

# The impact of sustainability ratings on dividend payouts and firm performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand

Prapaporn Kitdamrongtam<sup>1,\*</sup>

*Received: October 9, 2025 Revised: January 15, 2026 Accepted: January 26, 2026*

## Abstract

This research examines the impact of sustainability ratings on dividend payments and operational performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The sample consists of 584 listed companies over the period 2023–2024, yielding 1,168 firm-year observations. The data are analysed using descriptive statistics and multiple regression analysis based on the Random Effect Model (REM). The results indicate that sustainability ratings have a statistically significant positive effect on dividend payments. Among the control variables, the debt-to-equity ratio, representing firms' financial leverage, positively influences dividend payments. In examining the impact of sustainability ratings on operational performance, the findings indicate that the company's sustainability rating has a statistically significant positive effect on return on equity (ROE), which reflects the firm's operational efficiency. Among the control variables, the book value per share is found to have a positive influence on the operational performance of the company.

**Keywords:** Sustainability, Environmental Social and Governance (ESG), Dividend payouts, Firm performance

---

<sup>1</sup> Faculty of Business Administration, Meajo University

\*Corresponding author. E-mail: puy4047@gmail.com

# ผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนต่อการจ่ายเงินปันผล และประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประภาพร กิจดำรงธรรม<sup>1,\*</sup>

วันรับบทความ: October 9, 2025 วันแก้ไขบทความ: January 15, 2026 วันตอบรับบทความ: January 26, 2026

## บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนต่อการจ่ายเงินปันผล และประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 584 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2566 ถึง ปี พ.ศ. 2567 จำนวนทั้งสิ้น 2 ปี รวมข้อมูลทั้งสิ้น 1,168 บริษัท-ปี การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณด้วยวิธีวิเคราะห์แบบ Random Effect Model (REM) ซึ่งเป็นวิธีที่มีความเหมาะสมที่สุด ผลการวิจัยพบว่าอันดับความยั่งยืนของบริษัทส่งผลกระทบต่อ การจ่ายเงินปันผลของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่ปัจจัยควบคุม ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นตัวแทนของภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทส่งผลกระทบต่อ การจ่ายเงินปันผล ในส่วนของการวิเคราะห์ผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท พบว่าอันดับความยั่งยืนของบริษัทส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่ปัจจัยควบคุม ได้แก่ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท

**คำสำคัญ:** ความยั่งยืน สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล การจ่ายเงินปันผล ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท

<sup>1</sup> คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

\*Corresponding author. E-mail: puy4047@gmail.com

## บทนำ

ในปัจจุบันแนวคิดเรื่องการพัฒนาอย่างยั่งยืนได้รับความนิยมอย่างกว้างขวางจากทั้งภาครัฐ ภาคเอกชน และประชาชนทั่วโลก ส่งผลให้ภาคธุรกิจเผชิญแรงกดดันทั้งจากภายในและภายนอกให้ยกระดับผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ด้านการเงิน โดยต้องกำหนดกลยุทธ์เพื่อลดผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมและการสร้างความเท่าเทียมทางสังคมเพื่อให้สอดคล้องกับความคาดหวังของสังคมที่เปลี่ยนแปลงไป (Danisman & Tarazi, 2024) จึงทำให้แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ถูกนำมาใช้เป็นกรอบในการประเมินคุณภาพของการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในวงกว้าง ส่งผลให้การลงทุนที่คำนึงถึง ESG ได้กลายเป็นหนึ่งในกระแสหลักของตลาดการเงินโลก ซึ่งการให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานที่คำนึงถึง ESG ที่เพิ่มขึ้นนี้ ได้กระตุ้นให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในพฤติกรรมการลงทุน โดยมีนักลงทุนจำนวนมากที่พิจารณาการลงทุนจากการดำเนินงานของกิจการที่คำนึงถึงแนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ควบคู่ไปกับประสิทธิภาพในรูปของตัวชี้วัดทางการเงิน (Yu et al., 2024)

สำหรับประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้ให้ความสำคัญกับการผลักดันการดำเนินงานด้าน ESG อย่างจริงจัง โดยตั้งแต่ปี 2558 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการเปิดเผยรายชื่อหุ้นยั่งยืน: THSI (Thailand Sustainability Investment) เพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม มีความรับผิดชอบต่อสังคม และมีการบริหารงานตามหลักธรรมาภิบาล และต่อมาในปี 2566 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการเปลี่ยนจากการเปิดเผยรายชื่อหุ้นยั่งยืนมาเป็นการประกาศอันดับความยั่งยืนของบริษัท (ESG Ratings) เพื่อเป็นเกณฑ์ในการประเมินบริษัทจดทะเบียนที่ดำเนินงานตามแนวทาง ESG ที่มีความโดดเด่น (Center for Sustainable Business Development, 2024) อีกทั้งยังส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนตามมาตรฐานสากล อันจะช่วยให้นักลงทุนมีข้อมูลในการตัดสินใจที่ครบถ้วนและโปร่งใสมากขึ้น

ความเชื่อมโยงระหว่างการพัฒนาความยั่งยืนของบริษัทโดยใช้การดำเนินงานตามหลัก ESG กับการจ่ายเงินปันผล และประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทสามารถอธิบายได้ผ่านทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งเสนอว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียย่อมมีแรงจูงใจในการบริหารจัดการที่โปร่งใสและสร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ลงทุน (Freeman, 1984) โดยค่าใช้จ่ายที่ใช้ในการดูแลผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทถือเป็นการลงทุนเพื่อความยั่งยืนที่ช่วยลดความเสี่ยงและสร้างประสิทธิภาพระยะยาว ซึ่งท้ายที่สุดจะสามารถสร้างกำไรให้บริษัท และมีเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายปันผลได้มากขึ้นในอนาคต นอกจากนี้ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ชี้ว่าบริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่ดีซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของ ESG จะลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ส่งผลให้เกิดแรงจูงใจในการกำหนด

นโยบายเงินปันผลที่มั่นคงเพื่อใช้เป็นกลไกกำกับดูแลและลดการใช้เงินสดในทางที่ไม่สร้างมูลค่า (Jensen & Meckling, 1976) อีกทั้งตามแนวคิด Signaling Theory บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ในระดับสูง มักเลือกใช้นโยบายเงินปันผลเป็นสัญญาณถึงเสถียรภาพทางการเงินและศักยภาพในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคตแก่ตลาด (Bhattacharya, 1979)

ในช่วงเวลาที่ผ่านมาได้มีงานวิจัยจำนวนมากได้ให้ความสนใจกับผลกระทบของความยั่งยืนต่อการจ่ายเงินปันผล และประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท โดยงานวิจัยส่วนใหญ่พบว่าความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล (Benlemlih, 2019; Zahid et al., 2023; Ismilla & Faisal, 2023) ในทางกลับกัน งานวิจัยบางส่วนกลับพบว่าความยั่งยืนอาจส่งผลเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากบริษัทจำเป็นต้องจัดสรรทรัพยากรไปสร้างประโยชน์ให้กับผู้มีส่วนได้เสียอื่น ทำให้ต้องลดกระแสเงินสดที่นำมาใช้สำหรับการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น (Cheung et al., 2018; Ni & Zhang, 2019) สำหรับบทบาทของ ESG ต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทนั้น งานวิจัยหลายงานวิจัย เช่น Loh et al. (2017) and Ho et al. (2024) ที่พบผลกระทบเชิงบวกของการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนที่มีต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความยั่งยืนกับประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท (Ding et al., 2016; Elamer et al., 2024) จากกระแสที่นักลงทุนให้ความสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจตามหลักการ ESG ที่เพิ่มสูงขึ้น รวมถึงความแตกต่างของผลการศึกษาที่ผ่านมาสะท้อนให้เห็นว่าผลกระทบของ ESG ที่ส่งผลต่อนโยบายเงินปันผล และประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทยังคงเป็นประเด็นที่ควรค่าแก่การศึกษาเพิ่มเติม โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริบทของประเทศกำลังพัฒนาอย่างเช่น ประเทศไทยที่จำนวนงานวิจัยที่ทำการวิจัยในประเด็นดังกล่าวยังมีอยู่ไม่มากนัก โดยเฉพาะงานวิจัยที่ใช้ข้อมูลการจัดอันดับความยั่งยืนในรูปแบบ ESG Ratings ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเริ่มนำมาใช้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2566 เป็นต้นมา แทนการรายงานรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) ในอดีต (Center for Sustainable Business Development, 2024) ทำให้งานวิจัยก่อนหน้านี้ไม่สามารถสะท้อนผลกระทบของกลไกการจัดอันดับ ESG ในรูปแบบใหม่นี้ต่อพฤติกรรมทางการเงินของบริษัทได้โดยตรง เนื่องจากงานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่มุ่งอาศัยการวัด ESG ในรูปแบบคะแนนรวมจากฐานข้อมูลสากล หรือใช้ตัวชี้วัดการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน (ESG Disclosure) เป็นหลัก ซึ่งอาจไม่สะท้อนบริบทเชิงสถาบันและโครงสร้างตลาดทุนของประเทศกำลังพัฒนาอย่างประเทศไทยได้อย่างครบถ้วน

