

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม

และบรรษัทภิบาลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship Between Shareholders Structure and ESG Performance

ยุคลธร เกิดศรี^{1*} และ สุกัญญา รักพานิชมนี²

Yukhontorn Kirdsri and Sukanya Rukphanichmanee

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประชากรในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 497 บริษัท โดยศึกษาข้อมูลปีพ.ศ. 2566 สถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน คือ การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ตัวแบบความถดถอยลอจิสติกเชิงอันดับ (Ordinal Logistic Regression) โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้น คือ การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย การถือหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และการถือหุ้นของหน่วยงานรัฐบาล สำหรับผลการดำเนินงานด้าน ESG วัดจากคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG (ESG Rating) ที่ได้จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย, สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างประเทศ และสัดส่วนผู้ถือหุ้นของหน่วยงานรัฐบาล กับผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท

คำสำคัญ: โครงสร้างผู้ถือหุ้น, นักลงทุนสถาบัน, ผลการดำเนินงานด้าน ESG

Abstract

The objective of this research is to study the relationship between shareholders structure and Environmental, Social, and Governance (ESG) performance of companies listed on the Stock

¹ เจ้าหน้าที่บัญชีอาวุโส, บริษัท สโตนเฮ็นจ์ อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร., อาจารย์ประจำ คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

* ผู้ประสานงานนิพนธ์ e-mail : yukhontorn.k@gmail.com

Exchange of Thailand. The samples are listed companies from the Stock Exchange of Thailand during 2023, totaling 497 companies. The results are analyzed by using correlation Analysis and Ordinal Logistic Regression. Ownership structures include retail shareholder ownership, foreign investor ownership, institutional investor ownership, and government ownership. ESG performance is measured using ESG disclosure scores (ESG Ratings) obtained from the Stock Exchange of Thailand website.

The results showed that proportion of institutional investor ownership has significantly positive correlation with the ESG performance. However, the study found no significant relationship between retail shareholder ownership, foreign investor ownership, and government ownership with firms' ESG performance.

Keywords Shareholders Structure, Institutional Investor, ESG Performance

บทนำ

ในปัจจุบันการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance - ESG) ได้กลายเป็นประเด็นสำคัญสำหรับบริษัทต่าง ๆ ทั่วโลก เนื่องจากความคาดหวังที่เพิ่มขึ้นจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholders) ที่เพิ่มมากขึ้น ที่ต้องการให้ดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใสและต้องดำเนินงานที่สอดคล้องกับแนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development) ครอบคลุมประเด็นสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) โดยการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ไม่เพียงแต่ช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือและภาพลักษณ์ที่ดีของบริษัท ยังช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และชุมชนโดยรวม รวมทั้งยังสะท้อนถึงการรับผิดชอบต่อผลกระทบที่เกิดจากการดำเนินงานของบริษัทอีกด้วย อย่างไรก็ตาม การเปิดเผยข้อมูล ESG ในบริบทของประเทศไทยยังคงอยู่ในลักษณะของความสมัครใจ กล่าวคือ บริษัทสามารถเลือกที่จะเปิดเผยข้อมูล ESG หรือไม่ก็ได้ แม้ว่าจะมีความตระหนักรู้ที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ในกลุ่มนักลงทุนและหน่วยงานกำกับดูแล แต่ระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG ในบริษัทจดทะเบียนยังคงมีความแตกต่างกันอย่างมาก ซึ่งตัวอย่างของปัจจัยสำคัญที่มีบทบาทในเรื่องนี้คือ ขนาดของบริษัท, โครงสร้างการเป็นเจ้าของ, ขนาดของคณะกรรมการ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นต้น

โครงสร้างการเป็นเจ้าของ (Ownership Structure) ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัท โดยจากการศึกษาในอดีตที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างการเป็นเจ้าของ เช่น การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย การถือหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และการถือหุ้นของหน่วยงานรัฐบาล มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่แตกต่างกัน (Amara and Ahmadi., 2024; Du, et al., 2024 and Zeng and Jiang., 2024) ถึงแม้มีการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของโครงสร้างการเป็น

เจ้าของต่อการดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูล ESG ในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศแต่ผลกระทบดังกล่าวยังไม่ได้รับการสำรวจอย่างครอบคลุมในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

งานวิจัยในอดีตศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ในหลากหลายประเทศ ซึ่งพบผลการศึกษาที่แตกต่างกันออกไป ขึ้นกับบริบทของแต่ละประเทศ จากผลการวิจัยที่แตกต่างกันของงานวิจัยในอดีตทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่าง ๆ กับผลการดำเนินงานด้าน ESG ในบริบทของประเทศไทย โดยจากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่างานวิจัยในบริบทของประเทศไทยนั้นยังมีไม่มากนัก และผลการดำเนินงานด้าน ESG ก็ใช้ตัววัดผลที่ต่างกันไป ยกตัวอย่างเช่น งานวิจัยของเพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาเลิศ (2567) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันและการเปิดเผยผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) โดยวัดผลการดำเนินงานด้าน ESG ด้วยการใช้เกณฑ์ประเมินตามเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) ซึ่งพัฒนาโดยองค์การสหประชาชาติ และงานวิจัยของเจนจิรา สดใส และคณะ (2567) ที่ศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ผ่านการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งใช้การวัดผลการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ด้วยวิธีการใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนมาเป็นเกณฑ์ในการวัดผล เป็นต้น โดยยังไม่พบบางงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ใช้การวัดผลการดำเนินงานด้าน ESG จากคะแนน ESG Rating ซึ่งเป็นการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในบริบทของประเทศไทย งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว โดยวิเคราะห์บทบาทของโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่าง ๆ กับผลการดำเนินงานด้าน ESG ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่สนใจการลงทุนแบบยั่งยืน

ทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance)

ในปัจจุบันแนวคิดการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนกำลังได้รับความนิยมอย่างมากจากทั้งบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุน ที่ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีแนวทางการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงความยั่งยืนเป็นสำคัญ โดยนักลงทุนมักเน้นผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) สังคม (Social) และบรรษัทภิบาล (Governance) หรือ ESG ในการสร้างความยั่งยืน เพิ่มศักยภาพในการแข่งขันระยะยาวของธุรกิจ และความสามารถในการสร้างคุณค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย สิ่งนี้สะท้อนให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงในมุมมองของนักลงทุนยุคใหม่ที่ต้องการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบโดยไม่มุ่งหวังผลกำไรเพียงอย่างเดียว แต่ยังคาดหวังถึงการดำเนินงานของกิจการที่คำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลที่ดีมากขึ้น เพื่อสร้างความสมดุลระหว่างการเติบโตของธุรกิจและความยั่งยืนในระยะยาว

โดยที่ ESG เป็นแนวคิดที่พูดถึงการพัฒนาองค์กรสู่ความยั่งยืน เพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ (2567) กล่าวว่า ในประเทศไทย ความสำคัญของ ESG ได้รับการสนับสนุนอย่างมากจากหน่วยงานกำกับดูแล เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยมุ่งเน้นให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างโปร่งใสและสอดคล้องกับเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals - SDGs) อย่างไรก็ตาม ระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG ในบริษัทไทยยังคงมีความแตกต่างกันอย่างมาก เนื่องจากปัจจัยภายใน เช่น โครงสร้างการบริหารและการกำกับดูแลของกิจการ

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure)

โครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่าง ๆ สะท้อนถึงอำนาจการควบคุมภายในของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) ภัทรชนก พัฒนสิริเจริญ (2564) ระบุว่า โครงสร้างของผู้ถือหุ้นถือได้ว่าเป็นกลไกสำคัญในการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการ (Principle) และตัวแทน (Agent) ได้ ด้วยเหตุนี้ โครงสร้างผู้ถือหุ้นจึงถูกนำมาใช้เป็นแนวทางสำคัญในการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างแพร่หลาย โดยสามารถจำแนกตามลักษณะของโครงสร้างผู้ถือหุ้นได้ ดังนี้

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure) หมายถึง โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายหนึ่งหรือหลายราย ที่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมากและมีสิทธิออกเสียงอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้กลายเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม (Controlling Shareholder) และมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในบริษัทได้โดยตรง ข้อดีของโครงสร้างผู้ถือหุ้นลักษณะนี้คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจมักมีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัทอย่างมากจึงมักจะมีแรงจูงใจในการใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อบริษัท พร้อมทั้งให้ความสำคัญกับการติดตามกำกับดูแลการบริหารงานของบริษัทอย่างใกล้ชิด อย่างไรก็ตาม ข้อเสียที่อาจเกิดขึ้นคือ ผู้ถือหุ้นเหล่านี้อาจใช้อำนาจของตนเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว อาจจะทำให้เกิดความขัดแย้งและส่งผลกระทบต่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทั้งหมดได้เช่นกัน

