



ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินความยั่งยืนที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship Between Sustainability Assessment Scores on Return on Equity and Stock Prices of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

วรวิทย์ กุลตังวัฒนา¹ ขวัญชนก ห่านนิมิตกุลชัย^{2*} กันยารัตน์ ดาษจันทิก³ เบญจวรรณ ศุภภัทรพร⁴
ภาณุพงศ์ ผิวเดช⁵ สันติสุข โลหะพงษ์⁶ เนติภูมิ อูปทุม⁷ และ จักรพงษ์ พรรณรังษี⁸
Worravit Kultangwatana,¹ Kwanchanok Hannimitkulchai,^{2*} Kanyarat Datchanthuk,³
Benjawan Supapattarapohn,⁴ Panupong Piwdet,⁵ Santisuk Lohaphong,⁶
Naetiphum Aupathum⁷ and Chakkaphong Phannarangsi⁸

Article History

Receive: July 23, 2025

Revised: August 22, 2025

Accepted: August 22, 2025

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและราคาหลักทรัพย์ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ รวมถึงศึกษาบทบาทของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในฐานะตัวแปรส่งผ่านระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมข้อมูลจาก 558 บริษัท ในปี พ.ศ. 2567 ในการวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์เพียร์สัน และใช้สถิติการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ เพื่อทำการทดสอบสมมติฐาน ผลการวิจัยพบว่า 1) คะแนนประเมินด้านความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น 2) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ 3) คะแนนประเมินด้านความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ และ 4) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นยังมีบทบาทเป็นตัวแปรส่งผ่านแบบบางส่วนระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนกับราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นผลการวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นถึงคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน แต่เป็นข้อมูลที่มีความสำคัญต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าทางการตลาดของกิจการ ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียที่อธิบายว่าเมื่อแนวปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของกิจการสอดคล้องกับความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียหลักจะช่วยเพิ่มผลลัพธ์ขององค์กรและมูลค่าตลาด

คำสำคัญ : สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล; คะแนนประเมินด้านความยั่งยืน; อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น; ราคาหลักทรัพย์; กำไรสุทธิ

¹⁻⁴ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, Assistant Professor, Faculty of Liberal Arts and Management Science, Kasetsart University

⁵⁻⁸ นิสิตปริญญาตรี คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, Undergraduate student, Faculty of Liberal Arts and Management Science, Kasetsart University

*Corresponding author E-mail: kwanchanok.ha@ku.th

ABSTRACT

The objective of this study is to examine the relationships among firms' sustainability assessment scores, return on equity (ROE), and stock prices; the relationship between ROE and stock prices; as well as the mediating role of ROE in the relationship between sustainability assessment scores and stock prices of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). Data were collected from 558 companies listed on the Stock Exchange of Thailand in 2024. Descriptive statistics, Pearson's correlation coefficients, and multiple regression analysis were employed to test the hypotheses. The findings revealed that 1) sustainability assessment scores were positively correlated with ROE; 2) ROE is positively correlated with stock prices; (3) sustainability assessment scores were positively correlated with stock prices; and (4) ROE partially mediated the relationship between sustainability assessment scores and stock prices. These results indicated that sustainability assessment scores, although non-financial in nature, were significantly associated with firms' operating performance and market value. The findings were consistent with stakeholder theory, which suggested that firms' environmental, social, and governance (ESG) practices aligned with stakeholder expectations enhance organizational outcomes and market valuation.

Keywords : Environmental Social and Governance (ESG); Sustainability Ranking Score; Return on Equity; Stock Price; Net Profit

บทนำ

จากรายงานความเสี่ยงประจำปี 2021 ของ World Economic Forum (WEF) ระบุว่า ความล้มเหลวในการรับมือกับการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศเป็นความเสี่ยงสำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่ออย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ในปัจจุบันโลกกำลังเปลี่ยนผ่านจาก “Global Warming” สู่ “Global Boiling” สะท้อนถึงอุณหภูมิโลกที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เร่งให้ทุกภาคส่วนตระหนักถึงความจำเป็นของการพัฒนาอย่างยั่งยืนและการดำเนินธุรกิจตามหลัก ESG (Krungrsri Card, 2025) ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมาประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental: E) สังคม (Social: S) และธรรมาภิบาล (Governance: G) หรือเรียกรวมกันว่า ESG ได้กลายเป็นปัจจัยสำคัญที่ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียให้ความสำคัญในการประเมินมูลค่ากิจการ โดยสอดคล้องกับการคาดการณ์ของตลาดทุนทั่วโลกที่ระบุว่า ตลาดบริการข้อมูลด้าน ESG ทั่วโลกจะมีมูลค่าสูงถึง 1.59 พันล้านเหรียญสหรัฐในปี พ.ศ.2566 และมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่องในอัตราเฉลี่ยร้อยละ 23 ต่อปี ในช่วงระหว่างปี พ.ศ.2564-2568 ตลาดบริการข้อมูล ESG สำหรับกิจการนอกตลาดจะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยสูงกว่าถึงร้อยละ 42 ต่อปี ในช่วงเวลาเดียวกันซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความต้องการข้อมูลด้าน ESG ที่เพิ่มขึ้นในทุกระดับของภาคธุรกิจและการลงทุน (Thaipat Institute, 2023)

สำหรับประเทศไทยตั้งแต่ช่วงปี 2563-2567 นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงให้ผลตอบแทนรวมกว่าร้อยละ 232 ขณะที่ดัชนี MSCI All-Caps ASEAN ให้ผลตอบแทนไม่ถึงร้อยละ 100 (Infoquest, 2025) สะท้อนถึงว่านักลงทุนให้ความสำคัญกับหลักการพัฒนาอย่างยั่งยืนเพิ่มขึ้น ทั้งนี้บริษัทที่ได้รับการประเมินให้อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืนตามเกณฑ์ SET ESG Ratings มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวม 11.47 ล้านล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 80.50 ของมูลค่าหลักทรัพย์รวมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (Stock Exchange of Thailand, 2025) นอกจากนี้บริษัทจดทะเบียนหลายแห่งได้ให้ความสำคัญกับการดำเนินงานอย่างยั่งยืน โดยได้จัดทำรายงานด้าน ESG อย่างต่อเนื่อง อาทิเช่น บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) มุ่งเน้นพลังงานสะอาดและลดก๊าซเรือนกระจก บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) นำเศรษฐกิจหมุนเวียนมาใช้ และธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) สนับสนุนธุรกิจตามแนวทาง ESG พร้อมนโยบายสิทธิมนุษยชน เป็นต้น (Investree, 2025) ดังนั้นหลายองค์กรจึงพยายามสื่อสารผลดำเนินงานด้าน ESG อย่างต่อเนื่องผ่านการประกาศนโยบาย การจัดทำรายงานด้าน ESG และการสื่อสารผลลัพธ์ผ่านช่องทางต่างๆ เพื่อสะท้อนถึงความตั้งใจในการขับเคลื่อนองค์กรให้สามารถสร้างมูลค่าในระยะยาวและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานจนนำไปสู่เป้าหมายด้านความยั่งยืนอย่างแท้จริง (Fillgoods, 2021)



