

การเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสด และผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีอิทธิพล  
ต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย: กลุ่มหุ้นยั่งยืน\*  
FIRM GROWTH, CASH HOLDINGS AND FINANCIAL PERFORMANCE INFLUENCES  
THE SUSTAINABILITY ASSESSMENT OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK  
EXCHANGE OF THAILAND: SET ESG RATINGS

เปรมารัช วิลาลัย\*, อริสรา ธาเนรานานนท์

Premarat Vilalai\*, Arisara Thaneerananon

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต กรุงเทพมหานคร ประเทศไทย

College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University, Bangkok, Thailand

\*Corresponding author E-mail: premarat.vil@dpu.ac.th

## บทคัดย่อ

การวิจัยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เป็นวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ระหว่างปี พ.ศ. 2564 ถึง ปี พ.ศ. 2566 ในประเทศไทย จำนวน 503 บริษัท เป็นเวลา 3 ปี ได้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างตามเงื่อนไข เหลือกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 272 บริษัท วิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ พบว่า การเติบโตของกิจการมีอิทธิพลทิศทางเดียวกันกับผลการประเมินความยั่งยืนอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ( $p\text{-value} = 0.024$  น้อยกว่า 0.05) และผลการดำเนินงานทางการเงินมีอิทธิพลทิศทางเดียวกันกับผลการประเมินความยั่งยืนอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ( $p\text{-value} = 0.046$  น้อยกว่า 0.05) ซึ่งการถือครองเงินสดไม่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ( $p\text{-value} = 0.092$  มากกว่า 0.05) ตัวแปรควบคุมของงานวิจัยครั้งนี้ คือ ขนาดของกิจการมีอิทธิพลทิศทางเดียวกันกับผลการประเมินความยั่งยืนอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ( $p\text{-value} = 0.039$  น้อยกว่า 0.05) และโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทิศทางเดียวกันกับผลการประเมินความยั่งยืนอย่างมีระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ( $p\text{-value} = 0.033$  น้อยกว่า 0.05) แสดงให้เห็นว่า ความสามารถในการเติบโต กำไรที่เกิดขึ้น การจัดการเงินทุนที่มีเสถียรภาพ เป็นกลไกสำคัญที่ส่งผลให้บริษัทดำเนินกิจกรรมด้าน ESG อย่างต่อเนื่องและน่าเชื่อถือต่อผู้ประเมินและผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุน

**คำสำคัญ:** การเติบโตของกิจการ, การถือครองเงินสด, ผลการดำเนินงานทางการเงิน, ผลการประเมินความยั่งยืน, ทุนยั่งยืน

## Abstract

This research aims to study the influence of firm growth, cash holdings, and financial performance on the sustainability ratings of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET), specifically within the SET ESG Ratings group. This is a quantitative study, with a sample consisting of companies listed in the SET ESG Ratings group during the years 2021 to 2023. Initially, 503 companies were identified, and after applying selection criteria, a final sample of 272 companies was used for analysis over the three-year period. Descriptive statistics and multiple regression analysis were employed for data analysis. The results revealed that firm growth has a positive and statistically significant influence on sustainability ratings at the 0.05 significance level ( $p\text{-value} = 0.024 < 0.05$ ). Similarly, financial performance has a positive and significant influence on sustainability ratings at the 0.05 level ( $p\text{-value} = 0.046 < 0.05$ ). However, cash holdings were found to have no significant influence on sustainability ratings ( $p\text{-value} = 0.092 > 0.05$ ). The control variables in this study included firm size and capital structure. The firm size had a positive and significant influence on sustainability ratings ( $p\text{-value} = 0.039 < 0.05$ ), as did capital structure ( $p\text{-value} = 0.033 < 0.05$ ). These findings indicate that the capacity for firm growth, stable profitability, and sound capital management are key mechanisms that support companies in consistently and credibly engaging in ESG-related activities, thereby enhancing their credibility among evaluators and stakeholders in the capital market.

**Keywords:** Firm Growth, Cash Holding, Financial Performance, ESG Score, ESG Ratings

## บทนำ

ในโลกธุรกิจปัจจุบันที่ต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อม ภาวะเศรษฐกิจ และแรงกดดันจากสังคมที่เพิ่มขึ้น แนวคิดเกี่ยวกับการพัฒนาขององค์กรอย่างยั่งยืน (Environmental, Social and Governance) ทำให้องค์กรตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อสังคมในสามมิติหลัก ได้แก่ การดูแลสิ่งแวดล้อม ความเป็นธรรมต่อสังคม และการมีระบบธรรมาภิบาลที่โปร่งใส การดำเนินงานตามหลัก ESG ช่วยเสริมสร้างความน่าเชื่อถือ ลดความเสี่ยง และสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย องค์กรที่ให้ความสำคัญกับ ESG ยังสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนและดึงดูดนักลงทุนที่มุ่งหวังผลตอบแทนในระยะยาว การที่ ESG ถูกนำมาใช้เป็นหนึ่งเกณฑ์การประเมินบริษัทในตลาดทุนทั่วโลก แสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนผ่านจากการแสวงหากำไรสู่การเติบโตอย่างยั่งยืนในทุกมิติของธุรกิจ ESG แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความรับผิดชอบต่อสังคมและคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม ดังนั้น จึงอาจส่งผลต่อจำนวนเงินที่ท่่านได้จากการลงทุน หรือแม้แต่สูญเสียโอกาสทางธุรกิจ (British Standards Institution, 2025)

และในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาความสนใจด้าน ESG (Environmental Social and Governance) ได้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในตลาดทุนของภูมิภาคเอเชีย รวมถึงประเทศไทย โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการจัดอันดับ ESG Ratings จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งมีเป้าหมายเพื่อส่งเสริมการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน งานวิจัยของ Moolkham, M. พบว่า ESG Ratings มีผลเชิงบวกต่อมูลค่าบริษัทซึ่งส่งผลให้บริษัทได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนในระยะยาวทำให้บริษัทมีเสถียรภาพทางการเงินมากขึ้น (Moolkham, M., 2025)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้ให้ความสำคัญกับการส่งเสริมการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนผ่านการจัดทำระบบการประเมินผลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล หรือ SET ESG Ratings ซึ่งเริ่มต้นในปี พ.ศ. 2558 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกภาคส่วน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) ในปี พ.ศ. 2566 SET ได้ปรับปรุงระบบการประเมินดังกล่าว โดยเปลี่ยนชื่อจาก Thailand Sustainability Investment (THSI) เป็น SET ESG Ratings และประกาศผลการประเมินในรูปแบบของ “ESG Ratings” เป็นครั้งแรก เพื่อให้ข้อมูลที่ครอบคลุมมากขึ้นในการสนับสนุนการตัดสินใจลงทุน ประกอบการพิจารณาการเติบโตของกิจการและผลการดำเนินงานทางการเงิน กลุ่มหุ้นยังยืนตาม SET ESG Rating เป็นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประเมินว่ามีการดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลอย่างสมดุลและยั่งยืน หุ้นที่อยู่ในกลุ่มนี้มักได้รับความสนใจจากนักลงทุนสถาบันและกองทุนที่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืน ESG Rating จึงเป็นปัจจัยสำคัญในการเสริมสร้างภาพลักษณ์ ความน่าเชื่อถือ และโอกาสในการเติบโตของกิจการ

การเติบโตของกิจการเป็นปัจจัยสำคัญที่สะท้อนถึงความสามารถในการขยายตัวและเพิ่มมูลค่าในระยะยาว โดยหนึ่งในวิธีการวัดการเติบโตที่ได้รับความนิยม คือ การพิจารณาอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้ (Revenue Growth Rate) ซึ่งแสดงถึงการเพิ่มขึ้นของรายได้จากช่วงเวลาหนึ่งไปยังอีกช่วงเวลาหนึ่ง การเติบโตของรายได้ที่มั่นคงสะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการขยายตลาดหรือเพิ่มปริมาณการขาย อย่างไรก็ตาม รายได้ที่เติบโตอย่างรวดเร็วยังต้องได้รับการสนับสนุนจากการควบคุมต้นทุนและการบริหารจัดการอย่างมีประสิทธิภาพด้วย งานวิจัยของ Davidsson, P. et al. ระบุว่า การเติบโตของรายได้สามารถเป็นปัจจัยทำนายความอยู่รอดและความสำเร็จของกิจการในระยะยาวได้อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น การติดตามและวิเคราะห์อัตราการเติบโตของรายได้จึงเป็นเครื่องมือที่มีคุณค่าสำหรับผู้บริหารในการกำหนดกลยุทธ์ และสำหรับนักลงทุนในการประเมินศักยภาพของกิจการ (Davidsson, P. et al., 2009) นอกจากนี้ ผลการดำเนินงานทางการเงินที่มั่นคงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทสำคัญต่อการยกระดับผลการประเมินความยั่งยืน เนื่องจากผลการดำเนินงานทางการเงินสะท้อนถึงความสามารถในการบริหารจัดการองค์กรอย่างมีประสิทธิภาพและสนับสนุนการลงทุนในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุน และส่งเสริมการเติบโตของธุรกิจอย่างยั่งยืนในระยะยาว

การถือครองเงินสดเป็นองค์ประกอบสำคัญในการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนขององค์กร โดยสะท้อนถึงศักยภาพในการบริหารความเสี่ยง ความยืดหยุ่นในการดำเนินงาน และการรองรับความผันผวนทางเศรษฐกิจ Opler, T. et al. พบว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวมสูงสามารถลดความผันผวนของกำไรและมูลค่าตลาดของหุ้น เป็นตัวบ่งชี้ประสิทธิภาพในการจัดการกระแสเงินสดและการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียน

