices that have not been analyzed in this context. The results from both parametric and non-parametric tests indicate that random-walk behavior, or weak-form efficiency, is related to the size of stocks in an index, and not to the index's investment theme. Specifically, large-cap indices exhibit random-walk behavior, whereas small-cap indices do not and instead display positively autocorrelated returns. Compared with previous studies on the Thai stock market, the evidence shows that large-cap stocks are weak-form efficient both before and after the Covid-19 crisis, while small-cap stocks remain weak-form inefficient in both periods. The inefficiency of small-cap stocks may stem from an insufficiently effective price discovery process for these stocks, which has important implications for policy design aimed at improving price discovery process in the small-cap groups.

Keywords: Random-Walk Behavior; Weak-Form Market Efficiency; Stock Indices; Non-Parametric Tests

* Associate Professor, Ph.D., NIDA Business School, National Institute of Development Administration,
E-mail: nattawut.jen@nida.ac.th

การทดสอบเชิงประจักษ์ของพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มของดัชนีหุ้นต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์*

รับบทความ: 1 พฤษภาคม 2569, แก้ไขบทความ: 27 พฤษภาคม 2569, ตอบรับบทความ: 29 พฤษภาคม 2569

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ทำการทดสอบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มของผลตอบแทนรายวันของดัชนีหุ้นต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเดือนพฤษภาคม 2020 ถึงเดือนธันวาคม 2025 จำนวน 15 ดัชนี ซึ่งครอบคลุมดัชนีหุ้นที่ไม่เคยศึกษาพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มมาก่อน ผลการศึกษาโดยใช้การทดสอบทั้งแบบพาราเมตริกและแบบนอนพาราเมตริก พบว่าพฤติกรรมแบบสุ่มหรือความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนขึ้นอยู่กับขนาดของหุ้น และไม่ขึ้นอยู่ลักษณะที่เป็นธีมการลงทุนของหุ้น กล่าวคือ หุ้นขนาดใหญ่มีพฤติกรรมแบบสุ่ม ในขณะที่หุ้นขนาดเล็กไม่ได้มีพฤติกรรมแบบสุ่ม โดยผลตอบแทนของดัชนีหุ้นเล็กในระยะเวลาข้างหน้ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของดัชนีในระยะเวลาที่ผ่านมา และเมื่อเทียบกับผลการศึกษาในลักษณะเดียวกันนี้ ในช่วงเวลาก่อนวิกฤติการณ์โควิด-19 จะพบว่าหุ้นขนาดใหญ่ยังคงความมีประสิทธิภาพทั้งก่อนและหลังโควิด-19 ส่วนหุ้นขนาดเล็กก็ยังคงความไม่มีประสิทธิภาพทั้งก่อนและหลังโควิด-19 ความไม่มีประสิทธิภาพของหุ้นเล็กอาจจะเกิดจากกระบวนการค้นหาราคา (Price Discovery) ของหุ้นขนาดเล็กที่ไม่มีประสิทธิภาพพอ และมีนัยต่อการออกแบบนโยบายที่จะปรับปรุงกระบวนการค้นหาราคาของหุ้นขนาดเล็กได้

คำสำคัญ: พฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม; ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับอ่อน; ดัชนีหุ้น; การทดสอบแบบนอนพาราเมตริก

* รองศาสตราจารย์ ดร. คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, E-mail: nattawut.jen@nida.ac.th

บทนำ (Introduction)

นัยของทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพในระดับอ่อน (Fama 1970) คือ การเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือกล่าวได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์เป็นการเปลี่ยนแปลงหรือเคลื่อนไหวแบบสุ่ม (Random Walk) จึงทำให้การวิเคราะห์เชิงเทคนิค (Technical Analysis) ย่อมไม่เกิดประโยชน์ (หรือไม่สามารถสร้างผลตอบแทนผิดปกติ) เพราะการวิเคราะห์เชิงเทคนิคมักตั้งอยู่บนสมมุติฐานที่ว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาของสินทรัพย์นั้นในอดีตที่ผ่านมา (ใช้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตในการทำนายการเปลี่ยนแปลงของราคาในอนาคต)

การศึกษาความมีประสิทธิภาพระดับอ่อนหรือการทดสอบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มของตลาดหุ้นไทยที่ผ่านมา ได้ผลการศึกษาที่ไม่ได้มีน้ำหนักไปทางใดทางหนึ่งอย่างเด่นชัด และผลการศึกษามักขึ้นกับช่วงเวลาที่ศึกษาและวิธีที่ใช้ทดสอบ (Jenwittayaroje, 2021; Jiranyakul, 2007; Hoque et al., 2007; Huang, 1995) โดยการศึกษาอย่าง Aumeboonsuke and Dryver (2014) และ Hoque et al. (2007) ได้แสดงให้เห็นว่า อำนาจการทดสอบ (Power of Test) ของแต่ละวิธีทดสอบก็มีความแตกต่างกันและให้ผลการทดสอบที่ไม่สอดคล้องกันได้

ดังนั้นการศึกษานี้จึงมุ่งหวังที่จะทดสอบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มของดัชนีหุ้นต่าง ๆ ที่มีอยู่ในตลาดหุ้นไทยอย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand/SET) อีกครั้ง เพราะการศึกษาในลักษณะนี้ในตลาดหุ้นไทยมักเน้นไปที่ดัชนีที่สะท้อนภาพใหญ่ของตลาดหุ้นไทยอย่างดัชนี SET และดัชนีที่สะท้อนหุ้นขนาดใหญ่จำนวน 50 ตัวอย่างดัชนี SET50 ดังนั้นการศึกษานี้จึงครอบคลุมทั้งซีรีส์ดัชนี SET (ที่สะท้อนหุ้นขนาดใหญ่ 50 และ 100 ตัวแรกในตลาดหุ้นไทย และที่สะท้อนหุ้นที่เป็นธีมการลงทุนต่าง ๆ อย่างดัชนี SETCLMV ดัชนี SETESG ดัชนี SETHD และดัชนี SETWB และซีรีส์ดัชนี FTSE SET (ที่สะท้อนหุ้นขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก เป็นต้น) ซึ่งยังไม่มีการศึกษาที่ทดสอบความมีประสิทธิภาพของดัชนี FTSE SET มาก่อน

นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังมุ่งหวังที่จะให้ผลทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของตลาดหุ้นไทยในช่วงเวลาล่าสุด อย่างช่วงเวลาหลังจากวิกฤติการณ์โควิด-19 เพื่อเปรียบเทียบว่าความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของตลาดหุ้นไทยมีการเปลี่ยนแปลงอย่างไรหลังจากโควิด-19 ท้ายที่สุดการศึกษานี้เลือกใช้เครื่องมือทางสถิติที่หลากหลายทั้งแบบพาราเมตริก (Parametric) อย่างการทดสอบ Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988) และแบบนอนพาราเมตริก (Non-Parametric) อย่างการทดสอบแบบรัน (Run Test) และการทดสอบ Variance Ratio ที่ใช้อันดับและเครื่องหมายของข้อมูล (Rank- and Sign-Based Variance Ratio Tests) ของ Wright (2000) ในการทดสอบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มของดัชนีหุ้นต่าง ๆ อีกด้วย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Research Objective)

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ที่จะทดสอบว่าดัชนีต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี ค.ศ. 2020-2025 มีพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มหรือไม่

ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the Research)

ดัชนีหุ้นต่าง ๆ จำนวน 15 ดัชนี ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี ค.ศ. 2020-2025

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

Fama (1965) และ Lo and MacKinlay (1988) ถือเป็นงานวิจัยแรก ๆ ที่ศึกษาพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มของราคาสินทรัพย์เสี่ยงอย่างหุ้นสามัญและดัชนีหุ้นสามัญในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา การศึกษาเรื่องนี้ในตลาดหุ้นต่างประเทศ (Lo & MacKinlay, 1988) และตลาดหุ้นไทย (Jenwittayaroje, 2021) ที่ผ่านมา ให้ผลการศึกษาที่แตกต่างกันอยู่บ้าง โดยผลการศึกษามักขึ้นอยู่กับขนาดของหุ้น โดยหุ้นขนาดเล็กหรือดัชนีหุ้นเล็กมักไม่พบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ หุ้นขนาดเล็กหรือดัชนีหุ้นเล็กไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน ส่วนหุ้นขนาดใหญ่หรือดัชนีหุ้นใหญ่มีแนวโน้มที่ราคาจะเคลื่อนไหวแบบสุ่ม

นอกจากนี้ ผลการศึกษายังขึ้นอยู่กับช่วงเวลาที่ศึกษาได้ด้วย โดยในช่วงวิกฤติการณ์ต่าง ๆ มักพบความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดในระดับอ่อน (Jenwittayaroje, 2022; Smith, 2012) กล่าวคือ ราคาหุ้นไม่ได้มีพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม ส่วนช่วงเวลาปกติมีแนวโน้มจะพบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มได้มากกว่า ท้ายที่สุดผลการศึกษาขึ้นกับระดับของการพัฒนาของตลาดหุ้นนั้น ๆ ในระดับหนึ่งด้วยเช่นกัน (เช่น Smith 2012)

