

# อิทธิพลของคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่มีต่อความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชี : หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดร.ยศวินกาญจน์ กอบกาญจนพฤติ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำกลุ่มวิชาเทคโนโลยีสารสนเทศ

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 23 มิถุนายน 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 19 ตุลาคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 31 ตุลาคม 2568

## บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีและคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และศึกษาอิทธิพลของคะแนน ESG ต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทศวรรษระหว่างปี ค.ศ. 2020–2023 รวม 360 บริษัท การวิเคราะห์ประกอบด้วยการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สันและสเปียร์แมน และการวิเคราะห์ความถดถอยพหุแบบข้อมูล Panel

ผลการวิจัยพบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ขณะที่คะแนน ESG มีบทบาทเชิงกำกับ โดยช่วยเสริมความสัมพันธ์ระหว่าง BVS กับราคาหลักทรัพย์ แต่ลดทอนความสัมพันธ์ระหว่าง EPS และราคาหลักทรัพย์สะท้อนว่า นักลงทุนให้ความสำคัญกับฐานะการเงินระยะยาวมากกว่ากำไรระยะสั้นเมื่อบริษัทมีการดำเนินงานด้าน ESG สูง ข้อค้นพบดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า ข้อมูลทางบัญชีมีบทบาทหลักในการอธิบายราคาหลักทรัพย์และข้อมูล ESG มีคุณค่าในฐานะข้อมูลเสริม โดยเฉพาะในการเพิ่มศักยภาพของ BVS ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับแนวโน้มสากลที่ให้ความสำคัญกับ ESG และแนะนำให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูล ESG ควบคู่กับข้อมูลทางการเงิน เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนและส่งเสริมมูลค่าอย่างยั่งยืน

**คำสำคัญ:** ราคาหลักทรัพย์ คะแนน ESG มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น

# The Influence of Environmental, Social and Governance (ESG) Score on the Value Relevance of Accounting Numbers: Evidence from the Stock Exchange of Thailand

**Dr.Yodsawinkan Kobkanjanapued**

*Assistant Professor of Information Technology Group,*

*School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce*

Received: June 23, 2025

Revised: October 19, 2025

Accepted: October 31, 2025

## ABSTRACT

This study aims to examine the relationship between stock prices, accounting information, and environmental, social, and governance (ESG) scores, as well as to investigate the moderating effect of ESG scores on the relationship between stock prices and accounting information of firms listed on the Stock Exchange of Thailand. Secondary data were collected from 360 firm-year observations covering the period 2020–2023. The analyses employed descriptive statistics, one-way ANOVA, Pearson and Spearman correlation analyses, and panel data multiple regression.

The findings reveal that book value per share (BVS) and earnings per share (EPS) are positively associated with stock prices. ESG scores play a moderating role by strengthening the relationship between BVS and stock prices while weakening the relationship between EPS and stock prices. This suggests that investors place greater emphasis on long-term financial stability rather than short-term profitability when firms demonstrate strong ESG performance. The results indicate that accounting information remains the primary factor in explaining stock prices, whereas ESG information provides complementary value, particularly by enhancing the explanatory power of BVS. These findings are consistent with the global trend emphasizing ESG considerations and recommend that listed firms disclose ESG information alongside financial data to foster investor confidence and support sustainable value creation.

**Keywords:** Stock Price, ESG Score, Book Value Per Share, Earnings Per Share

## บทนำ

ในโลกธุรกิจยุคใหม่ ประเด็นความยั่งยืน (Sustainability) ได้กลายเป็นหัวใจสำคัญที่องค์กรทั่วโลกให้ความสนใจอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อความสามารถในการแข่งขัน การเติบโตในระยะยาวและการสร้างมูลค่าเพิ่มให้องค์กร (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014) นักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศต่างตระหนักถึงความสำคัญของ ESG และเริ่มนำข้อมูลด้าน ESG มาใช้เป็นปัจจัยในการตัดสินใจลงทุนควบคู่กับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิม เนื่องจากเชื่อว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดีในด้าน ESG จะมีศักยภาพในการเติบโตอย่างยั่งยืน สร้างผลตอบแทนที่ดีและมีความเสี่ยงต่ำ (Friede, Busch, & Bassen, 2015; Amel-Zadeh & Serafeim, 2018)

ปัจจุบันได้มีการพัฒนากรอบมาตรฐานสากลที่อธิบายองค์ประกอบของ ESG อย่างชัดเจน ได้แก่ 1) ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment: E) เกี่ยวข้องกับผลกระทบขององค์กรต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การปล่อยก๊าซเรือนกระจก การใช้ทรัพยากร การจัดการของเสียและการบริหารความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม 2) ด้านสังคม (Social: S) เกี่ยวข้องกับการดูแลผู้มีส่วนได้เสียและสังคมโดยรอบ เช่น ความปลอดภัยและสวัสดิการแรงงาน สิทธิมนุษยชน ความหลากหลาย ความสัมพันธ์กับชุมชนและการคุ้มครองผู้บริโภค และ 3) ด้านบรรษัทภิบาล (Governance: G) เกี่ยวข้องกับโครงสร้างและกลไกการกำกับดูแลองค์กร ความโปร่งใส การต่อต้านการทุจริตและการคุ้มครองผู้ถือหุ้น สำหรับผู้ให้บริการข้อมูลรายใหญ่ เช่น MSCI ได้ทำการประเมินความสามารถขององค์กรในการจัดการความเสี่ยงและโอกาสด้านความยั่งยืนในระดับอุตสาหกรรม โดยให้คะแนนตั้งแต่ AAA ถึง CCC ในขณะที่ LSEG (Refinitiv) ได้ทำการประเมินตาม 10 อิมพลีเมนต์และปรับลดคะแนนจากข่าวสารเชิงลบ (Controversies) เพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านชื่อเสียง (MSCI ESG Research LLC, 2020; London Stock Exchange Group [LSEG], 2024) ในด้านมาตรฐานการรายงานทางการเงิน คณะกรรมการมาตรฐานความยั่งยืนระหว่างประเทศ (International Sustainability Standards Board: ISSB) ภายใต้ IFRS Foundation ได้ออกมาตรฐาน IFRS S1 – General Requirements for Disclosure of Sustainability-Related Financial Information และ IFRS S2 – Climate-Related Disclosures ซึ่งมุ่งเน้นการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่มีสาระสำคัญต่อการตัดสินใจทางการเงิน โดยอ้างอิงแนวคิดความมีสาระทางการเงิน (Financial Materiality) และแนวทางรายอุตสาหกรรมจาก SASB เพื่อเพิ่มความสามารถในการเปรียบเทียบข้อมูล ESG ในระดับสากล (IFRS Foundation & ISSB, 2023) สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ได้ให้ความสำคัญกับ ESG และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างครบถ้วน โปร่งใสและมีมาตรฐานเดียวกัน เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลที่จำเป็นสำหรับการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์และตัดสินใจลงทุนอย่างรอบคอบ (The Stock Exchange of Thailand, 2023) ทั้งนี้ ตลท.ได้ปรับปรุงการประเมิน ESG โดยเปลี่ยนจาก “THSI” เป็น SET ESG Ratings และจัดทำดัชนี SETESG Index เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถใช้ข้อมูล ESG ในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น (The Stock Exchange of Thailand, 2023, 2025) อย่างไรก็ตาม แม้แนวโน้มด้าน ESG จะมีความก้าวหน้าและได้รับความสนใจเพิ่มขึ้น แต่ยังคงพบว่า บริษัทจดทะเบียนจำนวนมากยังเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่เพียงพอหรือขาดความต่อเนื่อง ซึ่งอาจเป็นอุปสรรคต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและการพัฒนาตลาดทุนในระยะยาว (Healy & Palepu, 2001)

นอกจากข้อมูลด้าน ESG แล้ว ข้อมูลทางบัญชี เช่น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share: BVS) และกำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) ยังคงเป็นข้อมูลสำคัญที่นักลงทุนใช้ในการประเมินฐานะการเงินและผลการ

ดำเนินงานของบริษัท (Penman, 2013) อย่างไรก็ตาม ในยุคที่ประเด็นด้านความยั่งยืนมีบทบาทมากขึ้น ข้อมูลทางบัญชีเพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอในการสะท้อนศักยภาพและความยั่งยืนขององค์กร เนื่องจากไม่สามารถครอบคลุมปัจจัยด้านความเสี่ยงหรือโอกาสในอนาคตที่เกี่ยวข้องกับ ESG ได้อย่างครบถ้วน

จากการศึกษาวรรณกรรมทั้งในและต่างประเทศพบว่า บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงมักได้รับความไว้วางใจจากนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย บริษัทเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะสร้างผลตอบแทนที่ดีและลดความเสี่ยงในการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Eccles et al., 2014; Khan, Serafeim, & Yoon, 2016) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่เน้นว่า ความสำเร็จขององค์กรควรคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วน (Freeman, 1984) ขณะเดียวกัน ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ชี้ให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถใช้เป็นสัญญาณสะท้อนถึงคุณภาพของบริษัทในการบริหารความเสี่ยงและสร้างความน่าเชื่อถือ (Spence, 1973)

อย่างไรก็ดี ผลกระทบของ ESG ต่อมูลค่าหลักทรัพย์อาจแตกต่างกันไปตามลักษณะของอุตสาหกรรม ขนาดบริษัท และบริบทของประเทศ รวมถึงวิธีการวัดผล ESG (Al-Hiyari, 2024) นอกจากนี้ เงื่อนไขและสถานการณ์ทางเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลาก็อาจส่งผลกระทบต่อผลการวิจัยได้เช่นกัน ดังนั้นการศึกษาบทบาทของคะแนน ESG ในตลาดหุ้นไทยจึงเป็นประเด็นสำคัญที่ยังต้องการองค์ความรู้และข้อค้นพบที่ชัดเจน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การศึกษาว่า คะแนน ESG ส่งผลต่อความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์หรือไม่

ด้วยเหตุนี้ งานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งศึกษาบทบาทของคะแนน ESG ต่อความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ เพื่อเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการและเพื่อส่งเสริมการพัฒนาตลาดหุ้นไทยให้เติบโตอย่างยั่งยืนในอนาคต

## วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้นและคะแนน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของคะแนน ESG ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## การทบทวนวรรณกรรม

การทบทวนวรรณกรรมในงานวิจัยฉบับนี้มุ่งเน้นการศึกษาบทบาทของคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ โดยมีการอ้างอิงทั้งแนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องอย่างหลากหลาย เพื่อสร้างความเข้าใจในประเด็นที่ศึกษา

แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา ทั้งในแวดวงวิชาการและภาคธุรกิจ เนื่องจากเป็นกรอบแนวคิดที่สะท้อนการดำเนินงานขององค์กรในมิติที่ครอบคลุมนอกเหนือจากผลประกอบการทางการเงิน (Eccles et al., 2014) โดยแนวคิด ESG มีพื้นฐานจากการตระหนักว่า ความยั่งยืนขององค์กรขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) ทุกกลุ่ม ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้น ลูกค้า พนักงาน ชุมชน หรือสิ่งแวดล้อม (Freeman, 1984) องค์กรที่มี

การดำเนินงานที่ดีในด้าน ESG จึงมีแนวโน้มที่จะได้รับความไว้วางใจจากนักลงทุนและสามารถบริหารความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Khan et al., 2016) แนวคิด ESG ถือเป็นการพัฒนาต่อยอดจากแนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (Corporate Social Responsibility: CSR) โดยเพิ่มความเข้มงวดด้านการวัดผลเชิงปริมาณและการเปิดเผยข้อมูลในรูปแบบที่สามารถนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจทางการเงินได้ (IFRS Foundation & ISSB, 2023) งานวิจัยที่ผ่านมาสนับสนุนว่า องค์กรที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูงมักมีผลประกอบการทางการเงินที่ดีกว่าและสามารถลดความเสี่ยงเชิงระบบได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Eccles et al., 2014; Friede et al., 2015)

หนึ่งในระบบการประเมิน ESG ที่ได้รับการยอมรับในระดับสากลคือ LSEG (London Stock Exchange Group) ซึ่งพัฒนามาจากระบบของ Refinitiv ภายหลังจากควบรวมกิจการ ทั้งนี้ LSEG ได้จัดทำระบบการให้คะแนน ESG ที่มีความครอบคลุมและเป็นมาตรฐานสากล โดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อประเมินความสามารถขององค์กรในการจัดการประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลที่มีนัยสำคัญทางการเงิน (LSEG, 2024) ระบบการประเมินของ LSEG มีจุดแข็งอยู่ที่ความโปร่งใสในการเปิดเผยวิธีการประเมิน (Methodology Transparency) การใช้เกณฑ์เฉพาะตามอุตสาหกรรม และการอัปเดตข้อมูลอย่างสม่ำเสมอ (LSEG, 2024; Refinitiv, 2023)

งานวิจัยนี้ยึดหลักการรอบแนวคิดความเกี่ยวข้องของมูลค่าหลักทรัพย์ (Value Relevance) ซึ่งเป็นแนวทางที่ได้รับความนิยมนอย่างมากในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชี เช่น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) กับราคาหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการนำแบบจำลองของ Ohlson (1995) มาใช้เป็นตัวแบบการศึกษาที่สำคัญในการอธิบายความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีกับการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดทุน แนวคิดนี้ได้รับการสนับสนุนจากวรรณกรรมในต่างประเทศ เช่น งานของ Barth, Beaver, and Landsman (2001) และ Francis and Schipper (1999) แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลทางบัญชีมีบทบาทสำคัญในการสะท้อนมูลค่าตลาดของบริษัท