การผสมผสานการถือครองเงินสดกับเครื่องมือทางการเงินอื่น ๆ จะช่วยให้บริษัทสามารถปรับแผนเงินทุนได้อย่างเหมาะสมสร้างสมดุลระหว่างสภาพคล่องและผลตอบแทน (Opler, T. et al., 1999) ขณะที่ Chen, Y. et al., Sánchez, I. M. et al. พบว่า เงินสดสำรองช่วยสนับสนุนการดำเนินงานด้าน ESG โดยเฉพาะในช่วงวิกฤตหรือการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อมและธรรมาภิบาล การถือครองเงินสดจึงไม่ได้มีบทบาทเฉพาะด้านการเงินเท่านั้น แต่ยังเป็นกลไกสนับสนุนการดำเนินงานอย่างยั่งยืน และอาจส่งผลทางอ้อมต่อการได้รับ ESG Rating ที่สูงขึ้น โดยเฉพาะเมื่อบริษัทใช้ทรัพยากรดังกล่าวอย่างมีประสิทธิภาพและโปร่งใส (Chen, Y. et al., 2020); (Sánchez, I. M. et al., 2021)

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า การเติบโตของกิจการสะท้อนถึงศักยภาพในการขยายตัวและการเพิ่มมูลค่าในระยะยาว ซึ่งมีความเชื่อมโยงกับนโยบายทางการเงินภายใน โดยเฉพาะระดับการถือครองเงินสดขององค์กรที่มีประสิทธิภาพสามารถเสริมสร้าง ผลการดำเนินงานทางการเงิน ผ่านการลดต้นทุนทางการเงินและเพิ่มโอกาสทางธุรกิจ ขณะเดียวกัน ผลการดำเนินงานทางการเงินที่มั่นคงยังเป็นฐานสำคัญของการดำเนินงานตามกรอบ ESG (Environmental, Social, and Governance) การที่กิจการมีผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีทั้งในด้านการเติบโต กำไร และการจัดการเงินสดจึงส่งผลโดยตรงต่อ ผลการประเมินความยั่งยืน ซึ่งสามารถสะท้อนผ่านเครื่องมือ เช่น SET ESG Ratings และเป็นที่ยอมรับในสายตานักลงทุน คณะผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาการเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสด และผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาการเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

### วิธีดำเนินการวิจัย

**1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง** ประชากร คือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง คือ กลุ่มดัชนี SET ESG Ratings ประกอบด้วย กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มเกษตรและอาหาร กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี รวมจำนวน 503 บริษัท ข้อมูลอ้างอิง ณ ปี พ.ศ. 2566 ครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 ถึงปี พ.ศ. 2566 เป็นเวลา 3 ปี ทั้งนี้ ได้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างตามเงื่อนไข คือ ยกเว้นบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินเนื่องจากรายงานการเงินมีเนื้อหาแตกต่างจากรายงานการเงินกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น จำนวน 231 บริษัท คงเหลือกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 272 บริษัท

**2. การเก็บรวบรวมข้อมูลและเครื่องมือการวิจัย** การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data Collection) ผู้วิจัยศึกษาและรวบรวมข้อมูลจากเอกสารและหลักฐานที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยในฐานข้อมูลวิจัย เกี่ยวกับการเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสด ผลการดำเนินงานทางการเงินและศึกษาข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัท เก็บรวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) จากฐานข้อมูล SETSMART

(SET Market Analysis and Reporting Tool) และจากฐานข้อมูล SET Fin Lab (Bloomberg) ใช้ข้อมูลรายงานทางการเงินที่มีการรายงานตามแบบ 56 - 1 one report เก็บข้อมูล ณ วันที่ 26 ธันวาคม 2567

**3. การวิเคราะห์ข้อมูล** การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ การเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสด และผลการดำเนินงานทางการเงิน และตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ ผลการประเมินความยั่งยืนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

การวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

- ตัวแปรตาม

ผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัท วัดโดย ผลการประเมินความยั่งยืน (ESG Score)

- ตัวแปรอิสระ

การเติบโตของกิจการ วัดโดยรายได้ปีปัจจุบันหารรายได้ปีที่ผ่านมาหารด้วยรายได้ปีที่ผ่านมา

การถือครองเงินสด วัดโดย เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดหารสินทรัพย์รวม

ผลการดำเนินงานทางการเงิน วัดโดย กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี

- ตัวแปรควบคุม

โครงสร้างเงินทุน วัดโดย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ขนาดของกิจการ วัดโดย ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสรุปเป็นข้อสมมติฐานได้ ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 การเติบโตของกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

สมมติฐานที่ 2 การถือครองเงินสดมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