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure) หมายถึง โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นหลายราย โดยแต่ละรายจะมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนที่ไม่มากนัก ส่งผลให้ไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดที่มีสิทธิออกเสียงอย่างมีนัยสำคัญหรือมีอำนาจควบคุมบริษัทได้โดยตรง (Non-controlling Shareholder) ผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะเช่นนี้จึงมักถูกเรียกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อย ข้อดีของโครงสร้างผู้ถือหุ้นลักษณะนี้คือ ช่วยลดความเสี่ยงที่อำนาจการตัดสินใจถูกควบคุมโดยกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเพียงกลุ่มเดียว แต่ก็พบว่ามีข้อเสียคือ ผู้ถือหุ้นรายย่อยอาจจะละเลยการติดตามการกำกับดูแลการบริหารงานอย่างเพียงพอ เนื่องจากผู้ถือหุ้นแต่ละรายมีส่วนได้เสียในบริษัทค่อนข้างน้อย

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ งานวิจัยของ น้ำทิพย์ ประสิทธิ์ธรรม (2566) กล่าวว่า ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างชาติคือ นักลงทุนที่ไม่ได้ถือสัญชาติไทยที่ได้เข้าไปถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย ซึ่งโดยทั่วไปนักลงทุนต่างชาติมักจะให้ความสนใจที่จะลงทุนและให้ความสำคัญกับบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดี ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Al Amosh and Khatib (2021) พบว่า การถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยนักลงทุนต่างชาติมักสนับสนุนให้บริษัทปฏิบัติตามมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลที่สูงขึ้น

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันถือได้ว่าเป็นกลุ่มผู้ลงทุนที่มีความสำคัญกลุ่มหนึ่ง เนื่องจากในปัจจุบันนักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มที่จะพิจารณาผลการดำเนินงานด้าน ESG เพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุนเพิ่มมากขึ้น กมลรัตน์ สำนักวิชา (2565) กล่าวว่า ผู้ถือหุ้นสถาบันมีบทบาทคล้ายกับผู้ถือหุ้นทั่วไป แต่เนื่องจากการลงทุนในมูลค่าและขนาดที่มากกว่า จึงมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อการบริหารงานและการตัดสินใจของผู้บริหารในระดับที่สูงกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยทั่วไป ด้วยเหตุนี้ จึงส่งผลให้ผู้ถือหุ้นสถาบันมีอิทธิพลและสามารถเข้ามามีส่วนร่วมในการส่งเสริมและกำกับดูแลให้บริษัทมีการดำเนินงานที่สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น จากงานวิจัยของ Du, et al. (2024) พบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ขององค์กร เนื่องจากนักลงทุนสถาบันช่วยส่งเสริมผลการดำเนินงานด้าน ESG และยังมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลและผลักดันให้องค์กรให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานด้าน ESG มากยิ่งขึ้น

ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาล กมลรัตน์ สำนักวิชา (2565) กล่าวว่า ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานของรัฐหมายถึง ความเป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นที่มาจากหน่วยงานของรัฐ อาทิเช่น กระทรวง ทบวง กรม ซึ่งมีวัตถุประสงค์ต่างจากนักลงทุนทั่วไปหรือนักลงทุนสถาบันที่มักมุ่งเน้นการลงทุนเพื่อแสวงหาผลกำไรเป็นหลัก โดยผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานของรัฐบาล อาจต้องการเข้ามามีส่วนร่วมที่นอกเหนือจากการทำกำไร เช่น ต้องการลดการว่างงาน หรือรักษาเสถียรภาพ เป็นต้น จากงานวิจัยของ Al Amosh and Khatib (2021) พบว่า การถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ซึ่งสะท้อนถึงบทบาทของรัฐบาลในการส่งเสริมความยั่งยืนและความโปร่งใสในองค์กร

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Zeng and Jiang. (2024) ทำการศึกษาว่านักลงทุนสถาบันที่รัฐเป็นเจ้าของให้ความสำคัญกับ ESG เพื่อนำมาพิจารณาในการลงทุนมากกว่าหรือไม่ โดยเน้นบริบทในประเทศจีน ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่รัฐเป็นเจ้าของและนักลงทุนสถาบันต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อคะแนน ESG ของบริษัท

Du, et al. (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความมั่นใจเกินตัวของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท ผลการศึกษาพบว่า ความมั่นใจเกินตัวของผู้บริหารและการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ESG ขององค์กร ขณะเดียวกันพบว่า ในกรณีของบริษัทที่เป็นรัฐวิสาหกิจ (SOEs) ความมั่นใจเกินตัวของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ขององค์กรมากกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทเอกชน

Amara and Ahmadi. (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบขององค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท กิจกรรม และค่าตอบแทนของผู้บริหารต่อประสิทธิภาพด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ในบริบทระหว่างประเทศ ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของคณะกรรมการ จำนวนการประชุมคณะกรรมการ และสัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิงมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อประสิทธิภาพด้าน ESG นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารต่อประสิทธิภาพด้าน ESG แต่เฉพาะในบางภูมิภาคเท่านั้น

Wang, et al. (2023) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลกระทบต่อการเปิดเผยข้อมูล ESG ขององค์กร ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG ขององค์กร ในขณะที่หากแบ่งนักลงทุนสถาบันที่เป็นอิสระและมีเสถียรภาพ กับนักลงทุนสถาบันที่ไม่เป็นอิสระและไม่มีเสถียรภาพ พบว่านักลงทุนสถาบันที่เป็นอิสระและมีเสถียรภาพ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อคะแนน ESG มากกว่านักลงทุนสถาบันที่ไม่เป็นอิสระและไม่มีเสถียรภาพ

Liu, et al. (2023) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่มีลักษณะแตกต่างกัน และผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทในบริบทประเทศจีน ผลการศึกษาพบว่า นักลงทุนสถาบันที่สามารถต้านทานแรงกดดันได้ (Pressure-resistant Institutional Investors) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ESG มากกว่านักลงทุนสถาบันที่ตอบสนองต่อแรงกดดัน (Pressure-sensitive Institutional Investors) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของบริษัทเอกชนและบริษัทที่ผู้บริหารสูงสุดไม่ได้ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหาร

Fuadah, et al. (2022) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Disclosure) มูลค่าบริษัท และผลการดำเนินงานของบริษัท โดยเน้นบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นโดยต่างชาติและการถือหุ้นโดยสาธารณะมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการเปิดเผยข้อมูล ESG ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยรัฐ การถือหุ้นโดยครอบครัว และการเปิดเผยข้อมูล ESG

Al Amosh and Khatib (2021) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ กับการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เน้นบทบาทความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริหาร ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นโดยต่างชาติและการถือหุ้นโดยรัฐ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG แต่การถือหุ้นแบบครอบครัวไม่พบความสัมพันธ์ต่อระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG ในขณะที่การถือหุ้นแบบบล็อกมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG

เพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ (2567) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันและการเปิดเผยผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) บทบาทอิทธิพลกำกับของความสามารถผู้บริหาร ผลการศึกษาพบว่า นักลงทุนสถาบันและความสามารถของผู้บริหารระดับสูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ

การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG นอกจากนี้ ยังพบว่านักลงทุนสถาบันมีผลกระทบเชิงบวกต่อ ESG เมื่อความสามารถของผู้บริหารระดับสูงเท่ากับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมเป็นต้นไป แต่กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันต่อ ESG เมื่อความสามารถของผู้บริหารระดับสูงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม

เจนจิรา สดใส และคณะ (2567) ได้ทำการศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ผ่านการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมบริการ ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างการเป็นเจ้าของแบบครอบครัว ความเป็นเจ้าของแบบการบริหาร ความเป็นเจ้าของแบบสถาบัน ความเป็นเจ้าของแบบหน่วยงานของรัฐ และความเป็นเจ้าของแบบชาวต่างชาติ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืน (ESG) ในขณะที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบครอบครัว ความเป็นเจ้าของแบบสถาบัน ความเป็นเจ้าของแบบการบริหาร และความเป็นเจ้าของแบบชาวต่างชาติส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการโดยผ่านการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืน (ESG)

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานในงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยใช้แบบจำลองในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

H1: สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล

H2: สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล

H3: สัดส่วนผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล

H4: สัดส่วนผู้ถือหุ้นของหน่วยงานรัฐบาลมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล

ขอบเขตการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 675 บริษัท ยกเว้นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (69 บริษัท) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และบริษัทที่ไม่ได้อยู่

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษา เหลือบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้รวม 497 บริษัท โดยช่วงเวลาที่ศึกษาวิจัยคือปีพ.ศ. 2566

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (FF) สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างประเทศ (FO) สัดส่วนผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) และสัดส่วนผู้ถือหุ้นของหน่วยงานรัฐบาล (GOV) ตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานด้าน ESG (ESG) โดยใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG หรือ ESG Rating ที่ได้จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีตัวแปรควบคุม คือ อายุของบริษัท (AGE) ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และจำนวนการประชุมของคณะกรรมการ (MEET)

