



Received: 17 June 2025

Revised: 4 July 2025

Accepted: 8 July 2025

ESG IMPACTS ON COST OF CAPITAL: EMPIRICAL EVIDENCE FROM LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Thitiporn SUMRANSAT¹, Surang HANSWANG^{1*}, Apichat PONGSUPAT¹ and Tipparat LAOHAVICHIE¹

¹ Faculty of Business Administration, Kasetsart University, Thailand; thitiporn.sum@ku.th (T. S.);

surang.m@ku.th (S. H.) (Corresponding Author); fbusapp@ku.ac.th (A. P.); fbustrl@ku.ac.th (T. L.)

Handling Editor:

Professor Dr.Duangduen BHANTHUMNAVIN

NIDA, Thailand

(This article belongs to the Theme 1: Humanities & Social Sciences for Sustainability)

Reviewers:

1) Assistant Professor Dr.Dararat PHOPRACHAK

RUS, Thailand

2) Assistant Professor Dr.Prawat BENYASRISAWAT

Bangkok University, Thailand

3) Assistant Professor Dr.Yodsawinkan KOBKANJANAPUED

UTCC, Thailand

Abstract

This study examines the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) factors on the cost of capital for listed companies on the Stock Exchange of Thailand, considering both aggregate ESG scores and disaggregated scores across dimensions. It also analyzes financial performance, firm characteristics, and macroeconomic factors. The findings indicate that the aggregate ESG score, debt-to-total assets ratio, sales growth, firm age, firm size, and Gross Domestic Product (GDP) are significantly and negatively associated with the weighted average cost of capital. Furthermore, only the Environmental score shows a significant negative effect on all measures of the cost of capital. These results highlight the important role of ESG in promoting corporate sustainability and reducing the cost of capital, ultimately contributing to the long-term value of firms.

Keywords: ESG, Cost of Capital, Sustainability, Stock Exchange, Thailand

Citation Information: Sumransat, T., Hanswang, S., Pongsupat, A., & Laohavichien, T. (2025). ESG Impacts on Cost of Capital: Empirical Evidence from Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand. *Thai Interdisciplinary and Sustainability Review*, 14(2), Article 15. <https://doi.org/10.14456/tisr.2025.51>

ผลกระทบของ ESG ต่อดันทุนทางการเงิน: หลักฐานเชิงประจักษ์ จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จิตติพร สำราญศาสตร์¹, สุรางค์ เห็นสว่าง^{1*}, อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์¹ และ ทิพย์รัตน์ เลาหวิเชียร¹

1 คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์; thitiporn.sum@ku.th (จิตติพร); surang.m@ku.th (สุรางค์)
(ผู้ประพันธ์บรรณกิจ); fbusapp@ku.ac.th (อภิชาติ); fbustrl@ku.ac.th (ทิพย์รัตน์)

บรรณาธิการผู้รับผิดชอบบทความ:

ศาสตราจารย์ ดร.ดุจดเดือน พันธุนาวิน

สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

(บทความนี้เป็นส่วนหนึ่งของหัวเรื่องที่ 1: มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์เพื่อความยั่งยืน)

ผู้ทรงคุณวุฒิผู้พิจารณาบทความ:

1) ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

2) ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ประวัฒน์ เบญญาศรีสวัสดิ์

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

3) ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยศวินกาญจน์ กอบกาญจน์พฤติ

มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาผลกระทบของปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อดันทุนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาทั้งคะแนนรวม ESG และคะแนนแยกตามมิติ รวมถึงผลการดำเนินงานทางการเงิน คุณลักษณะของบริษัท และปัจจัยทางเศรษฐกิจ ผลการศึกษาพบว่า คะแนนรวม ESG, อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม, การเติบโตของรายได้, อายุบริษัท, ขนาดบริษัท และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับดันทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก และเมื่อพิจารณารายมิติ พบว่าเฉพาะคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมเท่านั้นที่มีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อดันทุนทางการเงินทุกประเภท ผลการวิจัยนี้เน้นย้ำบทบาทสำคัญของ ESG ในการส่งเสริมความยั่งยืนขององค์กร และการลดดันทุนทางการเงิน ซึ่งท้ายที่สุดจะนำไปสู่การสร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาวของกิจการ

คำสำคัญ: ESG, ดันทุนทางการเงิน, ความยั่งยืน, ตลาดหลักทรัพย์, ประเทศไทย

ข้อมูลการอ้างอิง: จิตติพร สำราญศาสตร์, สุรางค์ เห็นสว่าง, อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์ และ ทิพย์รัตน์ เลาหวิเชียร (2568). ผลกระทบของ ESG ต่อดันทุนทางการเงิน: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *สหวิทยาการและความยั่งยืนปริทรรศน์ไทย*, 14(2), บทความที่ 15. <https://doi.org/10.14456/tisr.2025>.

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

บทนำ

เงินทุนนับว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่สามารถช่วยให้ธุรกิจดำเนินการได้อย่างราบรื่น เป็นปัจจัยหล่อเลี้ยงให้ธุรกิจเกิดสภาพคล่อง และมีส่วนสำคัญในการขยายตัวของธุรกิจ เงินทุนที่ธุรกิจสามารถจัดหาได้นั้น สามารถแบ่งเป็น 2 แหล่งใหญ่ๆ ด้วยกัน คือ เงินทุนในส่วนของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และเงินทุนที่มาจากการก่อหนี้ ในการตัดสินใจของธุรกิจในการจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนใด เป็นจำนวนเท่าใดนั้น หนึ่งในปัจจัยที่สำคัญในการพิจารณา คือ ปัจจัยด้านต้นทุนของเงินทุน (Cost of capital) ต้นทุนของเงินทุนมีความสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากเป็นค่าใช้จ่ายทางการเงินที่สำคัญ การที่ธุรกิจสามารถจัดหาเงินทุนโดยมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำ จะช่วยเพิ่มผลตอบแทนและมูลค่าของธุรกิจได้อย่างไรก็ตามในการดำเนินธุรกิจในโลกปัจจุบัน ธุรกิจไม่สามารถคำนึงแต่ผลตอบแทนหรือผลกำไรแต่เพียงอย่างเดียว ธุรกิจต้องตระหนักถึงมูลค่าธุรกิจระยะยาว มีความรับผิดชอบต่อสังคม และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย จึงจะสามารถดำเนินธุรกิจได้อย่างยั่งยืน (Sustainability) และเป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปว่า การดำเนินการด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, Governance: ESG) สามารถสร้างความเชื่อมั่น ส่งเสริมภาพลักษณ์ สร้างความแตกต่างของแบรนด์ และลดผลกระทบด้านลบต่อบริษัท ลดความเสี่ยงต่อการไม่ปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ อันจะสร้างความมั่นใจให้เจ้าของเงินทุน ส่งผลให้ธุรกิจสามารถจัดหาเงินทุนด้วยต้นทุนเงินทุนที่ต่ำลง นอกจากนี้การดำเนินการเกี่ยวกับธรรมาภิบาล โดยเฉพาะการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะและการกำกับดูแลที่ดี เป็นกลไกสำคัญในการลดต้นทุนตัวแทนตามนัยแห่งทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) (Jensen & Meckling, 1976) เนื่องจากนักลงทุนได้รับข้อมูลที่ดีขึ้นเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยง ตลอดจนความโปร่งใสให้เกิดขึ้น และผู้มีส่วนได้เสียรับรู้ได้ถึงธุรกิจนั้น ประกอบกับนักลงทุนในปัจจุบันให้ความสำคัญกับประเด็นในด้านสิ่งแวดล้อม ความรับผิดชอบต่อสังคม ตลอดจนธรรมาภิบาลของธุรกิจ และนำมาเป็นปัจจัยสำคัญในการพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์

สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ประเด็นในเรื่องของความยั่งยืน และ ESG ได้มีการส่งเสริมและพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีบทบาทในการส่งเสริมอย่างจริงจังหลายด้าน โดยจัดทำ Thailand Sustainability Investment (THSI) เพื่อการส่งเสริม ESG และการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน (Portfolio) อย่างยั่งยืน เช่น การสร้างดัชนียั่งยืนเพื่อเป็นดัชนีอ้างอิง (Benchmark) ด้าน ESG โดยดัชนี THSI มีมูลค่าหลักทรัพย์รวมกว่า 13.40 ล้านล้านบาท (กรกฎาคม 2023) จาก 9.78 ล้านล้านบาทในปี 2020 (Nittayakamolphon et al., 2025) และ ESG ยังมีบทบาทในการส่งเสริมมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผ่านการเปิดเผยข้อมูล ESG (Suttipun et al., 2025)

เมื่อพิจารณาเกี่ยวกับ ESG และต้นทุนเงินทุน มีผลการวิจัยทั้งในและต่างประเทศพบว่า การลงทุนในด้าน ESG มีส่วนทำให้ต้นทุนของบริษัทลดลง สามารถจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกได้ง่ายขึ้น เนื่องจากการดำเนินธุรกิจมีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ สะท้อนมายังผลประโยชน์ที่ดียิ่งขึ้น ตลอดจนสามารถจูงใจนักลงทุนเข้ามาลงทุนในบริษัท เกิดการเติบโตของธุรกิจ เช่น การศึกษาของ Raimo et al. (2021) ในขณะที่ผลการดำเนินงานด้าน ESG ในระดับสูงสามารถลดผลกระทบด้านลบจากปัญหาเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลได้ เนื่องจากสะท้อนให้เห็นถึงความพยายามของบริษัทในการจัดการกับความยั่งยืน อย่างไรก็ตามมีข้อโต้แย้งว่า ESG ในมิติด้านสิ่งแวดล้อมมีแนวโน้มที่จะเพิ่มต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ในประเทศที่กฎระเบียบตลาดหลักทรัพย์เข้มงวด ซึ่งนักลงทุนมีความคาดหวังสูงเกี่ยวกับการปฏิบัติตามมาตรฐาน ESG ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนสูงขึ้น เนื่องจากนักลงทุนมองว่าบริษัทที่ไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานเหล่านี้เป็นความเสี่ยงที่สำคัญ

ในด้านวิชาการงานวิจัยนี้เสนอการศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ ESG ต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนเกิดใหม่ เนื่องจากการศึกษาเชิงประจักษ์ในเรื่องต้นทุนของเงินทุนยังมีน้อย ทั้งที่เป็นปัจจัยที่มีความสำคัญดังกล่าวไว้ข้างต้น และการศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ ESG ก็ยังมีน้อยเช่นกัน ส่วนใหญ่จะเป็นการศึกษาด้านธรรมาภิบาล ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจ ส่วนการศึกษาผลกระทบของ ESG ต่อต้นทุนเงินทุนยังมีน้อย สำหรับการศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย มุ่งเน้นการศึกษาผลกระทบใน

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

มุมมองของนักลงทุน เช่น ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับ ความเสี่ยงจากการลงทุน หรือพฤติกรรมของนักลงทุน นอกจากนี้ยังไม่มีการศึกษาผลกระทบของ ESG แต่ละด้าน คือ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) จึงเป็นช่องว่างในการวิจัย (Research Gap) ที่จะส่งเสริมองค์ความรู้เกี่ยวกับ ESG โดย การศึกษานี้จะศึกษาทั้งผลกระทบจากภาพรวม ESG และแยกการวัดผลกระทบใน 3 มิติ ทั้งด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ซึ่งจะทำให้เห็นภาพผลกระทบที่ชัดเจนยิ่งขึ้น อันแตกต่างจากงานวิจัยที่ผ่านมาที่วัดคะแนนรวมของ สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลในภาพรวมเพียงค่าเดียว นอกจากนี้จะวัดผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนอันเป็นมุมมอง ของการบริหารการเงิน และการตัดสินใจทางการเงินในภาคธุรกิจ เพื่อความเข้าใจที่ลึกซึ้งและครอบคลุมมากขึ้น เกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน และผลกระทบจาก ESG ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มงานวิจัยเชิงวิชาการ ขยายองค์ความรู้ในด้านการเงินที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดความยั่งยืนในตลาดทุนเกิดใหม่ อีกทั้งยังช่วยขยายขอบเขตองค์ความรู้ผ่านการประยุกต์ใช้แนวคิดทฤษฎีตัวแทน แนวคิดทางการเงินเรื่องความเสี่ยงและผลตอบแทน โดยผลานกับมิติของความยั่งยืน ในการดำเนินธุรกิจ รวมทั้งผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งผู้บริหารธุรกิจ นักลงทุน หน่วยงานกำกับดูแล และผู้เกี่ยวข้องอื่นๆ สามารถนำผลการวิจัยไปประยุกต์ใช้ในเชิงปฏิบัติได้ ตลอดจนการเป็นข้อมูลสนับสนุนเชิงนโยบายแก่ภาครัฐในการส่งเสริมแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืนในภาคธุรกิจของประเทศ การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาผลกระทบของ สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment Social and Governance: ESG) ต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม

ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) สะท้อนถึงความเสี่ยงของบริษัทนั้น โดย WACC เป็นการคำนวณต้นทุนเงินทุนโดยเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทจาก 2 ส่วน ได้แก่ 1) ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) 2) ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) โดยน้ำหนัก คือ สัดส่วนการจัดหาแหล่งเงินทุนจากเจ้าหนี้และของผู้ถือหุ้นบริษัท (สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน, 2565) โดยทฤษฎีต้นทุนเงินทุนเริ่มจากแนวคิดทฤษฎีแบบดั้งเดิม (Traditional Theory) ของ David Durand (1952) ซึ่งกล่าวถึงหลักต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ว่าถ้ามีการก่อหนี้เกินจุดหนึ่ง ความเสี่ยงจะเพิ่ม ทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เพิ่มขึ้น และต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจะมีผลต่อมูลค่าของธุรกิจ ทั้งนี้โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) ซึ่งจะทำให้มูลค่าบริษัทสูงสุด คือ ระดับที่ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักน้อยที่สุด จากนั้น Modigliani & Miller (MM) มีการพัฒนาทฤษฎี เรียกกันโดยทั่วไปว่า M&M Theory โดย (Modigliani & Miller, 1958) ภายใต้สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ ไม่มีภาษี (No Taxes) ต้นทุนธุรกรรม และความเสี่ยงทางการเงิน โครงสร้างเงินทุน จะไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัทและทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) คงที่ ต่อมาในปี 1963 มีการนำภาษีเงินได้นิติบุคคล (Corporate Tax) มาพิจารณา สรุปได้ว่าการก่อหนี้จะช่วยลดภาระภาษีผ่านดอกเบี่ย (Tax Shield) จึงทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ลดลง และมูลค่าบริษัทเพิ่ม ทฤษฎีเงินทุนได้มีการพัฒนาต่อไปเป็นทฤษฎี Miller (M Theory) โดย Miller (1977) กล่าวว่า ต้นทุนเงินทุนและมูลค่าธุรกิจไม่ได้รับผลกระทบจากภาษีนิติบุคคลเท่านั้น แต่ยังได้รับผลกระทบจากภาษีเงินได้ส่วนบุคคลของผู้ถือหุ้นจากเงินปันผลหรือกำไรจากการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น และภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาของเจ้าหนี้ซึ่งจะมีอัตราภาษีจากดอกเบี้ยมากกว่าอัตราภาษีของผู้ถือหุ้น ทำให้ประโยชน์จากการกู้ยืมจะลดลง เนื่องจากทฤษฎีของ MM และ Miller ไม่ได้นำความเสี่ยงทางการเงินมาพิจารณา Kraus & Litzenberger (1973) จึงได้พัฒนาทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-Off Theory) โดยสรุปว่าบริษัทจะเลือกใช้หนี้จนถึงระดับที่ประโยชน์จากการก่อหนี้ (Tax Shield) เท่ากับต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินหรือต้นทุนการล้มละลายที่เกิดจากการก่อหนี้ ซึ่งจะเป็นจุดที่ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักต่ำสุด และเป็นจุดที่มูลค่าของบริษัทสูงที่สุด นอกจากนี้ยังมีทฤษฎีที่เกี่ยวข้องอีก ได้แก่ ทฤษฎีลำดับชั้นของเงินทุน Pecking Order Theory (Myers & Majluf, 1984) ซึ่งเนื่องจากข้อมูลไม่สมมาตร (Asymmetric Information) จึงให้ความสำคัญกับการส่งสัญญาณ (Signaling) ดังนั้นบริษัทจะ