สมมติฐานที่ 3 ผลการดำเนินงานทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

สมมติฐานที่ 4 ขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

สมมติฐานที่ 5 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

ทั้งนี้ ใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ร้อยละ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน มาใช้ประกอบการอธิบายข้อมูลเบื้องต้น รวมทั้งใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อศึกษาอิทธิพลของตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

## ผลการวิจัย

ผลการศึกษาการเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสด และผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings มีรายละเอียด ดังนี้

**ตารางที่ 1** ตารางแจกแจงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

| ตัวแปร                   | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|----------------------|
| การถือครองเงินสด         | -215.73   | 162.07    | 0.3406    | 41.64332             |
| การเติบโตของกิจการ       | 0.01      | 30.43     | 0.6065    | 2.76024              |
| ผลการดำเนินงานทางการเงิน | 4.81      | 190899.74 | 9195.7672 | 20662.39454          |
| ขนาดของกิจการ            | 6.19      | 9.65      | 7.7835    | 0.77026              |
| โครงสร้างเงินทุน         | 0.01      | 449.78    | 4.9434    | 34.70657             |
| ผลการประเมินความยั่งยืน  | 1.29      | 6.89      | 3.3443    | 1.14169              |

จากตารางที่ 1 จากการเก็บข้อมูลบริษัทที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings พบว่า การถือครองเงินสด มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3406 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -215.73 และค่าสูงสุดเท่ากับ 162.07 การเติบโตของกิจการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6065 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.01 และค่าสูงสุดเท่ากับ 30.43 ผลการดำเนินงานทางการเงิน มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9195.7672 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 4.81 และค่าสูงสุดเท่ากับ 190899.74 ขนาดของกิจการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.7835 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 6.19 และค่าสูงสุดเท่ากับ 9.65 โครงสร้างเงินทุน มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.9434 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.01 และค่าสูงสุดเท่ากับ 449.78 ผลการประเมินความยั่งยืน มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.3443 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.29 และค่าสูงสุดเท่ากับ 6.89

**ตารางที่ 2** การเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสด และผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

| ตัวแปร                   | b     | Standardized Coefficients | SEb   | t     | p-value | Tolerance | VIF   |
|--------------------------|-------|---------------------------|-------|-------|---------|-----------|-------|
| (Constant)               | 1.304 | 0.866                     |       | 1.505 | 0.134   |           |       |
| การถือครองเงินสด         | 0.003 | 0.002                     | 0.118 | 1.696 | 0.092   | 0.995     | 1.005 |
| การเติบโตของกิจการ       | 0.095 | 0.042                     | 0.161 | 2.282 | 0.024*  | 0.673     | 1.027 |
| ผลการดำเนินงานทางการเงิน | 0.088 | 0.039                     | 0.170 | 2.126 | 0.046*  | 0.654     | 1.529 |
| ขนาดของกิจการ            | 0.236 | 0.113                     | 0.180 | 2.078 | 0.039*  | 0.643     | 1.555 |
| โครงสร้างเงินทุน         | 0.005 | 0.002                     | 0.160 | 2.151 | 0.033*  | 0.880     | 1.136 |

\*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 \*\*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01  $R^2 = 0.152$  Adjusted  $R^2 = 0.128$  F-Value = 6.289 Sig. F = 0.000

ผู้วิจัยได้ตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก (Multicollinearity) จากตารางที่ 2 โดยใช้การวัดค่าความทนทาน (Tolerance) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.643 และค่าสูงสุดเท่ากับ 0.995 ซึ่งค่าทุกตัวแปรมีค่าสูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนด คือ  $Tolerance > 0.1$  และในการวัดค่า VIF พบว่า ค่า VIF ของตัวแปรอิสระมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.005 และค่าสูงสุดเท่ากับ 1.555 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันแต่ไม่มีนัยสำคัญ และค่าความทนทาน (Tolerance) ตัวแปรอิสระแต่ละตัวไม่มีปัญหาเรื่องความเส้นตรงร่วมอย่างมาก กล่าวคือ ไม่มี ความซ้ำซ้อนกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัว จึงสามารถสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระทั้ง 5 ตัว มีความเหมาะสมในการนำไปใช้ในการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ

จากตารางที่ 2 สามารถอธิบายความหมายได้ว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงทางการเงินได้ 15.2% ( $R^2$  มีค่าเท่ากับ 0.152) และแสดงผลการทดสอบความมีอิทธิพลระหว่างการเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสด และผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings แสดงผลวิจัยได้ ดังนี้