แม้งานวิจัยทางด้านความมีประสิทธิภาพของตลาดยังคงใช้แนวคิดทางทฤษฎีของ Fama (1970) แต่วิธีการทดสอบกับข้อมูลราคาหุ้นหรือดัชนีหุ้นยังคงมีพัฒนาการมาตลอด เริ่มจากการทดสอบแบบ Autocorrelation ที่เป็นแบบพาราเมตริกมาสู่การทดสอบแบบรันที่เป็นแบบนอนพาราเมตริก จากนั้นนำมาสู่การทดสอบ Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988) ที่ปรับให้สามารถใช้ได้กับผลตอบแทนของหุ้นที่มีลักษณะ Heteroskedasticity ได้ ในเวลาต่อมา Wright (2000) ได้พัฒนาการทดสอบ Variance Ratio ที่ใช้อันดับและเครื่องหมายของข้อมูล (Rank- and Sign-Based Variance Ratio Tests) ที่ไม่ต้องมีสมมุติฐานใด ๆ เกี่ยวกับการกระจายตัวของข้อมูล (Distribution-Free) การทดสอบ Variance Ratio ของ Wright (2000) จึงมีอำนาจการทดสอบเหนือกว่า Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988) โดยเฉพาะเมื่อข้อมูลมีการกระจายตัวออกจากการกระจายตัวแบบปกติ และเมื่อขนาดตัวอย่างของข้อมูลไม่ใหญ่มาก

การศึกษาความมีประสิทธิภาพระดับอ่อนหรือการทดสอบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มของตลาดหุ้นไทยที่ผ่านมา ได้ผลการศึกษาที่แตกต่างกันไปบ้าง โดยมักพบว่าผลการศึกษาขึ้นอยู่กับช่วงเวลาที่ศึกษาและวิธีการทดสอบ โดย Jiranyakul (2007) พบความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของดัชนี SET ของตลาดหุ้นไทยในช่วง ค.ศ. 1987-2006 ด้วยวิธี Variance Ratio ของ Lo and MacKinaly (1988) ส่วน Jenwittayaroje (2021) ที่ศึกษาความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของตลาดหุ้นไทยในช่วง ค.ศ. 2002-2019 พบว่าดัชนีหุ้นขนาดใหญ่อย่างดัชนี SET50 และ SET100 มีประสิทธิภาพสูงขึ้นเมื่อเวลาผ่านไป (เช่น วิธีทดสอบแบบรัน พบความไม่มีประสิทธิภาพในช่วง ค.ศ. 2002-2007 แต่พบความมีประสิทธิภาพในช่วง ค.ศ. 2014-2019 เป็นต้น) ในขณะที่ดัชนีหุ้นขนาดเล็กแสดงความไม่มีประสิทธิภาพตลอดทั้งช่วงเวลาที่ศึกษาในทุกวิธีการทดสอบ (วิธี Autocorrelation วิธีรัน และวิธี Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay, 1988)

การศึกษาความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนในช่วงปี ค.ศ. 1988-1992 ซึ่งเป็นช่วงก่อนวิกฤติการณ์ทางการเงินในเอเชียในปี ค.ศ. 1997 (1997 Asian Financial Crisis) อย่าง Huang (1995) ที่ศึกษาตลาดหุ้นในทวีปเอเชียด้วยวิธี Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988) พบว่าตลาดหุ้นหลายแห่งรวมทั้งไทย (ใช้ดัชนี MSCI Thailand) ไม่มีประสิทธิภาพ

ในระดับอ่อน การศึกษาถัดมาของ Hoque et al. (2007) ที่ทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) จำนวน 8 ประเทศในทวีปเอเชียในช่วงหลังวิกฤติการณ์ปี ค.ศ. 1997 พบว่าความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของตลาดหุ้นไทยนั้นแย่ลงในช่วงปี ค.ศ. 1998-2004 หรือหลังจากวิกฤติการณ์ปี ค.ศ. 1997

ส่วนการศึกษาที่แสดงให้เห็นถึงอำนาจการทดสอบของแต่ละวิธีทดสอบว่ามีความแตกต่างกัน ได้แก่ Aumeboonsuke and Dryver (2014) และ Hoque et al. (2007) โดย Hoque et al. (2007) พบว่าวิธีการทดสอบของ Wright (2000) ให้ผลการทดสอบพฤติกรรมแบบสุ่มได้ชัดเจนกว่าวิธีการทดสอบของ Lo and MacKinlay (1988) ส่วน Aumeboonsuke and Dryver (2014) แสดงให้เห็นว่าการทดสอบพฤติกรรมแบบสุ่มแบบนอนพาราเมตริกอย่างการทดสอบแบบรัน ให้ค่าผิดพลาดชนิดที่ 1 (Type-I Error) ต่ำสุดและมีอำนาจการทดสอบสูงสุดเมื่อเทียบกับวิธีพาราเมตริกอย่างวิธี Autocorrelation และวิธี Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988)

ดังนั้นการศึกษานี้จึงก่อให้เกิดประโยชน์ (Contributions) ดังนี้ การศึกษานี้จะไม่จำกัดเฉพาะดัชนี SET หรือดัชนี SET50 หรือดัชนี MSCI Thailand อย่างที่ผ่านมา แต่จะศึกษาครอบคลุมดัชนีที่สะท้อนหุ้นที่เป็นธีมการลงทุนต่าง ๆ อย่างดัชนี SETHD ดัชนี SETESG ดัชนี SETCLMV และดัชนี SETWB และรวมถึงซีรีส์ดัชนี FTSE SET (ที่สะท้อนหุ้นขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก เป็นต้น) ซึ่งยังไม่มีการศึกษาในไทยที่ทดสอบดัชนี FTSE SET มาก่อน และด้วยการให้หลักฐานเชิงประจักษ์ของความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของตลาดหุ้นไทยในช่วงเวลาล่าสุด อย่างช่วงเวลาหลังจากวิกฤติการณ์โควิด-19 จะทำให้เห็นพัฒนาการของความมีประสิทธิภาพของหุ้นกลุ่มต่าง ๆ ในตลาดหุ้นไทยได้ และประการสุดท้าย ด้วยการใช้เครื่องมือทางสถิติที่หลากหลายทั้งแบบพาราเมตริกและนอนพาราเมตริก จะทำให้เห็นความแตกต่างของแต่ละวิธีและได้ผลการทดสอบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มของแต่ละดัชนีที่แม่นยำขึ้น

ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methods)

กรอบความคิดในการวิจัย (Conceptual Framework)

พฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม (Random Walk Behavior) เป็นพฤติกรรมที่สำคัญภายใต้แนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพในระดับอ่อน (Weak-Form Market Efficiency) ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับอ่อน ราคาของสินทรัพย์เสี่ยงย่อมสะท้อนราคาในอดีตของสินทรัพย์เสี่ยงนั้นไปเต็มที่แล้ว ดังนั้นการขึ้นลงของราคาสินทรัพย์เสี่ยงนั้นในช่วงเวลาถัดไปย่อมไม่สัมพันธ์กับการขึ้นลงของราคาในอดีต แต่ขึ้นอยู่กับข้อมูลข่าวสารที่กำลังจะเข้ามาที่ไม่สามารถทำนายได้ (Unpredictable) ดังนั้นการเคลื่อนไหวขึ้นลงของราคาสินทรัพย์เสี่ยงในช่วงเวลาถัดไปจึงไม่สามารถทำนายได้หรือมีพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มนั่นเอง

แหล่งข้อมูลและวิธีการจัดเก็บ

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index/TRI) แบบรายวันของดัชนีหุ้นต่าง ๆ จำนวน 15 ดัชนีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี ค.ศ. 2020-2025 จากฐานข้อมูล LSEG Datastream โดยดัชนีหุ้นจำนวน 15 ดัชนีที่นำมาศึกษา สามารถแบ่งออกได้เป็น 5 กลุ่มดังนี้ และแสดงรายละเอียดของลักษณะของหุ้นที่อยู่ในแต่ละดัชนีในตารางที่ 1

กลุ่มแรก เป็นกลุ่มดัชนี FTSE SET Index Series ซึ่งใช้เกณฑ์ขนาดของหุ้นที่วัดด้วยมูลค่าตลาดของส่วนทุนของบริษัท (Market Capitalization) ในการสร้างดัชนีต่าง ๆ และรวมถึงผ่านเกณฑ์ขั้นต่ำของการกระจายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) และสภาพคล่องที่วัดด้วยปริมาณหุ้นที่ซื้อขายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ซื้อขายได้ (www.set.or.th)