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

จัดลำดับแหล่งเงินทุนจากภายในก่อน (ถ้ามี) ตามด้วยการก่อหนี้ และหุ้น ตามลำดับ เพื่อหลีกเลี่ยงการตีความของนักลงทุน และทฤษฎีจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory) ซึ่งพัฒนาโดย Baker & Wurgler (2002) การตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนจึงขึ้นอยู่กับ ช่วงเวลาที่เหมาะสมของตลาด โดยบริษัทจะเลือกออกหุ้นเมื่อราคาหุ้นสูง และก่อหนี้เมื่อดอกเบี้ยต่ำ

การเพิ่มมูลค่าบริษัทในระยะยาวต้องเป็นการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainability) โดยทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost Theory) เป็นพื้นฐานสำคัญที่อธิบายการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน Jensen & Meckling (1976) เป็นผู้พัฒนาจากการศึกษาความสัมพันธ์และความขัดแย้งระหว่างฝ่ายที่เกี่ยวข้องในองค์กร เช่น ผู้ถือหุ้น (Principals) และผู้บริหาร (Agent) การตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน ในการเลือกระหว่างการใช้หนี้สินหรือหุ้น มีผลต่อต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ในบริษัท ทฤษฎีตัวแทนนี้นำไปสู่การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Theory) เพื่อเป็นกลไกในการกำกับดูแลและลดต้นทุนตัวแทน จากนั้นพัฒนาสู่ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม (Environment and Social) ซึ่งมีบทบาทสำคัญในการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนในโลกธุรกิจปัจจุบัน

ต้นทุนเงินทุนมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยง โดยบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงจะมีต้นทุนเงินทุนสูง เนื่องจากแหล่งเงินทุนจากหนี้สิน และแหล่งเงินทุนจากผู้ถือหุ้น ต้องการผลตอบแทนสูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงตามแนวคิดทางการเงินเรื่อง ความเสี่ยงและผลตอบแทน (Risk and Return) ซึ่งความเสี่ยง (Risk) แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงที่หลีกเลี่ยงได้ (Unsystematic Risk) และความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ (Systematic Risk) ความเสี่ยงที่เป็นระบบวัดได้ด้วยค่าเบต้า (Beta) ซึ่งสะท้อนความผันผวนของผลตอบแทนจากสินทรัพย์เปรียบเทียบกับตลาด ทฤษฎีการเงินที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยง คือ ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) ที่พัฒนาขึ้นโดย Sharpe (1972) โดยทฤษฎีนี้นำไปประยุกต์ใช้กับการคำนวณต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นตามแบบจำลองการประเมินราคาหลักทรัพย์

ผลการดำเนินงานทางการเงิน (Financial Performance) สามารถวัดได้ด้วยอัตราส่วนทางการเงิน 5 กลุ่ม ได้แก่ 1) สภาพคล่อง (Liquidity Ratios) เป็นการวัดความสามารถของกิจการในการชำระหนี้ระยะสั้น ประกอบด้วย อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio) 2) ความสามารถในการดำเนินงาน (Efficiency or Activity Ratios) เป็นกลุ่มอัตราส่วนที่ใช้วัดประสิทธิภาพในการบริหาร การใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ต่างๆ ของบริษัท ประกอบด้วย อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) แสดงถึงประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างรายได้ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Operating Cash Flow) วัดประสิทธิภาพในการสร้างกระแสเงินสดจากสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท อัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (Inventory Turnover) อัตราหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (Receivables Turnover) อัตราหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Turnover) 3) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) เป็นกลุ่มอัตราส่วนที่วัดความสามารถของบริษัทในการสร้างกำไรจากยอดขาย สินทรัพย์ หรือส่วนของผู้ถือหุ้น ประกอบด้วย อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin) อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) 4) อัตราส่วนหนี้สิน (Leverage Ratios) เป็นกลุ่มอัตราส่วนที่ใช้ประเมินความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทว่าใช้หนี้สินมากน้อยเพียงใด และมีความสามารถในการชำระหนี้หรือไม่ ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total Assets Ratio) เป็นการพิจารณาว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่ทั้งหมดของกิจการนั้นได้มาจากการก่อหนี้มากน้อยเพียงใด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) 5) ประเมินมูลค่าตลาด (Market Valuation Ratios) เป็นกลุ่มอัตราส่วนที่ใช้ประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ประกอบด้วย อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (Price to Earnings Ratio: P/E) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Ratio: P/B) อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS)

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

ปัจจัยส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) มีผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง ดังนี้ ทฤษฎีการเปิดเผยโดยสมัครใจ (Voluntary Disclosure Theory) กล่าวว่า การเปิดเผยข้อมูลช่วยลดต้นทุนเงินทุน ซึ่งทฤษฎีนี้ได้รับการสนับสนุนจากงานวิจัยของ Nahar et al. (2016) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลความเสี่ยงของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ธากา (Dhaka Stock Exchange) ประเทศบังกลาเทศ ช่วยลดต้นทุนเงินทุน ซึ่งสอดคล้อง He et al. (2013) ที่พบว่า ต้นทุนเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปิดเผยข้อมูลคาร์บอน นอกจากนี้ La Rosa & Bernini (2022) พบว่า บริษัทที่มีปัญหาเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล มีต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น โดยเฉพาะข้อโต้แย้งด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Controversies) เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อ COE มากที่สุด และ Piechocka-Kaluzna et al. (2021) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง ESG และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ด้านที่มีผลกระทบมากที่สุด คือ Governance (G) ส่งผลลดต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ในขณะที่ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) และ Ng & Rezaee (2015) พบว่า การเปิดเผยด้านความยั่งยืนทางเศรษฐกิจ (ECON) การเติบโตและการวิจัย และ ESG ในด้านสิ่งแวดล้อม และธรรมาภิบาล มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ พบว่า ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนทางเศรษฐกิจและ ESG มีอิทธิพลร่วมกันต่อการลดต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และ Gonçalves et al. (2022) พบว่า ผลการดำเนินงาน ESG ที่ดีขึ้นมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ที่ลดลง และ Atan et al. (2018) พบว่า ปัจจัย ESG รายตัวไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุน (WACC) แต่คะแนนภาพรวม ESG พบว่า มีผลต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทในมาเลเซีย ขณะที่ ณัฐรดา เกียรติบุตร (2566) พบว่า ทั้งคะแนนภาพรวม ESG และคะแนนแยกตามหมวดหมู่ไม่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี NASDAQ100 ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งสอดคล้องกับ Gonçalves et al. (2022) ว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG และกิจกรรมที่ไม่เป็นตัวแทนเงินไม่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุน

สำหรับผลกระทบของผลการดำเนินงาน Budhathoki & Rai (2020) พบว่า อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุน และการศึกษาของ Nuanpradit (2016) พบว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินทางการเงิน (Financial Leverage) สูง มักเผชิญกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ที่สูง ซึ่งสอดคล้องกับ Chansomboon (2002) ที่พบว่า บริษัทสื่อสารในประเทศไทย ที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio) สูงมีต้นทุนเงินทุนสูงกว่า นอกจากนี้ ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และคณะ (2566) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีอิทธิพลในทิศทางลบต่อต้นทุนเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลการศึกษาข้างต้นแตกต่างจาก Fernandez (2007) ซึ่งพบว่า อัตราส่วนหนี้สิน มีผลทำให้ต้นทุนเงินทุนลดลงเนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษี (Tax Shield) และ Budhathoki & Rai (2020) พบว่า ไม่พบความสัมพันธ์ในอัตราส่วนหนี้สินกับต้นทุนเงินทุน สำหรับอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม ซึ่ง Budhathoki & Rai (2020) พบว่าการหมุนเวียนสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนอันอาจเนื่องมาจากการประหยัดต่อขนาด (Economies of Scale) ในขณะที่ ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และคณะ (2566) ไม่พบผลกระทบจากอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมต่อต้นทุนเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow: FCF) มีแนวคิดว่ามีผลสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุน เนื่องจากต้นทุนเงินทุนมีผลต่อมูลค่ากิจการ (V) และมูลค่ากิจการคำนวณจากกระแสเงินสดอิสระ (FCF) นั้นหมายความว่า WACC ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ซึ่ง Velez-Pareja (2010) ทำการศึกษาเชิงประจักษ์ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดข้างต้น และ Ghodrati & Hashemi (2014) ยืนยันว่ามีความสัมพันธ์เชิงเส้นโดยตรงและเป็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าบริษัท ในตลาดหลักทรัพย์เตหะราน สำหรับการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฐานกรรณ์ เจริญนันทพิสุทธ์ และเบญจพร โมกขะเวส (2564) พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าหุ้นของบริษัท ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ขณะที่ จิตประพาพ มีชนะ (2561) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SET 100

สำหรับการเติบโตของรายได้นั้น บริษัทที่มีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำลงอาจช่วยส่งเสริมให้บริษัทสามารถลงทุนได้มากขึ้น ซึ่งอาจช่วยสนับสนุนการเติบโตได้ ดังการศึกษาของ Jahodova & Krizova (2024) พบว่า ต้นทุนเงินทุนมีแนวโน้มลดลงเล็กน้อยตลอดช่วงปี 2009-2019 สอดคล้อง Garcia et al. (2016) ซึ่งพบว่า การเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ WACC สอดคล้องกับการศึกษาของ Chansomboon (2002) พบว่า บริษัทสื่อสารในประเทศไทยที่มีอัตราการเติบโตของรายได้ (Revenue Growth) สูงมีต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) ต่ำกว่า ในขณะการศึกษาของ Budhathoki & Rai (2020) พบว่า อัตราการเติบโตของรายได้ไม่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของธนาคารพาณิชย์ประเทศเนปาล และการศึกษาของ ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และคณะ (2566) พบว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย ไม่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับอายุของกิจการ Garcia et al. (2016) พบว่า ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของบริษัทที่อายุน้อยกว่าจะสูงกว่าบริษัทที่มีอายุมากขึ้น สอดคล้องกับ Rahman (2022) พบว่า ในบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องของบังกลาเทศ (Food and Allied Industry) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ธากา (Dhaka Stock Exchange) นั้นอายุกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) สำหรับขนาดของกิจการ Carluccio et al. (2018) พบว่า บริษัทในประเทศฝรั่งเศสที่มีขนาดใหญ่และมีประวัติการลงทุนที่ดีจะมีต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ที่ต่ำกว่า สอดคล้องกับ Rahman (2022) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดกิจการ และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ธากา (Dhaka Stock Exchange) กลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องของบังกลาเทศ (Food and Allied Industry) และ Lim et al. (2024) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดกิจการ และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) นอกจากนี้ Gul et al. (2016) พบว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีระบบการกำกับดูแลกิจการ (CG) ที่ดี มีต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ที่ต่ำกว่า และสอดคล้องกับ Chansomboon (2002) พบว่า บริษัทสื่อสารในประเทศไทยที่มีขนาดใหญ่มีต้นทุนเงินทุนต่ำกว่า และ Nuanpradit (2016) พบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีข้อได้เปรียบในการแข่งขัน โดยสามารถดึงดูดการลงทุนใหม่ได้ง่ายกว่า เนื่องจากมีต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ที่ต่ำกว่า

สำหรับปัจจัยเศรษฐกิจ Carluccio et al. (2018) พบว่า งานวิจัยกล่าวถึงการที่ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมมีผลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) โดยการลงทุนที่เกิดขึ้นในช่วงเศรษฐกิจที่เติบโตอาจลดต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ได้ แต่ในช่วงเศรษฐกิจที่ชะลอตัวหรือลดลงอาจเพิ่มต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของบริษัท ในขณะที่ Cai et al. (2025) พบว่า การปรับเปลี่ยนหรือบิดเบือนข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ของจีน ที่ไม่สอดคล้องกับความเป็นจริงส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) สูงขึ้น ต้นทุนเงินทุนที่สูงขึ้นนี้ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนและประสิทธิภาพของบริษัท นอกจากนี้ในการศึกษาของ Klynveld Peat Marwick Goerdeler (2024) กล่าวว่า ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ที่ชะลอตัวหรือมีความไม่แน่นอนสูงนั้น เพิ่มความเสี่ยงในการลงทุนทำให้นักลงทุนเรียกร้องผลตอบแทนสูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนเพิ่มขึ้น

สมมติฐานการวิจัย

H₁: ESG Score มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

H₂: ESG รายมิติ มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

H₃: อัตราส่วนหนี้สินรวม มีความสัมพันธ์เชิงบวก กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

H₄: อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

H₅: อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

H₆: การเติบโตของรายได้ มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

H₇: อายุของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

H₈: ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

H₉: ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

วิธีการดำเนินงานวิจัย

กลุ่มตัวอย่าง และการเก็บรวบรวมข้อมูล

ประชากรเป้าหมายของการวิจัยนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีคะแนน ESG Score ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน และทำการเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) เฉพาะบริษัทที่ดำเนินการในช่วงเวลาที่ศึกษา (Study Period) ตั้งแต่ปี พ.ศ.2564-2567 เนื่องจากเป็นช่วงเวลาที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ปรับเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลของแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (One Report) ทำให้มีกลุ่มตัวอย่างที่เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย จำนวน 138 บริษัท การวิจัยนี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฐานข้อมูล SETSMART และใช้คะแนน ESG Score ของฐานข้อมูล Refinitiv

การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาผลกระทบของปัจจัยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณแบบ Panel Data (Panel Multiple Linear Regression) งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลในลักษณะ Panel ซึ่งเป็นข้อมูลจากหลายบริษัทที่ถูกรวบรวมอย่างต่อเนื่องตลอดระยะเวลาที่ทำการศึกษา ในการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมกับข้อมูล ได้ดำเนินการทดสอบ Hausman Test เพื่อพิจารณาว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับอิทธิพลเฉพาะรายบริษัทหรือไม่ ซึ่งผลการทดสอบมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าความแตกต่างระหว่างบริษัทไม่สามารถละเลยได้ จึงเลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects (FE) และเพื่อให้ผลการประมาณค่ามีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะในกรณีที่ข้อมูลมีลักษณะไม่สมดุล หรืออาจมีปัญหาเรื่องความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) และความสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อนตามเวลา (Autocorrelation) ได้มีการปรับค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานให้มีความทนทานต่อปัญหาเหล่านี้ผ่านการใช้ Robust Standard Errors

ตัวแปรและการวัดตัวแปร

ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย คะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) และ คะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล แยกเป็นรายมิติ (E Score), (S Score) และ (G Score) ตัวแปรตามผลการดำเนินงานทางการเงิน ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินรวม (DR: เท่า) อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT: เท่า) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO: เท่า) ตัวแปรด้านคุณลักษณะของธุรกิจ ประกอบด้วย การเติบโตของรายได้ (Sales Growth: %) อายุของกิจการ (Age: ปี) ขนาดของกิจการ (Size: บาท) ตัวแปรควบคุม คือ ปัจจัยทางเศรษฐกิจ ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP: %) ตัวแปรตาม คือ ต้นทุนเงินทุน ประกอบด้วย ต้นทุน

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

เงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC: %) ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD: %) และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE: %)

แบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยนี้ ทดสอบผลกระทบของตัวแปร สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ทั้งในมิติของคะแนนภาพรวม (ESG) และมิติคะแนนแต่ละด้าน คือ คะแนนสิ่งแวดล้อม (E Score) สังคม (S Score) และธรรมาภิบาล (G Score) และตัวแปร ต้นทุนเงินทุน ได้พิจารณาในมิติภาพรวมคือ ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนเงินทุนแต่ละแหล่ง ได้แก่ ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ทำให้มีแบบจำลองในการวิเคราะห์ 3 กลุ่ม 6 แบบจำลอง ดังนี้

1) แบบจำลองกลุ่มที่ 1: ผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

$$1.1) \quad WACC = \alpha + \beta_1(ESG \text{ Score}) + \beta_2(DR) + \beta_3(TAT) + \beta_4(CFO) + \beta_5(\text{Sales Growth}) + \beta_6(AGE) + \beta_7(SIZE) + \beta_8(GDP) + e_{ij}$$

$$1.2) \quad WACC = \alpha + \beta_1(E \text{ Score}) + \beta_2(S \text{ Score}) + \beta_3(G \text{ Score}) + \beta_4(DR) + \beta_5(TAT) + \beta_6(CFO) + \beta_7(\text{Sales Growth}) + \beta_8(AGE) + \beta_9(SIZE) + \beta_{10}(GDP) + e_{ij}$$

2) แบบจำลองกลุ่มที่ 2: ผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD)

$$2.1) \quad COD = \alpha + \beta_1(ESG \text{ Score}) + \beta_2(DR) + \beta_3(TAT) + \beta_4(CFO) + \beta_5(\text{Sales Growth}) + \beta_6(AGE) + \beta_7(SIZE) + \beta_8(GDP) + e_{ij}$$

$$2.2) \quad COD = \alpha + \beta_1(E \text{ Score}) + \beta_2(S \text{ Score}) + \beta_3(G \text{ Score}) + \beta_4(DR) + \beta_5(TAT) + \beta_6(CFO) + \beta_7(\text{Sales Growth}) + \beta_8(AGE) + \beta_9(SIZE) + \beta_{10}(GDP) + e_{ij}$$

3) แบบจำลองกลุ่มที่ 3: ผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE)

$$3.1) \quad COE = \alpha + \beta_1(ESG \text{ Score}) + \beta_2(DR) + \beta_3(TAT) + \beta_4(CFO) + \beta_5(\text{Sales Growth}) + \beta_6(AGE) + \beta_7(SIZE) + \beta_8(GDP) + e_{ij}$$

$$3.2) \quad COE = \alpha + \beta_1(E \text{ Score}) + \beta_2(S \text{ Score}) + \beta_3(G \text{ Score}) + \beta_4(DR) + \beta_5(TAT) + \beta_6(CFO) + \beta_7(\text{Sales Growth}) + \beta_8(AGE) + \beta_9(SIZE) + \beta_{10}(GDP) + e_{ij}$$

ผลการวิจัย

สถิติเชิงพรรณนา ซึ่งสรุปได้ว่า บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยคะแนน ESG ที่ 55.295 คะแนน โดยมี E Score, S Score และ G Score มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 51.445, 62.606 และ 51.836 ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีระดับ ESG ที่ดี และมีความโปร่งใสที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในการรายงานข้อมูล ESG ที่สำคัญต่อสาธารณะ ซึ่งกำหนดคะแนนไว้ในช่วง $50 < ESG < 75$ (Refinitiv) ด้านผลการดำเนินงานทางการเงิน พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวม (Debt To Assets Ratio: DR) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.493 เท่า หรือโดยเฉลี่ยบริษัทจัดหาเงินมาโดยการก่อหนี้ประมาณ 49% จากสินทรัพย์ที่มีอยู่ทั้งหมด อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover: TAT) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.800 เท่า แสดงว่าบริษัทสามารถใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์รวมในการสร้างรายได้ 0.8 เท่า อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Flow: CFO) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.078 หมายถึงบริษัทสามารถใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์รวมในการสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้ประมาณ 8% คุณลักษณะของธุรกิจประกอบด้วย การเติบโตของรายได้ มีอัตราการเจริญเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 0.130 เท่า หรือ 13% ส่วนอายุของกิจการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 37.362 ปี มีข้อสังเกตว่า บริษัทมีอายุต่ำสุดที่ 6.202 ปี และสูงสุดที่ 143 ปี แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสบการณ์มานาน ขนาดของกิจการวัดด้วยมูลค่าของสินทรัพย์รวมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 130,152,545.966 บาท ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่วัดด้วยการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

ที่ 2.125% ทั้งนี้บริษัทจดทะเบียนมีต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เฉลี่ยที่ 5.794% โดยมีต้นทุนส่วนของหนี้สิน (COD) เฉลี่ยที่ 2.927% และมีต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) เฉลี่ยที่ 9.240%

ผลการตรวจสอบเงื่อนไขและข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์ โดยใช้สมการถดถอยพหุคูณในการวิจัยนี้ พบว่า ตัวแปรอิสระไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ร่วมพหุเชิงเส้นระหว่างกัน (Multicollinearity) โดยการวิเคราะห์โดยพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละคู่ไม่เกิน 0.8 ซึ่งเป็นเกณฑ์ที่ยอมรับได้ ตามแนวทางของ Hair et al. (2010) จึงสรุปได้ว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity ในแบบจำลองนี้ จากการตรวจสอบปัญหา ความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity) และความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) พบว่า แบบจำลองมีปัญหา Heteroskedasticity และ Autocorrelation โดยตรวจสอบผ่านแบบทดสอบของ Breusch & Pagan (1979) จึงได้ดำเนินการแก้ไขโดยการปรับค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานให้มีความทนทานต่อความคลาดเคลื่อน (Robust Standard Errors) เพื่อให้ผลประมาณค่ามีความเชื่อถือได้มากขึ้น หลังจากการปรับปรุง พบว่าแบบจำลองไม่มีปัญหา Heteroskedasticity และ Autocorrelation ผลการทดสอบเงื่อนไขและข้อตกลงเบื้องต้นสรุปได้ว่าการวิจัยครั้งนี้เป็นไปตามเงื่อนไขทางสถิติของการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ

ผลการวิเคราะห์สรุปได้ดังตารางที่ 1 ซึ่งพบว่า ทั้งสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ผลการดำเนินงานทางการเงิน และคุณลักษณะของธุรกิจ มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท เมื่อพิจารณาผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก พบว่า คะแนนภาพรวม ESG อัตราส่วนหนี้สินรวม (DR), การเติบโตของรายได้ (Sales Growth), อายุกิจการ (Age), ขนาดกิจการ (Size) และ GDP มีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อแยกพิจารณาคะแนน ESG แต่ละด้าน พบว่า เฉพาะ E Score มีผลกระทบเชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) พบว่า E Score อัตราส่วนหนี้สินรวม (DR) และ GDP มีผลกระทบเชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) และ อายุกิจการ (Age) มีผลกระทบเชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) พบว่า คะแนนภาพรวม ESG และเมื่อแยกพิจารณาคะแนน ESG แต่ละด้าน พบว่า เฉพาะ E Score มีผลกระทบเชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT), การเติบโตของรายได้ (Sales Growth), อายุกิจการ (Age) และ GDP มีผลกระทบเชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

กล่าวโดยสรุป ปัจจัยที่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ต้นทุนส่วนของหนี้สิน (COD) และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ได้แก่ คะแนนสิ่งแวดล้อม (E Score) แสดงถึงความสำคัญของความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมต่อต้นทุนเงินทุน

ด้านผลการดำเนินงานทางการเงิน อัตราส่วนหนี้สินรวม (DR) ส่งผลกระทบเชิงลบกับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) ในขณะที่อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) มีผลกระทบเชิงบวกเฉพาะกับต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) มีทิศทางตรงข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีผลกระทบเชิงลบ เฉพาะต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE)

ด้านคุณลักษณะธุรกิจ การเติบโตของรายได้ (Sales Growth) ส่งผลกระทบเชิงลบกับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) อายุกิจการ (Age) ส่งผลกระทบเชิงลบกับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) เช่นเดียวกัน แต่ส่งผลกระทบเชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) ในขณะที่ขนาดกิจการ (Size) มีผลกระทบเชิงลบ เฉพาะต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