ผลการวิจัยของสมมติฐานที่ 1 พบว่า การเติบโตของกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หมายความว่าบริษัทที่สามารถขยายตัวอย่างต่อเนื่อง มักมีความพร้อมทั้งด้านเงินทุน โครงสร้างการจัดการ และระบบภายใน ซึ่งเอื้อต่อการดำเนินกิจกรรมด้าน ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพ การเติบโตทางการเงินเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG และเพิ่มคะแนน ESG ได้จริง ในด้านธุรกิจ การเติบโตช่วยขยายขอบเขตความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม ขณะที่ในด้านบัญชี การเติบโตมักสัมพันธ์กับการพัฒนาระบบข้อมูลเพื่อการรายงานอย่างโปร่งใสและตรวจสอบได้

ผลการวิจัยของสมมติฐานที่ 2 พบว่า การถือครองเงินสดไม่ได้มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings อย่างมีนัยสำคัญ หมายความว่า ถึงแม้ว่าการถือครองเงินสดจะเป็นองค์ประกอบสำคัญในด้านการบริหารทางการเงินขององค์กร แต่ผลการวิจัยสะท้อนให้เห็นว่าการประเมินความยั่งยืนมุ่งเน้นไปที่การดำเนินงานที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มากกว่าการพิจารณาตัวชี้วัดด้านสภาพคล่องหรือเงินทุนสำรอง อย่างไรก็ตาม การถือครองเงินสดในระดับเหมาะสมยังอาจสนับสนุนความสามารถในการดำเนินกิจกรรมด้านความยั่งยืนในทางอ้อม อาทิ การลงทุนในเทคโนโลยีสะอาด หรือการพัฒนาสวัสดิการแรงงาน ซึ่งสะท้อนความพร้อมในการขับเคลื่อนองค์กรตามแนวทาง ESG ได้อย่างต่อเนื่องและยั่งยืน

ผลการวิจัยของสมมติฐานที่ 3 พบว่า ผลการดำเนินงานทางการเงินวัดโดยกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หมายความว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างต่อเนื่องมักมีทรัพยากรและความพร้อมในการลงทุนด้าน ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นจากนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย

ผลการวิจัยของสมมติฐานที่ 4 และสมมติฐานที่ 5 พบว่า ขนาดของกิจการและโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน

SET ESG Ratings อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หมายความว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีโครงสร้างเงินทุนที่มั่นคงมักมีทรัพยากรเพียงพอในการดำเนินกิจกรรมด้าน ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในด้านธุรกิจ ขนาดของกิจการมีผลต่อความสามารถในการจัดการความเสี่ยงด้าน ESG และการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส ซึ่งช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นจากนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย นอกจากนี้ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมยังเอื้อต่อการลงทุนในโครงการที่ยั่งยืน และลดต้นทุนทางการเงินในระยะยาว ดังนั้น การมีขนาดกิจการที่ใหญ่และโครงสร้างเงินทุนที่มั่นคงจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนการดำเนินกลยุทธ์ด้านความยั่งยืนและเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการในระยะยาว

## อภิปรายผล

จากผลการวิจัยการเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสด และผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings แสดงให้เห็นว่า การเติบโตของกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เนื่องจากบริษัทที่มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องมักมีทรัพยากรเพียงพอในการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการประเมิน ESG Ratings ตัวอย่างเช่น การศึกษาของ Aydogmus, M. et al. พบว่า การมีผลงาน ESG ในระดับสูงมีผลเชิงบวกต่อทั้งมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร โดยเฉพาะในบริษัทที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว (Aydogmus, M. et al., 2022) นอกจากนี้ การศึกษาของ Friede, G. et al. ซึ่งวิเคราะห์งานวิจัยกว่า 2,000 ชิ้น พบว่า ประมาณ 90% ของงานวิจัยทั้งหมดระบุความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นลบระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างชัดเจน สำหรับประเทศไทย (Friede, G. et al., 2015) การศึกษาของ Moolkham, M. พบว่า บริษัทที่ได้รับคะแนน SET ESG Ratings สูง มีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสามารถบริหารความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมได้ดีกว่า ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถในการเติบโตอย่างยั่งยืน ดังนั้น การเติบโตของกิจการจึงไม่เพียงแต่ส่งผลต่อมูลค่าทางเศรษฐกิจ แต่ยังมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมความยั่งยืนในระดับองค์กรอีกด้วย ทั้งนี้ ผลการดำเนินงานทางการเงินวัดโดยกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน (Moolkham, M., 2025) SET ESG Ratings แสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดโดยกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีนั้น เป็นตัวชี้วัดสำคัญที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน โดยเฉพาะในกลุ่มหุ้นยั่งยืนตาม SET ESG Ratings ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ มีงานวิจัยต่างประเทศจำนวนมากที่สนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างผลการเงินและระดับความยั่งยืนขององค์กร เช่น งานของ Fatemi, A. et al. ที่ระบุว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานทางการเงินที่แข็งแกร่ง มักสามารถลงทุนในกิจกรรม ESG ได้มากขึ้น ซึ่งช่วยยกระดับความยั่งยืนโดยรวมขององค์กร (Fatemi, A. et al., 2015) นอกจากนี้ Eccles, R. et al. พบว่า บริษัทที่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนในระยะยาว มักมีผลการดำเนินงานทางการเงินที่เหนือกว่าคู่แข่ง และมีการบริหารจัดการต้นทุนและความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพมากกว่า (Eccles, R. et al., 2014) ในทำนองเดียวกัน Khan, M. et al. ชี้ให้เห็นว่าการดำเนินงานด้าน ESG ที่มีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับอุตสาหกรรมของบริษัทสามารถเสริมสร้างผลการดำเนินงานทางการเงินได้อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ความสามารถในการสร้างกำไรสุทธิ