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีความสนใจที่จะศึกษาผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนต่อการจ่ายเงินปันผลและประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทภายใต้บริบทของตลาดทุนไทย ซึ่งมีลักษณะเฉพาะด้านโครงสร้างการถือหุ้น การกำกับดูแลกิจการ และระดับการพัฒนาของตลาดทุนที่แตกต่างจากประเทศพัฒนาแล้ว งานวิจัยนี้จะช่วยเติมเต็มช่องว่างของวรรณกรรม และขยายองค์ความรู้เชิงประจักษ์

เกี่ยวกับบทบาทของ ESG ในฐานะกลไกทางการเงินและการกำกับดูแลกิจการเพื่อความยั่งยืนในตลาดทุนของ  
ประเทศกำลังพัฒนาซึ่งยังมีการศึกษาในประเด็นดังกล่าวอย่างจำกัด โดยผลของการวิจัยที่ได้รับผู้บริหารของ  
บริษัทสามารถใช้เป็นแนวทางในการกำหนดให้การดำเนินงานตามแนวทางความยั่งยืนเป็นเครื่องมือในการ  
บริหารจัดการต้นทุนทางการเงิน หรือใช้เพื่อส่งสัญญาณถึงความสามารถในการจ่ายปันผลของบริษัทใน  
อนาคต รวมถึงนักลงทุนสามารถนำไปพิจารณาเลือกหลักทรัพย์ที่จะถือครองเพื่อสร้างผลตอบแทนจากการ  
ลงทุนในหลักทรัพย์ต่อไปได้

## วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทที่  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## การทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