วิธีดำเนินการวิจัย

หลังจากผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลแล้วจะนำข้อมูลที่ได้รวบรวมไว้มาวิเคราะห์ข้อมูลด้วยเครื่องมือทางสถิติ โดยการใช้โปรแกรมสำเร็จรูป Statistic Package for Social Sciences : SPSS ซึ่งกำหนดระดับนัยสำคัญไว้ที่ 0.05 ใช้การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ตัวแบบความถดถอยลอจิสติกเชิงอันดับ (Ordinal Logistic Regression) มาเพื่อทดสอบสมมติฐาน ซึ่งผู้วิจัยได้พัฒนาตัวแบบโดยใช้สมการแบบจำลองในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

$$ESG_{it} = \beta_0 + \beta_1 FF + \beta_2 FO + \beta_3 INS + \beta_4 GOV + \beta_5 AGE + \beta_6 Size + \beta_7 ROA + \beta_8 MEET + e_{it}$$

โดยกำหนดให้

ESG_{it} แทน ESG Rating จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งเป็น 4 ระดับ BBB - AAA

FF แทน สัดส่วนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (%)

FO แทน สัดส่วนหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนต่างประเทศ (%)

INS แทน สัดส่วนหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (%)

GOV แทน สัดส่วนหุ้นที่ถือโดยหน่วยงานรัฐบาล (%)

AGE แทน อายุของบริษัท (ปี)

SIZE แทน ขนาดของบริษัท วัดจากลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม

ROA แทน อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ วัดจากกำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม (เฉลี่ย) * 100 (%)

MEET แทน จำนวนการประชุมของคณะกรรมการในปี 2566 (ครั้ง)

e_{it} แทน ค่าความคลาดเคลื่อนที่มีความแปรปรวนไม่คงที่ (Error term)

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 1 แสดงให้เห็นถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้อง เมื่อพิจารณาจากระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.05 ผลการวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ทั้งแบบ Pearson Correlation และ Spearman Correlation พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างประเทศ (FO) สัดส่วนผู้ถือหุ้น

หุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) และสัดส่วนผู้ถือหุ้นของหน่วยงานรัฐบาล (GOV) ต่างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ขณะที่ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (FF) กับผลการดำเนินงานด้าน ESG

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมกับตัวแปรตาม พบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และจำนวนการประชุมของคณะกรรมการ (MEET) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG แต่กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอายุของบริษัท (AGE) กับผลการดำเนินงานด้าน ESG

ตารางที่ 1 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)

	ESG	FF	FO	INS	GOV	AGE	SIZE	ROA	MEET
ESG	1	0.049	0.044	0.357**	0.136**	-0.062	0.568**	0.113*	0.242**
FF	0.037	1	-0.123**	0.276**	0.011	0.141**	0.132**	-0.07	0.154**
FO	0.219**	-0.025	1	0.061	-0.037	0.104*	0.155**	-0.045	-0.106*
INS	0.422**	0.273**	0.242**	1	0.304**	0.123**	0.471**	0.181**	0.211**
GOV	0.340**	0.081	0.116**	0.379**	1	0.034	0.235**	-0.005	0.335**
AGE	-0.064	0.131**	0.112*	0.046	0.054	1	0.039	-0.140**	0.074
SIZE	0.498**	0.115*	0.373**	0.446**	0.344**	0.035	1	0.041	0.369**
ROA	0.154**	-0.053	0.009	0.190**	0.040	-0.178**	0.019	1	-0.057
MEET	0.269**	0.175**	0.01	0.173**	0.268**	0.057	0.335**	-0.002	1
** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).									
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).									
Pearson Correlation แสดงผลด้านบนขวา และ Spearman Correlation แสดงผลด้านล่างซ้าย									

การวิเคราะห์ตัวแบบความถดถอยลอจิสติกเชิงอันดับ (Ordinal Logistic Regression)

จากผลวิเคราะห์ในตารางที่ 2 พบว่า สมการถดถอยถดถอยลอจิสติกเชิงอันดับ มีค่า F-Statistic อยู่ที่ 32.990 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับตัวแปรตาม นอกจากนี้เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ของตัวแปร ยังพบว่ามีค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.340 แสดงให้เห็นว่าแบบจำลองสมการถดถอยนี้ สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้ร้อยละ 34.00

โดยพบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 0.661 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่บอกว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างไรก็ดีไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (FF) สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างประเทศ (FO) และสัดส่วนผู้ถือหุ้นของหน่วยงานรัฐบาล (GOV) กับผลการดำเนินงานด้าน ESG นอกจากนี้ ยังพบว่าขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 1.992 และ 0.037 ตามลำดับ ในขณะที่อายุของบริษัท (AGE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.024