กลุ่มที่สอง เป็นกลุ่มดัชนี MSCI ซึ่งใช้เกณฑ์อย่างขนาดของหุ้นที่วัดด้วยมูลค่าตลาดของส่วนทุนของบริษัท (Market Capitalization) การกระจายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) สภาพคล่อง (Liquidity) และการเข้าถึงของนักลงทุนต่างชาติ เป็นต้น โดยการศึกษานี้เลือกมา 1 ดัชนี คือ MSCI Thailand ที่สะท้อนผลตอบแทนของหุ้นขนาดใหญ่และขนาดกลางของตลาดหุ้นไทย เช่น ณ เมษายน 2026 ดัชนี MSCI Thailand ประกอบด้วยหุ้น 18 ตัว มีมูลค่าตลาดของส่วนทุนรวมอยู่ที่ 120.14 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ (ข้อมูลจาก MSCI Thailand ดู [Morgan Stanley Capital International: MSCI, 2026]) หรือประมาณ 3.92 ล้านล้านบาท (ที่อัตราแลกเปลี่ยน 32.6 บาทต่อเหรียญสหรัฐฯ)

กลุ่มที่สาม เป็นกลุ่มดัชนีของหุ้นตาม ขนาดที่วัดด้วยมูลค่าตลาดของส่วนทุนของบริษัท (Market Capitalization) และสภาพคล่อง ประกอบด้วย ดัชนี SET ดัชนี SET50 ดัชนี SET100 และดัชนี sSET ดังแสดงรายละเอียดในตารางที่ 1

กลุ่มที่สี่ เป็นกลุ่มดัชนีของหุ้นที่สะท้อนธีมการลงทุนต่าง ๆ อย่างดัชนี SETCLMV ดัชนี SETESG ดัชนี SETHD และดัชนี SETWB ดังแสดงรายละเอียดในตารางที่ 1

กลุ่มที่ห้า เป็นกลุ่มของดัชนีของหุ้นทางเลือกหรือหุ้นขนาดเล็กในระดับ SMEs ได้แก่ ดัชนี MAI ที่ประกอบด้วยหุ้นทุกตัวที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ MAI (Market for Alternative Investment)

ตารางที่ 1 แสดงดัชนีต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษานี้ รวมทั้งแสดงรายละเอียดของลักษณะของหุ้นที่อยู่ในแต่ละดัชนี

ดัชนี	ลักษณะของขนาดของหุ้นที่อยู่ในดัชนี
1. กลุ่มดัชนี FTSE SET	
ดัชนี FTSE SET Large Cap (LARGE)	หุ้นขนาดใหญ่สุด 30 ตัวแรก
ดัชนี FTSE SET Mid Cap (MID)	หุ้นขนาดใหญ่ที่รวมกันแล้วมีมูลค่าตลาดของส่วนทุนเท่ากับ 90% ของมูลค่าตลาดของส่วนทุนรวมทั้งหมด และหักหุ้น 30 ตัวที่อยู่ในดัชนี FTSE SET Large Cap ออก
ดัชนี FTSE SET Small Cap (SMALL)	หุ้นขนาดใหญ่ที่รวมกันแล้วมีมูลค่าตลาดของส่วนทุนเท่ากับ 98% ของมูลค่าตลาดของส่วนทุนรวมทั้งหมด และหักหุ้น 30 ตัวที่อยู่ในดัชนี FTSE SET Large Cap และหุ้นที่อยู่ในดัชนี FTSE SET Mid Cap ออก
ดัชนี FTSE SET All-Share (ALL)	ประกอบด้วยหุ้นที่อยู่ในดัชนี FTSE SET Large Cap และดัชนี FTSE SET Mid Cap และดัชนี FTSE SET Small Cap เข้าด้วยกัน
ดัชนี FTSE SET Fledging (FLEDGING)	ประกอบด้วยหุ้นขนาดเล็กที่ไม่ได้อยู่ในดัชนี FTSE SET All-Share
2. กลุ่มดัชนี MSCI	
ดัชนี MSCI Thailand (MSCITH)	หุ้นขนาดใหญ่และขนาดกลางที่เป็นตัวแทนของตลาดหุ้นไทย

ตารางที่ 1 แสดงดัชนีต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษานี้ รวมทั้งแสดงรายละเอียดของลักษณะของหุ้นที่อยู่ในแต่ละดัชนี (ต่อ)

ดัชนี	ลักษณะของขนาดของหุ้นที่อยู่ในดัชนี
3. กลุ่มดัชนี SET	
ดัชนี SET (SET)	หุ้นทุกตัวที่อยู่ในกระดานหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ดัชนี SET50 (SET50)	หุ้นขนาดใหญ่ 50 ตัวแรก
ดัชนี SET100 (SET100)	หุ้นขนาดใหญ่ 100 ตัวแรก
ดัชนี sSET (sSET)	หุ้นขนาดเล็กที่อยู่ในช่วงมูลค่าตลาดของส่วนทุนสะสมที่เปอร์เซ็นต์ไทล์ 90-98
4. กลุ่มดัชนี Thematic SET	
ดัชนี SETCLMV (SETCLMV)	ประกอบด้วยหุ้นที่มีรายได้จากกลุ่มประเทศกัมพูชา ลาว พม่า และเวียดนาม
ดัชนี SETESG (SETESG)	ประกอบด้วยหุ้นที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนตามแนวทาง สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล
ดัชนี SETHD (SETHD)	ประกอบด้วยหุ้นที่มีอัตราการจ่ายปันผลที่สูง
ดัชนี SETWB (SETWB)	ประกอบด้วย 30 หุ้น จาก 7 หมวดธุรกิจ ที่ประเทศไทยมีศักยภาพในการแข่งขันและเป็นธุรกิจที่นักลงทุนต่างประเทศมีความสนใจ
5. กลุ่มดัชนีของตลาดทางเลือก	
ดัชนี MAI (MAI)	ประกอบด้วยหุ้นทุกตัวที่อยู่ในตลาด MAI (Market for Alternative Investment)

การประมวลผลข้อมูลและการวิเคราะห์

ผลตอบแทนรวมรายวันของดัชนีหุ้น i ณ วันที่ t ($r_{i,t}$) คำนวณได้ดังนี้

$$r_{i,t} = ln\left(\frac{TRI_t}{TRI_{t-1}}\right)$$

โดย $TRI_{i,t}$ คือ ค่าดัชนีผลตอบแทนรวมของดัชนี i ณ วันที่ t

$TRI_{i,t-1}$ คือ ค่าดัชนีผลตอบแทนรวมของดัชนี i ณ วันที่ t-1

งานวิจัยนี้ใช้วิธีการทดสอบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มของผลตอบแทนรวมของดัชนีหุ้นต่าง ๆ ($r_{i,t}$) ด้วย 3 วิธีการทดสอบ คือ วิธีรัน วิธี Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988) และวิธี Variance Ratio ที่ใช้อันดับและเครื่องหมายของข้อมูล (Rank- and Sign-Based Variance Ratio Tests) ของ Wright (2000)

วิธีแรก คือ วิธีรัน (Run Test) เป็นวิธีนอนพาราเมตริกที่ไม่ต้องมีสมมุติฐานการกระจายตัวของข้อมูลมาก่อน ซึ่งน่าจะเหมาะสมกับข้อมูลผลตอบแทนของดัชนีต่าง ๆ ที่แสดงในตารางที่ 1 ว่าไม่ได้มีการกระจายตัวแบบปกติ แนวคิดของวิธีรัน คือ ใช้ทดสอบว่าลำดับของผลตอบแทนที่เป็นบวกหรือลบในแต่ละช่วงเวลานั้นเป็นอิสระต่อกันหรือไม่ โดยภายใต้สมมุติฐานหลัก (Null Hypothesis) จำนวนการรันที่เกิดขึ้นจริงในข้อมูล (Actual Number of Runs) หรือ R จะมีการกระจายตัวแบบปกติ (Normal Distribution) ที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ $\mu_R = \frac{2n_1n_2}{n_1+n_2} + 1$ และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ $\sigma_R = \sqrt{\frac{2n_1n_2(2n_1n_2-n_1-n_2)}{(n_1+n_2)^2(n_1+n_2-1)}}$ โดยที่ค่า n_1 (n_2) คือ จำนวนวันที่ผลตอบแทนเป็นบวก (ลบ) ดังนั้นค่าทดสอบทางสถิติของ R คือ $Z_R = \frac{R-\mu_R}{\sigma_R}$ ซึ่งมีการกระจายตัวแบบปกติมาตรฐาน (Standard Normal Distribution)

วิธีที่สอง คือ วิธี Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988) ซึ่งทดสอบว่าค่าความแปรปรวน (Variance) ของผลตอบแทนราย k ช่วงเวลา (Periods) นั้นเป็น k เท่าของค่าความแปรปรวน (Variance) ของผลตอบแทนราย 1 ช่วงเวลาหรือไม่ ภายใต้สมมุติฐานหลัก (Null Hypothesis) ของพฤติกรรมแบบสุ่ม (Random Walk) ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนราย k ช่วงเวลา จะเท่ากับ k เท่าของค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนราย 1 ช่วงเวลา หรือกล่าวได้ว่าภายใต้สมมุติฐานหลักของพฤติกรรมแบบสุ่ม ค่าอัตราส่วนความแปรปรวน (Variance Ratio/VR_k) ที่คำนวณได้ดังนี้ $VR_k = \frac{var(r_t+r_{t-1}+\ldots+r_{t-k+1})}{k*var(r_t)}$ จะเท่ากับ 1 โดยการศึกษานี้จะใช้ค่า k = 2, 4, 8, 16 และ 32 วัน ตาม Lo and MacKinlay (1988) โดยค่า VR_k ที่มากกว่า 1 (น้อยกว่า 1) แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนในแต่ละช่วงเวลามีความสัมพันธ์เชิงบวก (เชิงลบ) การตีความทางสถิติของค่า VR_k ผ่านค่าทดสอบสถิติ (Test Statistic) M_2 (Lo & MacKinlay, 1988) ที่คำนึงถึงความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของดัชนีหุ้น (Heteroskedasticity)