การศึกษานี้อาศัยกรอบทฤษฎีที่นอกเหนือจากแนวคิดทางบัญชี เพื่ออธิบายว่า ทำไม ESG จึงมีความเชื่อมโยงกับข้อมูลทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ของกิจการ โดยประการแรก ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ตามแนวคิดของ Freeman (1984) อธิบายได้ว่า บริษัทควรบริหารกิจการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่ายไม่ใช่เฉพาะผู้ถือหุ้น การตอบสนองต่อประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมจึงช่วยสร้างความไว้วางใจและคุณค่าทางเศรษฐกิจระยะยาวประการที่สอง ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ของ Spence (1973) อธิบายว่า การส่งสัญญาณสามารถช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้มีส่วนได้เสีย เมื่อนำมาประยุกต์กับบริบทด้านความยั่งยืน การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) หรือ ESG สามารถทำหน้าที่เป็นสัญญาณบ่งบอกถึงคุณภาพการกำกับดูแลความโปร่งใสและการจัดการความเสี่ยงของบริษัทต่อผู้ลงทุน หลักฐานเชิงประจักษ์จำนวนมากยังพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน CSR หรือ ESG มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน (Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011; El Ghouli, Guedhami, Kwok, & Mishra, 2011) และประการที่สาม ทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) และทฤษฎีสถาบัน (Institutional Theory) บริษัทต้องปรับตัวให้สอดคล้องกับบรรทัดฐานสังคม กฎเกณฑ์และแรงกดดันเชิงสถาบัน (เช่น กฎระเบียบ มาตรฐานอุตสาหกรรม) จึงจะคงไว้ซึ่งความชอบธรรมในสายตาผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้นการเปิดเผยและการบริหารในเรื่องของความรับผิดชอบต่อสังคมได้ถูกผลักดันให้เป็นแนวปฏิบัติทั่วไป (Suchman, 1995; DiMaggio & Powell, 1983)

วรรณกรรมทั้งในประเทศและต่างประเทศโดยรวมสนับสนุนว่า ข้อมูลด้าน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดและผลตอบแทนของบริษัท โดยการวิเคราะห์ห่อภิมาณ (Meta-Analysis) ขนาดใหญ่ของ Friede et al. (2015) ที่รวบรวมงานวิจัยกว่า 2,000 ชิ้นงานพบว่า ประมาณ 90% ระบุความสัมพันธ์ส่วนใหญ่เป็นเชิงบวกระหว่าง ESG กับมูลค่าของกิจการและตัวชี้วัดทางการเงิน นอกจากนี้มีงานวิจัยต่าง ๆ ที่ระบุถึงการเชื่อมโยงระหว่าง ESG กับมูลค่ากิจการ ได้แก่ 1) บริษัทที่มีผลงาน CSR หรือ ESG ที่ดีมีกมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำ (El Ghouli et al., 2011) สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า การเปิดเผยข้อมูลช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลและความเสี่ยงของผู้ลงทุน 2) ความเสี่ยงระบบโดยรวมลดลงโดย Albuquerque, Koskinen, and Zhang (2019) พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลให้ความเสี่ยงเชิงระบบลดลงและมูลค่ากิจการสูงขึ้น และ 3) ทุนทางสังคมในภาวะวิกฤต บริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมสูงจะมีผลประกอบการและการเติบโตโดยอดขายดี เนื่องจากมีความไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้เสีย (Lins, Servaes, & Tamayo, 2017) ขณะเดียวกันหลักฐานด้านทฤษฎีก็แสดงให้เห็นความพึงพอใจของพนักงานเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนส่วนเกินระยะยาว (Edmans, 2011)

สำหรับงานวิจัยในบริบทของประเทศไทยพบหลักฐานเชิงประจักษ์จำนวนมากสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG กับมูลค่ากิจการ งานวิจัยของ Moolkham (2025) และ Siwasarit (2024) พบว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีคะแนน ESG สูงจะมีมูลค่ากิจการสูงกว่ากลุ่มที่มีคะแนน ESG ต่ำ โดยงานวิจัยส่วนใหญ่เห็นพ้องกันว่า ESG เป็นปัจจัยสำคัญต่อการสร้างมูลค่ากิจการและความเชื่อมั่นของนักลงทุน Yordudom and Suttipun (2020) ได้ศึกษาการเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัทไทยพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลกลับมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ งานวิจัยของ Chaisalee and Manapreechadeelert (2024) ได้ศึกษาบทบาทความเป็นอิสระของคณะกรรมการในความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการและพบหลักฐานเชิงบวกที่สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า บรรษัทภิบาลที่เข้มแข็งช่วยขยายผลของ ESG ต่อมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ในเชิงประยุกต์ Sirathavornvong, Sukcharoensin and Tiyaratnatchai (2024) ได้ศึกษาในกลุ่ม SET50 พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงิน จึงกล่าวได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีบรรษัทภิบาลเข้มแข็งจะไม่เพียงแต่ทำ ESG เพื่อภาพลักษณ์ แต่ได้ผสาน ESG เข้ากับกลยุทธ์ธุรกิจ เพื่อสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่จับต้องได้ เช่น การลดต้นทุน การเพิ่มรายได้ หรือการเพิ่มโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนและสุดท้ายงานวิจัยของ Suttipun, Lakkanawanit, Saramolee, Yaacob, and Srijunpetch (2025) วิเคราะห์ปฏิภานของตลาดหลักทรัพย์ต่อการเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) พบว่า ตลาดได้ตอบสนองเชิงบวกต่อการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยเฉพาะองค์ประกอบด้านบรรษัทภิบาล (G) ขณะที่ผลขององค์ประกอบด้านสิ่งแวดล้อม (E) และด้านสังคม (S) แตกต่างไปตามบริบทอุตสาหกรรมและคุณภาพข้อมูล

ภายใต้บริบทของความยั่งยืน งานวิจัยจำนวนหนึ่งได้ศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชี โดยเชื่อมโยงกับการรายงานความยั่งยืนโดยตรง Sumritsakun (2022) พบว่า การจัดทำรายงานความยั่งยืนมีผลเชิงบวกต่อความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ภายใต้แบบจำลองราคา ข้อค้นพบดังกล่าวสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Moolkham (2024) ซึ่งรายงานว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ของบริษัทจดทะเบียนไทยยังคงมีความเกี่ยวข้องอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาด ทั้งนี้ บริบทด้านการพัฒนาที่ยั่งยืนยังมีบทบาทในการเพิ่มศักยภาพของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาที่สอดคล้องกันนี้นำไปสู่ข้อเสนอว่า แบบจำลองราคาของ

Ohlson (1995) สามารถผนวกตัวแปรด้าน ESG เข้ามาได้อย่างน้อยสองมิติ ได้แก่ 1) ในฐานะข้อมูลเสริม (Other Information) ที่ช่วยเพิ่มความสามารถในการอธิบายราคา และ 2) ในฐานะตัวแปรกำกับ (Moderator) ที่ทำหน้าที่เสริมแรงความสัมพันธ์ระหว่าง BVS และ EPS กับราคาหลักทรัพย์

แม้งานวิจัยส่วนใหญ่จะแสดงให้เห็นว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการหรือราคาหลักทรัพย์ แต่ก็มีหลักฐานที่บ่งชี้ว่า ผลกระทบดังกล่าวมิได้เป็นบวกในทุกบริบทหรือทุกช่วงเวลา เช่น Krüger (2015) พบว่า ตลาดทุนมีปฏิกิริยาเชิงลบอย่างรุนแรงต่อข่าวด้านความรับผิดชอบต่อสังคมที่เป็นลบ ขณะที่ปฏิกิริยาของตลาดต่อข่าวเชิงบวกกลับมีความรุนแรงน้อยกว่า ซึ่งสะท้อนถึงความอ่อนไหวของตลาดต่อความเสี่ยงด้านชื่อเสียง อีกทั้งยังมีประเด็นความไม่สอดคล้องกันของคะแนน ESG จากผู้จัดอันดับ (Rating Divergence) ที่อาจทำให้การวัดค่า ESG ผ่างด้วยสัญญาณรบกวนและลดทอนความน่าเชื่อถือของตัวชี้วัด (Gibson, Krueger, & Schmidt, 2021; Berg, Kölbl, & Rigobon, 2022) ในทำนองเดียวกัน งานวิจัยของ Moolkham (2024) ได้สำรวจบทบาทของ ESG ในฐานะตัวแปรกำกับ (Moderator) ระหว่างกำไรต่อหุ้น (EPS) และมูลค่าหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า ในกลุ่มบริษัทที่มีการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (บริษัทใน SETESG Index) แม้ว่า EPS ของบริษัทจะอยู่ในระดับสูง แต่นักลงทุนกลับตอบสนองเชิงลบต่อข้อมูลดังกล่าว สะท้อนให้เห็นว่า การมุ่งเน้น ESG อาจถูกมองว่าเป็นภาระต้นทุนเพิ่มเติมของกิจการ ซึ่งลดทอนคุณภาพของกำไรปัจจุบัน และทำให้ EPS ไม่สามารถสะท้อนศักยภาพทางเศรษฐกิจของบริษัทได้อย่างเต็มที่ ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับแนวคิดเชิงทฤษฎีที่ว่า นักลงทุนมิได้พิจารณาข้อมูลทางบัญชีโดยลำพัง หากแต่ตีความร่วมกับบริบททางเศรษฐกิจและกลยุทธ์องค์กร อีกทั้งยังอาจให้ความสำคัญกับความยั่งยืนและศักยภาพการบริหารจัดการระยะยาวมากกว่าผลกำไรระยะสั้น (อ้างอิงจากการตีความ Francis & Schipper, 1999; Rahman, Bintoro, Dewi, & Kholilah, 2024) วรรณกรรมเพิ่มเติมยังเสนอว่าการลงทุนด้าน ESG มักต้องใช้ทรัพยากรจำนวนมากในระยะสั้น ซึ่งอาจบั่นทอนความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง EPS กับมูลค่าตลาดและในบางบริบทอาจทำให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวกลับทิศเป็นลบ (Krüger, 2015; Gibson et al., 2021)

## การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

วรรณกรรมที่ผ่านมาได้แสดงให้เห็นอย่างต่อเนื่องว่า บริษัทที่มีคะแนน ESG อยู่ในระดับสูงมักมีมูลค่ากิจการและผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูง เหตุผลสำคัญคือ การดำเนินงานที่คำนึงถึงประเด็นด้าน ESG ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยง ยกกระตือการดำเนินงาน สร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน รวมทั้งส่งเสริมชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดี ปัจจัยเหล่านี้มีส่วนโดยตรงต่อการสร้างความเชื่อมั่นในกลุ่มนักลงทุน ลูกค้าและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งท้ายที่สุดสะท้อนออกมาในรูปของมูลค่ากิจการที่เพิ่มสูงขึ้น (Fama & French, 2015; Khan et al., 2016; Whelan, Atz, Van Holt, & Clark, 2021)

อย่างไรก็ตาม ผลกระทบของ ESG ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ เช่น ลักษณะอุตสาหกรรม ขนาดบริษัทและประเทศที่บริษัทดำเนินธุรกิจ (Al-Hiyari, 2024) รวมถึงวิธีการวัดผล ESG และตัวแปรทางการเงินที่ใช้ศึกษา จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ESG มีบทบาทสำคัญในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาควบคู่กับข้อมูลทางบัญชี เช่น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น ซึ่งสะท้อนถึงฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัท (Penman, 2013) ด้วยเหตุนี้ จึงนำไปสู่การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

วรรณกรรมที่ผ่านมาให้หลักฐานสอดคล้องกันว่า คะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินและมูลค่าตลาดของบริษัท โดยเฉพาะในแง่ของอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และราคาหลักทรัพย์ (Whelan et al., 2021) ขณะเดียวกัน งานวิจัยจากภูมิภาคตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือรายงานว่า ตลาดทุนตอบสนองเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานด้าน ESG (Al-Hiyari & Kolsi, 2021) สะท้อนว่าบริษัทที่มี ESG สูงจะเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและมีเสถียรภาพ (Moolkham, 2025) งานวิจัยเกี่ยวกับหุ้นยั่งยืนในบริบทของตลาดทุนไทยแสดงให้เห็นมิติด้านสิ่งแวดล้อม (E) และบรรษัทภิบาล (G) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์ (Rattanaampol, Pongsupatt, & Pongsupatt, 2021) ขณะที่งานอื่นพบว่า คะแนน ESG ที่สูงสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัทที่สูงขึ้นเมื่อวัดด้วย Tobin's Q (Apiwatphokinkul & Chaiyakul, 2024) และยั่งยืนในแนวโน้มที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับปัจจัยด้าน ESG มากขึ้นในการตัดสินใจลงทุน (Suka-aram, 2023) จากงานวิจัยที่ผ่านมาเหล่านี้ชี้ไปในทิศทางเดียวกันว่า ESG ไม่เพียงเป็นปัจจัยด้านความยั่งยืน หากแต่ยังมีศักยภาพในการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจและสะท้อนออกมาในรูปของราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงสามารถตั้งสมมติฐานวิจัยที่ 1 ได้ดังนี้