ด้านปัจจัยทางเศรษฐกิจ GDP ส่งผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE)

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

ตารางที่ 1 ผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ผลการดำเนินงานทางการเงิน และคุณลักษณะของธุรกิจ ต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทของบริษัท

	WACC				COD				COE			
	ESG		E-S-G		ESG		E-S-G		ESG		E-S-G	
ตัวแปร	Coef.	P-Value	Coef.	P-Value	Coef.	P-Value	Coef.	P-Value	Coef.	P-Value	Coef.	P-Value
สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล												
คะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล	-0.188	0.077*			-0.285	0.205			-0.231	0.015**		
คะแนนสิ่งแวดล้อม			-0.242	0.000***			-0.228	0.031**			-0.196	0.011**
คะแนนสังคม			0.098	0.567			-0.131	0.554			0.004	0.978
คะแนนธรรมาภิบาล			0.066	0.454			0.062	0.745			0.069	0.322
ผลการดำเนินงานทางการเงิน												
DR	-0.341	0.031**	-0.356	0.024**	-0.783	0.000***	-0.823	0.000***	0.009	0.942	-0.013	0.914
TAT	-0.071	0.564	-0.141	0.276	-0.230	0.236	-0.28	0.144	-0.323	0.004***	-0.372	0.001***
CFO	0.202	0.638	0.093	0.822	1.883	0.007***	1.784	0.008***	-0.487	0.212	-0.577	0.123
คุณลักษณะของธุรกิจ												
Sales Growth	-0.096	0.037**	-0.084	0.091*	-0.045	0.328	-0.037	0.445	-0.108	0.023**	-0.102	0.045**
Age	-0.277	0.000***	-0.270	0.000***	0.140	0.000***	0.150	0.000***	-0.462	0.000***	-0.456	0.000***
Size	-0.359	0.020**	-0.326	0.031**	-0.085	0.674	-0.060	0.755	-0.084	0.561	-0.064	0.636
ตัวแปรควบคุม: ปัจจัยทางเศรษฐกิจ												
GDP	-0.443	0.000***	-0.442	0.000***	-0.079	0.016**	-0.075	0.026**	-0.507	0.000***	-0.504	0.000***
R Squared	0.763		0.768		0.303		0.318		0.867		0.868	
F-Stat	0.000		0.000		0.000		0.000		0.000		0.000	

หมายเหตุ: ***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.10

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

การศึกษานี้ทำการตรวจสอบความแข็งแกร่งของผลการวิจัย โดยทำการเปลี่ยนช่วงเวลาในการทดสอบ ซึ่งผลกระทบจะต้องสอดคล้องในทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุน ผลการวิเคราะห์ พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E Score) มีค่า Coef. = -0.159 อัตราส่วนหนี้สินรวม (DR) มีค่า Coef. = -0.630 อายุกิจการ (Age) มีค่า Coef. = -0.089 และขนาดกิจการ (Size) มีค่า Coef. = -0.242 มีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนที่เป็นเชิงลบ ดังนั้นผลการทดสอบความแข็งแกร่งของผลการศึกษา (Robustness Check) มีความแข็งแกร่งในมิติความคงเส้นคงวา (Reliability) คือ มีความสอดคล้องกันเมื่อเปลี่ยนช่วงเวลาในการทดสอบพบว่า ผลการศึกษาสอดคล้องกัน

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

การศึกษผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อต้นทุนของเงินทุน จากหลักฐานเชิงประจักษ์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดย ESG ศึกษาทั้งคะแนนภาพรวม และคะแนนรายด้าน นอกจากปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) แล้ว ยังมีผลการดำเนินงานทางการเงิน คุณลักษณะของธุรกิจ และปัจจัยทางเศรษฐกิจ โดยวิเคราะห์ผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ผลการศึกษารูปได้ว่า ทั้ง ESG ผลการดำเนินงานทางการเงิน คุณลักษณะของธุรกิจ และปัจจัยทางเศรษฐกิจ ส่งผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุน โดยคะแนนภาพรวม ESG อัตราส่วนหนี้สินรวม (DR) การเติบโตของรายได้ (Sales Growth) อายุกิจการ (Age) ขนาดกิจการ (Size) และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และผลกระทบคะแนน ESG รายด้าน พบว่า เฉพาะคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E Score) ที่มีผลกระทบเชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) นั้น พบว่า คะแนน ESG รายด้าน อัตราส่วนหนี้สินรวม (DR) และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีผลกระทบเชิงลบ ขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) และอายุกิจการ (AGE) มีผลกระทบเชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) พบว่า คะแนน ภาพรวม ESG การหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) การเติบโตของรายได้ (Sales Growth) อายุกิจการ (Age) และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการวิจัยที่พบว่า คะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) มีผลกระทบเชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนทั้ง ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) นั้น สืบเนื่องมาจากการการดำเนินการด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ ธรรมาภิบาล (ESG) ทำให้บริษัทเป็นที่ยอมรับของผู้ที่เกี่ยวข้องรวมทั้งเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น ตลอดจนช่วยลดผลกระทบด้านลบต่อบริษัท ลดความเสี่ยงต่อการไม่ปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับ จึงสร้างความมั่นใจให้เจ้าของเงินทุน ทำให้สามารถจัดหาเงินทุนด้วยต้นทุนเงินทุนที่ต่ำลง และการดำเนินการเกี่ยวกับธรรมาภิบาล โดยเฉพาะการเปิดเผยข้อมูลและการกำกับดูแลที่ดี เป็นกลไกสำคัญในการลดต้นทุนตัวแทนตามนัยแห่งทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนที่ลดลง อันสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Nahar et al. (2016); He et al. (2013); La Rosa & Bernini (2022); Piechocka-Kaluzna et al. (2021); Ng & Rezaee (2015); Atan et al. (2018) และ Gonçalves et al. (2022) อย่างไรก็ตามผลการวิจัยนี้ไม่สอดคล้องกับ Gonçalves et al. (2022) และ ณัฐรดา เกียรติบุตร (2566) ที่พบว่า คะแนนภาพรวม สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) ไม่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) นอกจากนี้ผลการศึกษา พบว่า คะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) ไม่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) อย่างมีนัยสำคัญ นั้นสอดคล้องกับ Piechocka-Kaluzna et al. (2021) ซึ่งน่าจะมีสาเหตุจากการที่ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินที่เป็นอัตราคงที่ จึงไม่มีความผันผวนตามระดับ ESG

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

สำหรับผลกระทบของคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ในแต่ละมิติ นั้นงานวิจัยนี้พบว่า เฉพาะคะแนนสิ่งแวดล้อม มีผลกระทบเชิงลบต่อต้นทุนเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ อันเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งไม่สอดคล้องกับ Piechocka-Kaluzna et al. (2021) ที่พบว่า คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G Score) และ La Rosa & Bernini (2022) ที่พบว่า คะแนนด้านสังคม (S Score) มีผลเชิงลบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (COE) ซึ่งไม่สอดคล้องกับ Atan et al. (2018) และ ณัฐรดา เกียรติบุตร (2566) ที่พบว่า คะแนนแยกตามหมวดหมู่ทุกด้านไม่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุน ผลการศึกษานี้สะท้อนว่า นักลงทุนและเจ้าหน้าที่ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตอบสนองต่อการดำเนินการด้านสิ่งแวดล้อมมากกว่าด้านอื่น