วิธีที่สาม คือ วิธี Variance Ratio ที่ใช้อันดับและเครื่องหมายของข้อมูล (Rank- and Sign-Based Variance Ratio Tests) ของ Wright (2000) โดยค่า Variance Ratio ของ Wright (2000) จะตีความทางสถิติผ่านค่าทดสอบสถิติ R_1 และ R_2 (ใช้อันดับ) และ S_1 (ใช้เครื่องหมาย) ของ Wright (2000) ที่คำนวณบนค่า k = 2, 4, 8, 16 และ 32 วัน เช่นเดียวกับวิธีที่สอง โดย r_t จะไม่ใช่ค่าผลตอบแทน แต่จะเป็นค่าอันดับ (Rank) ของผลตอบแทนราย k periods จากนั้นปรับ (Rescale) ค่าอันดับให้มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0 และมีค่าความแปรปรวน (Variance) เท่ากับ 1 และ s_t (ที่มาแทนค่าผลตอบแทน) มาจากเครื่องหมายของผลตอบแทนราย k periods โดยผลตอบแทนที่เป็นบวก (ลบ) จะมีค่า s_t เท่ากับ +1 (–1) จากนั้นคำนวณค่า Variance Ratio ของ Wright (2000) เช่นเดียวกับ Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988) แต่แทนค่าผลตอบแทนด้วยค่าอันดับ r_t หรือค่า s_t จากนั้นคำนวณค่า Critical Values เพื่อตีความทางสถิติของค่า Variance Ratio ด้วยวิธี Bootstrap Simulations ซึ่งการศึกษานี้ใช้จำนวน 10,000 รอบ ดังนั้นวิธีของ Wright (2000) จะให้อำนาจการทดสอบ (Power of Test) ที่ดีกว่าของวิธี Lo and MacKinlay (1988) โดยเฉพาะในกลุ่มตัวอย่างที่มีการกระจายตัวของข้อมูลเบี่ยงเบนออกจากการกระจายตัวแบบปกติ (Non-Normal) และมีขนาดเล็ก

ผลการศึกษา (Results)

ตารางที่ 2 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลตอบแทนรวมรายวันของดัชนีต่าง ๆ ทั้ง 15 ดัชนีของหุ้นที่ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหุ้นไทยโดยรวมดังแสดงจากดัชนี SET ในช่วงเดือนพฤษภาคม 2020 ถึงเดือนธันวาคม 2025 นั้น มีผลตอบแทนรวมเป็นบวก โดยมีค่าเฉลี่ยต่อวันอยู่ที่ +0.010% และผลตอบแทนที่เป็นบวกอยู่ในหุ้น

ขนาดใหญ่ (ดังแสดงจากดัชนี LARGE, SET50 และ SET100) และหุ้นขนาดเล็ก (ดังแสดงจากดัชนี SMALL, FLEDGING และ sSET) ส่วนหุ้นขนาดกลาง (MID) ให้ผลตอบแทนที่เป็นลบในช่วงเวลาที่ศึกษา ส่วนดัชนี MAI ที่แสดงถึงหุ้นขนาดเล็กสุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลตอบแทนเป็นลบในช่วงเวลาที่ศึกษา ส่วนค่าความผันผวนที่วัดด้วยค่า Standard Deviation (SD) นั้น มีค่าใกล้เคียงกัน ยกเว้น FLEDGING ที่มีค่า SD ต่ำสุดที่ 0.75% ต่อวัน ซึ่งน่าจะแสดงถึงสภาพคล่องที่ต่ำมาก (Thin Trading) และดัชนี MAI ที่มีค่าความผันผวนสูงสุดถึง 1.11% ต่อวัน ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความผันผวนที่สูงของกลุ่มหุ้นที่มีขนาดเล็กสุดในตลาดหุ้นไทย ท้ายที่สุด จากค่า Skew, Kurtosis และผลการทดสอบกระจายตัวแบบปกติ (Normality Test) ของผลตอบแทนรายวัน พบว่าผลตอบแทนรายวันของทั้ง 15 ดัชนี เบี่ยงเบนออกจากการกระจายตัวแบบปกติ และเป็นการสนับสนุนการทดสอบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มโดยวิธีนอนพาราเมตริก อย่างวิธีรัน และวิธี Variance Ratio ที่ใช้อันดับและเครื่องหมายของข้อมูล (Rank- and Sign-Based Variance Ratio Tests) ของ Wright (2000)

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลตอบแทนรวมรายวันของ 15 ดัชนีในช่วงเวลาเดือนพฤษภาคม 2020 ถึงเดือนธันวาคม 2025

ดัชนี	จำนวน-ข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	Skewness	Kurtosis	ค่าสถิติทดสอบการกระจายตัวแบบปกติ#
กลุ่มดัชนี FTSE SET								
LARGE	1,364	0.006%	7.3%	-5.6%	0.94%	0.34	5.22	0.9547***
MID	1,363	-0.022%	3.6%	-6.0%	0.92%	-0.40	2.87	0.9760***
SMALL	1,364	0.005%	3.9%	-6.1%	0.97%	-0.65	3.03	0.9672***
ALL	1,364	-0.002%	5.3%	-5.7%	0.88%	-0.07	3.87	0.9656***
FLEDGING	1,363	0.005%	3.0%	-5.2%	0.75%	-0.81	4.58	0.9487***
กลุ่มดัชนี MSCI								
MSCITH	1,370	0.010%	7.0%	-5.6%	0.95%	0.31	4.39	0.9626***
กลุ่มดัชนี SET								
SET	1,366	0.010%	4.2%	-5.6%	0.88%	-0.13	3.16	0.9710***
SET50	1,365	0.009%	6.7%	-6.0%	0.97%	0.19	4.32	0.9617***
SET100	1,366	0.007%	5.9%	-6.1%	0.95%	0.05	3.76	0.9663***
sSET	1,368	0.016%	3.4%	-6.7%	0.98%	-0.67	3.20	0.9709***

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลตอบแทนรวมรายวันของ 15 ดัชนีในช่วงเวลาเดือนพฤษภาคม 2020 ถึงเดือนธันวาคม 2025 (ต่อ)

ดัชนี	จำนวน-ข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	Skewness	Kurtosis	ค่าสถิติทดสอบการกระจายตัวแบบปกติ#
กลุ่มดัชนี Thematic SET								
SETCLMV	1,369	-0.008%	3.9%	-6.1%	0.97%	-0.21	3.31	0.9684***
SETESG	1,368	0.013%	4.9%	-5.8%	0.95%	0.04	3.68	0.9618***
SETHD	1,368	0.044%	5.4%	-5.9%	0.90%	-0.11	4.62	0.9576***
SETWB	1,368	-0.019%	5.5%	-6.0%	0.97%	0.00	3.01	0.9723***
กลุ่มดัชนีของตลาดทางเลือก								
MAI	1,366	-0.004%	4.1%	-5.1%	1.11%	-0.45	1.55	0.9804***

หมายเหตุ: ***, **, * แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ
Shapiro-Wilks W-statistics

ผลการศึกษาจากการทดสอบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มแบบรันแสดงในตารางที่ 3 ซึ่งจะเห็นได้ว่าดัชนีส่วนใหญ่มีค่าจำนวนการรันที่เกิดขึ้นจริงที่ไม่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากจำนวนการรันที่คาดหวัง ภายใต้สมมุติฐานการเคลื่อนไหวของดัชนีมีพฤติกรรมแบบสุ่ม โดยมีเพียง 4 ดัชนีเท่านั้น คือ ดัชนี SMALL, FLEDGING, sSET และ MAI ที่จำนวนการรันน้อยกว่าจำนวนการรันคาดหวังอย่างมีนัยสำคัญที่ 5% (SMALL กับ FLEDGING) กับ 1% (sSET กับ MAI) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเคลื่อนไหวของ 4 ดัชนีนี้ ไม่เป็นแบบสุ่มและการขึ้นลงของดัชนีมีความสัมพันธ์เชิงบวก (Positive Autocorrelation) ซึ่งขัดแย้งสมมุติฐานตลาดมีประสิทธิภาพในระดับอ่อน โดยทั้ง 4 ดัชนีนี้มีลักษณะร่วมกัน คือ เป็นดัชนีของหุ้นขนาดเล็ก ดังนั้นผลการศึกษานี้จึงสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีต (Jenwittayaroje, 2021) และแสดงให้เห็นว่านักลงทุนในหุ้นเล็กเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะตอบสนองต่อข้อมูลของหุ้นเล็กที่เข้ามาน้อยเกินไป (Under-Reaction) หรืออาจเป็นเพราะสภาพคล่องของหุ้นเล็กที่น้อยมากเกินไป (Thin Trading) จนทำให้ราคาซื้อขายที่เกิดขึ้นตอบสนองต่อข้อมูลที่ช้าไป (Infrequent Price Discovery) สอดคล้องกับงานของ Lo and MacKinlay (1990) และเมื่อเทียบกับผลการศึกษาในอดีตอย่าง Jenwittayaroje (2021) ก็แสดงให้เห็นว่าหุ้นขนาดเล็กไม่ได้มีประสิทธิภาพที่ดีขึ้นหลังจากวิกฤติการณ์โควิด-19 เป็นต้นมา

ตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบแบบรัน (Runs Test) หรือทดสอบความเป็นอิสระต่อกันของผลตอบแทนรวมรายวันของดัชนีต่าง ๆ ในช่วงเวลาเดือนพฤษภาคม 2020 ถึงเดือนธันวาคม 2025

ดัชนี	จำนวนการรันที่เกิดขึ้นจริง (R)	จำนวนการรันที่คาดหวัง (μ_R)	ค่าทดสอบสถิติ Z_R
กลุ่มดัชนี FTSE SET			
LARGE	667	682.5	-0.84
MID	669	681.8	-0.69
SMALL	635	678.8	-2.38**
ALL	663	682.3	-1.05
FLEDGING	635	678.6	-2.38**
กลุ่มดัชนี MSCI			
MSCITH	671	685.5	-0.78
กลุ่มดัชนี SET			
SET	661	683.2	-1.20
SET50	683	682.7	0.02
SET100	687	683.3	0.20
sSET	613	678.0	-3.55***
กลุ่มดัชนี Thematic SET			
SETCLMV	659	684.2	-1.37
SETESG	681	684.5	-0.19
SETHD	653	682.7	-1.61
SETWB	680	684.1	-0.22
กลุ่มดัชนีของตลาดทางเลือก			
MAI	615	681.8	-3.62***

หมายเหตุ: ***, **, * แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบพฤติกรรมแบบสุ่มแบบ Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988) โดยรวมแล้วผลการศึกษาจากการทดสอบ Variance Ratio นั้นสอดคล้องกับผลจากการทดสอบแบบรันในตารางที่ 3 กล่าวคือ ดัชนีส่วนใหญ่มีค่า Variance Ratio ที่ไม่แตกต่างจาก 1 อย่างมีนัยสำคัญในทุกระยะของค่า k ซึ่งสะท้อนว่าการเปลี่ยนแปลงของดัชนีส่วนใหญ่มีพฤติกรรมแบบสุ่ม อย่างไรก็ตาม ดัชนีของหุ้นเล็กทั้ง 4 ดัชนี (SMALL, FLEDGING, sSET และ MAI) มีค่า Variance Ratio ที่มากกว่า 1 อย่างมีนัยสำคัญในทุกค่า k ซึ่งสะท้อนความสัมพันธ์เชิงบวกของการเปลี่ยนแปลงในช่วง

k วันก่อนหน้ากับช่วง k วันถัดไป (Positive Autocorrelation) ดังนั้นแม้วิธีรันที่เป็นนอนพาราเมตริกและ Variance Ratio ที่เป็นแบบพาราเมตริกจะมีความแตกต่างกันในสมมุติฐาน แต่ก็ยังให้ผลการทดสอบที่สอดคล้องกัน จึงเป็นการยืนยันความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของดัชนีหุ้นไทยส่วนใหญ่ และความไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของดัชนีของหุ้นขนาดเล็กในตลาดหุ้นไทย

ตารางที่ 4 แสดงค่า Variance Ratio ของผลตอบแทนรายวันของดัชนีหุ้นต่าง ๆ โดยใช้ค่า k ที่ 2, 4, 8, 16 และ 32 วัน โดยค่า Variance Ratio ใช้ค่าทดสอบทางสถิติแบบการกระจายตัวแบบมาตรฐาน (Z) ที่ปรับ Heteroskedasticity หรือค่า M_2

ค่า Variance Ratio ของผลตอบแทนรายวันของดัชนีหุ้นต่าง ๆ					
Index	k = 2	k = 4	k = 8	k = 16	k = 32
กลุ่มดัชนี FTSE SET					
LARGE	1.05	1.02	1.02	1.06	1.02
MID	1.05	1.04	1.07	1.15	1.28
SMALL	1.10***	1.16***	1.22**	1.31**	1.49***
ALL	1.05	1.02	1.03	1.08	1.09
FLEDGING	1.11***	1.26***	1.50***	1.78***	2.25***
กลุ่มดัชนี MSCI					
MSCITH	1.03	1.01	1.00	1.05	1.04
กลุ่มดัชนี SET					
SET	1.04	1.02	1.03	1.10	1.13
SET50	1.03	1.01	1.01	1.07	1.04
SET100	1.02	0.99	1.00	1.06	1.04
sSET	1.12***	1.19***	1.24***	1.34**	1.51***
กลุ่มดัชนี Thematic SET					
SETCLMV	1.05	1.05	1.04	1.13	1.12
SETESG	1.05	1.02	1.01	1.08	1.10
SETHD	1.05	1.05	0.98	1.00	1.02
SETWB	1.03	1.00	1.03	1.10	0.99
กลุ่มดัชนีของตลาดทางเลือก					
MAI	1.13***	1.27***	1.38***	1.53***	1.81***

หมายเหตุ: ***, **, * แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

ตารางที่ 5 แสดงค่าทดสอบสถิติ R_1, R_2 และ S_1 ของ Wright (2000) ของดัชนีต่าง ๆ ทั้ง 15 ดัชนี ที่ระดับค่า k ต่าง ๆ ส่วนค่า Critical Values ที่ระดับนัยสำคัญที่ 1%, 5% และ 10% ได้จากการทำ Bootstrap จำนวน 10,000 รอบ ผลการทดสอบพฤติกรรมแบบสุ่มในตารางที่ 5 นั้น ยังคงสอดคล้องกับผลการทดสอบในตารางที่ 3 และ 4 ก่อนหน้านี้ โดยพบว่าดัชนีส่วนใหญ่มีค่า R_1, R_2 และ S_1 ที่ไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงถึงว่าการเปลี่ยนแปลงของดัชนีส่วนใหญ่เป็นการเคลื่อนไหวแบบสุ่มและสอดคล้องกับสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อน แต่ก็เริ่มพบค่า R_1 และ R_2 ที่มีนัยสำคัญที่ k = 2, 16 และ 32 สำหรับดัชนีหุ้นขนาดกลางอย่างดัชนี MID ที่ไม่พบในการทดสอบแบบรันและแบบ Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988) ซึ่งสอดคล้องกับ Hoque et al. (2007) และ Wright (2000) ที่เสนอและพบว่าการทดสอบแบบนอนพาราเมตริก มีอำนาจการทดสอบมากกว่าและค้นพบความเบี่ยงเบนออกจากพฤติกรรมแบบสุ่มได้มากกว่า ส่วนดัชนีของหุ้นขนาดเล็กอย่างดัชนี SMALL, FLEDGING, sSET และ MAI นั้นมีค่า R_1, R_2 และ S_1 ที่มีนัยสำคัญที่ 1% ในทุก ๆ ค่า k ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นขนาดเล็กทั้ง 4 ดัชนีนี้เบี่ยงเบนจากพฤติกรรมแบบสุ่ม และขัดแย้งกับสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนอย่างเด่นชัด และขัดแย้งกับสมมุติฐาน Adaptive Market Hypothesis ของ Lo (2004) ที่กล่าวว่า ความมีประสิทธิภาพของตลาดนั้นสามารถเปลี่ยนแปลงไปได้ตลอดเวลาตามสภาวะตลาดการซื้อขายที่เปลี่ยนแปลงไปตลอดเวลา เช่น การแข่งขันกันของนักลงทุนในตลาดที่จะค้นหาหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนคุ้มค่ากว่าความเสี่ยง (High Return-to-Risk Ratio) หรือพฤติกรรมทางจิตวิทยาและอารมณ์ของนักลงทุนที่เปลี่ยนแปลงไป เป็นต้น แต่เมื่อเปรียบเทียบผลการศึกษานี้กับงานของ Jenwittayaroje (2021) แล้ว กลับพบว่าดัชนีหุ้นเล็กอย่างดัชนี sSET และ MAI ยังคงไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อนทั้งในช่วงก่อนปี ค.ศ. 2020 และหลังปี ค.ศ. 2020 (ช่วงปี ค.ศ. 2020-2025) ซึ่งอาจแสดงให้เห็นถึงว่าสภาวะการซื้อขายที่ไม่เอื้อต่อการปรับตัวของราคาหุ้นเล็กต่อข้อมูลข่าวสารที่เข้ามา ยังคงมีอยู่ไม่เปลี่ยนแปลง

ตารางที่ 5 แสดงค่าทดสอบสถิติ R_1 และ R_2 (Variance Ratio ที่ใช้อันดับ) และ S_1 (Variance Ratio ที่ใช้เครื่องหมาย) ที่คำนวณบนค่า k ที่ 2, 4, 8, 16 และ 32 วัน