**สมมติฐานการวิจัยที่ 1** คะแนน ESG ของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การพิจารณาบทบาทของคะแนน ESG ที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์สามารถทำได้ภายใต้กรอบแนวคิดตัวแปรกำกับ (Moderator Effect) ภายใต้แบบจำลองด้านราคาที่เสนอโดย Ohlson (1995) วรรณกรรมที่เกี่ยวข้องสะท้อนให้เห็นว่า ข้อมูล ESG มีคุณสมบัติทั้งในฐานะข้อมูลเสริมและในฐานะตัวแปรกำกับ ซึ่งอาจส่งผลให้ทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป (Sumritsakun, 2022; Moolkham, 2024) ภายใต้กรอบแนวคิดดังกล่าว สามารถอธิบายบทบาทของข้อมูล ESG ต่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ได้อย่างน้อยสองมิติ ดังนี้

ในประเด็นแรก ข้อมูลด้าน ESG สามารถเสริมสร้างความน่าเชื่อถือของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) ได้ เนื่องจากนักลงทุนมองว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงมักบริหารจัดการสินทรัพย์และความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจึงทำหน้าที่เป็นสัญญาณที่สะท้อนคุณภาพของสินทรัพย์และฐานะทางการเงิน (Spence, 1973) งานวิจัยของ Dhaliwal et al. (2011) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล และ Rahman et al. (2024) พบว่า คะแนน ESG มีผลเชิงบวกต่อความเกี่ยวข้องของ BVS ซึ่งบ่งชี้ว่า BVS จะถูกใช้โดยนักลงทุนอย่างมีนัยสำคัญมากขึ้นเมื่อบริษัทมีคะแนน ESG สูง

ในประเด็นถัดมา หลักฐานเชิงประจักษ์ชี้ว่า ข้อมูลด้าน ESG อาจลดบทบาทของกำไรต่อหุ้น (EPS) ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนอาจให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและกลยุทธ์ระยะยาวมากกว่าผลกำไรระยะสั้น (Rahman et al., 2024) กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีคะแนน ESG สูง ความสัมพันธ์ของ EPS ในฐานะตัวแปรที่สะท้อนมูลค่าตลาดอาจลดลงและถูกแทนที่ด้วยการให้ความสำคัญกับปัจจัยด้าน ESG และฐานะทางการเงินที่มั่นคง ซึ่งสะท้อนผ่าน BVS (Francis & Schipper, 1999; Barth et al., 2001) นอกจากนี้ Moolkham (2024) ได้ศึกษาบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและถูกจัดอยู่ในดัชนี SET ESG Index โดยกำหนดให้ตัวแปรดังกล่าวทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับ (Moderator Effect) ระหว่างกำไรต่อหุ้น (EPS) กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทและพบความสัมพันธ์เชิงลบ ผลการศึกษาดังกล่าวชี้ให้เห็นว่า ความยั่งยืนอาจเปลี่ยนวิธีที่นักลงทุนตีความข้อมูลทางบัญชี โดยนักลงทุนอาจมองว่า EPS

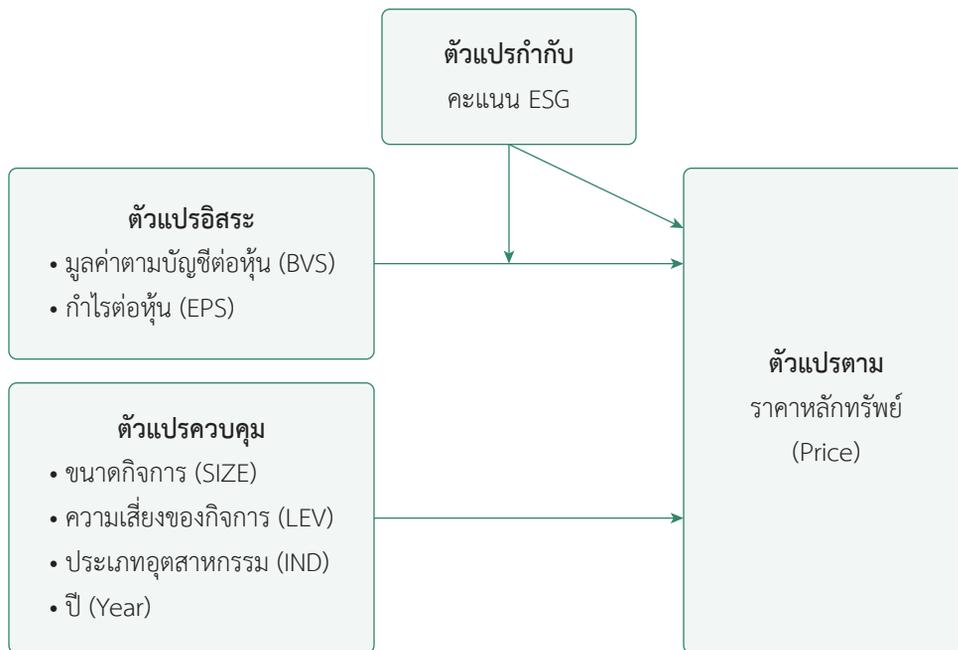
ของบริษัทกลุ่มนี้มีความน่าเชื่อถือต่ำ หรือไม่ยั่งยืน เนื่องจากต้องแบกรับต้นทุนด้าน ESG ซึ่งอาจส่งผลให้กำไรในอนาคตลดลง ดังนั้นความยั่งยืนจึงมีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับที่ส่งผลต่อทิศทางและระดับของความสัมพันธ์ระหว่าง EPS กับราคาหลักทรัพย์

ดังนั้นการทบทวนวรรณกรรมชี้ให้เห็นว่า ข้อมูลด้าน ESG มีบทบาทเชิงกำกับที่ส่งผลในทิศทางแตกต่างกันต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) โดยข้อมูลด้าน ESG มีแนวโน้มเพิ่มความสัมพันธ์ระหว่าง BVS กับราคาหลักทรัพย์ แต่ลดทอนความสัมพันธ์ระหว่าง EPS กับราคาหลักทรัพย์ จากข้อพิจารณาที่สามารถพัฒนาสมมติฐานวิจัยได้ดังนี้

**สมมติฐานการวิจัยที่ 2** คะแนน ESG ของบริษัทส่งผลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**สมมติฐานการวิจัยที่ 3** คะแนน ESG ของบริษัทส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกำไรต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### กรอบแนวคิดการวิจัย



## ระเบียบวิธีวิจัย

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษามาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 700 บริษัท (จากฐานข้อมูล LSEG Workspace) หรือ 2,800 บริษัท (700 บริษัท × 4 ปี) เนื่องจากทำการศึกษาระหว่างปี ค.ศ. 2020–2023 รวมเป็นเวลา 4 ปี การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจะคัดเลือกแบบเจาะจงตามลักษณะเฉพาะที่กำหนด (ตามตารางที่ 1) ได้แก่ 1) เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (ธนาคาร ประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์) กองทุนรวมและกองทรัสต์ เนื่องจากรูปแบบการดำเนินงานมีลักษณะเฉพาะและแตกต่างจากธุรกิจอื่น รวมถึงมีรูปแบบของรายงานทางการเงินที่แตกต่าง นอกจากนี้ บริษัทประเภทธุรกิจธนาคารจะมีปริมาณหนี้สินสูงกว่าธุรกิจอื่น (Graham & King, 2000; Zainal, Ibrahim, Kamarudin, & Kaur, 2009; Der, Polak, & Masri, 2016; Kouki, 2018; Mirza, Malek, & Abdul-Hamid, 2018; Acaranupong, 2017; Acaranupong, 2019; Kobkanjanapued, 2020) 2) เป็นบริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีไม่ติดลบ เนื่องจากบริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีติดลบมีแนวโน้มที่จะประสบปัญหาทางการเงิน (Graham & King, 2000; Zainal et al., 2009; Mirza et al., 2018) 3) เป็นบริษัทที่ปิดงบการเงินในวันที่ 31 ธันวาคม เพื่อควบคุมผลกระทบของราคาหลักทรัพย์จากสภาพแวดล้อมภายนอก (Acaranupong, 2017; Acaranupong, 2019) 4) เป็นบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนในช่วงเวลาที่ศึกษา (Zainal et al., 2009) และ 5) ต้องไม่เป็นบริษัทที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการวิเคราะห์

### ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

รายการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง	จำนวนบริษัท (ต่อปี)	จำนวนข้อมูลบริษัท-ปี (ทั้งหมด)
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	700	2,800
หัก อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน รวมถึงกองทุนรวมและกองทรัสต์	(90)	(360)
บริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีติดลบ	(3)	(12)
บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม	(40)	(160)
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนภายในปีที่ศึกษา <sup>1</sup>	(439)	(1,756)
บริษัทที่มีค่าข้อมูลผิดปกติ (outliers)	(38)	(152)
<b>กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น</b>	<b>90</b>	<b>360</b>

<sup>1</sup> บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนภายในปีที่ศึกษาจำนวน 439 บริษัทต่อปีคือ บริษัทที่ไม่มีข้อมูลในฐานข้อมูล LSEG Workspace ตัวอย่างเช่น คะแนน ESG เนื่องจากบริษัทอาจ ไม่ได้เปิดเผยข้อมูล ESG อย่างเพียงพอหรือไม่ได้จัดทำรายงานความยั่งยืน/รายงานประจำปีที่มีข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล หากไม่มีข้อมูลเปิดเผยมากพอ LSEG จะไม่สามารถคำนวณหรือจัดอันดับ ESG ได้

จากตารางที่ 1 ผู้วิจัยได้ดำเนินการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลเพียงพอและเหมาะสมกับการวิเคราะห์ โดยเริ่มต้นจากจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 700 บริษัท (รวม 2,800 บริษัท-ปี ตลอด 4 ปี ค.ศ. 2020–2023) และดำเนินการคัดกรองตามเกณฑ์ที่กำหนด ผลการคัดกรองทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างสุทธิ 90 บริษัท หรือ 360 บริษัท-ปี ซึ่งจะใช้ในการวิเคราะห์เชิงสถิติในขั้นตอนต่อไป

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาค้นคว้านี้เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ที่ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2020–2023 รวมระยะเวลา 4 ปี โดยอาศัยข้อมูลจากฐาน LSEG<sup>2</sup>

### การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยนี้ได้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติในการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน โดยการวิเคราะห์ข้อมูลมีรายละเอียด ดังนี้

1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistical Analysis) ใช้เพื่ออธิบายลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา โดยนำเสนอในรูปของร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: SD)

2) การวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-way ANOVA) เป็นเทคนิคทางสถิติที่ใช้ทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของตัวแปรตามระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่จำแนกตามตัวแปรอิสระที่มีสองกลุ่มขึ้นไป ในการศึกษาครั้งนี้ใช้วิธี One-way ANOVA เพื่อตรวจสอบว่า ค่าเฉลี่ยของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ระหว่างกลุ่มบริษัทที่แบ่งตามระดับคะแนน ESG ซึ่งแบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ ระดับต่ำ (0–24) ระดับปานกลาง (25–49) ระดับดี (50–74) และระดับดีมาก/ยอดเยี่ยม (75–100) (LSEG Data & Analytics, n.d.)

หากพบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ จะดำเนินการทดสอบเปรียบเทียบรายคู่ (Post Hoc Test) เพื่อระบุว่ากลุ่มใดแตกต่างจากกลุ่มใด โดยวิธีนี้จะช่วยให้เข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนน ESG กับ BVS และ EPS ได้อย่างชัดเจนมากขึ้น (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010)

3) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) โดยวิธีสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson’s Correlation) และสเปียร์แมน (Spearman’s Correlation) ใช้เพื่อตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่คำนวณได้ควรมีค่าไม่เกิน 0.800 (Kumari, 2008)

<sup>2</sup> LSEG (ชื่อเดิมคือ Refinitiv Eikon หรือ Datastream) เป็นฐานข้อมูลทางการเงินที่สำคัญต่อการทำวิจัยทั้งในเชิงวิชาการและการลงทุน โดยเฉพาะเมื่อเชื่อมโยงกับมิติด้าน ESG ที่กำลังมีบทบาทต่อการประเมินความยั่งยืนและความสามารถในการแข่งขันของบริษัททั่วโลก ทั้งนี้ จุดแข็งของ LSEG Workspace คือ การรวบรวมฐานข้อมูลเชิงลึกที่ครอบคลุม ทั้งการเงิน ข้อมูลทางบัญชี อัตราส่วนทางการเงิน การจัดอันดับเครดิต ESG Score และข้อมูลเศรษฐกิจจากองค์กรระหว่างประเทศ เช่น IMF และ World Bank ทำให้ผู้ใช้งานสามารถเข้าถึงข้อมูลได้อย่างครบถ้วนในทีเดียว

4) การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธี Panel Data จะเป็นการใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาและข้อมูลภาคตัดขวางร่วมกัน การเลือกวิธีการวิเคราะห์ที่เหมาะสมจึงมีความสำคัญ โดยเฉพาะในกรณีที่ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในหลายบริษัทตลอดระยะเวลาหลายปี โดยทั่วไปวิธีการวิเคราะห์แบบ Panel Data ที่นิยมใช้มี 3 วิธี ได้แก่ Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS), Fixed Effect Model (FEM) และ Random Effect Model (REM)