ภายใต้บริบทที่นักลงทุนให้ความสำคัญต่อ ESG ที่เพิ่มสูงขึ้นทำให้องค์กรจึงเร่งสื่อสารผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนโดยอ้างอิงตัวชี้วัดสำคัญ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และมูลค่าทางการตลาด พร้อมทั้งยังช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นและภาพลักษณ์ที่ดีต่อองค์กรในสายตาของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทั้งนักลงทุน ลูกค้า และสังคม นอกจากนี้มีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาเกี่ยวกับ ESG และผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ แต่ผลลัพธ์ยังคงหลากหลายและแตกต่างกันตามบริบทของแต่ละประเทศ แต่ละอุตสาหกรรม รวมถึงวิธีการวัด ESG ด้วยเหตุนี้ผู้วิจัยจึงตั้งคำถามงานวิจัยว่า การดำเนินงานที่เน้น ESG ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่านระหว่าง ESG กับราคาหลักทรัพย์แบบใด ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นจากนักลงทุน นักวิเคราะห์และผู้กำหนดนโยบาย เนื่องจากเป็นข้อมูลที่มีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุน ทั้งในมิติของผลตอบแทน ความเสี่ยง และความโปร่งใสของกิจการ

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อศึกษาบทบาทของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในฐานะตัวแปรส่งผ่านระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เป็นกรอบทฤษฎีที่อธิบายถึงการที่องค์กรควรมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม ไม่เพียงแต่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น (Freeman, 1984) ทฤษฎีนี้เน้นว่าผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเป็นบุคคลหรือกลุ่มบุคคลซึ่งได้รับผลกระทบจากการตัดสินใจ นโยบาย และการปฏิบัติงานของกิจการ จากแนวคิดของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียแสดงให้เห็นในการเปลี่ยนแปลงมุมมองการวัดความสำเร็จของกิจการด้วยผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียวไปสู่การพิจารณาผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ไม่ว่าจะเป็นลูกค้า พนักงาน ชุมชน หรือสิ่งแวดล้อม เพื่อสร้างความยั่งยืนให้กับกิจการ Xu et al. (2024) สนับสนุนว่า ผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอกให้ความสนใจและมีแนวโน้มสนับสนุนกิจการที่ให้ความสำคัญกับแนวคิดการรายงานความอย่งยั่งยืน Artkongharn (2023) สนับสนุนว่า ผลลัพธ์ที่เกิดจากความยั่งยืนจะสะท้อนผลเชิงบวกไปสู่ผลประกอบการในระยะยาว โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ที่จะมีแนวโน้มการเติบโตอย่างยั่งยืน แสดงถึงการให้ทุนอย่างมีประสิทธิภาพและความสามารถในการสร้างกำไรจะเป็นแรงดึงดูดผู้ลงทุนมาลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ดังนั้นทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ชี้ให้เห็นว่าการดำเนินงานตามหลัก ESG คือการสร้างคุณค่าให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย ซึ่งช่วยเสริมความน่าเชื่อถือ ความยั่งยืน และความได้เปรียบทางการแข่งขันขององค์กร

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ผู้บริหารได้รับข้อมูลที่มากกว่าผู้ลงทุน การตัดสินใจสำคัญของผู้บริหารจะเป็นการส่งสัญญาณไปถึงผู้ลงทุนได้ทราบถึงผลการดำเนินงานและศักยภาพของกิจการ ซึ่งทฤษฎีการส่งสัญญาณของ Spence (1973) อธิบายถึงพฤติกรรมของผู้บริหารในการส่งสัญญาณไปยังผู้ลงทุนเพื่อให้สามารถประเมินมูลค่าของกิจการได้อย่างเหมาะสม โดยสัญญาณเหล่านี้จะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทั้งในเชิงบวกและลบ หรือกล่าวได้ว่าทฤษฎีนี้ตั้งอยู่บนพื้นฐานของปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ซึ่งเกิดจากความเหลื่อมล้ำด้านข้อมูลระหว่าง “ผู้บริหาร” ซึ่งรับรู้ข้อมูลภายในกับ “นักลงทุน” ที่รับรู้ข้อมูลจำกัด ดังนั้นการส่งสัญญาณจึงถือเป็นกลไกที่ผู้บริหารสามารถใช้ในการถ่ายทอดข้อมูลภายในที่มีลักษณะเชิงบวกออกสู่ตลาดได้ โดยไม่ขัดต่อข้อกำหนดด้านการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นทางการ (Liu et al., 2024) ในงานวิจัยครั้งนี้ ESG เป็นการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนเพื่อแสดงถึงคุณลักษณะหรือศักยภาพบางอย่างที่นอกเหนือจากข้อมูล

ทางการเงิน ซึ่งในปัจจุบันนักลงทุนให้ความสนใจอย่างมาก เนื่องจาก ESG บ่งบอกถึงความรับผิดชอบต่อสังคมและแสดงถึงความโปร่งใสในการดำเนินงานของกิจการ

คะแนนประเมินด้านความยั่งยืน

ในกระบวนการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนต้องพิจารณาทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่การเงิน ซึ่งปัจจัยสำคัญที่ได้รับความสนใจเพิ่มมากขึ้นคือ ESG ซึ่งสะท้อนถึงความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ อีกทั้งคะแนนประเมินด้านความยั่งยืน ยังแสดงให้เห็นถึงความตั้งใจขององค์กรในการดำเนินธุรกิจที่สมดุลทั้งในด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม จากแนวคิด Triple Bottom Line การสื่อสารข้อมูล ESG ผ่านรายงานต่างๆ เช่น รายงานประจำปีและรายงานที่เกี่ยวข้องกับ ESG จึงกลายเป็นกลยุทธ์สำคัญที่ช่วยสร้างภาพลักษณ์เชิงบวกและเพิ่มศักยภาพการแข่งขัน (Zheng, 2024) รวมถึงส่งเสริมให้ธุรกิจดำเนินงานอย่างรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางการพัฒนาที่ยั่งยืนที่ได้รับการส่งเสริมจากหน่วยงานกำกับดูแลในหลายประเทศ สำหรับประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำระบบ ESG Rating มาใช้กับบริษัทจดทะเบียน โดยเริ่มจากการประกาศรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) ตั้งแต่ปี 2558 และในปี 2566 ได้เปลี่ยนชื่อเป็น SET ESG Ratings เพื่อให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากลและตอบโจทย์นักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับการลงทุนอย่างยั่งยืน หลักเกณฑ์การวัดค่า ESG Rating มีแนวทางประเมินที่หลากหลาย เช่น SET ESG Ratings ประเมินโดยใช้ข้อมูลจากแหล่งที่มาที่บริษัทรับรองและเปิดเผยอย่างเป็นทางการภายใต้เกณฑ์ที่สอดคล้องกัน ขณะที่ ESG Book Refinitiv และ S&P Global ใช้ข้อมูลสาธารณะและข่าวสารประกอบการประเมิน Moody's ESG Solutions ใช้แนวทาง Double Materiality ในการพิจารณาผลกระทบทั้งสองทิศทาง ส่วน Sustainalytics ประเมินความเสี่ยง ESG ที่เหลืออยู่ และ MSCI ESG Ratings มุ่งเปรียบเทียบข้ามอุตสาหกรรมอย่างเป็นระบบ (Tam, 2025) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งเป็นรากฐานสำคัญของแนวคิด ESG Rating เน้นว่าองค์กรไม่ควรมุ่งเน้นเพียงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ควรให้ความสำคัญกับทุกกลุ่มที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับองค์กร ไม่ว่าจะเป็นพนักงาน คู่ค้า ลูกค้า ชุมชน หรือแม้แต่สิ่งแวดล้อม ทฤษฎีนี้เสนอว่าความสำเร็จอย่างยั่งยืนขององค์กรขึ้นอยู่กับการสร้างคุณค่าและรักษาความสัมพันธ์ที่ดีต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างสมดุลและต่อเนื่อง