ดัชนี	ค่าทดสอบ	k = 2	k = 4	k = 8	k = 16	k = 32
กลุ่มดัชนี FTSE SET						
LARGE	R1	0.875	-0.340	-0.351	-0.068	-0.171
	R2	1.169	-0.254	-0.381	-0.109	-0.239
	S1	0.758	0.116	-0.151	0.248	0.149
MID	R1	1.826*	0.828	1.098	1.581*	2.054**
	R2	1.746*	0.831	1.120	1.625*	2.006**
	S1	0.623	0.275	0.655	1.000	1.286
SMALL	R1	4.243***	4.521***	4.251***	4.126***	4.808***
	R2	4.019***	3.756***	3.471***	3.418***	3.812***
	S1	2.491***	3.502***	3.272***	3.216***	3.926***

ตารางที่ 5 แสดงค่าทดสอบสถิติ R_1 และ R_2 (Variance Ratio ที่ใช้อันดับ) และ S_1 (Variance Ratio ที่ใช้เครื่องหมาย) ที่คำนวณบนค่า k ที่ 2, 4, 8, 16 และ 32 วัน (ต่อ)

ดัชนี	ค่าทดสอบ	k = 2	k = 4	k = 8	k = 16	k = 32
ALL	R1	1.443	0.121	0.161	0.532	0.551
	R2	1.630*	0.188	0.138	0.576	0.541
	S1	0.975	-0.318	0.160	0.511	0.787
FLEDGING	R1	4.836***	6.629***	8.125***	9.244***	10.012***
	R2	4.955***	6.499***	8.005***	8.847***	9.571***
	S1	2.465***	4.213***	5.604***	7.261***	8.308***
กลุ่มดัชนี MSCI						
MSCITH	R1	0.402	-0.291	-0.493	0.021	0.075
	R2	0.613	-0.270	-0.583	-0.089	-0.102
	S1	0.702	0.144	-0.105	0.278	0.452
กลุ่มดัชนี SET						
SET	R1	1.287	0.553	0.715	1.046	0.870
	R2	1.490	0.463	0.518	0.989	0.870
	S1	1.136	0.607	0.782	0.845	0.834
SET50	R1	0.069	-0.692	-0.502	0.121	-0.003
	R2	0.418	-0.515	-0.459	0.115	-0.048
	S1	-0.081	-0.477	-0.307	0.438	0.795
SET100	R1	0.166	-0.683	-0.450	0.212	0.127
	R2	0.456	-0.549	-0.433	0.218	0.101
	S1	-0.271	-0.955	-0.727	-0.022	0.101
sSET	R1	4.805***	5.031***	4.661***	4.572***	4.990***
	R2	4.522***	4.313***	3.836***	3.762***	3.914***
	S1	3.785***	4.047***	4.045***	4.234***	5.226***
กลุ่มดัชนี Thematic SET						
SETCLMV	R1	1.395	0.142	-0.145	0.528	0.590
	R2	1.651*	0.576	0.207	0.896	0.734
	S1	1.324	0.766	-0.023	0.682	1.073

ตารางที่ 5 แสดงค่าทดสอบสถิติ R_1 และ R_2 (Variance Ratio ที่ใช้อันดับ) และ S_1 (Variance Ratio ที่ใช้เครื่องหมาย) ที่คำนวณบนค่า k ที่ 2, 4, 8, 16 และ 32 วัน (ต่อ)

ดัชนี	ค่าทดสอบ	k = 2	k = 4	k = 8	k = 16	k = 32
SETESG	R1	0.816	-0.316	-0.214	0.370	0.158
	R2	1.230	-0.022	-0.105	0.497	0.304
	S1	0.108	-0.578	0.123	1.185	1.333
SETHD	R1	0.812	-0.363	-0.787	-0.329	-0.227
	R2	1.122	0.142	-0.679	-0.299	-0.109
	S1	1.622*	0.188	-0.466	-0.204	-0.035
SETWB	R1	0.437	-0.719	-0.403	0.230	-0.219
	R2	0.686	-0.446	-0.126	0.384	-0.267
	S1	0.162	-0.882	-0.366	0.143	-0.040
กลุ่มดัชนีของตลาดทางเลือก						
MAI	R1	4.517***	5.446***	5.143***	5.053***	5.932***
	R2	4.860***	5.541***	5.088***	4.771***	5.074***
	S1	3.626***	3.673***	3.069***	3.634***	5.349***

หมายเหตุ: ***, **, * แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

งานวิจัยนี้ทดสอบพฤติกรรมการเคลื่อนไหวแบบสุ่มของดัชนีหุ้นต่าง ๆ จำนวนมาก (ที่สะท้อนมิติที่แตกต่างกัน เช่น ขนาดของหุ้น การจ่ายปันผลของหุ้น หรือระดับ ESG ของหุ้น เป็นต้น) ของตลาดหุ้นไทยให้อยู่ในการศึกษาเดียวกัน ทำให้ง่ายต่อการเปรียบเทียบพฤติกรรมดังกล่าว รวมทั้งความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของดัชนีเหล่านี้ได้ งานวิจัยนี้จึงช่วยเติมเต็มองค์ความรู้ด้านความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของหุ้นกลุ่มต่าง ๆ ในตลาดหุ้นไทยได้

โดยนัยที่ได้จากผลการศึกษานี้ที่มีต่อนักลงทุนและการบริหารการลงทุน คือ การใช้กลยุทธ์การลงทุนที่แตกต่างกันในหุ้นกลุ่มต่าง ๆ กัน โดยในหุ้นขนาดใหญ่ การใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคในการจับจังหวะซื้อขายย่อมไม่น่าจะสร้างผลตอบแทนผิดปกติได้ ในขณะที่หุ้นขนาดเล็กที่พบค่าสหสัมพันธ์เชิงบวก ย่อมบอกเป็นนัยว่ากลยุทธ์โมเมนตัมที่ให้ซื้อหุ้นที่กำลังวิ่งขึ้นและขายหุ้นที่ราคากำลังลง น่าจะสร้างผลตอบแทนผิดปกติ (ก่อนหักต้นทุนการซื้อขาย) อย่างสม่ำเสมอได้

ประโยชน์ของงานวิจัยนี้ในเชิงวิชาการ ได้แก่ การที่งานวิจัยชิ้นนี้ช่วยเติมเต็มช่องว่างงานวิจัยด้านความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของตลาดหุ้นไทย เพราะการศึกษาความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของตลาดหุ้นไทยมักเน้นไปที่ดัชนีที่สะท้อนภาพใหญ่ของตลาดหุ้นไทยอย่างดัชนี SET และดัชนีที่สะท้อนหุ้นขนาดใหญ่จำนวน 50 ตัว อย่างดัชนี SET50

แต่การศึกษานี้ครอบคลุมทั้งซีรีส์ดัชนี SET อย่างดัชนี SET50, SET100 และ sSET และดัชนีที่สะท้อนธีมการลงทุนอย่าง SETCLMV, SETESG, SETHD และ SETWB และซีรีส์ดัชนี FTSE SET ที่สะท้อนหุ้นขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก และทำให้พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของหุ้นกับความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนอย่างชัดเจน เพราะวิธีการทางสถิติทั้ง 3 วิธี ที่แม้จะมีสมมุติฐานและอำนาจการทดสอบที่แตกต่างกัน ก็ยังให้ผลการทดสอบที่สอดคล้องกัน และเมื่อเทียบกับงานวิจัยอย่าง Jenwittayaroje (2021) ก็จะพบว่าหุ้นขนาดเล็ก (ในดัชนี sSET และ MAI) ยังคงความไม่มีประสิทธิภาพต่อเนื่องทั้งช่วงก่อนโควิด-19 และช่วงหลังโควิด-19 (ปี ค.ศ. 2020-2025) แต่หุ้นขนาดใหญ่ยังคงความมีประสิทธิภาพต่อเนื่องทั้งช่วงก่อนโควิด-19 และช่วงหลังโควิด-19 (ปี ค.ศ. 2020-2025) ท้ายที่สุด ในขณะที่หุ้นที่มีธีมการลงทุนแตกต่างกัน ไม่ได้มีผลต่อความแตกต่างกันในเชิงความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อน

นอกจากนี้ การศึกษายังแสดงให้เห็นว่า วิธีการทดสอบแบบนอนพาราเมตริกของ Wright (2000) นั้นให้ผลการทดสอบที่แม่นยำกว่าวิธีพาราเมตริกอย่าง Variance Ratio ของ Lo and MacKinlay (1988) ซึ่งสอดคล้องกับข้อค้นพบในงานของ Hoque et al. (2007) ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการเลือกใช้วิธีในการทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนในงานวิจัยต่อไป