4.1) Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS) หรือวิธี Pooled OLS เป็นการรวบรวมข้อมูลทั้งในมิติของเวลาและกลุ่มตัวอย่างมาวิเคราะห์ร่วมกันเสมือนเป็นข้อมูลชุดเดียว โดยไม่มีการควบคุมอิทธิพลของความแตกต่างเฉพาะกลุ่มหรือช่วงเวลา ข้อดีของวิธีนี้คือ สามารถดำเนินการวิเคราะห์ได้อย่างง่ายและรวดเร็ว อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดคือ อาจเกิดปัญหา Omitted Variable Bias หากข้อมูลมีความแตกต่างระหว่างกลุ่มที่ไม่ได้ควบคุมไว้ (Gujarati & Porter, 2009)

4.2) Fixed Effect Model (FEM) หรือวิธี Fixed Effect ใช้เพื่อควบคุมอิทธิพลที่คงที่และไม่เปลี่ยนแปลงตลอดช่วงเวลาของแต่ละหน่วยข้อมูล (เช่น บริษัท กลุ่มอุตสาหกรรม หรือช่วงเวลา) โดยการกำจัดผลกระทบคงที่เฉพาะหน่วยหรือช่วงเวลาออกจากแบบจำลอง วิธีนี้ช่วยให้สามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ที่แท้จริงระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้อย่างแม่นยำยิ่งขึ้น เหมาะสำหรับกรณีที่มีปัจจัยบางประการ ซึ่งไม่สามารถวัดได้โดยตรง แต่คาดว่าจะมีผลต่อค่าตัวแปรตาม (Baltagi, 2021)

4.3) Random Effect Model (REM) หรือวิธี Random Effect ถือว่า ความแตกต่างระหว่างกลุ่มเป็นตัวแปรสุ่ม (Random Variable) และนำมาวิเคราะห์ร่วมกับตัวแปรอิสระอื่น ๆ เหมาะสำหรับกรณีที่ตัวแปรเฉพาะกลุ่มไม่ได้มีความสัมพันธ์โดยตรงกับตัวแปรอิสระในแบบจำลอง ข้อดีคือ สามารถประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่มีค่าไม่เปลี่ยนแปลงภายในแต่ละกลุ่มได้ (Wooldridge, 2020)

การเลือกใช้ระหว่างแบบจำลอง Fixed Effect Model (FEM) หรือ Random Effect Model (REM) จะพิจารณาจากผลการทดสอบ Hausman Test โดยหากผลการทดสอบมีนัยสำคัญทางสถิติ จะเลือกใช้แบบจำลอง FEM แทน REM (Hausman, 1978)

นอกจากนี้ ผู้วิจัยจะทำการประเมินความเหมาะสมของแบบจำลอง (Model Evaluation) ในการเลือก Model ที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรได้อย่างมีประสิทธิภาพ เครื่องมือที่นิยมใช้ในการประเมินและเปรียบเทียบความเหมาะสมของแบบจำลอง ได้แก่ค่า Within R<sup>2</sup> และเกณฑ์สารสนเทศ เช่น Akaike Information Criterion (AIC) และ Schwarz Information Criterion (BIC) (Akaike, 1974; Schwarz, 1978) โดยค่า Within R<sup>2</sup> ใช้ในการวัดความสามารถของแบบจำลองในการอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตามภายในกลุ่มข้อมูล โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของข้อมูลแบบ Panel Data ค่าที่สูงขึ้นบ่งชี้ว่า แบบจำลองสามารถอธิบายข้อมูลภายในหน่วยสังเกตได้ดีกว่า (Wooldridge, 2010) ขณะที่ค่า AIC และ BIC เป็นเกณฑ์สารสนเทศที่ใช้เปรียบเทียบความเหมาะสมของแบบจำลอง โดยค่านึงถึงทั้งความแม่นยำในการพยากรณ์และระดับความซับซ้อนของแบบจำลอง โมเดลที่มีค่า AIC และ BIC ต่ำกว่าจะถือว่าเหมาะสมกว่า เนื่องจากสามารถอธิบายข้อมูลได้ดีโดยไม่ซับซ้อนเกินไป (Greene, 2018) ดังนั้นในการวิเคราะห์ข้อมูล ควรพิจารณาทั้งค่า Within R<sup>2</sup>, AIC และ BIC ร่วมกัน เพื่อเลือกแบบจำลองที่มีความแม่นยำสูง เหมาะสมกับระดับความซับซ้อนของข้อมูล และสามารถสะท้อนลักษณะของข้อมูลได้อย่างถูกต้องและน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น

**ตัวแบบการศึกษา**

การวิจัยฉบับนี้ประยุกต์ใช้ตัวแบบด้านราคาของ Ohlson (1995) หรือที่เรียกว่า Ohlson Price Model และได้ปรับปรุงแบบจำลองตามแนวทางของงานวิจัยที่ผ่านมา (dos Santos & Tavares, 2023; E-Vahdati, Wan-Hussin, & Mohd Ariffin, 2023; Handajani, Feliana, & Eriandani, 2024; Răpan, Banta, Manea, & Aridah, 2022; Al-Hiyari, 2024; Moolkham, 2024; Rahman et al., 2024) เพื่อทำการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ โดยสามารถกำหนดแบบจำลองการศึกษาได้ 4 แบบ ดังนี้

$$Price_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \epsilon_{it} \quad \dots (1)$$

$$Price_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_n \sum Control_{it} + \epsilon_{it} \quad \dots (2)$$

$$Price_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 ESG_{it} + \beta_n \sum Control + \epsilon_{it} \quad \dots (3)$$

$$Price_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 ESG_{it} + \beta_4 ESG_{it} * BVS_{it} + \beta_5 ESG_{it} * EPS_{it} + \beta_n \sum Control + \epsilon_{it} \quad \dots (4)$$

โดยที่ตัวแปรต่าง ๆ ตามแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 2

**ตารางที่ 2** ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ประเภท	ตัวแปร	อธิบาย
ตัวแปรตาม	Price <sub>it</sub>	ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t หลัง 3 เดือน (ราคาปิดของหุ้นบริษัท i ณ เวลา t หลังวันสิ้นงวดบัญชี 3 เดือน เพื่อสะท้อนการที่นักลงทุนได้รับและใช้ข้อมูลจากงบการเงินในการตัดสินใจลงทุน)
ตัวแปรอิสระ	BVS <sub>it</sub>	มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t (มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นคือ ส่วนของผู้ถือหุ้นหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว ซึ่งสะท้อนฐานะทางการเงินของบริษัทในช่วงเวลานั้น)
	EPS <sub>it</sub>	กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t (กำไรต่อหุ้นคือ กำไรสุทธิหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว โดยใช้กำไรต่อหุ้นขั้นพื้นฐานที่รายงานในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ)
ตัวแปรกำกับ	ESG <sub>it</sub>	คะแนน ESG ของบริษัท i ณ เวลา t จากฐานข้อมูลออนไลน์ LSEG Workspace

ตารางที่ 2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)

ประเภท	ตัวแปร	อธิบาย
ตัวแปรควบคุม	SIZE <sub>it</sub>	ขนาดกิจการ วัดจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ เวลา t
	LEV <sub>it</sub>	ความเสี่ยงทางการเงิน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t
	IND <sub>i</sub>	ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมตามการจำแนกของ GICS <sup>3</sup> ของบริษัท i โดยให้ 1 แทนอุตสาหกรรมที่บริษัทสังกัด และ 0 สำหรับอื่น ๆ
	Year <sub>t</sub>	ช่วงเวลาที่แทนด้วยปี โดยใช้ปี ค.ศ. 2020 เป็นปีฐานและกำหนด 1 ให้กับปีที่สอดคล้อง (2021, 2022, 2023) และ 0 สำหรับปีอื่น

### การทดสอบด้วยตัวแปรกำกับ

การทดสอบด้วยตัวแปรกำกับ (Moderator) เป็นการทดสอบสมการถดถอย (แบบจำลองที่ 4) สำหรับพจน์ที่ทำการปฏิสัมพันธ์ (Interaction Term) ระหว่างตัวแปรคะแนน ESG กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) เพื่อบรรเทาปัญหา Multicollinearity จากพจน์ปฏิสัมพันธ์ ตัวแปร BVS และ EPS ได้รับการปรับค่าให้อยู่ในรูป Mean-Centered ก่อนสร้าง Interaction Term

ทั้งนี้ ถ้าพจน์ที่ทำการปฏิสัมพันธ์พบค่านัยสำคัญจะแสดงให้เห็นว่า คะแนน ESG ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชี ยกตัวอย่างเช่น หากผลการวิจัยพบค่านัยสำคัญเชิงบวกระหว่างตัวแปรคะแนน ESG กับมูลค่าตามบัญชี BVS ( $\beta_4 BVS_{it} * ESG_{it}$ ) แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงมีแนวโน้มเพิ่มความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีและราคาหลักทรัพย์

3 Global Industry Classification Standard (GICS) คือ ระบบการจัดประเภทอุตสาหกรรมระดับโลกที่พัฒนาโดย MSCI และ Standard & Poor's (S&P) ในปี 1999 เพื่อใช้เป็นมาตรฐานกลางในการจัดกลุ่มบริษัทตามลักษณะธุรกิจหลัก โดย GICS เป็นระบบมาตรฐานที่ใช้ทั่วโลกในการจำแนกบริษัทตามธุรกิจหลัก เพื่อความสะดวกในการลงทุน การวิจัยและการสร้างดัชนีรวมถึงกองทุน ทั้งนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้แบ่งออกเป็น 10 กลุ่มอุตสาหกรรม (ไม่รวม Financial Sector) ตาม Global Industry Classification Standard (GICS) ประกอบด้วย Energy, Materials, Industrials, Consumer Discretionary, Consumer Staples, Health Care, Information Technology, Real Estate, Communication Services และ Utilities Sector

**ผลการวิจัย**

ต่อไปนี้เป็นผลการแสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและเชิงอนุมาน ตั้งแต่ตารางที่ 3 ถึง 11 ดังนี้

**ตารางที่ 3** ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

Variable	Mean	SD	Minimum	Maximum
Price (THB)	25.0620	33.1103	0.3000	233.0000
BVS (THB)	10.8525	12.9412	0.2854	75.3140
EPS (THB)	1.1171	1.7809	-3.1481	10.3169
ESG (Score)	53.5476	16.7719	12.1388	91.9210
Total Assets (million THB)	130,138	357,590	2,457	3,460,461
SIZE (ln)	24.4794	1.3801	21.6223	28.8724
LEV (%)	33.7339	18.3140	0.0389	70.3443

**Note:** Pooled sample = 360

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี ค.ศ. 2020–2023 สามารถอธิบายในภาพรวมได้ดังนี้

ในช่วงระยะเวลา 4 ปีที่ผ่านมา ราคาหลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 25.06 บาท ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ค่อนข้างสูง โดยพิจารณาได้จากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่อยู่ในระดับสูง (SD = 33.11 บาท) และช่วงของราคาหลักทรัพย์ที่กว้างมาก ตั้งแต่ระดับต่ำสุดที่ 0.30 บาท ไปจนถึงสูงสุดที่ 233.00 บาท แสดงถึงความแตกต่างอย่างมากในศักยภาพและมูลค่าของบริษัทต่าง ๆ

ในด้านมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10.85 บาท และมีความแตกต่างสูงเช่นกัน โดยบางบริษัทมี BVS ต่ำกว่า 1 บาท ในขณะที่บางบริษัทสูงถึง 75.31 บาท สะท้อนให้เห็นถึงความหลากหลายของโครงสร้างทุนและฐานะทางการเงินของบริษัท ซึ่งอาจเกี่ยวข้องกับประเภทของอุตสาหกรรมหรือระดับการพัฒนองค์กร

สำหรับกำไรต่อหุ้น (EPS) แม้ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.12 บาท แต่พบว่า มีบริษัทที่ขาดทุน โดย EPS ต่ำสุดถึง -3.15 บาท (ขาดทุนต่อหุ้น) ขณะที่บริษัทที่มีกำไรสูงสุดมี EPS ถึง 10.32 บาท ความผันผวนดังกล่าวสะท้อนถึงความแตกต่างด้านความสามารถในการทำกำไรของแต่ละบริษัทและอาจเกี่ยวข้องกับสถานการณ์ภายในหรือภายนอกที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน

คะแนน ESG ของบริษัทจดทะเบียนมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 53.55 คะแนน อย่างไรก็ตาม ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ในระดับสูงที่ 16.77 และช่วงคะแนนที่กว้าง (ต่ำสุด 12.14 คะแนน สูงสุด 91.92 คะแนน) สะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างในระดับของการพัฒนา ESG ระหว่างบริษัทต่าง ๆ

ด้านสินทรัพย์รวมของบริษัท (Total Assets) พบว่า มีความแตกต่างกันอย่างมาก โดยมีค่าเฉลี่ยสูงถึง 130,138 ล้านบาท และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงมากกว่า 357,590 ล้านบาท ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยยังมีลักษณะของการรวมตัวกันระหว่างบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็กอยู่มาก การใช้ขนาดกิจการในรูปของลอการิทึม (SIZE) สามารถช่วยลดความกระจายของข้อมูลได้ โดยพบว่า มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรนี้ลดลงเหลือเพียง 1.38

และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) เฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 33.73% ซึ่งถือว่า อยู่ในระดับปานกลาง และสะท้อนถึงระดับความเสี่ยงทางการเงินและนโยบายโครงสร้างทุนที่หลากหลายในกลุ่มตัวอย่าง ทั้งนี้ มีบริษัทที่มีระดับหนี้สินต่ำมาก ในขณะที่บางแห่งใช้เงินกู้ในระดับสูงเกือบ 70% ของสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ One-way ANOVA

	One-way ANOVA (Welch's)				Group Descriptives				
	F	df1	df2	p	ESG Level	n	Mean	SD	SE
BVS	26.575	3	104.458	<0.001	1	23	3.6914	2.9089	0.6066
					2	113	8.7933	13.9732	1.3145
					3	189	11.9187	10.3927	0.7560
					4	35	16.4493	20.8596	3.5259
EPS	3.301	3	82.586	0.024	1	23	0.5585	0.8305	0.1732
					2	113	0.9901	1.3179	0.1240
					3	189	1.2661	1.9475	0.1417
					4	35	1.0892	2.4415	0.4127

**Note:** ESG Level, LSEG ESG Scores are divided into four categories as follows:

- 0–25: Low ESG performance and low transparency in ESG data disclosure (defined as Group 1).
- > 25–50: Average ESG performance and moderate transparency in ESG data disclosure (defined as Group 2).
- > 50–75: Good ESG performance and high transparency in ESG data disclosure (defined as Group 3).
- > 75–100: Excellent ESG performance and very high transparency in ESG data disclosure (defined as Group 4).