จากประเด็นดังกล่าวมีงานวิจัยที่ยืนยันว่า ระดับการเปิดเผย ESG ส่งผลในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน (Sandberg et al., 2023) และการเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Triyani et al., 2020) อีกทั้งผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมที่ดีจะมีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในระดับสูงและส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น การเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างมีคุณภาพและโปร่งใสมีบทบาทสำคัญต่อการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งความโปร่งใสไม่เพียงช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของกิจการเท่านั้น แต่ยังช่วยลดความเสี่ยงในการดำเนินงาน ส่งเสริมประสิทธิภาพการบริหาร และส่งผลเชิงบวกต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในระยะยาว ในมุมมองนักลงทุน การใช้ ESG ร่วมกับการวัดผลอื่นๆ เพื่อประเมินผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทและตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน (Quintiliani, 2022) ดังนั้นการดำเนินงานด้าน ESG จึงสามารถทำหน้าที่เป็น “สัญญาณเชิงบวก” ที่สะท้อนถึงศักยภาพในการบริหารความเสี่ยง วิสัยทัศน์ระยะยาว และความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย นักลงทุนจึงมีแนวโน้มที่จะตีความข้อมูล ESG ว่าเป็นคุณลักษณะของกิจการที่มั่นคงและน่าเชื่อถือ ซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มความเชื่อมั่นของตลาด ความต้องการลงทุนที่สูงขึ้น และส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นในที่สุด (Yu et al., 2024)

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องยืนยันว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างมีคุณภาพส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์และสภาพคล่องของหุ้นได้ เนื่องจากสะท้อนถึงความโปร่งใส ความน่าเชื่อถือ และความมุ่งมั่นขององค์กรในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ในทางตรงกันข้าม หากข้อมูลขาดคุณภาพหรือไม่เป็นไปตามมาตรฐานอาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยลดความเชื่อมั่นของนักลงทุนและจำกัดบทบาทของ ESG ในการประกอบการตัดสินใจลงทุน (Yang, 2024) นอกจากนี้ การดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีประสิทธิภาพยังช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ เสริมสร้างความมั่นคงของมูลค่าตลาด และส่งเสริมภาพลักษณ์ที่ดีของกิจการ ซึ่งอาจเพิ่มความสนใจจากนักลงทุนและนักวิเคราะห์ (Xu, 2023) ข้อมูล ESG จึงเป็นข้อมูลเสริมที่สำคัญต่อข้อมูลทางการเงิน โดยช่วยเพิ่มความโปร่งใส ช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล และเสริมสร้างการกำกับดูแลภายในองค์กรในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ช่วยให้นักลงทุนประเมินความเสี่ยงได้แม่นยำขึ้น ลดพฤติกรรมเก็งกำไร และเสริมสร้างความน่าเชื่อถือในสายตาผู้ลงทุน (Cao et al., 2024) ข้อมูล ESG ที่ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ได้กระตุ้นให้กิจการนำแนวทาง ESG มาใช้อย่างจริงจัง เพื่อเพิ่มมูลค่าตลาดและตอบสนองต่อความสนใจที่เพิ่มขึ้นของนักลงทุน และนักลงทุนเริ่มตระหนักถึงความสำคัญของข้อมูล ESG ในกระบวนการ



ตัดสินใจลงทุน โดยกิจการที่ดำเนินงานตามหลัก ESG มักแสดงศักยภาพในการเติบโตของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งต่อยอดถึงคุณค่าของข้อมูล ESG ต่อทั้งกิจการและนักลงทุน (Ha et al., 2024)

ผลการดำเนินงาน

การวัดผลการดำเนินงานของกิจการเป็นกระบวนการที่มีความซับซ้อนและต้องการตัวชี้วัดที่หลากหลาย เพื่อให้นำเสนอข้อมูลที่ครบถ้วนและสามารถแสดงถึงประสิทธิภาพการดำเนินงาน ตัวชี้วัดที่ใช้ในการประเมินผลการดำเนินงาน ได้แก่ Tobin's Q อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset : ROA) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) ซึ่งแต่ละตัวชี้วัดมีมุมมองในการประเมินที่แตกต่างกันแต่เชื่อมโยงกัน Tobin's Q แสดงถึงความคาดหวังของตลาดต่อประสิทธิภาพ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงถึงประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ในปัจจุบัน ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยใช้อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนของการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากเป็นตัวชี้วัดการประเมินผลการดำเนินงานที่แสดงถึงประสิทธิภาพการใช้งานส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้มีงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ที่อยู่ในระดับสูงจะสะท้อนถึงการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพและความสามารถในการกำไรของกิจการ ช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนจนนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ (Nazar & Mawarni, 2023) ในขณะที่อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (Dandanggula & Sulistyowati, 2022) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับตัวสูงขึ้นสามารถทำหน้าที่เป็นสัญญาณในเชิงบวกที่บ่งชี้ถึงความสามารถของฝ่ายบริหารในการเพิ่มมูลค่ากิจการ ส่งผลให้นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในหุ้นของบริษัทมากขึ้น และอาจนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ในตลาด