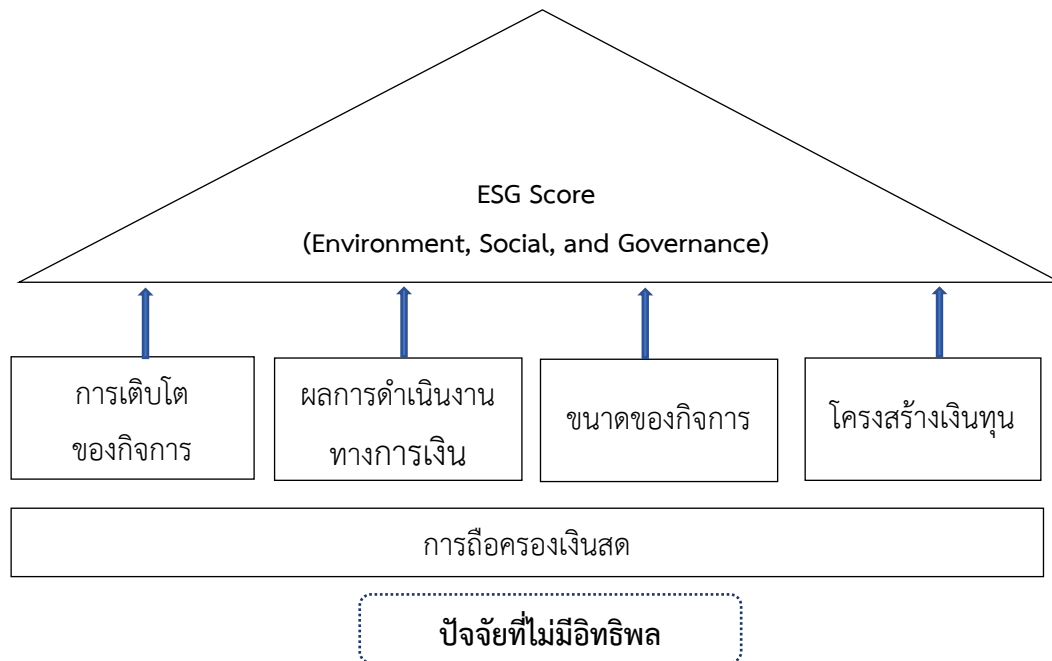
อย่างต่อเนื่องหลังหักภาษีไม่เพียงเป็นเครื่องสะท้อนประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทเท่านั้น แต่ยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลโดยตรงต่อระดับความยั่งยืนที่บริษัทได้รับการประเมินอีกด้วย (Khan, M. et al., 2016)

นอกจากนี้ ขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings สะท้อนให้เห็นว่าเนื่องจากกิจการขนาดใหญ่ มักมีทรัพยากรเพียงพอในการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และสามารถจัดการข้อมูลและรายงานความยั่งยืนได้อย่างเป็นระบบ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Lourenço, I. et al. ที่พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (Lourenço, I. et al., 2012) ขณะที่งานวิจัยของ Plumlee, M. et al. ระบุว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะได้รับคะแนน ESG สูงกว่า เนื่องจากมีการดำเนินกลยุทธ์ด้านความยั่งยืนอย่างต่อเนื่องและโปร่งใสมากกว่าองค์กรขนาดเล็ก (Plumlee, M. et al., 2015) นอกจากนี้ งานวิจัยของ Chih, H. et al. ยังเสนอว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแรงกดดันจากผู้มีส่วนได้เสียและนักลงทุนมากกว่า จึงมีแรงจูงใจในการปรับตัวเข้าสู่แนวปฏิบัติด้านความยั่งยืนที่เข้มงวดมากขึ้น ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าขนาดของกิจการไม่เพียงสะท้อนถึงศักยภาพในการดำเนินงานทางธุรกิจเท่านั้น แต่ยังเป็นปัจจัยสนับสนุนสำคัญที่นำไปสู่ผลการประเมินความยั่งยืนที่สูงขึ้นในตลาดทุนอีกด้วย อีกทั้งผลการวิจัยยังสะท้อนให้เห็น โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings หากโครงสร้างเงินทุนมีความเหมาะสมและมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่สมดุลสามารถสะท้อนถึงความมั่นคงทางการเงิน การบริหารความเสี่ยงอย่างรอบคอบ และความสามารถในการลงทุนระยะยาวด้าน ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Chih, H. et al., 2008) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Gerged, A. et al. ได้แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีความยั่งยืนมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมความสามารถในการเปิดเผยข้อมูล ESG และการปฏิบัติตามความยั่งยืนอย่างแท้จริง (Gerged, A. et al., 2021) อีกทั้งงานของ Broadstock, D. C. et al. ยังชี้ว่าโครงสร้างทุนที่มั่นคงช่วยลดความผันผวนของกระแสเงินสด ทำให้บริษัทสามารถดำเนินกิจกรรมความยั่งยืนได้อย่างต่อเนื่องแม้ในภาวะวิกฤต เฉพาะอย่างยิ่งในตลาดทุนที่ให้ความสำคัญกับ ESG ดังนั้น โครงสร้างทุนจึงไม่เพียงแต่เป็นตัวแปรด้านการเงินเท่านั้น แต่ยังเป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ที่ช่วยขับเคลื่อนการประเมินความยั่งยืนในระดับองค์กรอีกด้วย (Broadstock, D. C. et al., 2020)