**ตารางที่ 5** ผลการวิเคราะห์ Post Hoc Tests

Games-Howell Post-Hoc Test – BVS					
ESG Level		1	2	3	4
1	Mean difference	–	–5.1020***	–8.2273***	–12.7580***
	p-value	–	0.003	< 0.001	0.006
2	Mean difference		–	–3.1254	–7.6560
	p-value		–	0.170	0.191
3	Mean difference			–	–4.5306
	p-value			–	0.596
Games-Howell Post-Hoc Test – EPS					
ESG Level		1	2	3	4
1	Mean difference	–	–0.4316	–0.7076**	–0.5307
	p-value	–	0.193	0.013	0.639
2	Mean difference		–	–0.2760	–0.0991
	p-value		–	0.459	0.996
3	Mean difference			–	0.1770
	p-value			–	0.977

Note: \* p-value < .10, \*\* p-value < .05, \*\*\* p-value < .01

จากตารางที่ 4 และตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีระดับคะแนน ESG แตกต่างกัน ตามที่ปรากฏในตารางที่ 4 พบว่า ทั้ง BVS และ EPS มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างกลุ่มคะแนน ESG โดย BVS มีค่า F เท่ากับ 26.575 และ p-value < 0.001 แสดงให้เห็นว่า ค่าเฉลี่ยของ BVS แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในแต่ละกลุ่ม ESG ขณะที่ EPS มีค่า F เท่ากับ 3.301 และ p-value เท่ากับ 0.024 สะท้อนว่า ค่าเฉลี่ย EPS ของแต่ละกลุ่ม ESG แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มพบว่า บริษัทในกลุ่ม 4 (คะแนน ESG สูงสุด) มีค่าเฉลี่ย BVS อยู่ที่ 16.45 บาท (n = 35) รองลงมาคือ กลุ่ม 3 อยู่ที่ 11.92 บาท (n = 189) กลุ่ม 2 อยู่ที่ 8.79 บาท (n = 113) และต่ำสุดคือ กลุ่ม 1 อยู่ที่ 3.69 บาท (n = 23) ส่วนค่าเฉลี่ย EPS ก็มีแนวโน้มสูงขึ้นตามระดับคะแนน ESG เช่นกัน แม้จะไม่ต่อเนื่องทุกกลุ่ม โดยกลุ่ม 3 มีค่าเฉลี่ย EPS สูงสุดอยู่ที่ 1.27 บาท ขณะที่กลุ่ม 1 ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีคะแนน ESG ต่ำที่สุด มีค่าเฉลี่ย EPS

ต่ำสุดอยู่ที่ 0.56 บาท ทั้งนี้ บริษัทส่วนใหญ่จัดอยู่ในกลุ่ม 3 คือ คะแนน ESG อยู่ในช่วง 50-75 คะแนน จำนวน 189 บริษัท

ผลการทดสอบเปรียบเทียบรายคู่แบบ Games-Howell ตามที่แสดงในตารางที่ 5 ช่วยยืนยันผลดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ โดยในส่วนของ BVS พบว่า กลุ่มที่มีคะแนน ESG ต่ำสุด (กลุ่ม 1) มีค่าเฉลี่ย BVS ต่ำกว่าทุกกลุ่มอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p\text{-value} < 0.01$ ) ทั้งเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่ม 2, 3 และ 4 ขณะที่กลุ่มที่มีคะแนน ESG ปานกลางและสูง (กลุ่ม 2, 3, 4) ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับ EPS พบความแตกต่างที่มีนัยสำคัญเฉพาะระหว่างกลุ่ม 1 กับกลุ่ม 3 โดยกลุ่มที่มีคะแนน ESG ต่ำสุดมีค่าเฉลี่ย EPS ต่ำกว่ากลุ่ม 3 อย่างมีนัยสำคัญ ( $p\text{-value} < 0.05$ ) ส่วนคู่เปรียบเทียบอื่นๆ ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ

ดังนั้นผลการวิเคราะห์ยืนยันว่า บริษัทที่มีคะแนน ESG ในระดับสูงมีแนวโน้มที่จะมีมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นสูงกว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG ต่ำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มที่มีคะแนน ESG ต่ำสุดจะแตกต่างจากกลุ่มอื่นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของ Pearson และ Spearman

Variable		Price	BVS	EPS	ESG	SIZE
BVS	Pearson's r	0.5431***	–			
	Spearman's rho	0.7300***	–			
EPS	Pearson's r	0.5448***	0.5358***	–		
	Spearman's rho	0.6564***	0.6703***	–		
ESG	Pearson's r	0.2177***	0.1897***	0.0955	–	
	Spearman's rho	0.1999***	0.2438***	0.0372	–	
SIZE	Pearson's r	0.2644***	0.3783***	0.2213***	0.4289***	–
	Spearman's rho	0.2709***	0.4127***	0.1858***	0.4234***	–
LEV	Pearson's r	-0.2599***	-0.1337**	-0.2195***	0.0341	0.4289***
	Spearman's rho	-0.2289***	-0.1797***	-0.3329***	0.0568	0.4414***

Note: \*\* p-value < .05, \*\*\* p-value < .01

จากตารางที่ 6 จากผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ Pearson และ Spearman พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนว่า บริษัทที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่งและมีกำไรสูง มีแนวโน้มที่จะมีราคาหลักทรัพย์สูง ขณะที่ คะแนน ESG และขนาดกิจการ (SIZE) ก็มีความสัมพันธ์

เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แม้ว่าความสัมพันธ์จะอยู่ในระดับต่ำ ส่วนอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์สะท้อนว่า เมื่อบริษัทที่มีหนี้สินเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง

นอกจากนี้ ยังพบว่า SIZE มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ BVS, EPS, ESG และ LEV แสดงว่า บริษัทขนาดใหญ่มีฐานะการเงินดี ผลการดำเนินงานดี และให้ความสำคัญกับ ESG แต่ก็มีระดับของหนี้สินที่สูงขึ้นด้วย ทั้งนี้ จากผลการวิเคราะห์ก็ไม่พบปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่เกิน 0.800 อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยจะดำเนินการทดสอบเพิ่มเติมด้วย VIF เพื่อยืนยันผลอย่างเป็นทางการในขั้นตอนการวิเคราะห์ถัดไป

**ตารางที่ 7** ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบจำลองที่ 1

Model 1	Pooled OLS Model			Fixed Effect Model			Random Effect Model		
	$\beta$	t	p-value	$\beta$	t	p-value	$\beta$	z	p-value
const	4.884	135.000***	<0.001	4.875	136.700***	<0.001	4.882	130.000***	<0.001
BVS	0.013	5.820***	<0.001	0.011	3.150***	0.002	0.013	5.286***	<0.001
EPS	0.098	6.068***	<0.001	0.124	8.458***	<0.001	0.103	6.723***	<0.001

Hausman test statistic: H = 8.48643 with p-value = 0.014 (p-value < .05)

(A low p-value counts against the null hypothesis that the random effects model is consistent, in favor of the fixed effects model.)

F = 55.233	p-value (F) < .05	R <sup>2</sup> = 0.3853	Adjusted R <sup>2</sup> = 0.3818
Within R <sup>2</sup> = 0.4204	LSDV R <sup>2</sup> = 0.5806	Akaike criterion = 383.5128	Schwarz criterion = 741.0343
Durbin-Watson = 2.1099	Max VIF = 1.403		

**Note:** 1) Robust standard errors, consistent with heteroskedasticity and autocorrelation (HAC), are reported for all models.

2) \* p-value < .10, \*\* p-value < .05, \*\*\* p-value < .01

จากตารางที่ 7 พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทุกแบบจำลอง ได้แก่ Pooled OLS, Fixed Effect Model และ Random Effect Model โดยในการวิเคราะห์นี้ ได้ใช้ Robust Standard Errors เพื่อควบคุมปัญหา Heteroscedasticity และ Autocorrelation ของข้อมูล

เมื่อพิจารณาผลลัพธ์ของแบบจำลองพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของ BVS และ EPS ในทุกแบบจำลองต่างมีทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.01) โดยเฉพาะใน Fixed Effect Model ซึ่งเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดตามผลการทดสอบ Hausman (p-value = 0.014) ค่าสัมประสิทธิ์ของ BVS เท่ากับ 0.011 (p-value = 0.002) และของ EPS เท่ากับ 0.124 (p-value < 0.001) สะท้อนว่า การเพิ่มขึ้นของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นจะช่วยเพิ่มราคาหลักทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

ในด้านคุณภาพของแบบจำลองพบว่า Fixed Effect Model มีค่า Within R<sup>2</sup> เท่ากับ 0.4204 แสดงว่า สามารถอธิบายความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ได้ในระดับหนึ่ง ขณะที่สถิติ Durbin-Watson มีค่า 2.1099 บ่งชี้ว่า ไม่มีปัญหาเรื่อง Autocorrelation นอกจากนี้ การตรวจสอบ Multicollinearity พบว่า Max VIF มีค่าเพียง 1.403

ดังนั้นผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 1 แสดงให้เห็นว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นเป็นตัวแปรที่มีบทบาทสำคัญในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**ตารางที่ 8** ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบจำลองที่ 2

Model 2	Pooled OLS Model			Fixed Effect Model			Random Effect Model		
	$\beta$	t	p-value	$\beta$	t	p-value	$\beta$	z	p-value
const	2.911	7.657***	<0.001	2.794	6.363***	<0.001	2.886	7.609***	<0.001
BVS	0.011	5.152***	<0.001	0.007	3.147***	0.002	0.010	4.995***	<0.001
EPS	0.081	4.262***	<0.001	0.103	6.456***	<0.001	0.084	4.670***	<0.001
SIZE	0.079	4.604***	<0.001	0.087	4.533***	<0.001	0.081	4.719***	<0.001
LEV	-0.003	-1.530	0.1295	-0.004	-2.559**	0.012	-0.002	-1.715*	0.086
IND	Yes			Yes			Yes		
Year	Yes			Yes			Yes		

Hausman test statistic: H = 34.8541 with p-value = 0.001 (p-value < .05)

(A low p-value counts against the null hypothesis that the random effects model is consistent, in favor of the fixed effects model.)

F = 29.124	p-value (F) < .05	R <sup>2</sup> = 0.5415	Adjusted R <sup>2</sup> = 0.5201
Within R <sup>2</sup> = 0.5853	LSDV R <sup>2</sup> = 0.6999	Akaike criterion = 290.9867	Schwarz criterion = 702.9137
Durbin-Watson = 1.8515	Max VIF = 2.127		

**Note:** 1) Robust standard errors, consistent with heteroskedasticity and autocorrelation (HAC), are reported for all models.

2) \* p-value < .10, \*\* p-value < .05, \*\*\* p-value < .01

จากตารางที่ 8 เป็นการนำมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) กำไรต่อหุ้น (EPS) ขนาดกิจการ (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) เข้าสู่แบบจำลองพร้อมกับตัวแปรควบคุมประเภทอุตสาหกรรม (IND) และปี (Year)

ผลการวิเคราะห์พบว่า Fixed Effect Model มีความเหมาะสมที่สุดตามผลการทดสอบ Hausman (p-value = 0.001) เมื่อพิจารณาผลการทดสอบความถดถอยพบว่า BVS มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.007 (p-value = 0.002) EPS เท่ากับ 0.103 (p-value < 0.001) และ SIZE เท่ากับ 0.087 (p-value < 0.001) แสดงให้เห็นว่า การเพิ่มขึ้นของ BVS, EPS และ SIZE จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ตัวแปร LEV ซึ่งสะท้อน

โครงสร้างเงินทุนมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ( $\beta = -0.004$ , p-value = 0.012) สะท้อนว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินสูงจะมีแนวโน้มที่ราคาหลักทรัพย์จะลดลง

คุณภาพของแบบจำลอง Fixed Effect Model ปรากฏว่ามีค่า Within R<sup>2</sup> เท่ากับ 0.5853 บ่งชี้ว่า แบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ได้ดี นอกจากนี้ การตรวจสอบ Multicollinearity พบว่า Max VIF เท่ากับ 2.127 แสดงว่า ไม่มีปัญหา Multicollinearity ขณะที่ค่าสถิติ Durbin-Watson อยู่ที่ 1.8515 แสดงว่า ไม่มีปัญหา Autocorrelation ในระดับที่รุนแรง

ดังนั้นผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 2 แสดงให้เห็นว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และขนาดกิจการเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมส่งผลเชิงลบและมีนัยสำคัญ ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดด้านมูลค่ากิจการและโครงสร้างเงินทุน โดยเฉพาะเมื่อควบคุมความแตกต่างด้านอุตสาหกรรมและปีที่ศึกษาในแบบจำลองแล้ว

**ตารางที่ 9** ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบจำลองที่ 3

Model 3	Pooled OLS Model			Fixed Effect Model			Random Effect Model		
	$\beta$	t	p-value	$\beta$	t	p-value	$\beta$	z	p-value
const	3.128	8.421***	<0.001	3.073	7.240***	<0.001	3.114	8.482***	<0.001
BVS	0.010	5.295***	<0.001	0.007	3.457***	0.001	0.010	5.175***	<0.001
EPS	0.083	4.140***	<0.001	0.104	6.315***	<0.001	0.086	4.556***	<0.001
ESG	0.002	2.120**	0.036	0.003	2.756***	0.007	0.002	2.303**	0.021
SIZE	0.064	3.549***	0.001	0.069	3.436***	0.001	0.065	3.645***	0.001
LEV	-0.002	-1.339	0.184	-0.004	-2.363**	0.020	-0.002	-1.537	0.124
IND	Yes			Yes			Yes		
Year	Yes			Yes			Yes		

Hausman test statistic: H = 36.7912 with p-value = 0.001 (p-value < .05)

(A low p-value counts against the null hypothesis that the random effects model is consistent, in favor of the fixed effects model.)