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลความถดถอยลอจิสติกเชิงอันดับ (Ordinal Logistic Regression)

Model	Estimate (β)	Std. Error	Wald	Sig.
ESG = 0	20.647	2.086	98.003	0
ESG = 1	20.855	2.091	99.495	0
ESG = 2	21.698	2.113	105.42	0
ESG = 3	23.644	2.172	118.535	0
FF	-0.01	0.008	1.795	0.18
FO	-0.022	0.075	0.086	0.769
INS	0.661**	0.261	6.416	0.011
GOV	-0.204	0.161	1.617	0.204
AGE	-0.024**	0.009	6.243	0.012
SIZE	1.992**	0.213	87.361	0
ROA	0.037**	0.016	5.391	0.02
MEET	0.041	0.034	1.395	0.238
Obs	497			
R Square	0.351			
Adj-R ²	0.34			
F Statistic	32.99			
P-value	0			

ประโยชน์ที่ได้รับ

การศึกษาในครั้งนี้ทำให้ทราบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบที่แตกต่างกันนั้นสามารถส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของบริษัทได้ในทิศทางใดบ้าง โดยข้อมูลเหล่านี้มีความสำคัญต่อนักลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนที่สนใจแนวทางการลงทุนแบบยั่งยืน เพื่อนำผลการศึกษาไปใช้เป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนพิจารณาข้อมูลด้าน ESG ประกอบการพิจารณาการลงทุนในระยะยาวและมีความยั่งยืนได้ นอกจากนี้ ผลการศึกษาในครั้งนี้ยังช่วยให้หน่วยงานกำกับดูแล สามารถนำผลจากการวิจัยครั้งนี้ไปใช้เพื่อเป็นแนวทางในการพิจารณาและออกกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น เพื่อเป็นแนวทางในการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลได้

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

จากผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (FF) กับผลการดำเนินงานด้าน ESG ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fuadah, et al. (2022) ทั้งนี้อาจเกิดจากนักลงทุนรายย่อยมักให้ความสำคัญกับผลตอบแทนในระยะสั้นมากกว่า รวมทั้งในบริบทของประเทศไทยมักมีสัดส่วนมูลค่าการถือครองหุ้นของนักลงทุนรายย่อยอยู่ในระดับต่ำจนทำให้ไม่มีอำนาจควบคุม หรือไม่มีสิทธิในการออกเสียงและบริหารบริษัท ซึ่งหมายความว่าผู้ถือหุ้นใหญ่ยังคงมีอำนาจควบคุมบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้อำนาจการตัดสินใจอาจถูกกำหนดโดยผู้ถือหุ้นใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมมากกว่าที่จะได้รับอิทธิพลจากนักลงทุนรายย่อย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีสถิตฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Hypothesis) ซึ่งพูดถึงการที่ผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่มากขึ้นจนสามารถควบคุมบริษัทได้ ผู้บริหารเหล่านี้มักจะมีแรงจูงใจในการใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัทมากขึ้น

สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างประเทศ (FO) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Al Amosh and Khatib (2021) และ Fuadah, et al. (2022) ที่พบว่านักลงทุนต่างชาติมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมและมีแรงจูงใจที่จะผลักดันการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ในระดับที่สูงกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือผู้ถือหุ้นภายในประเทศ ซึ่งสาเหตุอาจเกิดจากการที่นักลงทุนต่างประเทศบางกลุ่มลงทุนในหุ้นจดทะเบียนในประเทศไทยเพื่อมุ่งเน้นผลตอบแทนในระยะสั้นมากกว่าผลตอบแทนในระยะยาว และให้ความสำคัญกับผลตอบแทนในด้านตัวเงินมากกว่าประเด็นด้าน ESG

สัดส่วนผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าหากสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้น ย่อมส่งผลให้ผลการดำเนินงานด้าน ESG ดีมากขึ้นด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wang, et al. (2023); Liu, et al. (2023); Du, et al. (2024) และเพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ (2567) ที่กล่าวว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมผลการดำเนินงานด้าน ESG ซึ่งนักลงทุนสถาบันสามารถผลักดันให้บริษัทให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานด้าน ESG มากขึ้น นอกจากนี้ กลุ่มนักลงทุนประเภทนักลงทุนสถาบันมักจะมองหาการลงทุนในระยะยาวและส่งเสริมความ

ยั่งยืนขององค์กรผ่านการเปิดเผยข้อมูล ESG ด้วย จึงสามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันจะช่วยให้ผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีมากยิ่งขึ้น