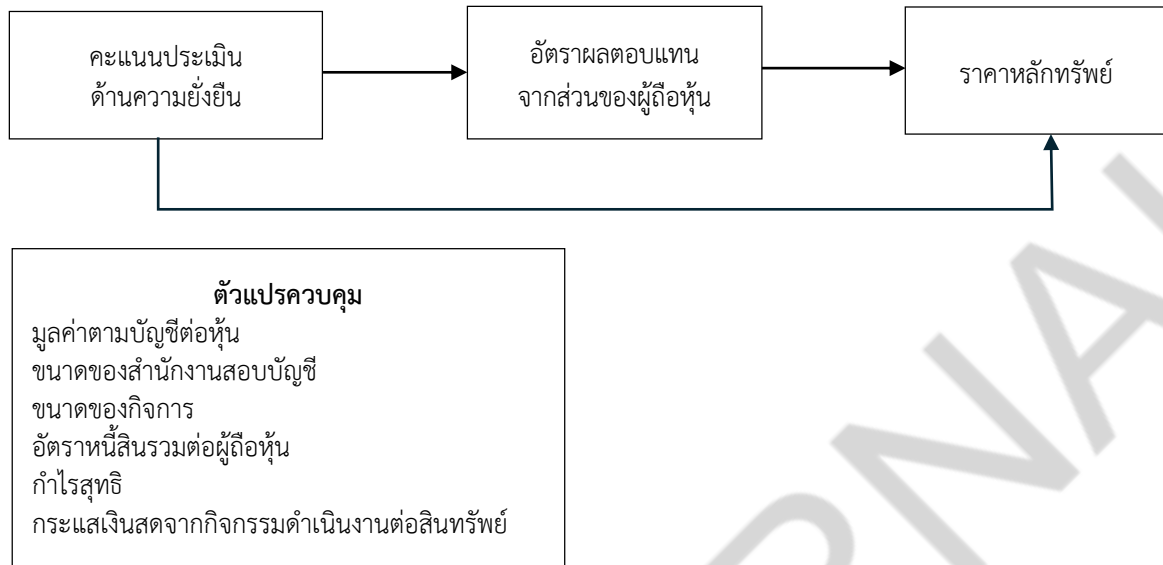
ราคาหลักทรัพย์

ราคาหลักทรัพย์ถือเป็นหัวข้อที่มีความสำคัญอย่างยิ่งนักลงทุนและตลาดการเงินโดยรวม ราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปสะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนในอนาคตของกิจการ จากแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis - EMH) เสนอโดย Eugene Fama ในปี ค.ศ.1970 โดยใช้ให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีประสิทธิภาพจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่มีอยู่อย่างรวดเร็วและครบถ้วน ทำให้นักลงทุนไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติได้อย่างสม่ำเสมอ ราคาหลักทรัพย์เสมือนกระจกเงาที่สะท้อนให้เห็นถึงความเชื่อมั่นและความคาดหวังของนักลงทุนที่มีต่ออนาคตของกิจการ แสดงถึงการประเมินศักยภาพในการเติบโตและสร้างผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ (Bakhtiarnezhad, 2020) งานวิจัยที่ผ่านมาพยายามระบุปัจจัยที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้ แต่ยังคงให้ข้อสรุปที่หลากหลาย เช่น Rahmani (2020) พบว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DER) ไม่มีอิทธิพล ซึ่งชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการเงินและราคาหลักทรัพย์อาจขึ้นอยู่กับบริบทและสภาวะตลาดในช่วงเวลานั้นๆ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่ามีความขัดแย้งกันที่ควรได้รับการพิจารณาในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนความยั่งยืนกับผลตอบแทนและราคาหลักทรัพย์ โดยตัวแปรเหล่านี้จำเป็นต้องได้รับการควบคุมเพื่อลดอิทธิพลของปัจจัยแทรกซ้อน เพิ่มความถูกต้องและความน่าเชื่อถือของผลการวิจัย และลดความคลาดเคลื่อนในการสรุปผล ตัวแปรควบคุมประกอบด้วย 6 ตัวแปร คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Handajani et al., 2023) ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (Che et al., 2020) ขนาดของกิจการ (Kurniawan, 2021) อัตราหนี้สินรวมต่อผู้ถือหุ้น (Lin, 2024) กำไรสุทธิ (Choiriyah et al., 2021) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ (Phumisak & Jarunsak, 2022) เป็นต้น

กรอบแนวคิดการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้กำหนดกรอบแนวคิดในการศึกษาไว้ ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 : คะแนนประเมินด้านความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 : อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3 : คะแนนประเมินด้านความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 4 : อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่านในความสัมพันธ์ของคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในปี พ.ศ.2567 จำนวนทั้งสิ้น 697 บริษัท (The Stock Exchange of Thailand, 2025)

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ ไม่รวมกลุ่มกองทุนเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 56 บริษัท เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินและธุรกิจที่แตกต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่นจึงไม่สามารถนำข้อมูลมาเปรียบเทียบกันได้ (Yimnil et al., 2025) และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน จำนวน 16 บริษัท บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีไม่ใช่วันที่ 31 ธันวาคม จำนวน 26 บริษัท บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ จำนวน 5 บริษัท รวมถึงข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ จำนวน 36 บริษัท ดังนั้น จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้จึงมีจำนวน 558 บริษัท

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ผู้วิจัยดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 558 บริษัท ในปี พ.ศ.2567 (ช่วงเวลาเก็บข้อมูล 1 ปี) โดยเก็บข้อมูลงบการเงินแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และข้อมูลความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนจาก SET ESG Ratings ของบริษัทจดทะเบียน จากฐานข้อมูลออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้คะแนนความยั่งยืนและขนาดสำนักงานสอบบัญชีถือเป็นข้อมูลปี 2567 ที่เผยแพร่ในปี 2568 เพราะสะท้อนผลการดำเนินงาน



ของปี 2567 ส่วนตัวแปรอื่น ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ราคาหลักทรัพย์ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรสุทธิ ขนาดกิจการ อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ เป็นข้อมูลของปี พ.ศ.2567

การวิเคราะห์ข้อมูล

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ใช้ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อสรุปและอธิบายลักษณะของข้อมูล

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน เพื่อทดสอบสมมติฐานทางสถิติ ประกอบด้วย การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบคะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และราคาหลักทรัพย์ (Price) และทดสอบอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ (Price) แสดงเป็นแบบจำลองในรูปของสมการถดถอยดังนี้

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 BVPS + \beta_3 BIG4 + \beta_4 LOGTA + \beta_5 DE + \beta_6 NI + \beta_7 CFOTA + \epsilon_i \quad \dots (1)$$

$$Price = \beta_0 + \beta_8 ROE + \beta_9 BVPS + \beta_{10} BIG4 + \beta_{11} LOGTA + \beta_{12} DE + \beta_{13} NI + \beta_{14} CFOTA + \epsilon_i \quad \dots (2)$$

$$Price = \beta_0 + \beta_{15} ESG + \beta_{16} BVPS + \beta_{17} BIG4 + \beta_{18} LOGTA + \beta_{19} DE + \beta_{20} NI + \beta_{21} CFOTA + \epsilon_i \quad \dots (3)$$

$$Price = \beta_0 + \beta_{22} ESG + \beta_{23} ROE + \beta_{24} BVPS + \beta_{25} BIG4 + \beta_{26} LOGTA + \beta_{27} DE + \beta_{28} NI + \beta_{29} CFOTA + \epsilon_i \quad \dots (4)$$

ในการวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยมีการกำหนดหน่วยวัดที่ชัดเจนสำหรับแต่ละตัวแปร เพื่อให้ได้ข้อมูลที่สามารถนำมาวิเคราะห์ทางสถิติได้ ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ทิศทาง	การวัดค่าตัวแปร
คะแนนประเมินด้านความยั่งยืน	ESG	+	4 = AAA : 90-100 3 = AA : 80-89 2 = A : 65-79 1 = BBB : 50-64 0 = คะแนนต่ำกว่า 50 (Moolkham, 2025)
อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	ROE	+	กำไรสุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้น (%) (Gozali et al., 2023)
ราคาหลักทรัพย์	Price	+	ราคาปิด ณ วันสิ้นสุดของหลักทรัพย์ (บาท/หุ้น) (Waenkaeo & WaroonKun, 2023)
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	BVPS	+	ส่วนของผู้ถือหุ้น / จำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้ว (บาท/หุ้น) (Handajani et al., 2023)
ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี	BIG4	+	1 = ตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ 0 = ตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่ BIG4 (Che et al., 2020)
กำไรสุทธิ	NI	+	กำไรสุทธิ (ล้านบาท) (Choiriyah et al., 2021)
ขนาดของกิจการ	LOGTA	+	ลอการิทึมของสินทรัพย์ (Kurniawan, 2021)
อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	DE	+/-	หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้น (%) (Lin, 2024)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์	CFOTA	+	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน / สินทรัพย์ (%) (Phumisak & Jarunsak, 2022)

ผลการวิจัยและอภิปรายผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อเข้าใจการกระจายตัวของข้อมูล และวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วย Pearson Correlation ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ด้วย Pearson Correlation

ตัวแปร	ESG	Price	ROE	BVPS	BIG4	LOGTA	DE	NI	CFOTA
	(Rank)	(บาท/ หุ้น)	(%)	(บาท/ หุ้น)	(Di)	(Log)	(%)	(ล้าน บาท)	(%)
Mean	1.01	16.59	6.16	17.57	0.70	3.97	1.27	1563.23	0.07
SD	1.46	39.55	9.75	47.60	0.46	0.74	1.52	7116.06	0.08
Min	0	0.03	-25.51	0.01	0	2.35	0.01	- 29810.60	-0.25
Max	4	312.00	37.35	504.46	1	6.66	9.58	90072.03	0.33
ESG	1								
Price	0.17**	1							
ROE	0.19**	0.23**	1						
BVPS	0.09*	0.78**	0.06	1					
BIG4	0.31**	0.10*	0.16**	0.07	1				
LOGTA	0.57**	0.25**	0.08	0.22**	0.39**	1			
DE	0.18**	0.05	-0.12**	0.04	0.14**	0.50**	1		
NI	0.30**	0.31**	0.22**	0.23**	0.12**	0.48**	0.23**	1	
CFOTA	0.03	0.11*	0.44**	-0.03	0.10*	-0.05	-0.14**	0.06	1

**มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01, *มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05, มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาพบว่า คะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) มีบริษัทที่อยู่ระดับ 4 จำนวน 51 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8.16 บริษัทที่อยู่ระดับ 3 จำนวน 71 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 11.36 บริษัทที่อยู่ระดับ 2 จำนวน 54 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8.64 บริษัทที่อยู่ระดับ 1 จำนวน 13 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 2.08 บริษัทที่อยู่ระดับ 0 จำนวน 248 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 39.68 และขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (BIG4) ตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ จำนวน 451 ข้อมูล คิดเป็น ร้อยละ 72.16 ไม่ใช่สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ จำนวน 174 ข้อมูล คิดเป็นร้อยละ 27.84 ในขณะเดียวกัน ราคาหลักทรัพย์ (Price) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.59 บาทต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 6.16 มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 17.57 บาทต่อหุ้น ขนาดกิจการ (LOGTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.97 อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.27 กำไรสุทธิ (NI) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1,563.23 ล้านบาท กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ (CFOTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.07

ผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) พบว่า คะแนนประเมิน ด้านความยั่งยืน (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (Price) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (BIG4) ขนาดของกิจการ (LOGTA) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และกำไรสุทธิ (NI) ในขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ (CFOTA) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับคะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG)

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมดเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันซึ่งมีค่าระหว่าง -0.14 - 0.78 มีค่าต่ำกว่า 0.80 จึงทำให้ไม่เกิดปัญหา (Otse et al., 2025) และเมื่อพิจารณาค่า VIF (Variance Inflation Factor) พบว่า มีค่าอยู่ระหว่าง 1.06 - 2.51 เป็นค่าที่น้อยกว่า 10 และค่า Durbin Watson อยู่ระหว่าง 2.02 - 2.06 โดยอยู่ในช่วง 1.50 ถึง 2.50 จึงสรุปได้ว่าไม่พบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Van Song et al., 2020)

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืน อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และราคาหลักทรัพย์ จากการวิเคราะห์สมการถดถอย (Multiple Regression Analysis) ดังตารางที่ 3



ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

Variables	Model 1 (ROE)			Model 2 (Price)			Model 3 (Price)			Model 4 (Price)		
	B	t-value	Sig	B	t-value	Sig	B	t-value	Sig	B	t-value	Sig
Constant	2.5	1.02	0.31	-7.92	-1.29	0.20	-1.93	-0.28	0.78	2.99	0.48	0.63
ESG	0.8	3.05	0.00***				1.74	2.18	0.03**	1.72	2.23	0.03**
ROE				0.62	5.45	0.00***				0.10	2.08	0.04**
BVPS	0.0	0.51	0.61	0.64	31.67	0.00***	0.64	31.15	0.00***	0.64	31.86	0.00***
BIG4	2.2	2.74	0.01***	0.32	0.14	0.89	1.40	0.61	0.54	1.96	0.91	0.36
LOGTA	-	-0.70	0.48	1.42	0.82	0.41	-0.30	-0.15	0.88	-1.22	-0.71	0.48
DE	-	-2.96	0.00	0.07	0.10	0.92	-0.25	-0.35	0.73	0.20	1.19	0.24
NI	0.0	4.15	0.00***	0.00	2.96	0.00***	0.00	3.79	0.00***	0.00	3.81	0.00***
CFOTA	54.	12.44	0.00***	40.09	2.95	0.00***	73.82	6.00	0.00***	40.11	3.92	0.00***
R Square	0.31			0.68			0.69			0.68		
Adj R ²	0.30			0.68			0.69			0.67		
DW	2.02			2.06			2.05			2.05		
F-test	36.827			182.878			171.874			152.975		

***มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01, **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05, *มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10

จากตารางที่ 3 พบว่า ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืน ราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี ขนาดของกิจการ อัตราหนี้สินรวม ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรสุทธิ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ โดยผู้วิจัยได้วิเคราะห์ผลความสัมพันธ์ตามวัตถุประสงค์และสมมติฐานที่ได้กำหนดไว้ ดังต่อไปนี้

1. ผลการศึกษา Model 1 พบว่าคะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ณ ระดับนัยสำคัญที่ .01 ในขณะที่ตัวแปรควบคุม ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (BIG4) กำไรสุทธิ (NI) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ (CFOTA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ณ ระดับนัยสำคัญที่ .01 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่ายอมรับ สมมติฐานที่ 1 สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Azman (2024) กล่าวว่า คะแนนประเมินด้านความยั่งยืนไม่ส่งผลทางด้านการจริยธรรมเพียงเท่านั้น แต่ยังส่งผลโดยตรงต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการที่มีผลของคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนสูงจะแสดงให้เห็นว่ากิจการมีการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างมีคุณภาพและโปร่งใสมีบทบาทสำคัญต่อการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งความโปร่งใสไม่เพียงช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของกิจการเท่านั้น แต่ยังช่วยลดความเสี่ยงในการดำเนินงาน ส่งเสริมประสิทธิภาพการบริหาร และส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในระยะยาว (Quintiliani, 2022)