F = 28.212	p-value (F) < .05	R <sup>2</sup> = 0.5467	Adjusted R <sup>2</sup> = 0.5241
Within R <sup>2</sup> = 0.5947	LSDV R <sup>2</sup> = 0.7067	Akaike criterion = 284.7272	Schwarz criterion = 700.5403
Durbin-Watson = 1.8734	Max VIF = 2.156		

**Note:** 1) Robust standard errors, consistent with heteroskedasticity and autocorrelation (HAC), are reported for all models.

2) \* p-value < .10, \*\* p-value < .05, \*\*\* p-value < .01

ตารางที่ 9 ได้นำคะแนน ESG เข้ามาเป็นตัวแปรอิสระเพิ่มเติมในแบบจำลองเพื่อศึกษาความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากแบบจำลอง Fixed Effect Model (Hausman Test มีค่า p-value = 0.001) ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์พบว่า คะแนน ESG มีค่าเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $\beta = 0.003$ , p-value = 0.007) สะท้อนว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงจะมีราคาหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG ต่ำ จึงกล่าวได้ว่า ข้อมูลด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าตลาดของบริษัทในเชิงบวก และนักลงทุนให้ความสำคัญกับประเด็นด้าน ESG มากขึ้น สอดคล้องกับแนวโน้มการลงทุนสมัยใหม่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนและการดำเนินธุรกิจอย่างมีบรรษัทภิบาล นอกจากนี้ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร BVS, EPS และ SIZE ยังคงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับผลลัพธ์จากตารางก่อนหน้า

ในส่วนของคุณภาพแบบจำลองพบว่า ค่า Within R<sup>2</sup> เท่ากับ 0.5947 แสดงว่า สามารถอธิบายความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ได้ดี นอกจากนี้ จากการวิเคราะห์ก็ไม่พบปัญหา Multicollinearity และ Autocorrelation ในแบบจำลอง

ตารางที่ 10 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบจำลองที่ 4 (Collinearity Problem, VIF > 10)

Model 4 (Collinearity Problem)	Pooled OLS Model			Fixed Effect Model			Random Effect Model		
	$\beta$	t	p-value	$\beta$	t	p-value	$\beta$	z	p-value
const	2.750	6.768***	< 0.001	3.324	6.753***	< 0.001	2.750	6.768***	< 0.001
BVS	0.002	0.3897	0.697	-0.013	-1.941*	0.055	0.002	0.389	0.696
EPS	0.294	3.554***	0.001	0.330	4.150***	< 0.001	0.294	3.554***	0.001
ESG	0.004	2.906***	0.005	0.003	2.024**	0.046	0.004	2.906***	0.003
ESG*BVS	0.001	1.141	0.256	0.001	2.988***	0.003	0.001	1.141	0.253
ESG*EPS	-0.003	-2.533**	0.013	-0.003	-2.809***	0.006	-0.003	-2.533**	0.011
SIZE	0.074	4.058***	0.001	0.056	2.671***	0.009	0.074	4.058***	< 0.001
LEV	-0.002	-1.172	0.244	-0.003	-2.226**	0.028	-0.001	-1.172	0.241
IND	Yes			Yes			Yes		
Year	Yes			Yes			Yes		

Hausman test statistic: H = 83.2874 with p-value = 0.001 (p-value < .05)

(A low p-value counts against the null hypothesis that the random effects model is consistent, in favor of the fixed effects model.)

**ตารางที่ 10** ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบจำลองที่ 4 (Collinearity Problem, VIF > 10) (ต่อ)

F = 41.960	p-value (F) < .05	R <sup>2</sup> = 0.5654	Adjusted R <sup>2</sup> = 0.5411
Within R <sup>2</sup> = 0.6191	LSDV R <sup>2</sup> = 0.7244	Akaike criterion = 266.3583	Schwarz criterion = 689.9437
Durbin-Watson = 1.9338	<b>Max VIF = 35.961</b>		

- Note:** 1) Robust standard errors, consistent with heteroskedasticity and autocorrelation (HAC), are reported for all models.
- 2) \* p-value < .10, \*\* p-value < .05, \*\*\* p-value < .01
- 3) The analysis revealed that the VIF values for variables BVS, EPS, ESG\*BVS, and ESG\*EPS exceeded 10, indicating a multicollinearity issue that could affect the reliability of the regression coefficients.

จากตารางที่ 10 ได้นำตัวแปรทำการปฏิสัมพันธ์กัน (Interaction Terms) ระหว่าง ESG กับ BVS (ESG\*BVS) และระหว่าง ESG กับ EPS (ESG\*EPS) เข้าสู่แบบจำลอง แต่ทั้งนี้ผลการวิเคราะห์พบปัญหา Multicollinearity อย่างมีนัยสำคัญในแบบจำลอง กล่าวคือ ค่าดัชนี VIF สูงสุด (Max VIF) มีค่าเท่ากับ 35.961 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์ที่ยอมรับได้ (VIF > 10) ระหว่างตัวแปร BVS, EPS, ESG\*BVS และ ESG\*EPS แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรเหล่านี้มีความสัมพันธ์กันในระดับที่สูงมาก อันอาจส่งผลให้ค่าประมาณสัมประสิทธิ์ถดถอยมีความไม่น่าเชื่อถือและเกิดความผันผวนสูง

ดังนั้นเพื่อลดปัญหา Multicollinearity และทำให้ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ในการวิเคราะห์ในตารางที่ 11 จะมีการปรับข้อมูลโดยนำเทคนิค Mean Centering<sup>4</sup> มาใช้กับตัวแปรที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะกับตัวแปรหลักที่ทำการปฏิสัมพันธ์ ก่อนนำไปวิเคราะห์ซ้ำอีกครั้งในแบบจำลองที่ 4 (Mean Centering)

<sup>4</sup> Mean Centering คือ การลบค่าเฉลี่ยออกจากค่าของแต่ละตัวแปร ซึ่งนิยมใช้เพื่อลดปัญหา Multicollinearity และช่วยให้ผลการวิเคราะห์ในแบบจำลองที่มีพจน์ปฏิสัมพันธ์มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น

ตารางที่ 11 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบจำลองที่ 4 (Mean Centering)

Model 4 (Mean Centering)	Pooled OLS Model			Fixed Effect Model			Random Effect Model		
	$\beta$	t	p-value	$\beta$	t	p-value	$\beta$	z	p-value
const	3.208	7.721***	<0.001	3.738	7.799***	<0.001	3.208	7.721***	<0.001
BVS	0.007	3.406***	0.001	0.005	2.484**	0.014	0.007	3.406***	<0.001
EPS	0.122	5.718***	<0.001	0.144	7.443***	<0.001	0.122	5.718***	<0.001
ESG	0.002	1.538	0.127	0.003	3.053***	0.003	0.002	1.538	0.124
ESG*BVS	0.001	1.141	0.256	0.001	2.988***	0.003	0.001	1.141	0.253
ESG*EPS	-0.003	-2.533**	0.013	-0.003	-2.809***	0.006	-0.003	-2.533**	0.011
SIZE	0.074	4.058***	0.001	0.056	2.671***	0.009	0.074	4.058***	<0.001
LEV	-0.002	-1.172	0.244	-0.003	-2.226**	0.028	-0.002	-1.172	0.241
IND	Yes			Yes			Yes		
Year	Yes			Yes			Yes		

Hausman test statistic: H = 83.2874 with p-value = 0.001 (p-value < .05)

(A low p-value counts against the null hypothesis that the random effects model is consistent, in favor of the fixed effects model.)

F = 41.960	p-value (F) < .05	R <sup>2</sup> = 0.5654	Adjusted R <sup>2</sup> = 0.5411
Within R <sup>2</sup> = 0.6191	LSDV R <sup>2</sup> = 0.7244	Akaike criterion = 266.3583	Schwarz criterion = 689.9437
Durbin-Watson = 1.9338	Max VIF = 2.844		

**Note:** 1) Robust standard errors, consistent with heteroskedasticity and autocorrelation (HAC), are reported for all models.

2) \* p-value < .10, \*\* p-value < .05, \*\*\* p-value < .01

3) For this analysis, mean centering was applied to the main variables prior to constructing the interaction terms. This was done to mitigate multicollinearity between the main variables and the interaction terms.

ตารางที่ 11 ได้ดำเนินการแก้ไขปัญหา Multicollinearity ด้วยวิธี Mean Centering โดยการปรับค่าของตัวแปรหลักก่อนสร้างพจน์ปฏิสัมพันธ์ (Interaction Terms) ซึ่งช่วยเพิ่มคุณภาพของแบบจำลองและความน่าเชื่อถือของค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย

ภายหลังจากทำ Mean Centering พบว่า ค่าสูงสุดของ VIF (Max VIF) ลดลงจากค่าที่สูงกว่าเกณฑ์ 10 ในตารางที่ 10 (Max VIF = 35.961) เหลือเพียง 2.844 ในแบบจำลองนี้ ซึ่งช่วยให้สามารถตีความค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหลัก และพจน์ปฏิสัมพันธ์ได้อย่างถูกต้องและน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น

สำหรับผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ใน Fixed Effect Model ซึ่งเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด (พิจารณาจาก Hausman Test มีค่า p-value < 0.05) พบว่า พจน์ปฏิสัมพันธ์ ESG\*BVS ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $\beta = 0.001$ , p-value = 0.003) สะท้อนว่า บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงจะช่วยเพิ่มความสัมพันธ์ของมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ ขณะที่ ESG\*EPS มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $\beta = -0.003$ , p-value = 0.006) แสดงว่าคะแนน ESG มีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับที่ลดทอนความสัมพันธ์ระหว่างกำไรต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์เมื่อระดับ ESG สูงขึ้น

ในด้านคุณภาพของแบบจำลองพบว่า ค่า Within R<sup>2</sup> เท่ากับ 0.6191 ซึ่งสะท้อนว่า แบบจำลองยังคงมีความสามารถในการอธิบายความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ได้ดีเช่นเดิม

### การเปรียบเทียบแบบจำลองการศึกษา

ผู้วิจัยได้ทำการเปรียบเทียบแบบจำลอง Fixed-Effects Model (FEM) ที่สร้างขึ้นอย่างเป็นลำดับจาก Model 1 (ฐาน) ไปจนถึง Model 4 ซึ่งเป็นแบบจำลองที่สมบูรณ์ที่สุด (รวมตัวแปรที่ทำการปฏิสัมพันธ์) โดยพิจารณาจากค่า Within R<sup>2</sup> และเกณฑ์สารสนเทศ Akaike Criterion (AIC) และ Schwarz criterion (BIC) เพื่อเป็นการประเมินประสิทธิภาพของแบบจำลองในการวิเคราะห์ผลกระทบของคะแนน ESG และเพื่อพิสูจน์ถึงคุณค่าของการเพิ่มตัวแปรที่ทำการปฏิสัมพันธ์ (Moderator Effect) ต่ออำนาจในการทำนายตัวแปรตาม (Price) ทั้งนี้ ผลการเปรียบเทียบแสดงได้ดังตารางที่ 12

ตารางที่ 12 การเปรียบเทียบแบบจำลองการศึกษา

	Model 1 BVS and EPS	Model 2 Add: Control variable (SIZE, LEV)	Model 3 Add: ESG score	Model 4 (Mean Centering) Add: Interaction term (ESG*BVS, ESG*EPS)	Results
Within R <sup>2</sup>	0.4204	0.5853	0.5947	0.6191	Increase
Akaike criterion (AIC)	383.5128	290.9867	284.7272	266.3583	Decrease
Schwarz criterion (BIC)	741.0343	702.9137	700.5403	689.9437	Decrease

### Comparing Model 3 and Model 4

Null hypothesis: the regression parameters are zero for the variables ESG\*BVS, ESG\*EPS