ในทางตรงกันข้ามการถือครองเงินสดไม่ได้มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings จะเห็นได้ว่าการถือครองเงินสดอย่างเดียว ไม่ได้มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการประเมินความยั่งยืนในระดับ ESG โดยเฉพาะในบริบทของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET ESG Ratings) ทั้งนี้ เนื่องจากการประเมินความยั่งยืนมิได้พิจารณาเพียงสถานะทางการเงิน แต่เน้นหนักไปที่การดำเนินงานในมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ซึ่งต้องอาศัยนโยบายเชิงรุกและความโปร่งใส มากกว่าการเก็บรักษาเงินสดไว้เท่านั้น (Opler, T. et al., 1999); (Kim, J. et al., 2018) งานวิจัยของ Harford, J. et al. ยังแสดงให้เห็นว่าการถือครองเงินสดมากเกินไปโดยไม่มีการนำไปใช้อาจสร้างความกังวลด้านธรรมาภิบาลและความไร้ประสิทธิภาพของการบริหาร (Harford, J. et al., 2008) อีกทั้ง Lins, K. et al. พบว่า บริษัทที่มี ESG สูงสามารถสร้างความเชื่อมั่นได้ดีกว่าบริษัทที่ถือครองเงินสดจำนวนมากในช่วงวิกฤตทางเศรษฐกิจ สะท้อนว่าความเชื่อมั่นจากผู้มีส่วนได้เสียเกิดจากการดำเนินงานด้าน ESG

อย่างแท้จริง มากกว่าการสะสมเงินสดเพียงเพื่อความมั่นคง ดังนั้น การถือครองเงินสดเพียงอย่างเดียวจึงไม่ใช่ปัจจัยที่ส่งผลต่อการประเมินความยั่งยืนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ (Lins, K. et al., 2017)

### องค์ความรู้ใหม่



ภาพที่ 1 การเติบโตของกิจการ ผลการดำเนินงานทางการเงิน ขนาดของกิจการ โครงสร้างเงินทุน  
มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืน

โครงสร้างของโมเดลที่ได้จากผลการวิจัยนี้ประกอบด้วยปัจจัยหลัก ได้แก่ การเติบโตของกิจการและผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET ESG Ratings ขณะที่การถือครองเงินสดไม่พบอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการประเมินดังกล่าว นอกจากนี้ยังพบว่า ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการและโครงสร้างเงินทุน มีบทบาทสนับสนุนเชิงบวกต่อระดับความยั่งยืนเช่นกัน โดยโครงสร้างโมเดลสะท้อนให้เห็นว่า ความสามารถในการเติบโต กำไรที่เกิดขึ้นจริง และการจัดการเงินทุนที่มีเสถียรภาพ เป็นกลไกสำคัญที่ส่งผลให้บริษัทสามารถดำเนินกิจกรรมด้าน ESG ได้อย่างต่อเนื่องและน่าเชื่อถือในสายตาของผู้ประเมินและผู้มีส่วนได้เสียในตลาดทุน ดังนั้น โมเดลนี้จึงสามารถใช้เป็นแนวทางเชิงกลยุทธ์ให้กับบริษัทจดทะเบียนในการปรับตัวและวางแผนเพื่อยกระดับ ESG อย่างเป็นรูปธรรมและยั่งยืนในบริบทของตลาดทุนไทย

### สรุปและข้อเสนอแนะ

การเติบโตของกิจการและผลการดำเนินงานทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อระดับคะแนน ESG ของบริษัท ทั้งนี้ สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่สามารถขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ต่อเนื่อง มีศักยภาพใน