สำหรับผลการดำเนินงานด้านการเงิน อัตราส่วนหนี้สินรวม (DR) มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้สนับสนุนแนวคิดทฤษฎี Modigliani & Miller (1963) ว่าการก่อหนี้จะเป็นผลดี เนื่องจากสามารถประหยัดภาษีได้ (Tax Shield) และสนับสนุนทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ว่าหนี้สินสูงเป็นสัญญาณเชิงบวก แสดงถึงโอกาสในการขยายกิจการหรือการลงทุน นอกจากนี้อาจเป็นเพราะโดยทั่วไปต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) ต่ำกว่า ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (COE) หากบริษัทสามารถกู้ยืมด้วยอัตราดอกเบี้ยต่ำ และยังคงมีความสามารถในการชำระหนี้ได้ดี การเพิ่มสัดส่วนหนี้ในโครงสร้างทุน อาจทำให้ WACC โดยรวมลดลง หรืออาจจะเป็นเนื่องจากบริษัทมีความน่าเชื่อถือ มีความมั่นคง นักลงทุนและเจ้าหน้าที่อาจไม่มีความกังวล แม้บริษัทจะมีหนี้สินสูงมากก็ตาม หากรายได้สม่ำเสมอ มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน หรือการเป็นลูกค้านดี ชำระหนี้ตรงต่อเวลา โดยผลการศึกษาสอดคล้องกับ Fernandez (2007) และ ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และคณะ (2566) แต่ไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Nuanpradit (2016) และ Chansomboon (2002) ที่พบว่าผลกระทบเชิงบวกระหว่างอัตราส่วนหนี้สินกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (COE) ในขณะที่ Budhathoki & Rai (2020) ที่พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (COE)

อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (COE) อย่างมีนัยสำคัญ อันเป็นไปตามสมมติฐาน สอดคล้องกับ Budhathoki & Rai (2020) แต่ไม่สอดคล้องกับ ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และคณะ (2566) ที่พบว่า อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมไม่มีความสัมพันธ์ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ส่วนอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวก กับต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) อย่างมีนัยสำคัญ ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ อาจเป็นผลจากลักษณะของบริษัทที่มีการก่อหนี้ในช่วงขยายกิจการ หรือมีความเสี่ยงเฉพาะด้าน ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินอยู่ในระดับสูง แม้จะมีการสร้างกระแสเงินสดได้ดี โดยผลการศึกษาแตกต่างจาก Velez-Pareja (2010) และ Ghodrati & Hashemi (2014)

ด้านคุณลักษณะของธุรกิจ พบว่า การเติบโตของรายได้ (Sales Growth) มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (COE) สอดคล้องกับสมมติฐาน เนื่องจากบริษัทที่สามารถรักษาการเติบโตของรายได้อย่างต่อเนื่อง มักได้รับการประเมินว่ามีระดับความเสี่ยงต่ำ ส่งผลให้ผู้ให้ทุนทั้งในรูปแบบของเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นมีแนวโน้มที่จะยอมรับผลตอบแทนในระดับที่ไม่สูงนัก ทำให้ต้นทุนเงินทุนลดลง สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Chansomboon (2002); Garcia et al. (2016) และ Jahodova & Krizova (2024) ที่พบว่า มีผลกระทบเชิงลบระหว่างอัตราการเติบโตของรายได้กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และ ไม่สอดคล้องกับ Budhathoki & Rai (2020) และ ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และคณะ (2566) พบว่า ไม่มีผลกระทบระหว่างอัตราการเติบโตของรายได้กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

สำหรับอายุกิจการ (Age) ที่พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (COE) อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทที่อายุน้อยกว่ามีต้นทุนเงินทุนสูงกว่าบริษัทที่มีอายุมาก มีประวัติการดำเนินงานที่ยาวนาน จากความเสี่ยงที่สูงกว่า ยังไม่มีประวัติการดำเนินงานชัดเจน ทำให้นักลงทุนและ

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

เจ้าหนี้ประเมินว่ามีความเสี่ยงมากกว่าในการลงทุน หรือลงทุนให้กู้เงิน จึงต้องการผลตอบแทนสูงกว่าหรือคิดดอกเบี้ยแพงกว่าเพื่อชดเชยความเสี่ยง ซึ่งสอดคล้องกับ Garcia et al. (2016) และ Rahman (2022)

ด้านขนาดของกิจการพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความเสี่ยงต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก นักลงทุนและเจ้าหนี้มีมุมมองว่ามีความปลอดภัยมากกว่า นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ดีกว่า สามารถกู้ยืมได้ในเงื่อนไขที่ดี เช่น ดอกเบี้ยต่ำ ทำให้ต้นทุนเงินทุนโดยรวมลดลงได้ สอดคล้องกับ Chansomboon (2002); Gul et al. (2016); Nuanpradit (2016); Carluccio et al. (2018); Rahman (2022) และ Lim et al. (2024)

ผลการศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน (COD) และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) เนื่องจาก GDP ที่สูงขึ้น มีส่วนช่วยสนับสนุนขยายตัวของภาคธุรกิจ บริษัทสามารถสร้างรายได้ ผลตอบแทนที่ดีขึ้น มีความเสี่ยงลดลง ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและผู้ให้กู้ นักลงทุนต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงน้อยลง ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนเงินทุนของหนี้สินจึงลดลง ดังนั้น ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) จึงมีแนวโน้มลดลง ในช่วงที่เศรษฐกิจเติบโตดี สอดคล้องกับ Carluccio et al. (2018); Klynveld Peat Marwick Goerdeler (2024) และ Cai et al. (2025)

อย่างไรก็ตามการศึกษานี้มีข้อจำกัดคือ ใช้คะแนน ESG จากฐานข้อมูล Refinitiv เพียงแหล่งเดียว ซึ่งถึงแม้ว่าจะได้รับการใช้อย่างแพร่หลายในวงวิชาการและอุตสาหกรรมการเงิน แต่การใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลเพียงแหล่งเดียวอาจมีข้อจำกัดด้านวิธีการให้คะแนน ที่อาจจะไม่สอดคล้องกับแหล่งข้อมูลอื่น รวมทั้งการศึกษานี้ไม่สามารถวิเคราะห์ผลกระทบของปัจจัยกลุ่มอุตสาหกรรมต่อต้นทุนเงินทุนได้ อันอาจเกิดจากปัญหาเชิงเทคนิค เนื่องจากข้อมูลปัจจุบันแยกอุตสาหกรรมตามระดับความเสี่ยงเท่ากับ 5 กลุ่ม เมื่อนำไปวิเคราะห์กับจำนวนตัวอย่างบริษัทอาจจะมีหน่วยวิเคราะห์ไม่มากพอ ทั้งนี้ได้มีข้อเสนอแนะให้มีการศึกษาต่อไป

ข้อเสนอแนะสำหรับการนำไปปฏิบัติ

ผลการศึกษาชี้ให้เห็นถึงแนวทางปฏิบัติที่ผู้บริหารบริษัท นักลงทุน เจ้าหนี้ นักวิเคราะห์การเงิน ผู้กำหนดนโยบาย หน่วยงานกำกับดูแล และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นๆ สามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้ โดยทุกภาคส่วนควรสนับสนุนการดำเนินการด้าน ESG อย่างต่อเนื่องเพื่อส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืน เนื่องจากพบว่า ESG มีส่วนช่วยลดต้นทุนทางการเงิน และควรให้ความสำคัญกับการดำเนินงานและบทบาทในด้านสังคมและธรรมาภิบาลให้มากขึ้น เพื่อให้ผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนชัดเจนยิ่งขึ้น บริษัทจดทะเบียนควรยกระดับความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนอย่างเป็นระบบ โดยจัดทำรายงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลตามมาตรฐานสากล เช่น GRI, SASB, TCFD เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุน หน่วยงานกำกับดูแลอาจพิจารณากำหนดให้การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นข้อบังคับสำหรับบริษัทขนาดใหญ่ เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมในการเข้าถึงข้อมูลและลดช่องว่างในตลาดทุน นอกจากนี้ ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับการบริหารสินทรัพย์และการก่อหนี้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากมีผลกระทบสูงต่อต้นทุนทางการเงิน นักลงทุนควรพิจารณาลงทุนในบริษัทที่มีการเติบโตของรายได้ มีขนาดใหญ่ และมีประวัติการดำเนินงานที่ยาวนาน เนื่องจากมีความมั่นคงและสามารถจัดหาเงินทุนได้ในอัตราที่ต่ำกว่า สุดท้ายนี้ ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องควรให้ความสำคัญกับการติดตามปัจจัยทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) เนื่องจากมีผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงินเช่นกัน