2. ผลการศึกษา Model 2 พบว่าอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (PRICE) ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ในขณะที่ตัวแปรควบคุม มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) กำไรสุทธิ (NI) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ (CFOTA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (PRICE) ณ ระดับนัยสำคัญที่ .01 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่ายอมรับ สมมติฐานที่ 2 สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Sorapat et al. (2022) ; Dancaková & Glova (2024) ; Waenkaeo & WaroonKun (2023) กล่าวว่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรที่สำคัญต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อนักลงทุนคาดหวังผลตอบแทนที่สูงจากการลงทุนในหลักทรัพย์หากผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มขึ้นก็ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในระดับสูงสะท้อนให้เห็นถึงการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพและความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นให้แก่กลุ่มทุนจนนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ (Nazar & Mawarni, 2023)

3. ผลการศึกษา Model 3 พบว่าคะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (PRICE) ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) กำไรสุทธิ (NI) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ (CFOTA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (PRICE) ณ ระดับนัยสำคัญที่ .01 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่ายอมรับ สมมติฐานที่ 3 สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Rattanaampol et al. (2021) ; Artkongharn (2023) กล่าวว่า

กิจการที่คะแนนประเมินด้านความยั่งยืนสูงมักจะได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนเนื่องจากสะท้อนถึงความปลอดภัย ความน่าเชื่อถือ มีความรับผิดชอบต่อสังคม และความมุ่งมั่นขององค์กรในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนซึ่งการดำเนินงานด้าน ESG อย่างมีประสิทธิภาพยังช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ เสริมสร้างความมั่นคงของมูลค่าตลาด และส่งเสริมภาพลักษณ์ที่ดีขององค์กร ซึ่งอาจเพิ่มความสนใจจากนักลงทุนและนักวิเคราะห์ (Xu, 2023) และนำไปสู่การตัดสินใจลงทุนที่เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ในตลาด

4. ผลการศึกษา Model 4 ได้นำทฤษฎีของ Baron & Kenny (1986) มาใช้ทดสอบความเป็นตัวแปรส่งผ่านของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) กับราคาหลักทรัพย์ โดยระบุขั้นตอนและสรุปผลการทดสอบได้ดังนี้

ขั้นตอน 1 ทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม ผลการศึกษาพบว่า คะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์

ขั้นตอน 2 ทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรส่งผ่าน ผลการศึกษาพบว่า คะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

ขั้นตอน 3 ทดสอบอิทธิพลของตัวแปรส่งผ่านที่มีต่อตัวแปรตาม ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์

ขั้นตอน 4 ทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระและตัวแปรส่งผ่านที่มีต่อตัวแปรตาม ผลการศึกษาพบว่า คะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) และอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์

จากการศึกษาพบว่า คะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (PRICE) ณ ระดับนัยสำคัญที่ .05 ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) กำไรสุทธิ (NI) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ (CFOTA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (PRICE) ณ ระดับนัยสำคัญที่ .05 แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีบทบาทเป็นตัวแปรส่งผ่านแบบบางส่วน (Partial Mediator) ระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) กับราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ยอมรับ สมมติฐานที่ 4 สอดคล้องกับ Wahyono et al. (2024) ที่ระบุว่ากิจการที่มีคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนสูงมีแนวโน้มที่ปรับปรุงผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งเสริมสร้างมูลค่าให้กิจการ ดังนั้นจึงบริษัทควรเน้นถึงความสำคัญของการบูรณาการ ESG เข้ากับการดำเนินธุรกิจในฐานะส่วนหนึ่งของการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพผลการดำเนินงาน และสร้างมูลค่าระยะยาวให้ผู้มีส่วนได้เสีย

สรุปผลการวิจัย

1. คะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กล่าวคือ บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงกว่า มีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งให้เห็นว่า การดำเนินงานด้านความยั่งยืนไม่ใช่เป็นเพียงต้นทุนหรือกิจกรรมเพื่อสังคม แต่เป็นการลงทุนเชิงกลยุทธ์ที่นำไปสู่องค์กรที่มีประสิทธิภาพสูงขึ้น มีความเสี่ยงต่ำลง และท้ายที่สุดสามารถสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่เหนือกว่าได้

2. อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ (Price) โดยบริษัทที่มีความสามารถในการสร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้สูงกว่า จะมีราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งให้เห็นว่า ROE คือตัวชี้วัดสำคัญที่แสดงถึงประสิทธิภาพของฝ่ายบริหารในการนำเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นไปสร้างผลกำไร เมื่อบริษัทมีค่า ROE สูง ย่อมหมายความว่าบริษัทสามารถสร้างผลตอบแทนกลับคืนสู่ผู้ถือหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่นักลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นและตัดสินใจลงทุน

3. คะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงกว่า มีแนวโน้มที่จะมีราคาหลักทรัพย์ (Price) ที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งให้เห็นว่าคะแนน ESG ทำหน้าที่เป็น “สัญญาณ” ที่มีคุณภาพส่งไปยังตลาดทุน การที่บริษัทมีคะแนน ESG สูงเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกให้นักลงทุนรับรู้ว่ามีบริษัทมีการบริหารจัดการความเสี่ยงที่ดีเยี่ยม มีวิสัยทัศน์ที่มองการณ์ไกล และมีความสามารถในการปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงของโลก สัญญาณนี้ช่วยบรรเทาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ในระดับหนึ่ง แม้ได้ขจัดได้ทั้งหมดส่งผลให้นักลงทุนเชื่อมั่นมากขึ้นในเสถียรภาพและความยั่งยืนของกิจการในอนาคต และอาจก่อให้เกิดความต้องการลงทุนที่เพิ่มขึ้นพร้อมแรงกดดันเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์



4. อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่านแบบบางส่วน (Partial Mediator) ในความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนประเมินด้านความยั่งยืน (ESG) และราคาหลักทรัพย์ (Price) ซึ่งหมายความว่าความมีคะแนน ESG ที่ดีช่วยเพิ่ม ROE ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นตามมา สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนในปัจจุบันให้คุณค่ากับการดำเนินงานด้านความยั่งยืนถึงสองชั้น คือ ทั้งในฐานะ “เครื่องมือสร้างผลกำไรในปัจจุบัน” และในฐานะ “สัญญาณบ่งชี้ถึงความมั่นคงและศักยภาพการเติบโตในอนาคต” เพราะถูกมองว่าคะแนน ESG ที่สูงคือหลักประกันของการบริหารความเสี่ยงที่ดี ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของผลประกอบการในอนาคต

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. งานวิจัยนี้ได้ให้หลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุน ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) โดยแสดงให้เห็นว่าการดำเนินงานที่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม (สะท้อนผ่านคะแนน ESG) นำไปสู่ผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีขึ้นจริง (ROE สูงขึ้น) นอกจากนี้ยังสนับสนุน ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ชี้ว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกเกี่ยวกับคุณภาพและการบริหารความเสี่ยงของกิจการไปยังตลาดทุน ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อราคาหลักทรัพย์

2. ผลวิจัยเป็นหลักฐานที่ชัดเจนสำหรับสำหรับผู้บริหารและบริษัทจดทะเบียนในการผลักดันและจัดสรรงบประมาณให้กับการดำเนินงานด้านความยั่งยืน โดยชี้ว่าการลงทุนใน ESG ไม่ใช่เป็นเพียงค่าใช้จ่ายเพื่อสร้างภาพลักษณ์ แต่เป็นการลงทุนเชิงกลยุทธ์ที่สร้างผลตอบแทนที่เป็นรูปธรรม ทั้งในด้านประสิทธิภาพการทำการค้า และมูลค่าตลาดของกิจการ

3. ผลการวิจัยนี้เป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนและนักวิเคราะห์ในการประเมินหุ้นได้หลายมิติมากขึ้น โดยไม่ได้มองเพียงคะแนน ESG แต่ให้มองถึงการเป็นสัญญาณนำ (Leading Indicator) ของแนวโน้มที่ ROE จะดีขึ้นในอนาคต และยังเป็นปัจจัยที่ส่งผลบวกต่อราคาหุ้นโดยตรงผ่านความเชื่อมั่นของตลาด ซึ่งช่วยให้สามารถคัดเลือกบริษัทที่มีศักยภาพในการเติบโตอย่างยั่งยืนได้แม่นยำยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัย

ข้อเสนอแนะเพื่อนำผลการวิจัยไปใช้

ผลการวิจัยนี้สนับสนุนให้หน่วยงานกำกับดูแล เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เดินหน้าส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลและยกระดับการดำเนินงานด้าน ESG ต่อไป เนื่องจากเป็นที่ประจักษ์แล้วว่าข้อมูลเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับมูลค่าทางเศรษฐกิจ (Economically Relevant) และเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายในตลาดทุน และสภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์ สามารถนำไปประกอบการพัฒนานโยบายและแนวทางกำกับดูแลด้านการเปิดเผยข้อมูลให้มีความโปร่งใสมากขึ้น ทั้งในส่วนที่กำหนดให้เปิดเผยโดยสมัครใจและในส่วนที่มาตรฐานบังคับให้เปิดเผย

ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยครั้งต่อไป

1. การใช้ข้อมูลการประเมิน ESG จากหน่วยงานประเมินอื่นทั้งในและต่างประเทศ เช่น MSCI Sustainalytics Refinitiv และ FTSE เป็นต้น จะช่วยให้สามารถเปรียบเทียบความสอดคล้องหรือความแตกต่างของเกณฑ์การประเมินระหว่างแต่ละหน่วยงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ
2. ควรใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ในการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินแทนอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และใช้ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงานทางการตลาด เพื่อให้เห็นภาพการวิเคราะห์ได้อย่างรอบด้านและนำไปใช้ในการศึกษาเปรียบเทียบได้อย่างเหมาะสม

ข้อจำกัดการวิจัย

1. การศึกษาครั้งนี้เก็บข้อมูลในช่วงเวลาเดียวเท่านั้น ทำให้ไม่สามารถอธิบายความเปลี่ยนแปลงของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในระยะยาวได้ การวิจัยในอนาคตควรเก็บข้อมูลหลายปีเพื่อให้เห็นแนวโน้มและความเปลี่ยนแปลงที่ชัดเจนยิ่งขึ้น
2. การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาในภาพรวมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งที่มีและไม่มีผลคะแนนประเมินด้าน ESG เพื่อเน้นย้ำถึงความสำคัญของการประเมิน ESG ดังนั้น ในการศึกษากครั้งต่อไป ควรจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมหรือกลุ่มธุรกิจที่มีการดำเนินงานด้าน ESG เพื่อให้เห็นผลในเชิงลึกมากขึ้น



References

- Artkongharn, P. (2023). *The relationship between changing of ESG scores and the stock price of listed companies in the Stock Exchange of Thailand (Unpublished master's thesis)*. Thammasat University, Thailand.
- Azman, N. S. (2024). The Impact of Financial Technology Adoption on System Performance: A Comprehensive Analysis. *Asia Pacific Journal of Social Science Research*, 9(1), 1-7. <https://abrn.asia/ojs/index.php/apjssr/article/view/168>
- Bakhtamezhad, S. (2020). The Relationship between Real Earnings Management and Stock Price Gap. *International Journal of Management, Accounting & Economics*, 7(2), 73-85. https://www.ijmae.com/article_115000.html
- Baron, R. M. & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173>
- Cao, X., Mei, T. & Li, S. (2024). Research on the relationship between ESG disclosure quality and stock liquidity of chinese listed companies. *Green Finance*, 6(1), 24-51. <https://doi.org/10.3934/GF.2024002>
- Che, L., Hope, O. K. & Langli, J. C. (2020). How Big-4 firms improve audit quality. *Management Science*, 66(10), 4552-4572. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3370>
- Choiriyah, C., Fatimah, F., Agustina, S. & Ulfa, U. (2021). The effect of return on assets, return on equity, net profit margin, earnings per share, and operating profit margin on stock prices of banking companies in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Finance Research*, 1(2), 103-123. <https://doi.org/10.47747/ijfr.v1i2.280>
- Dancaková, D. & Glova, J. (2024). The impact of value-added intellectual capital on corporate performance: Cross-sector evidence. *Risks*, 12(10), 1-17. <https://doi.org/10.3390/risks12100151>
- Dandanggula, A. L. & Sulistyowati, E. (2022). Return on equity, return on asset, net profit margin, dan earning per share terhadap harga saham perusahaan farmasi. *Journal of Management and Bussines (JOMB)*, 4(2), 766-780. <https://doi.org/10.31539/jomb.v4i2.4266>
- Fillgoods. (2021). *Delving into the behavior 4 generations of consumers, allowing entreprenurs to plan marketing to create sales that exceed their targets*. Retrieved March 2025, from <https://www.fillgoods.co/online-biz/shop-orders-focus-on-behavior-4-generations-marketing-plan>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.
- Gozali, M., Saputra, M. A., Dewi, N. D. T. & Budianto, E. W. H. (2023). Pemetaan Penelitian Seputar Variabel Determinan Return on Equity (Roe) Pada Perbankan Syariah: Studi Bibliometrik Vosviewer Dan Literature Review. *IDEL: Jurnal Ekonomi & Bisnis*, 4(1), 34-47. <https://repository.uin-malang.ac.id/15318/>
- Ha, N. T. T., Nguyen, T. C. & Ho, N. T. B. (2024). The impact of environmental, social and governance disclosure on stock prices: Empirical research in Vietnam. *Heliyon*, 10(19), 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e38757>
- Handajani, C. D. E., Feliana, Y. K. & Eriandani, R. (2023). Environment Social Governance and Accounting Information Value Relevance In Indonesia. *Proceedings of the International Conference on Sustainable Innovation in Engineering and Education (ICSIEE 2023)*, Universitas Surabaya. Retrieved April 2025, from <https://repository.ubaya.ac.id/45325/>.
- Infoquest. (2025). *ESG Watch: ESG investment in ASEAN from business practices to profit opportunities*. Retrieved June 2025, from <https://www.infoquest.co.th/2025/499372>