สัดส่วนผู้ถือหุ้นของหน่วยงานรัฐบาล (GOV) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐบาล ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทอย่างมีนัยยะสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fuadah, et al. (2022) สาเหตุอาจเกิดจากการที่นักลงทุนที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลมักมีจุดประสงค์ในการลงทุนที่แตกต่างจากนักลงทุนประเภทอื่น ๆ โดยอาจจะมีจุดประสงค์เพื่อให้สามารถเข้ามาควบคุมและบริหารจัดการเพื่อให้ได้ผลลัพธ์ไปเป็นตามแนวทางเพื่อเอื้อผลประโยชน์ให้แก่ประชาชนมากกว่าการเข้ามาเพื่อแสวงหาผลกำไร ส่งผลทำให้นักลงทุนที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลอาจจะไม่ให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานด้าน ESG มากนัก

นอกจากนี้ ยังพบว่าขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท สอดคล้องกับงานของ Muttanachai Suttipun. (2021) และ Fadilah, et al. (2022) ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่สูงมักจะสามารถดำเนินกิจการให้สอดคล้องกับการดำเนินงานอย่างยั่งยืนในระยะยาวได้ดีกว่าเพราะมีทรัพยากรที่เพียงพอ ส่งผลทำให้บริษัทเหล่านี้มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีมากกว่า ในขณะที่อายุของบริษัท (AGE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท สอดคล้องกับงานของ Maryana and Yenni Carolina. (2021) ซึ่งอาจเกิดจากการที่บริษัทที่เปิดมาเป็นระยะเวลานานขาดความยืดหยุ่นในการปรับตัว รวมถึงไม่มีการปรับเปลี่ยนการดำเนินงานของบริษัทเพื่อให้สอดคล้องกับการดำเนินงานอย่างยั่งยืน เพราะวัฒนธรรมองค์กรแบบดั้งเดิมอาจให้ความสำคัญกับผลกำไรระยะสั้นมากกว่าความยั่งยืนในระยะยาว

อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนการประชุมของคณะกรรมการ (MEET) กับผลการดำเนินงานด้าน ESG สอดคล้องกับงานของ Muttanachai Suttipun. (2021) ทั้งนี้อาจเกิดจากจำนวนการประชุมไม่ได้สะท้อนกับผลการออกนโยบายเกี่ยวกับประเด็นด้าน ESG โดยการประชุมอาจจะเป็นการประชุมเพื่อหารือในประเด็นอื่น ๆ

การศึกษาในครั้งนี้มีข้อจำกัดคือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นคำนวณจากข้อมูลการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรกเท่านั้น เนื่องด้วยข้อจำกัดในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลและหลักเกณฑ์ของประเทศไทย ซึ่งอาจทำให้ข้อมูลบางส่วนมีความคลาดเคลื่อนไปได้ นอกจากนี้ ยังมีข้อจำกัดในเรื่องขอบเขตของระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งใช้ข้อมูล ปี 2566 เพียง 1 ปีเท่านั้น ซึ่งผลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อการดำเนินงานด้าน ESG อาจปรากฏในระยะยาวไม่ในระยะสั้น รวมถึงกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาไม่ได้รวมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) เข้าเป็นกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัย จึงอาจทำให้ผลวิจัยนี้ไม่สามารถนำไปสรุปผลสำหรับบริษัทในกลุ่มดังกล่าวได้

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งนี้

ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันส่งผลบวกต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท บริษัทสามารถนำผลการศึกษาไปเป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์หรือออกนโยบายเพื่อสนับสนุนให้นักลงทุนกลุ่มนี้เข้ามาถือหุ้นเพิ่มมากขึ้น รวมถึงใช้ผลการศึกษาเพื่อสื่อสารกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท โดยการอ้างอิงข้อมูลเชิงสถิติเพื่อสร้างความเชื่อมั่นต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท และเพื่อช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้บริษัทได้ ในส่วนของนักลงทุนก็สามารถนำผลการศึกษาไปใช้เพื่อเป็นเกณฑ์ในการเลือกลงทุนได้ โดยนักลงทุนสามารถใช้โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งในการประเมินผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท ก่อนตัดสินใจลงทุน

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

การศึกษาในอนาคตอาจจะเพิ่มจำนวนกลุ่มตัวอย่าง และเพิ่มระยะเวลาในการศึกษาให้มากยิ่งขึ้นเพื่อนำมาทดสอบความสัมพันธ์และเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่าง ๆ กับผลการดำเนินงานด้าน ESG รวมถึงเพื่อลดความคลาดเคลื่อนของข้อมูล ซึ่งจะช่วยให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่าง ๆ กับผลการดำเนินงานด้าน ESG ให้ชัดเจนยิ่งขึ้นในแต่ละช่วงเวลา นอกจากนี้ อาจขยายการศึกษาไปยังบริบทของประเทศอื่นหรือในระดับภูมิภาคเพื่อเปรียบเทียบผลลัพธ์ที่ดีขึ้น รวมถึงเพิ่มปัจจัยอื่น ๆ เช่น การจำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมเพิ่มเติม เป็นต้น