Test statistics: Robust F (2, 89) = 6.66815, p-value 0.002

ตารางที่ 12 แสดงผลการเปรียบเทียบความเหมาะสมของแบบจำลอง FEM ทั้ง 4 แสดงให้เห็นพัฒนาการของความสามารถในการอธิบายอย่างเป็นลำดับ โดยเริ่มต้นจาก Model 1 ซึ่งใช้เฉพาะตัวแปรมูลค่าพื้นฐานของบริษัท (BVS และ EPS) เป็นฐาน แบบจำลองนี้สามารถอธิบายความแปรปรวนภายในหน่วย (Within Variation) ได้ 42.04% (Within  $R^2 = 0.4204$ ) เมื่อมีการเพิ่มตัวแปรควบคุม (Control Variables) เข้าไปใน Model 2 ค่า Within  $R^2$  ได้เพิ่มขึ้นเป็น 58.53% ซึ่งยืนยันว่า ปัจจัยควบคุม เช่น ขนาดกิจการและภาระหนี้สิน (SIZE และ LEV) มีบทบาทสำคัญในการอธิบายความผันผวนของตัวแปรตามตามช่วงเวลา การเพิ่มประสิทธิภาพนี้ยังสะท้อนผ่านเกณฑ์สารสนเทศ โดยที่ค่า AIC ลดลงจาก 383.51 เป็น 290.99 และค่า BIC ลดลงจาก 741.03 เป็น 702.91 บ่งชี้ว่า Model 2 มีความเหมาะสมโดยรวมที่ดีกว่า Model 1

การพัฒนาตัวแบบจำลองต่อไปคือ การเพิ่มคะแนน ESG เข้าไปใน Model 3 แม้ว่าการเพิ่มตัวแปร ESG จะทำให้อำนาจในการอธิบายเพิ่มขึ้นเล็กน้อย โดยค่า Within  $R^2$  เพิ่มขึ้นเป็น 59.47% และเมื่อพิจารณาจากเกณฑ์สารสนเทศ แสดงให้เห็นความเหมาะสมที่เพิ่มขึ้นเหนือ Model 2 อย่างชัดเจน โดยมีค่า AIC และ BIC ลดลงเหลือ 284.73 และ 700.54 ตามลำดับ ซึ่งค่าที่ลดลงอย่างต่อเนื่องของเกณฑ์ทั้งสองนี้เป็นการยืนยันว่า การนำเอาคะแนน ESG เข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของแบบจำลองนั้นให้ประโยชน์ในการปรับสมดุลระหว่างความแม่นยำและความซับซ้อนของพารามิเตอร์

สุดท้าย Model 4 ซึ่งเป็นแบบจำลองที่สมบูรณ์ที่สุด โดยมีการเพิ่มพจน์ปฏิสัมพันธ์ (Interaction Terms) เข้ามาเพื่อทดสอบผลกระทบของตัวแปรกำกับ (Moderator Effect) ซึ่งได้แสดงประสิทธิภาพที่ดีกว่าทุกแบบจำลองที่ผ่านมา ค่า Within  $R^2$  สูงที่สุดในชุดการวิเคราะห์คือ 61.91% ซึ่งพิสูจน์ได้ว่า ตัวแปรที่ทำการปฏิสัมพันธ์ช่วยเพิ่มความสามารถในการอธิบายความผันผวนของตัวแปรตาม เมื่อพิจารณาเกณฑ์สารสนเทศใน Model 4 มีค่า AIC ต่ำที่สุดที่ 266.36 และค่า BIC ต่ำที่สุดที่ 689.94 การที่เกณฑ์ทั้งสองมีค่าต่ำที่สุดใน Model 4 นั้นถือเป็นหลักฐานเชิงสถิติที่แข็งแกร่ง

นอกจากนี้ เพื่อยืนยันว่า พจน์ปฏิสัมพันธ์ (ESG\*BVS และ ESG\*EPS) ใน Model 4 ทำให้แบบจำลองมีความสามารถในการอธิบายเพิ่มขึ้น ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความมีนัยสำคัญร่วมกัน (Joint Significance Test) โดยมีสมมติฐานว่าง ( $H_0$ ) คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของพจน์ปฏิสัมพันธ์ทั้งสองเท่ากับศูนย์พร้อมกัน ผลการทดสอบแสดงค่า Robust F-statistic เท่ากับ 6.66815 (Degrees of Freedom F (2, 89)) โดยมีค่า p-value เท่ากับ 0.002 เนื่องจาก p-value ที่ได้มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่  $\alpha = 0.05$  จึงนำไปสู่การปฏิเสธสมมติฐานว่าง ข้อสรุปคือ การเพิ่มพจน์ปฏิสัมพันธ์ดังกล่าวเข้ามาใน Model 4 ทำให้แบบจำลองมีความสามารถในการอธิบายเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า คะแนน ESG มีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) กับราคาหลักทรัพย์ (Price)

**ผลการทดสอบสมมติฐาน**

ผลการทดสอบสมมติฐานโดยพิจารณาจากแบบจำลองที่ 4 จากตารางที่ 11 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบจำลองที่ 4 (Mean Centering) สรุปได้ดังตารางที่ 13

**ตารางที่ 13** ผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐานการวิจัย	การคาดการณ์	ผลการทดสอบสมมติฐาน	สรุป
H1	คะแนน ESG ของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	คะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ	สนับสนุนสมมติฐาน
H2	คะแนน ESG ของบริษัทส่งผลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	พจน์ปฏิสัมพันธ์ ESG*BVS มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ	สนับสนุนสมมติฐาน
H3	คะแนน ESG ของบริษัทส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกำไรต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	พจน์ปฏิสัมพันธ์ ESG*EPS มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ	สนับสนุนสมมติฐาน

**สรุปผลการวิจัย**

ผลการวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีและคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงศึกษาอิทธิพลของคะแนน ESG ต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชี ในช่วงปี ค.ศ. 2020–2023 โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่า ค่าเฉลี่ยของราคาหลักทรัพย์ (Price) มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ในกลุ่มบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงจะมีค่าเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มที่มีคะแนน ESG ต่ำ และจากผลการทดสอบ One-way ANOVA ยังยืนยันถึงความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติของค่าเฉลี่ย BVS และ EPS ในแต่ละกลุ่มของระดับ ESG (ต่ำ ปานกลาง ดี และดีมาก)

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์พบว่า BVS และ EPS มีความสัมพันธ์เชิงบวกในระดับสูงกับราคาหลักทรัพย์ ขณะที่คะแนน ESG และขนาดกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกในระดับต่ำถึงปานกลาง ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบ ทั้งนี้ ไม่พบปัญหา Multicollinearity ในเบื้องต้นจากการตรวจสอบค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

สำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยพบว่า ESG, BVS, EPS และ SIZE มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ส่วน LEV มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นผลการศึกษาได้สนับสนุนว่า ข้อมูลทางบัญชีและข้อมูลผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่วัดจากคะแนน ESG เป็นข้อมูลที่มีความเกี่ยวข้องเชิงมูลค่าของบริษัทในตลาดทุนไทย เมื่อพิจารณาบทบาทของคะแนน ESG ในฐานะตัวแปรกำกับพบว่า คะแนน ESG ช่วยเสริม

ความสัมพันธ์ระหว่าง BVS กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกันคะแนน ESG มีแนวโน้มลดทอนความสัมพันธ์ระหว่าง EPS กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอาจสะท้อนถึงความซับซ้อนในการรับรู้ผลการดำเนินงานของนักลงทุนในบริษัทที่ปัจจัยด้าน ESG มีบทบาทเพิ่มขึ้น

โดยสรุป ข้อมูลทางบัญชียังคงมีบทบาทสำคัญในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ขณะที่คะแนน ESG มีคุณค่าทางข้อมูลเพิ่มเติม โดยเฉพาะในมิติของมูลค่าตามบัญชี (BVS) ผลการวิจัยนี้ยังสนับสนุนแนวโน้มสากลที่ให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน และชี้ว่าบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยควรเปิดเผยข้อมูล ESG ควบคู่กับข้อมูลทางการเงินเพื่อส่งเสริมการสร้างมูลค่าอย่างยั่งยืนในระยะยาว

## อภิปรายผลการวิจัย

ผลการวิจัยครั้งนี้ได้สะท้อนให้เห็นถึงบทบาทของคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ที่มีต่อความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในบริบทตลาดหุ้นไทย โดยพบว่า ข้อมูลทางบัญชียังคงมีความสำคัญอย่างยิ่งในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ทั้งในมิติของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ซึ่งเป็นข้อมูลจากงบฐานะการเงินและงบกำไรขาดทุน ตามลำดับ ขณะเดียวกันคะแนน ESG ซึ่งสะท้อนการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนได้มีบทบาทเป็นข้อมูลเสริมที่ช่วยเพิ่มศักยภาพของข้อมูลทางบัญชีในการสะท้อนมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดความเกี่ยวข้องของมูลค่าหลักทรัพย์และการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ตามตัวแบบราคา (Ohlson, 1995) และหลักฐานเชิงประจักษ์ของ Barth et al. (2001) ที่ยืนยันว่า ข้อมูลทางบัญชียังคงเป็นปัจจัยหลักในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

การศึกษาในครั้งนี้ได้พบว่า คะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียที่มองว่าการตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่ายไม่เพียงแต่สร้างความไว้วางใจและชื่อเสียงให้กับบริษัท แต่ยังมีส่วนช่วยสร้างผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจในระยะยาว ผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับงานวิจัยต่างประเทศ เช่น งานของ Whelan et al. (2021) และงานวิเคราะห์เชิงปริมาณของ Friede et al. (2015) ที่ระบุว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ รวมถึงหลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศไทย เช่น Moolkham (2025) และ Apiwatphokinkul and Chaiyakul (2024) ที่พบว่า ESG เป็นปัจจัยบวกต่อมูลค่าบริษัท ดังนั้นข้อค้นพบของการศึกษานี้ยืนยันได้ว่า ESG ไม่ใช่เพียงแนวปฏิบัติ เพื่อการรายงานหรือภาพลักษณ์องค์กรเท่านั้น แต่ยังมีคุณค่าในฐานะข้อมูลที่นักลงทุนไทยใช้ประกอบการตัดสินใจเพื่อประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

นอกจากนี้ ผลการวิจัยได้สะท้อนถึงบทบาทของคะแนน ESG ในฐานะตัวแปรกำกับ (Moderator) ซึ่งมีอิทธิพลแตกต่างกันต่อข้อมูลทางบัญชี โดยคะแนน ESG ช่วยเสริมความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ แต่กลับลดทอนความสัมพันธ์ระหว่างกำไรต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ ในกรณีของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น คะแนน ESG ช่วยเสริมความสัมพันธ์ดังกล่าวกับราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณและงานวิจัยของ Rahman et al. (2024) ซึ่งระบุว่า ข้อมูลด้าน ESG สามารถเพิ่มความน่าเชื่อถือของฐานะทางการเงินของบริษัททำให้นักลงทุนใช้ข้อมูลของมูลค่าตามบัญชีในการประเมินมูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญมากขึ้น ในทางตรงกันข้าม กรณีของกำไรต่อหุ้นนั้น ผลการศึกษาพบว่า ESG อาจบั่นทอนความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกำไรต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับงานของ Moolkham (2024) ที่พบว่า ในบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG นักลงทุนบางส่วนตีความว่า กำไรในปัจจุบันไม่สะท้อนศักยภาพทางเศรษฐกิจอย่างแท้จริง เนื่องจากต้องเผชิญต้นทุนด้านความยั่งยืนในอนาคต ข้อค้นพบเหล่านี้

ได้สะท้อนแนวคิดของ Francis and Schipper (1999) ที่เสนอว่า นักลงทุนมิได้ตีความข้อมูลทางบัญชีโดยลำพัง แต่ให้ความสำคัญกับบริบทเชิงกลยุทธ์และความยั่งยืนของธุรกิจ

โดยสรุป ผลการศึกษานี้สนับสนุนแนวโน้มระดับสากลที่ว่า ข้อมูลด้าน ESG มีคุณค่าทางเศรษฐกิจและมีความเกี่ยวข้องกับเชิงมูลค่าในตลาดทุนไทย ทั้งในฐานะข้อมูลเสริมและตัวแปรกำกับ ซึ่งไม่เพียงยืนยันความสำคัญของ ESG ต่อการประเมินมูลค่ากิจการ แต่ยังสะท้อนบทบาทของความยั่งยืนในการเสริมความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางบัญชี ตามแนวคิดทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Spence, 1973) และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Freeman, 1984) ผลการวิจัยชี้ว่า นักลงทุนให้ความสำคัญกับมูลค่าตามบัญชีที่สะท้อนฐานะทางการเงินระยะยาวมากกว่ากำไรระยะสั้น โดยเฉพาะในบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูง กล่าวคือ ภายใต้บริบทของความยั่งยืน นักลงทุนมีแนวโน้มให้น้ำหนักกับความแข็งแกร่งของฐานะการเงิน คุณภาพของสินทรัพย์ และศักยภาพในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคตที่สะท้อนผ่านมูลค่าตามบัญชี มากกว่ากำไรสุทธิ ซึ่งอาจผันผวนและถูกลดทอนด้วยต้นทุนการดำเนินงานด้าน ESG ในระยะสั้น นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูล ESG ยังช่วยส่งเสริมให้ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลทางบัญชีได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาระดับสากลของ Eccles et al. (2014) และ Khan et al. (2016) และต่อยอดวรรณกรรมตามแนวคิดความเกี่ยวข้องของมูลค่าหลักทรัพย์ (Value Relevance Literature) ภายใต้กรอบของ Ohlson