- Investree. (2025). *ESG: The future of investing*. Investree. Retrieved April 2025, from <https://www.investree.co.th/knowledge-hub-detail/esg-the-future-of-investing>
- Krungsri Card. (2025). *What is ESG and why is it important and popular?*. Retrieved April 2025, from <https://www.krungsricard.com/>
- Kurniawan, A. (2021). Analysis of the effect of return on asset, debt to equity ratio, and total asset turnover on share return. *Journal of Industrial Engineering & Management Research*, 2(1), 64-72. <https://doi.org/10.7777/jiemar>
- Lin, Z. (2024). Does ESG performance indicate corporate economic sustainability? Evidence based on the sustainable growth rate. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 485-493. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.02.010>
- Liu, Z., Du, Y. & Pennings, E. (2024). Open knowledge disclosure and firm value: a signalling theory perspective. *Industry and Innovation*, 31(4), 475-500. <https://doi.org/10.1080/13662716.2024.2320765>
- Moolkham, M. (2025). SET ESG ratings and firm value: The new sustainability performance assessment tool in Thailand. *PloS one*, 20(2), 1-23. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0315935>
- Nazar, M. R. & Mawarni, A. (2023). Return On Asset, Return On Equity, And Net Profit Margin: Influence Stock Price. *Jurnal E-Bis*, 7(2), 444-457. <https://doi.org/10.37339/e-bis.v7i2.1273>
- Otse, E. J., Obunadike, G. N. & Abubakar, A. (2025). Linear Regression Approach to Solving Multicollinearity and Overfitting in Predictive Analysis. *Journal of Science Research and Reviews*, 2(1), 108-117. <https://doi.org/10.70882/josrar.2025.v2i1.35>
- Phumisak, S. & Jarunsak, S. (2022). *The impact of cash flows on net profit and future earnings of listed companies in the Stock Exchange of Thailand: A case of the service industry sector (Unpublished doctoral dissertation)*. Sripatum University, Thailand.
- Quintiliani, A. (2022). ESG and firm value. *Accounting and Finance Research*, 11(4), 37-47. <https://doi.org/10.5430/afr.v11n4p37>
- Rahmani, N. (2020). The effect of earnings per share, return on assets, debt to equity ratio, and price to book value on stock prices. *International Journal of Contemporary Accounting*, 2(2), 85-94. <https://doi.org/10.25105/ijca.v2i2.8091>
- Rattanaampol, K., Pongsupatt, T. & Pongsupatt, A. (2021). Factors affecting stock prices of sustainable investment group in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Buddhist Education and Research*, 7(3), 27-39. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/jber/article/view/248717>
- Sandberg, H., Alnoor, A. & Tiberius, V. (2023). Environmental, social, and governance ratings and financial performance: Evidence from the European food industry. *Business Strategy and the Environment*, 32(4), 2471-2489. <https://doi.org/10.1002/bse.3259>
- Sorapat, K., Thavornthammarit, K., Chantaviroj, P., Panchai, B., Kittisak, S., Kittichai, T. & Benchamat, P. (2022). A Study of the Relationship of Stock Prices and Dividends in Cash Flows from Companies in Stock Exchange of Thailand (SET100). *The 14th NPRU National Academic Conference Nakhon Pathom Rajabhat University*.
- Spence, D. A. (1973). An eigenvalue problem for elastic contact with finite friction. *Mathematical Proceedings of the Cambridge Philosophical Society*, 73(1), 249-268. <https://doi.org/10.1017/S0305004100047666>
- Stock Exchange of Thailand. (2025). *SET ESG ratings*. Retrieved June 2025, from <https://setsustainability.com/libraries/1258/item/set-esg-ratings>



- Tam, C. S. (2025). *Exploring the bidirectional environmental, social and governance spillover effects in foreign direct investment (Research Memorandum No. 06/2025)*. Retrieved June 2025, from <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/research/research-memorandums/2025/RM06-2025.pdf>
- Thaipat Institute. (2023). *ESG Private List*. Retrieved March 2025, from <https://www.thaiesg.com/2023/10/esg-private-list.html>
- The Stock Exchange of Thailand. (2025). *Securities list*. Retrieved March 10, 2025, from <https://www.set.or.th/en/market/information/securities-list/main>
- Triyani, A., Setyahuni, S. W. & Kiryanto, K. (2020). The effect of environmental, social and governance (ESG) disclosure on firm performance: The role of CEO tenure. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 10(2), 261-270. <https://doi.org/10.22219/jrak.v10i2.11820>
- Van Song, N., Hanh, P. T. M., Cuc, M. T. & Tiep, N. C. (2020). Factors affecting human resources development of SMEs: Evidence from the fourth Industrial revolution in Vietnam. *Management Science Letters*, 10(12), 2705-2714. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2020.4.040>
- Waenkaeo, K. & WaroonKun, S. (2023). The relationship among ownership structure, good corporate governance on dividend persistence of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business, Innovation and Sustainability*, 18(4), 54-77. https://so02.tci-thaijo.org/index.php/BEC_Journal/article/view/256548
- Wahyono, W., Laga, A., Kurniawati, R., Sari, D. R., Mukhzarudfa, M., Kusumastuti, R. & Putra, W. E. (2024). ESG Rating and Firm Value in Emerging Market: Investigating the Mediating Role of Financial Performance. *Asian Journal of Applied Business and Management (AJABM)*, 3(4), 407-424. <https://doi.org/10.55927/ajabm.v3i4.12442>
- Xu, L., Xie, L., Mei, S., Hao, J., Zhang, Y. & Song, Y. (2024). Corporate sustainability reporting and stakeholders' interests: Evidence from China. *Sustainability*, 16(8), 3443. <https://doi.org/10.3390/su16083443>
- Xu, X. (2023). Has ESG performance reduced stock price volatility. *Journal of Innovation and Development*, 3(1), 59-66. <https://doi.org/10.54097/jid.v3i1.8421>
- Yang, F. (2024). The Impact of Mandatory ESG Disclosure on Share Price. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 115, 24-32. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/115/2024BJ0226>
- Yimnil, C., Chinundech, N. & Meechaisue, P. (2025). The Effects of Being the Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand and Its Antecedents on Perceived Firm Performance. *Ph.D. in Social Sciences Journal*, 15(1), 70-84. Retrieved March 2025, from <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/phdssj/article/view/272545>
- Yu, D., Meng, T., Zheng, M. & Ma, R. (2024). ESG uncertainty, investor attention and stock price crash risk in China: Evidence from PVAR model analysis. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11, 1152. <https://doi.org/10.1057/s41599-024-03621-1>
- Zheng, Z. (2024). The impact of ESG report transparency on investor behavior. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 129, 151-156. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/2024.18396>