บรรณานุกรม

- กมลรัตน์ สำนักวิชา (2565). *ความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดักกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค* (วิทยานิพนธ์ ปริญญาโท). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- เกรียง กิจบำรุงรัตน์. (2556). ตัวแบบการถดถอยลอจิสติกเชิงลำดับสำหรับคณะวิชาและการวิเคราะห์เกรดนักศึกษา. *Veridian E-Journal*, 6, 867 - 880.
- เจนจิรา สดใส, ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และ อนเนก พุทธิเดช. (2567). อิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการผ่านการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบัญชีปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงใหม่*, 9(2), 184-202.
- ชยาภรณ์ ใจกล้า (2562). *ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนรูปแบบต่าง ๆ กับการกำกับดูแลกิจการ* (วิทยานิพนธ์ ปริญญาโท). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- นริสา เยาวลักษณ์ (2557). *การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์* (วิทยานิพนธ์ ปริญญาโท). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.

- นำทิพย์ ประสิทธิ์ธรรม (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (วิทยานิพนธ์ ปริญญาโท). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- ภัทรชนก พัฒนสิริเจริญ (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการมีส่วนร่วมในความรับผิดชอบต่อสังคม กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม ESG100 (วิทยานิพนธ์ ปริญญาโท). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- รชตะ ศิลปวงษา (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพทางการเงินกับผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ของกลุ่มหลักทรัพย์ใน SET100 ที่ได้รับคัดเลือกให้อยู่ในดัชนีหลักทรัพย์ยั่งยืน (SETTHSI) และมี ESG SCORE (วิทยานิพนธ์ ปริญญาโท). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาดิกา ตันวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน และ ปิยภัสร ธาระวานิช. (2555). นโยบายการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (Cash flow uncertainty) และลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure). *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 131, 107 - 144.
- Al Amosh, H. and Khatib, S.F.A. (2021). Ownership structure and environmental, social and governance performance disclosure: the moderating role of the board independence. *Journal of Business and Socio-economic Development*, Vol. 2 No. 1, pp. 49-66.
<https://doi.org/10.1108/JBSED-07-2021-0094>
- Amara, T., and Ahmadi, A. (2024). Impact of Board of Directors Composition on the ESG Performance. IGI Global. <https://doi.org/10.4018/979-8-3693-1846-1.ch010>
- Du, J., Zhu, R., and Ye, Q. (2024). Managers' overconfidence, institutional investors' shareholding, and corporate ESG performance. *Finance Research Letters*, 72, 106594.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106594>
- Fadilah, F., Uzliawati, L., and Mulyasari, W. (2022). The effect of firm size and firm age on sustainability reporting and the impact on earnings management. *Jurnal Riset Akuntansi Terpadu*, 15(1), 84–99. <https://doi.org/10.35448/jrat.v15i1.14510>
- Fuadah, L. L. et al. (2022). The Ownership Structure, and the Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure, Firm Value and Firm Performance: The Audit Committee as Moderating Variable. *Economies* 10: 314. <https://doi.org/10.3390/economies10120314>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.

- Liu, Y. et al. (2023). The relationship between heterogeneous institutional investors' shareholdings and corporate ESG performance: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 71, 102457. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102457>
- Maryana, M., and Carolina, Y. (2021). The impact of firm size, leverage, firm age, media visibility and profitability on sustainability report disclosure. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 25(1), 36–47. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v25i1.4941>
- Muttanachai Suttipun. (2021). *The influence of board composition on environmental, social and governance (ESG) disclosure of Thai listed companies*. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(4), 391–402. <https://doi.org/10.1057/s41310-021-00120-6>
- Penprapak Manapreechadeelert. (2024). *The Relationship between Institutional Investors and ESG Disclosure: The Moderating Role of CEO Managerial Ability*. Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi, Bangkok.
- Wang, J. et al. (2023). Which institutional investors can improve the level of corporate ESG information disclosure?. *PLoS ONE* 18(11): e0290008. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0290008>
- Zeng, J. S. and Jiang, S. (2024). Do state-owned institutional investors care more about ESG? Evidence from China. *Finance Research Letters*, 67, 105865. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.10586>