## ข้อเสนอแนะ

บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างต่อเนื่อง โปร่งใส และตรวจสอบได้ ไม่เพียงเพื่อปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ แต่ควรบูรณาการเข้ากับกลยุทธ์ทางธุรกิจ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นและความไว้วางใจในระยะยาวแก่ผู้ลงทุน นอกจากนี้ ผู้กำหนดนโยบาย เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรเร่งส่งเสริมและสนับสนุนมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่สอดคล้องกับมาตรฐานสากล (เช่น IFRS S1 และ IFRS S2 ของ ISSB) เพื่อเพิ่มความเทียบเคียงและลดความเหลื่อมล้ำของคุณภาพข้อมูล (ปัจจุบันอยู่ในขั้นตอนการรับฟังความคิดเห็นและเตรียมบังคับใช้ในลักษณะการทยอยบังคับใช้ (Phased-In) ตามลำดับความพร้อมของบริษัท แต่ยังไม่บังคับใช้อย่างเต็มรูปแบบ)

สำหรับข้อเสนอแนะในเชิงวิชาการ งานวิจัยในอนาคตควรพิจารณาขยายขอบเขตการศึกษาให้ครอบคลุมมิติที่หลากหลายยิ่งขึ้น ประการแรก การใช้คะแนน ESG จากหลายแหล่งข้อมูล เช่น LSEG, MSCI หรือ Sustainalytics จะช่วยลดปัญหาความไม่สอดคล้องของการประเมิน (Rating Divergence) และเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลลัพธ์ที่ได้ เนื่องจากข้อมูลจากแหล่งเดียวอาจสะท้อนเฉพาะบางมิติของ ESG ทำให้ผลลัพธ์ไม่ครอบคลุมทุกด้าน ประการที่สอง ควรขยายช่วงเวลาการศึกษาให้ยาวนานขึ้น หรือทำการเปรียบเทียบในหลายช่วงเวลา เพื่อทำความเข้าใจพลวัตของบทบาท ESG ต่อการตีความข้อมูลทางบัญชีในระยะยาว การศึกษาที่ครอบคลุมช่วงเศรษฐกิจที่หลากหลายจะช่วยให้ผลการวิจัยมีความแม่นยำและครอบคลุมมากขึ้น และประการที่สาม ควรให้ความสนใจกับการวิเคราะห์บทบาทของ ESG ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างเชิงโครงสร้าง เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมอาจมีปัจจัย ESG ที่นักลงทุนให้ความสำคัญแตกต่างกันไป การศึกษาเชิงเปรียบเทียบดังกล่าวจะช่วยเพิ่มความเข้าใจที่ลึกซึ้งยิ่งขึ้นเกี่ยวกับบริบทอุตสาหกรรม

## ข้อจำกัดการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลเพียง 4 ปี (ค.ศ. 2020–2023) ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ได้รับอิทธิพลจากปัจจัยด้านเศรษฐกิจ เหตุการณ์เฉพาะช่วงเวลา และสถานการณ์พิเศษอันอาจส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของนักลงทุนและการตีความข้อมูล ESG ดังนั้น ผลการวิจัยจึงสะท้อนบริบทเฉพาะของช่วงเวลาดังกล่าว การศึกษาในช่วงเวลาที่ยาวนานขึ้นหรือครอบคลุมสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่หลากหลายกว่านี้ อาจนำไปสู่ข้อค้นพบที่แตกต่างและให้ภาพที่ครอบคลุมยิ่งขึ้น นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ มุ่งเน้นการวิเคราะห์ตัวแปรหลัก ได้แก่ คะแนน ESG มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) โดยไม่ได้รวมปัจจัยอื่นที่อาจมีอิทธิพลต่อการอธิบายราคาหลักทรัพย์ เช่น คุณภาพของสินทรัพย์ การเติบโตของรายได้ กลยุทธ์ทางธุรกิจ หรือโครงสร้างทุน ซึ่งปัจจัยเหล่านี้อาจช่วยอธิบายความผันแปรของราคาหลักทรัพย์ได้อย่างครบถ้วนและลึกซึ้งมากขึ้น

## REFERENCES

- Acaranupong, K. (2017). Comparative value relevance of earnings, book values and cash flows: Empirical evidence from listed companies on SET100 in Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 13(38), 95–114. <https://doi.org/10.14456/jap.2017.16>
- Acaranupong, K. (2019). A comparative study of earnings quality in ASEAN countries. *Journal of Accounting Profession*, 15(47), 49–77. <https://doi.org/10.14456/jap.2019.17>
- Akaike, H. (1974). A new look at the statistical model identification. *IEEE Transactions on Automatic Control*, 19(6), 716–723. <https://doi.org/10.1109/TAC.1974.1100705>
- Albuquerque, R. A., Koskinen, Y. J., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
- Al-Hiyari, A. (2024). Does top executive gender diversity matter for the value relevance of ESG controversies? Empirical evidence from European tech firms. *Journal of Accounting & Organizational Change*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1108/JAOC-01-2024-0009>
- Al-Hiyari, A., & Kolsi, M. C. (2021). How do stock market participants value ESG performance? Evidence from middle eastern and north African countries. *Global Business Review*, 25(4), 934–956. <https://doi.org/10.1177/09721509211001511>
- Amel Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Apiwatphokinkul, T., & Chaiyakul, T. (2024). The impact of environmental social governance (ESG) on the financial performance of (Thailand sustainability investment: THSI) companies listed on the stock exchange of Thailand. *Journal of Humanities and Social Sciences, Rajapruk University*, 10(1), 162–175. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/rpu/article/view/277481>
- Baltagi, B. H. (2021). Econometric analysis of panel data. In *Springer texts in business and economics*. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5>

- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77-104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Chaisalee, T., & Manapreechadeelert, P. (2024). Environmental, social, governance performance score on firm value of Thai listed firms: Analysis of the moderating role of board independence. *Journal of Accounting Profession*, 20(68), 97-131. <https://doi.org/10.14456/jap.2024.19>
- Der, B. A., Polak, P., & Masri, M. (2016). Investigation on the value relevance of accounting information: Evidence from incorporated companies in the Singapore capital market. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(3), 9-21. [https://doi.org/10.21511/imfi.13\(3\).2016.01](https://doi.org/10.21511/imfi.13(3).2016.01)
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160. <https://doi.org/10.2307/2095101>
- dos Santos, G. C., & Tavares, M. (2023). What is the role of ESG in value relevance? A comparison of the evidence in Latin America before and during the pandemic of COVID-19. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 16(2), 170-181. <https://doi.org/10.14392/asaa.2023160206>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621-640. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- E-Vahdati, S., Wan-Hussin, W. N., & Mohd Ariffin, M. S. (2023). The value relevance of ESG practices in Japan and Malaysia: Moderating roles of CSR award, and former CEO as a board chair. *Sustainability*, 15(3), 2728. <https://doi.org/10.3390/su15032728>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>

- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352. <https://doi.org/10.2307/2491412>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781139192675>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- IFRS Foundation & International Sustainability Standards Board (ISSB). (2023). *IFRS S1 general requirements for disclosure of sustainability-related financial information*. London: IFRS Foundation. <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/>
- IFRS Foundation & International Sustainability Standards Board (ISSB). (2023). *IFRS S2 climate-related disclosures*. London: IFRS Foundation. <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/>
- Gibson, R. B., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 77(4), 104–127. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1963186>
- Graham, R. C., & King, R. D. (2000). Accounting practices and the market valuation of accounting numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan, and Thailand. *The International Journal of Accounting*, 35(4), 445–470. [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(00\)00075-3](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(00)00075-3)
- Greene, W. H. (2018). *Econometric analysis* (8th ed.). Pearson Education.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Pearson.
- Handajani, C. D. E., Feliana, Y. K., & Eriandani, R. (2024). The role of digitalization and environmental, social, governance in enhancing value relevance of accounting information. *Journal Kajian Akuntansi*, 7(2), 200–219. <https://doi.org/10.33603/jka.vol7.no2.a5>
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251–1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>

- Kobkanjanapued, Y. (2020). The value relevance of book value and earnings per share to explain the stock prices before and early stage after TFRS 15 applications: Evidence from the stock exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 16(52), 24–44. <https://doi.org/10.14456/jap.2020.19>
- Kouki, A. (2018). IFRS and value relevance: A comparison approach before and after IFRS conversion in the European countries. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(1), 60–80. <https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2015-0041>
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304–329. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008>
- Kumari, S. S. (2008). Multicollinearity: Estimation and elimination. *Journal of Contemporary Research in Management*, 3(1), 87–95. <https://jcrm.psgim.ac.in/index.php/jcrm/article/view/11>
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- London Stock Exchange Group (LSEG). (2024). *LSEG ESG scores methodology*. London: Author. [https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en\\_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf](https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf)
- London Stock Exchange Group. (2024, October). *Environmental, social and governance scores from LSEG*. London: LSEG. [https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en\\_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf](https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf)
- LSEG Data & Analytics. (n.d.). LSEG ESG scores. Retrieved April 10, 2025, from <https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores>
- Mirza, A., Malek, M., & Abdul-Hamid, M. A. (2018). Value relevance of earnings and book value of equity: Evidence from Malaysia. *Global Business Management Review*, 10(2), 19–40. <https://doi.org/10.32890/gbmr2018.10.2.11047>
- Moolkham, M. (2024). The impact of sustainable development on the relevance of accounting information and financial activities: Evidence from Thailand. *PLOS ONE*, 19(11), e0313299. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0313299>
- Moolkham, M. (2025). SET ESG ratings and firm value: The new sustainability performance assessment tool in Thailand. *PLOS ONE*, 20(2), e0315935. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0315935>
- MSCI ESG Research LLC. (2020). *How to reference an MSCI ESG rating*. <https://www.msci.com/documents/1296102/15233886/How-to-Reference-an-MSCI-ESG-Rating-Final.pdf>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values and dividends in security valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation*. McGraw-Hill Education.

- Rahman, A. F., Bintoro, N. S., Dewi, A. A., & Kholilah, K. (2024). The effect of ESG and earnings quality on the value relevance of earnings and book value. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 18(2), 133–157. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v18i2.09>
- Räpan, C. M., Banta, V. C., Manea, A., & Aridah, M. W. (2022). Value relevance of ESG scores: Evidence from European stock exchange markets. *Oblik i finansi*, 2(96), 68–75. [https://doi.org/10.33146/2307-9878-2022-2\(96\)-68-75](https://doi.org/10.33146/2307-9878-2022-2(96)-68-75)
- 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), 62–76. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/jber/article/view/248717>
- Refinitiv. (2023). *ESG scoring methodology and glossary*. London: Refinitiv. <https://21775616.fs1.hubspotusercontent-na1.net/hubfs/21775616/ESG%20METHODOLOGY%20AND%20GLOSSARY.pdf>
- Schwarz, G. (1978). Estimating the dimension of a model. *The Annals of Statistics*, 6(2), 461–464. <https://doi.org/10.1214/aos/1176344136>
- Siwasarit, W. (2024). Are ESG ratings noisy for stock returns? Evidence from Thailand's stock market. *Nomura Journal of Asian Capital Markets*, 9, 22–27. [https://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2024/09/NJ\\_2024\\_P22-27\\_THAILAND.pdf?20240917](https://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2024/09/NJ_2024_P22-27_THAILAND.pdf?20240917)
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Suka-aram, P. (2023). *The impact of ESG report disclosure on the value of listed companies in the stock exchange of Thailand* (SET-CMRI Working Paper 5/2023). The Stock Exchange of Thailand. <https://media.set.or.th/common/research/1338.pdf>
- Sirathavornvong, K., Sukcharoensin, P., & Tiyaratnatchai, R. (2024). The relationship between ESG and financial performance of the companies listed in SET50. *Development Economic Review*, 18(2), 75–93. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/NER/article/view/274953>
- Sumritsakun, C. (2022). The effect of sustainability report on value relevance of accounting information: Case study of Thai listed firms. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, 43(2), 387–394. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/kjss/article/view/258497>
- 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. <https://doi.org/10.3390/jrfm18030113>
- The Stock Exchange of Thailand. (2023). *ESG disclosure in Thailand*. <https://www.set.or.th>

- The Stock Exchange of Thailand. (2023, November 6). *SET announces SET ESG Ratings for 193 listed companies* [News release]. <https://www.set.or.th/en/market/news-and-alert/newsdetails?id=84240400>
- The Stock Exchange of Thailand. (2025, February). *Ground rules for SET Index Series* (including SETESG Index). Bangkok: The Stock Exchange of Thailand. [https://media.set.or.th/set/Documents/2025/Feb/Index\\_Ground\\_Rule\\_EN.pdf](https://media.set.or.th/set/Documents/2025/Feb/Index_Ground_Rule_EN.pdf)
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). *ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015–2020*. NYU Stern Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.
- Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory econometrics: A modern approach* (7th ed.). Cengage Learning.
- Yordudom, T., & Suttipun, M. (2020). The influence of ESG disclosures on firm value in Thailand. *GATR Journal of Finance & Banking Review*, 5(3), 108–114. [https://doi.org/10.35609/jfbr.2020.5.3\(5\)](https://doi.org/10.35609/jfbr.2020.5.3(5))
- Zainal, D., Ibrahim, M. K., Kamarudin, K. A., & Kaur, J. (2009). The relative value relevance of earnings and book value in Malaysia and Singapore. In *Financial Reporting in Malaysia: Further Evidence* (pp.203–228). Shah Alam, Malaysia: University Publication Centre (UPENA), Universiti Teknologi MARA.