นัยของการศึกษานี้ที่มีต่อผู้กำกับดูแลตลาดหุ้นมีดังนี้ การค้นพบความไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของหุ้นขนาดเล็ก ย่อมสามารถตีความได้ว่ากระบวนการค้นหาราคา (Price Discovery) ของหุ้นขนาดเล็กย่อมไม่มีประสิทธิภาพพอและนำไปสู่นโยบายที่จะปรับปรุงกระบวนการค้นหาราคา (Price Discovery) ของหุ้นขนาดเล็กได้ เช่น ให้มีนักวิเคราะห์ที่ทำการวิเคราะห์กลุ่มหุ้นขนาดเล็กขึ้นเพื่อทำหน้าที่ย่อยและวิเคราะห์ข้อมูลข่าวสารให้กับนักลงทุน และทำให้นักลงทุนตอบสนองข้อมูลข่าวสารนั้นได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น รวมทั้งการให้มีผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Makers) ในหุ้นขนาดเล็กด้วยที่อาจช่วยลดปัญหาสภาพคล่องได้ เป็นต้น

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยในอนาคตน่าจะศึกษาหาสาเหตุหรือปัจจัยที่ส่งผลต่อความไม่มีประสิทธิภาพของหุ้นขนาดต่าง ๆ โดยปัจจัยที่น่าจะช่วยอธิบายความแตกต่างของความมีหรือไม่มีประสิทธิภาพของหุ้นขนาดต่าง ๆ ได้แก่ สภาพคล่อง (Liquidity) ที่วัดด้วยปริมาณการซื้อขาย ส่วนต่างราคาซื้อขาย (Bid-Ask Spread) และปริมาณหุ้นที่รอซื้อขาย (Depth) การมีส่วนร่วมของนักลงทุนสถาบันในหุ้นต่าง ๆ การกระจายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership Concentration) และจำนวนนักวิเคราะห์ที่ติดตามหุ้นนั้น (Number of Analysts Coverage) และสภาวะของตลาดหุ้นโดยรวมว่าเป็นขาขึ้น ทรงตัว หรือขาลง เป็นต้น ซึ่งจะทำให้เห็นว่าปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลต่อกระบวนการการค้นหาราคา (Price Discovery Process)

นอกจากนี้ งานวิจัยในอนาคตอาจจะทำการศึกษาถึงขนาดและนัยสำคัญในทางปฏิบัติของกำไร หรือผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการจับจังหวะการซื้อขายในกลุ่มหุ้นที่ไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน หรือมีการขึ้นลงที่มีความสัมพันธ์กัน เพราะหุ้นกลุ่มนี้มีแนวโน้มที่จะเป็นหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำและก่อให้เกิดต้นทุนการซื้อขายที่สูง เช่น มีค่าส่วนต่างราคาซื้อขายที่กว้าง และ/หรือมีปริมาณหุ้นที่รอซื้อขายน้อยหรือเบาบาง เป็นต้น นอกจากนี้ กลุ่มหุ้นที่ไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อนอาจจะเป็นหุ้นที่ห้ามการขายชอร์ต และทำให้การจับจังหวะการขายหุ้นเหล่านี้เป็นเรื่องที่มีข้อจำกัดได้ทันที

การอภิปรายและสรุปผล (Conclusion and Discussion)

การศึกษานี้ทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของดัชนีต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนพฤษภาคม 2020 ถึงเดือนธันวาคม 2025 โดยใช้วิธีการทางสถิติอย่างวิธีรัน วิธี Variance Ratio ของ Lo and MacKinla (1988) และวิธี Variance Ratio ที่ใช้อันดับและเครื่องหมายของข้อมูล (Rank- and Sign-Based Variance Ratio Tests) ของ Wright (2000) และพบว่าดัชนีต่าง ๆ ความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนที่แตกต่างกัน

ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีที่สะท้อนภาพรวมของตลาดหุ้นไทยอย่างดัชนี SET ดัชนี MSCI Thailand และดัชนีหุ้นขนาดใหญ่ รวมทั้งดัชนีที่สะท้อนธีมการลงทุนต่าง ๆ มีพฤติกรรมแบบสุ่ม จึงสอดคล้องกับสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อน ซึ่งบอกเป็นนัยว่า ตัวเลขดัชนี ณ จุดเวลาใดเวลาหนึ่งสะท้อนข้อมูลตัวเลขดัชนีนั้นในอดีตไปหมดแล้ว ในทางตรงข้าม ดัชนีของหุ้นขนาดเล็ก (ที่มีแนวโน้มจะมีสภาพคล่องต่ำ) ไม่ได้มีพฤติกรรมแบบสุ่ม แต่กลับมีความสัมพันธ์กันในเชิงบวก จึงสามารถนำการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นเล็กในอดีตมาทำนายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นเล็กในอนาคตได้ และขัดแย้งกับสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อน และมีนัยต่อกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในหุ้นกลุ่มต่าง ๆ

ดังนั้นผลการศึกษาจึงสนับสนุนว่าตลาดหุ้นไทยประกอบด้วยหุ้น 2 กลุ่มหลัก ๆ กลุ่มแรก คือ กลุ่มหุ้นขนาดใหญ่ที่มักมีสภาพคล่อง มีนักวิเคราะห์ติดตาม และมีจำนวนนักลงทุนสถาบันที่ซื้อขายและลงทุน ซึ่งพบความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ นักลงทุนในหุ้นใหญ่ที่มีนักลงทุนสถาบันอยู่เป็นสัดส่วนที่สูงมีแนวโน้มที่จะตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารได้อย่างมีประสิทธิภาพ (ไม่ Under- or Over-Reaction) จากการมีทรัพยากรด้านข้อมูลและการวิเคราะห์ที่ดีกว่านักลงทุนรายย่อย กับกลุ่มที่สอง คือ กลุ่มหุ้นขนาดเล็ก ที่มักไม่มีสภาพคล่อง ไม่มีนักวิเคราะห์ติดตาม และไม่มีจำนวนนักลงทุนสถาบันที่ซื้อขายและลงทุน และทำให้การตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารอาจช้าไปหรือไม่เต็มที่ (Under-Reaction) เกิดเป็นความสัมพันธ์เชิงบวกของการเปลี่ยนแปลงของดัชนีขึ้น (Positive Autocorrelation) ซึ่งมีนัยต่อผู้กำกับดูแลตลาดหุ้นในการออกแบบนโยบายที่จะนำไปสู่กระบวนการค้นหาราคา (Price Discovery) ของหุ้นขนาดเล็กที่ดีขึ้น

References

Aumeboonsuke, V., & Dryver, A. L. (2014). The importance of using a test of weak-form market efficiency that does not require investigating the data first. *International Review of Economics & Finance, 33,* 350-357. https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.02.009

Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *Journal of Business, 38*(1), 34-105. https://doi.org/10.1086/294743

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance, 25*(2), 383-417. https://doi.org/10.2307/2325486

Hoque, H. A. A. B., Kim, J. H., & Pyun, C. S. (2007). A comparison of variance ratio tests of random walk: A case of Asian emerging stock markets. *International Review of Economics & Finance, 16*(4), 488-502. https://doi.org/10.1016/j.iref.2006.06.002

Huang, B. N. (1995). Do Asian stock market prices follow random walks? Evidence from the variance ratio test. *Applied Financial Economics, 5*(4), 251-256. https://doi.org/10.1080/758536875

Jenwittayaroje, N. (2021). Testing weak-form market efficiency in the stock exchange of Thailand. *Global Business and Economics Review, 24*(3), 211-224. https://doi.org/10.1504/GBER.2021.114657

Jenwittayaroje, N. (2022). The study of the return behavior of the big-cap stocks on the Stock Exchange of Thailand: Evidence from pre-, during, and post-Covid-19. *NIDA Business Journal, 31,* 96-112. https://so10.tci-thaijo.org/index.php/NIDABJ/article/view/93

Jiranyakul, K. (2007). Behavior of stock market index in the stock exchange of Thailand. *NIDA Economic Review, 2*(2), 47-57. https://doi.org/10.14456/der.2008.4

Lo, A. W. (2004). The adaptive markets hypothesis: Market efficiency from an evolutionary perspective. *The Journal of Portfolio Management, 30*(5), 15-29. https://doi.org/10.3905/jpm.2004.442611

Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1988). Stock market prices do not follow random walks: Evidence from a simple specification test. *The Review of Financial Studies, 1*(1), 41-66. https://doi.org/10.1093/rfs/1.1.41

Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1990). An econometric analysis of nonsynchronous trading. *Journal of Econometrics, 45*(1-2), 181-211. https://doi.org/10.1016/0304-4076(90)90098-E

Morgan Stanley Capital International (2026). *MSCI Thailand Index.* MSCI Inc. https://www.msci.com/indexes/index/105769

Smith, G. (2012). The changing and relative efficiency of European emerging stock markets. The European *Journal of Finance, 18*(8), 689-708. https://doi.org/10.1080/1351847X.2011.628682

Wright, J. H. (2000). Alternative variance-ratio tests using ranks and signs. *Journal of Business & Economic Statistics, 18*(1), 1-9. https://doi.org/10.1080/07350015.2000.10524842

Instructions for Authors
NIDA BUSINESS JOURNAL (NBJ) has been certified by the Thai-Journal Citation Index Center and Listed under the TCI Group 2

1. NIDA Business Journal welcomes both Thai and English articles.
   The journals will be released in May and November.
2. This journal publishes original research papers on all aspects of business administration, economics, human resource management, and management sciences.
3. This journal is strictly committed to upholding research and publication ethics. The journal may be reviewed by the editorial board and readers (at least 3 from internal and external) and may use software to screen for plagiarism. The editorial board's decision upon the acceptance of the article shall be final.
4. A manuscript's submission has not been published before and is not under consideration for publication anywhere else. The author will be held responsible for false statements or failure to fulfill the journal guidelines. The publisher will not be held legally responsible should there be any claims for compensation.
5. The submitted research article must contain the followings:
   - Introduction (Contains research problem, Objectives, and Literature review)
   - Research methodology
   - Research results
   - Conclusion and Discussion
   - References
6. The article must include the following components:
   - Title must include both Thai and English.
   - Author (s) designate the name and surname of the author (s), both Thai and English, without titles, qualifications.
   - Abstract must include both Thai and English. (3 to 5 keywords for indexing purposes)
   - Keywords must include both Thai and English. (150-250 words)
   - Author Affiliation and advisor as a co-author, must include in Footnote using (*) before each affiliation. For advisor (as a co-author) must affiliate academic title, qualification (if any), and organization.