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารังต่อไป

เนื่องจากต้นทุนเงินทุนมีความสำคัญต่อมูลค่าธุรกิจและมีแนวคิดทฤษฎีสนับสนุนมากมาย จึงควรมีการศึกษาเชิงลึกถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุน เช่น การประหยัดภาษีจากปัจจัยอื่นนอกเหนือจากการกู้ยืม ซึ่งยังมีข้อมูลการวิจัยจำกัด นอกจากนี้ ควรขยายการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับ ESG โดยอาจใช้คะแนน ESG จากแหล่งอื่นนอกเหนือจาก

ปีที่ 14 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2568)

Refinitiv หรือวิเคราะห์ความน่าเชื่อถือของคะแนน ESG จากแหล่งต่างๆ เพื่อระบุแหล่งข้อมูลที่สะท้อนการดำเนินงาน ESG ที่แท้จริงที่สุด หรือเปรียบเทียบต้นทุนเงินทุนในประเทศที่มีการดำเนินงานด้าน ESG สูงและต่ำ นอกจากนี้ การศึกษาในอนาคตควรเพิ่มตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรม (โดยแบ่งเป็น 28 ประเภทตามกลุ่มธุรกิจ) ขยายกลุ่มตัวอย่าง และระยะเวลาการศึกษา เพื่อให้เห็นผลกระทบที่ชัดเจนและครอบคลุมยิ่งขึ้นเกี่ยวกับผลกระทบของ ESG ต่อต้นทุนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

เอกสารอ้างอิง

- จิตประพาพ มีชนะ. (2561). อิทธิพลของกระแสเงินสดกับโครงสร้างทางการเงิน: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สารนิพนธ์ บัณฑิตมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- ฐาปกรณ์ เจียรนนทพิสุทธิ์ และ เบญจพร โมกขะเวส. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารมหาจุฬานาครธรรม, 8(11), 341-359.
- ณัฐรา เกียรติบุตร. (2566). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนทางการเงินรวมโดยเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital) กับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Scores) รวมไปถึงคะแนนแยกตามหมวดหมู่ในแต่ละหมวด (Pillar Scores) ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี NASDAQ100 ในประเทศสหรัฐอเมริกา. สารนิพนธ์ การจัดการมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยมหิดล.
- ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์, ภัฏญพัชญ์ อรุณรัตน์, วิชุดา สมงาม, ชิดชญา จันทเพ็ชร และ อุภาวดี เนื่องวรรณ. (2566). อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรให้คู่ค้ากับเงินลงทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา 2019. วารสารนวัตกรรมธุรกิจ การจัดการ และสังคมศาสตร์, 4(1), 1-15.
- สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน. (2565). แนวคิดและการคำนวณต้นทุนเงินทุน. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- Atan, R., Alam, M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The Impacts of Environmental, Social, and Governance Factors on Firm Performance: Panel Study of Malaysian Companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29, 182-194.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Breusch, T., & Pagan, A. (1979). A Simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation. *Econometrica*, 47(5), 1287-1294.
- Budhathoki, P., & Rai, C. (2020). The Impact of the Debt Ratio, Total Assets, and Earning Growth Rate on WACC: Evidence from Nepalese Commercial Banks. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 15(2), 16-23.
- Cai, G., Li, X., Luo, D., & Tang, Z. (2025). GDP Manipulation, Cost of Equity, and Firm Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 52(4), 1868-1889.
- Carluccio, J., Mazet-Sonilhac, C., & Mesonnier, J. (2018). *Investment and the WACC: New micro evidence for France* (Working Paper #710). France: Banque de France.
- Chansomboon, S. (2002). *Determinants of cost of capital for Thailand communication corporations*. Master of Business Administration Thesis, Assumption University.
- Fernandez, P. (2007). A General Formula for the WACC: A Comment. *International Journal of Business*, 12(3), 399-403.

- Garcia, C., Saravia, J., & Yepes, D. (2016). The weighted average cost of capital over the lifecycle of the firm: Is the overinvestment problem of mature firms intensified by a higher WACC?. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 12(2-1), 96-103.
- Ghodrati, H., & Hashemi, A. (2014). A study on relationship among free cash flow, firm value and investors' cautiousness: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 4, 2001-2010.
- Gonçalves, T., Dias, J., & Barros, V. (2022). Sustainability Performance and the Cost of Capital. *International Journal of Financial Studies*, 10(3), 63.
- Gul, S., Rashid, A., & Muhammad, F. (2016). The impact of corporate governance on cost of capital: the case of small, medium, and large cap firms. *Journal of Business Studies*, 12(1), 247-271.
- Hair, J., Black, W., Babin, B., & Anderson, R. (2010). *Multivariate Data Analysis* (7th ed.). New York: Pearson.
- He, Y., Tang, Q., & Wang, K. (2013). Carbon disclosure, carbon performance, and cost of capital. *China Journal of Accounting Studies*, 1(3-4), 190-220.
- Jahodova, L., & Krizova, M. (2024). *Analysis of the relationship between return on invested capital, WACC, and growth rate*. A paper presented at the International Conference on Automotive Industry 2024, Mladá Boleslav, Czech Republic.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Klynveld Peat Marwick Goerdeler. (2024). *Cost of Capital Study 2024*. Retrieved from <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/ch/pdf/cost-of-capital-study-2024.pdf>.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- La Rosa, F., & Bernini, F. (2022). ESG controversies and the cost of equity capital of European listed companies: the moderating effects of ESG performance and market securities regulation. *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(5), 641-663.
- Lim, H., Mali, D., Attah-Boakye, R., & Adams, K. (2024). An analysis of the effect of employee tenure on WACC. *Accounting Forum*, 49(4), 854-882.
- Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32, 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nahar, S., Azim, M., & Jubba, C. (2016). Risk disclosure, cost of capital and bank performance. *International Journal of Accounting and Information Management*, 24(4), 476-494.
- Ng, A., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149.

- Nittayakamolpun, P., Bunnun, W., Phong-a-ran, N., Uttarin, R., & Pholkerd, P. (2025). Thailand Sustainability Investment Performance on Thailand's Stock Market and Financial Assets. *International Journal of Financial Studies*, 13(2), 71.
- Nuanpradit, S. (2016). The Equity Capital Cost of Thai listed Companies Across Industries. *Journal of Business Administration and Languages*, 4(2), 71-75.
- Piechocka-Kaluzna, A., Tluczak, A., & Lopatka, P. (2021). The Impact of CSR/ESG Reporting on the Cost of Capital: An Example of US Healthcare Entities. *European Research Studies Journal*, 24(Special Issue 2), 679-690.
- Rahman, F. (2022). *Impact of WACC on Firm Profitability: Evidence from Food and Allied Industry of Bangladesh*. Retrieved from <https://arxiv.org/abs/2210.07955>.
- Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., & Mariani, M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1412-1421.
- Sharpe, W. (1972). Risk, Market Sensitivity and Diversification. *Financial Analysts Journal*, 28(1), 74-79.
- Suttipun, M., Lakkanawanit, P., Saramolee, A., Yaacob, Z., & Srijunpetch, S. (2025). Environmental, Social, and Governance Disclosures and Market Reaction of Thai-Listed Companies in the Alternative Capital Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(3), 113.
- Velez-Pareja, I. (2010). Return to basics: cost of capital depends on free cash flow. *The IUP Journal of Applied Finance*, 16(1), 27-39.

Data Availability Statement: The raw data supporting the conclusions of this article will be made available by the authors, without undue reservation.

Conflicts of Interest: The authors declare that the research was conducted in the absence of any commercial or financial relationships that could be construed as a potential conflict of interest.

Publisher's Note: All claims expressed in this article are solely those of the authors and do not necessarily represent those of their affiliated organizations, or those of the publisher, the editors and the reviewers. Any product that may be evaluated in this article, or claim that may be made by its manufacturer, is not guaranteed or endorsed by the publisher.



Copyright: © 2025 by the authors. This is a fully open-access article distributed under the terms of the Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0).