การลงทุนด้านความยั่งยืนมากกว่า และสามารถตอบสนองความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียในประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลได้ดียิ่งขึ้น นอกจากนี้ ผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยเฉพาะในรูปของกำไรสุทธิหลังหักภาษี แสดงถึงความสามารถของบริษัทในการบริหารทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ อันส่งผลให้บริษัทมีศักยภาพในการดำเนินกลยุทธ์ ESG ในระยะยาว ในทางตรงกันข้ามการถือครองเงินสดไม่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืน กล่าวคือ แม้บริษัทจะมีเงินสดคงเหลือจำนวนมาก แต่หากขาดแผนการบริหารจัดการที่มีทิศทางสนับสนุน ESG ก็ไม่สามารถสร้างคุณค่าในด้านความยั่งยืนได้อย่างแท้จริง การเก็บสะสมเงินสดจึงอาจสะท้อนเพียงสถานะทางการเงินในระยะสั้น มิได้เชื่อมโยงโดยตรงกับการปฏิบัติ ESG อย่างมีระบบ ทั้งนี้เมื่อพิจารณาขนาดของกิจการ และโครงสร้างเงินทุน พบว่า ทั้งสองตัวแปรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการประเมิน ESG เช่นกัน ขนาดของกิจการสะท้อนถึงทรัพยากรและขีดความสามารถเชิงกลยุทธ์ในการดำเนินกิจกรรมด้าน ESG โดยบริษัทขนาดใหญ่ก็มีโครงสร้างบริหารและระบบรายงานที่เอื้อต่อความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อสังคม ขณะที่โครงสร้างเงินทุนที่มีเสถียรภาพช่วยลดความเสี่ยงด้านการเงิน ทำให้บริษัทสามารถลงทุนในกิจกรรมความยั่งยืนได้อย่างต่อเนื่องและยืดหยุ่น มีข้อเสนอแนะจากการวิจัย ดังนี้ 1) ควรศึกษาระหว่างการเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสด ผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ทางการเงินกับความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและชื่อเสียง เพื่อเพิ่มมิติในการประเมิน ESG อย่างรอบด้าน และ 2) หน่วยงานกำกับดูแลบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์สามารถนำผลงานวิจัยหรือปรึกษาเพื่อกำหนดแนวทางการรายงานทางการเงินที่บูรณาการข้อมูล ESG เข้ากับตัวชี้วัดทางบัญชี เพื่อสนับสนุนการเปิดเผยข้อมูลที่สะท้อนความยั่งยืนอย่างโปร่งใสและเชื่อถือได้ สำหรับการทบทวนครั้งต่อไป คือ ศึกษาขอบเขตการวิจัยไปยังบริษัทนอกกลุ่ม SET ESG Ratings เพื่อเปรียบเทียบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืน และกำหนดแนวทางยกระดับ ESG ในภาพรวมของตลาดทุนไทย เพื่อทดสอบผลการวิจัยให้ชัดเจนและแม่นยำยิ่งขึ้น

## เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). แนวทางการประเมิน SET ESG Ratings ประจำปี 2566. เรียกใช้เมื่อ 22 มีนาคม 2568 จาก <https://setsustainability.com/ESG-ratings>
- Aydogmus, M. et al. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 119-127.
- British Standards Institution. (2025). Good reasons why you need to create an ESG report. Retrieved March 31, 2025, from <https://shorturl.asia/LFIEJ>
- Broadstock, D. C. et al. (2020). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38(2021), 1-11.
- Chen, Y. et al. (2020). Corporate cash holdings and environmental performance: Evidence from China. *Journal of Cleaner Production*, 260(2020), 1-15.
- Chih, H. et al. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence. *Journal of Business Ethics*, 79(1-2), 179-198.

- Davidsson, P. et al. (2009). Growing profitable or growing from profits: Putting the horse in front of the cart? *Journal of Business Venturing*, 24(4), 388-406.
- Eccles, R. et al. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
- Fatemi, A. et al. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 59(2015), 182-192.
- Friede, G. et al. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
- Gerged, A. et al. (2021). Corporate environmental disclosure and firm performance: The moderating role of environmental innovations. *Technological Forecasting and Social Change*, 163(2), 185-203.
- Harford, J. et al. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555.
- Khan, M. et al. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724.
- Kim, J. et al. (2018). Cash holdings and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 149(1), 157-180.
- Lins, K. et al. (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.
- Lourenço, I. et al. (2012). How does the market value corporate sustainability performance?. *Journal of Business Ethics*, 108(4), 417-428.
- Moolkham, M. (2025). SET ESG ratings and firm value: The new sustainability performance assessment tool in Thailand. *PLOS ONE*, 20(2), 1-23.
- Opler, T. et al. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Plumlee, M. et al. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 336-361.
- Sánchez, I. M. et al. (2021). Do markets value integrated reporting?. *Business Strategy and the Environment*, 30(1), 1-17.