7. Manuscript is to have a maximum length of 25 pages, printed in A4 paper. The page setting is to be 1.2 inch for the top and the left and 1 inch for the bottom and the right with on single side, set for single space, using 16 point of TH SarabunPSK for both Thai article and English article. Submission must be via online application only.
8. Create a bibliography, in-text citations and a title page in APA (American Psychological Association) format.

Book

Format: Author (Year of publication). Book title. Place of publication: Publisher.

Examples: Nunnally, J. C. & Bernstein, I. H. (1994). Psychometric Theory. (3rd ed.). New York: McGraw-Hill.

Articles in the Journal

Format: Author (Year of publication). Title of article, Volume (Issue), Page numbers.

Examples: Aaker, D.A. (1996). Measuring brand equity across products and markets. California Management Review, 38(3), 102-120.

Website/Electronic Format

Format: Author (Year of publication). Title. Retrieved....., from URL Address\

Examples: Kemp, S. (2021). Digital 2021: Thailand. Retrieved Mar 29, 2021, from https://datareportal.com/reports/digital-2021-thailand (Mar 29, 2021)

Dissertation or Thesis

Format: Author (Year of publication). Title of dissertation or thesis. Doctoral dissertation of Master's thesis, University.

Examples: Kitiyanan, S. (2009). Employee Engagement of Sports Authority of Thailand. Doctoral Dissertation of Master's Management, Siam University.

Conference Papers

Format: Author (Year of publication). Title of article. Title of conference and seminar proceedings. (Pages). Place of publication: Publisher.

Examples: Changso, A. and Tonthapthimthong, N. (2021). The satisfaction on marketing factors of Thai tourists towards the tourism on Nakha Sub-district, Muaeng District, Udonthani. Proceeding of the 2nd National Conference on Humanities and Social Sciences, January, 18, in Tourism Industry and Hospitality Management, Faculty of Humanities and Social Sciences. (847-855). Suan Sunandha Rajabhat University, Bangkok, Thailand.

9. The title must be in Thai Romanization. (Transliteration of Thai characters into Roman characters).
   For writing Thai Romanization, it is recommended to use a transliteration program developed by NECTEC http://164.115.23.167/plangsarn/index.php.
   and must be translated into English in square brackets [...] and parentheses at the end of the titles of those documents that the original language is, for example, specifying (In Thai) as in the following **example:**

   Wachirayanwaroros, Krom Phraya Somdej Phra Mahasamanachao. (1922). The regend of Wat Bowonniwes. Phranakorn: SophonPipatthanakorn. (in Thai)

10. The Editorial Board reserves the right to reject manuscripts that do not comply with the above-mentioned guidelines and is not obliged to publish all submissions whatsoever.
11. Submission fees
    - **Submission fee amount 1,000 THB**
    - **Publication fee amount 2,000 THB**
      Authors should make a payment within 7 days after acceptance date, if authors delayed in making payment, NIDA Business Journal reserves the right to proceed an article that follows the process of payment. Submission fee is non-refundable in any cases, included an article that may be rejected by the Editorial Board or readers.
    - In case that authors are staff or student in National Institute of Development Administration, the submission and publication fees will be exempted.

* **Please Make a Payment to Bangkok Bank;**
Account Name: NIDA Business Journal
Account Number: 944-019181-6

Contact the Editorial Board:
NIDA Business School, National Institute of Development Administration
8th Floor, Boonchana Atthakor Building 148 Seri Thai Road, Klong-Chan, Bangkapi, Bangkok 10240
Tel. 0-2727-3967, 0-2727-3949, 089-128-5071 E-mail: nidabusinessjournal@yahoo.com

รายชื่ออาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ นิด้า

ลำดับ	ชื่อ	นามสกุล
1.	ศ.ดร.กำพล	ปัญญาโกเมศ
2.	รศ.ดร.กนกพร	นาคทับที
3.	รศ.ดร.กัญญาภัสส์	ปันจัยสีห์
4.	รศ.ดร.เกียรติชัย	กาฬสินธุ์
5.	รศ.ดร.จงสวัสดิ์	จงวัฒน์ผล
6.	รศ.ดร.ณัฐวุฒิ	เจนวิทยาโรจน์
7.	รศ.ดร.ดนยพฤทธ์	ศรีวรรโณภาส
8.	รศ.พ.ต.ต.ดร.ดนุวศิน	เจริญ
9.	รศ.ดร.ธัชวรรณ	กนิษฐ์พงศ์
10.	รศ.ดร.วิพุธ	อ่องสกุล
11.	รศ.ดร.สันติ	ถิรพัฒน์
12.	รศ.ดร.อนุกัลยณ์	จีระลักษณกุล
13.	รศ.ดร.อัษฎา	จินตกานนท์
14.	Assoc.Prof.Dr.Arthur	Lance Dryver
15.	ผศ.ดร.กฤษฎา	นิมมานันทน์
16.	ผศ.ดร.ปิยะ	งามเจริญมงคล
17.	ผศ.ดร.พราวพรรณ	ธารสิทธิ์พงษ์
18.	อ.ดร.ธันยานี	โพธิสาร
19.	อ.ดร.อรรถพล	หมู่มี

NIDA BUSINESS JOURNAL
วารสารบริหารธุรกิจ นิด้า

สมาคมศิษย์เก่าคณะบริหารธุรกิจ
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

รายนามคณะกรรมการประจำปี พ.ศ. 2567-2569

1.	คุณศิริณี กันทา	นายกสมาคมฯ
2.	คุณกฤษฎิธัชย์ ณัฐวราณัญต์	อุปนายกฝ่ายบริหาร 1
3.	คุณวารุตม์ สามิภักดิ์	อุปนายกฝ่ายบริหาร 2
4.	คุณสมาพร คำชาย	เลขาธิการ
5.	คุณมานพ เจียมกีรติกานนท์	นายทะเบียน
6.	คุณเรณู เทพทิตย์	อุปนายกฝ่ายประชาสัมพันธ์
7.	คุณเจนจิรา ศรีดี	กรรมการฝ่ายประชาสัมพันธ์
8.	คุณบุญส่ง ปานจิ่ง	กรรมการฝ่ายประชาสัมพันธ์
9.	คุณยุทธนา รักชลธี	กรรมการฝ่ายประชาสัมพันธ์
10.	คุณอธิภัทร คูวินิชกุล	อุปนายกฝ่ายรายได้
11.	คุณสมเกียรติ เรือนแก้ว	กรรมการฝ่ายรายได้
12.	คุณสุรสิทธิ์ ศรประสิทธิ์	กรรมการฝ่ายรายได้
13.	คุณฮิวจ์ วนิชประภา	อุปนายกฝ่ายวิชาการ
14.	คุณวิรัณภัทร์ ศิริวัฒนพรชัย	กรรมการฝ่ายวิชาการ
15.	คุณจินต์ณพัชร กิททะเจริญชัย	กรรมการฝ่ายวิชาการ
16.	คุณวิทยา อภินันท์	กรรมการฝ่ายวิชาการ
17.	คุณฤทัยภัทร มีชัย	อุปนายกฝ่ายกิจกรรม/เหรัญญิก
18.	คุณกมลลักษณ์ วัชรวงศ์ชัย	กรรมการฝ่ายกิจกรรม
19.	คุณศุภเกศ วงศ์คำภู	กรรมการฝ่ายกิจกรรม
20.	คุณสุกิจ วิริโยสุทธิกุล	กรรมการฝ่ายกิจกรรม

NIDA BUSINESS SCHOOL
National Institute of Development Administration

FIRST MBA in Thailand
Thai Program Accredited by AACSB

- Regular MBA • Flexible MBA • Professional MBA • Executive MBA • Young Executive MBA
- International MBA • Accelerated MBA
- CFIRM • Flexible-CFIRM • Ph.D. in Business Administration



NIDA BUSINESS SCHOOL

สอบถามรายละเอียด
คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
อาคารบุญชนะ อัตถากร ชั้น 8
148 ถนนเสรีไทย แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพฯ 10240
โทรศัพท์ 0 2727 3933-46 http://mba.nida.ac.th

ISSN 1905682-6
9 771905 682004