### 1. ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ได้รับการพัฒนาโดย Jensen and Meckling (1976) เพื่ออธิบาย  
ถึงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้น (Principal) และผู้บริหาร (Agent) ซึ่งมักเกิด  
จากการที่ผู้บริหารมักมีข้อมูลภายในและอำนาจในการควบคุมการดำเนินงานมากกว่าผู้ถือหุ้น ซึ่งก่อให้เกิด  
ปัญหาการเข้าถึงข้อมูลมีความไม่เท่าเทียมกัน และความเสี่ยงที่ผู้บริหารจะใช้ทรัพยากรของบริษัท  
เพื่อผลประโยชน์ส่วนตน มากกว่าการสร้างผลตอบแทนสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น (Jensen and Meckling, 1976;  
Srijanphet, 2008) จากปัญหาดังกล่าวทำให้ผู้ถือหุ้นมีการพัฒนาเครื่องมือและกลไกในการกำกับดูแล เช่น  
การจ่ายเงินปันผล และการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส การจ่ายเงินปันผลสามารถช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะนำ  
เงินส่วนตัวไปใช้ในทางที่ไม่สร้างประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น (Jensen, 1986) ขณะเดียวกัน การดำเนินงานตาม  
แนวทางความยั่งยืนและ ESG ก็สามารถเป็นอีกหนึ่งกลไกในการลดปัญหาดังกล่าว เนื่องจากช่วยให้บริษัท  
มีความรับผิดชอบต่อสังคมและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมากขึ้น (Zahid et al., 2023) โดยการดำเนินงานที่อ้างอิง  
แนวคิด ESG และนโยบายการจ่ายเงินปันผลอาจถูกมองว่าเป็นกลไกสำคัญในการลดความขัดแย้งและ  
สร้างสมดุลระหว่างผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ถือหุ้นรายย่อย นอกจากนี้การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG  
และการสร้างระบบกำกับดูแลบริษัทที่เข้มแข็งสามารถช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลและเสริมสร้าง  
ความน่าเชื่อถือในสายตาของนักลงทุน (Gillan, et al., 2021)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) มีจุดเริ่มต้นจาก Spence (1973) ที่อธิบายว่าผู้บริหารย่อมมีข้อมูลเกี่ยวกับสถานะทางการเงินและแนวโน้มในอนาคตของบริษัทมากกว่าผู้ลงทุน ดังนั้น การตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ เช่น การจ่ายเงินปันผล การเลือกโครงสร้างเงินทุน หรือการเปิดเผยข้อมูล จึงทำหน้าที่เป็นสัญญาณ (Signal) ที่สะท้อนคุณภาพและความคาดหวังของบริษัทในอนาคตให้กับนักลงทุน นอกจากนี้บริษัทยังสามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับคุณภาพและความสามารถของบริษัทไปยังนักลงทุนผ่านการดำเนินงานตามแนวคิด ESG และการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส รวมถึงการจ่ายเงินปันผล ซึ่งอาจเป็นสัญญาณที่บ่งบอกถึงความมั่นคงและความรับผิดชอบของบริษัทที่ส่งผลดีต่อมูลค่าของบริษัท และช่วยดึงดูดนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืน (El Ghoul et al., 2011)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) เริ่มต้นจากแนวคิดของ Freeman (1984) ที่มองว่าองค์กรไม่ได้มีหน้าที่เพียงตอบสนองต่อผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ซึ่งหมายถึงบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่ได้รับผลกระทบจากการตัดสินใจและการดำเนินงานของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้น พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชน หรือสิ่งแวดล้อม แนวคิดนี้ได้เปลี่ยนมุมมองจากการวัดความสำเร็จของกิจการที่เคยยึดโยงกับผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว ไปสู่การคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย โดยปัจจุบันการดำเนินงานของบริษัทตามแนวทาง ESG ถือเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยสร้างสมดุลระหว่างเป้าหมายของผู้ถือหุ้นกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ (Benlemlih, 2019) ซึ่งความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเหล่านี้ สามารถนำไปสู่การยอมรับจากชุมชน การสนับสนุนจากภาครัฐ การดึงดูดนักลงทุน และการเพิ่มขวัญกำลังใจให้กับพนักงาน โดยผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอกบริษัทจะให้ความสนใจและมีแนวโน้มสนับสนุนกิจการที่ให้ความสำคัญกับบริษัทที่ดำเนินการตามแนวทาง ESG และมีการรายงานความยั่งยืน เนื่องจากสะท้อนถึงความโปร่งใสและความรับผิดชอบต่อสังคม (Xu et al., 2024) ทำให้การดำเนินงานด้านความยั่งยืนไม่ใช่เป็นเพียงต้นทุนหรือกิจกรรมเพื่อสังคม แต่เป็นการลงทุนเชิงกลยุทธ์ที่นำไปสู่องค์กรที่มีประสิทธิภาพสูงขึ้น มีความเสี่ยงต่ำลง และสามารถสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่เหนือกว่า (Kultangwatana et al., 2025) ซึ่งท้ายที่สุดจะสามารถกลับมาสร้างกำไรให้บริษัทมีเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายปันผลได้มากขึ้นในอนาคต

สำหรับทฤษฎีที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลนั้น ทฤษฎีความสัมพันธ์ของนโยบายเงินปันผล (Relevance of Dividend Policy Theory) เสนอว่า การตัดสินใจด้านนโยบายเงินปันผลของบริษัท มีผลกระทบโดยตรงต่อมูลค่าของกิจการ และความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น โดยหนึ่งในแนวคิดสำคัญของทฤษฎีนี้คือ Bird-in-the-Hand Theory ซึ่งพัฒนาโดย Lintner (1962) and Gordon (1963) ที่อธิบายว่านักลงทุนให้คุณค่ากับเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่ากำไรจากส่วนต่างราคานั้นในอนาคต เนื่องจากเงินปันผลมีความแน่นอนและสามารถรับรู้ได้ทันที ขณะที่กำไรจากราคานั้นมีความไม่แน่นอนสูงกว่า ดังนั้น บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

จึงสามารถลดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่ผู้ถือหุ้นได้รับส่งผลให้นักลงทุนลดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Cost of equity) และนำไปสู่มูลค่ากิจการที่สูงขึ้น ทำให้การจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นสัญญาณเชิงบวกเกี่ยวกับความสามารถในการสร้างผลกำไร และกระแสเงินสดของบริษัท ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงที่รับรู้ได้ของผู้ลงทุน และสะท้อนถึงเสถียรภาพทางการเงินของกิจการบริษัทที่สามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลได้อย่างต่อเนื่อง จึงมักได้รับการประเมินมูลค่าสูงกว่าในตลาดทุน เมื่อพิจารณาร่วมกับบริบทของการดำเนินงานด้านความยั่งยืน และ ESG แนวคิดนี้สามารถอธิบายบทบาทของ ESG ในฐานะปัจจัยที่ช่วยเสริมความน่าเชื่อถือของนโยบายเงินปันผลได้ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีมักมีโครงสร้างการกำกับดูแลที่เข้มแข็ง การบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ และความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดที่มั่นคงในระยะยาว (El Ghoul et al., 2011; Albuquerque et al., 2019)

ส่วนแนวคิดที่เกี่ยวกับประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท จากที่ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมักถูกใช้เป็นตัวชี้วัดสำคัญของประสิทธิภาพการดำเนินงาน เนื่องจากสะท้อนถึงความสามารถของฝ่ายบริหารในการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ให้เกิดประโยชน์สูงสุดในการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น (Penman, 2013) ซึ่งหนึ่งในตัวชี้วัดที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายในงานวิจัยด้านการเงินและบัญชี คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ที่แสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนของผู้ถือหุ้นให้สามารถสร้างกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Brigham & Ehrhardt, 2017) บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงมักแสดงถึงความสามารถในการควบคุมต้นทุน การใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ และการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งล้วนเป็นผลลัพธ์ของการบริหารจัดการที่มีคุณภาพ (Weil et al., 2019) นอกจากนี้ แนวคิด DuPont Analysis ยังช่วยอธิบายอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในเชิงโครงสร้าง ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถเกิดจากการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานหรือการบริหารโครงสร้างเงินทุนอย่างเหมาะสม (Soliman, 2008; Penman, 2013) และเมื่อเชื่อมโยงกับแนวคิดด้านความยั่งยืนมีงานวิจัยจำนวนมากเสนอว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีการบริหารความเสี่ยงอย่างรอบคอบ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในระยะยาวมักมีผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีกว่า ซึ่งสะท้อนผ่านค่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงขึ้น (Eccles et al., 2014; Friede et al., 2015)

## 2. การทบทวนวรรณกรรม

การศึกษผลกระทบของความยั่งยืนต่อการจ่ายเงินปันผล ได้มีงานวิจัยหลากหลายที่พบว่าความยั่งยืนส่งผลกระทบเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล Benlemlih (2019) ได้พบว่าบริษัทที่มีคะแนนความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR) สูง มักมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทที่มีคะแนน CSR ต่ำ นอกจากนี้ Bilyay-Erdogan et al. (2023) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของการดำเนินงานด้าน ESG ที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล ใน 21 ประเทศของทวีปยุโรป ผลการศึกษพบว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG

ที่สูงกว่ามักมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลสูง รวมถึงงานวิจัยของ Tahir et al. (2020) and Zahid et al. (2023) ที่ศึกษาผลกระทบของการจัดอันดับ ESG ที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลสูง ในทางกลับกันงานวิจัยของ Ni and Zhang (2019) ได้พบผลกระทบเชิงลบระหว่างความยั่งยืนและการจ่ายเงินปันผล ผลการศึกษาได้พบว่าการเปิดเผยข้อมูล CSR แบบบังคับ ทำให้การจ่ายเงินปันผลของบริษัทลดลงอย่างมาก ซึ่งเกิดจากการที่บริษัทจะต้องนำเงินไปสร้างประโยชน์ให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจนทำให้สามารถจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ต่ำ สำหรับงานวิจัยของ Cheung et al. (2018) ได้ทดสอบมุมมองด้านความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR) สองมุมมองเกี่ยวกับเงินปันผล มุมมองแรกพบว่าบริษัทที่มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลน้อยลง เนื่องจากกิจกรรม CSR ส่งเสริมให้บริษัทลงทุนหรือสะสมเงินสดมากกว่าการจ่ายเงินปันผล มุมมองที่สองชี้ให้เห็นว่ากิจกรรม CSR เป็นโครงการที่มี NPV เป็นบวก ซึ่งช่วยเพิ่มรายได้และส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผล

สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของความยั่งยืนต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท ได้มีงานวิจัยที่ผ่านมาจำนวนไม่น้อยพบผลกระทบเชิงบวกระหว่างความยั่งยืนและประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท Loh et al. (2017) ได้พบว่าบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมตามที่เปิดเผยในรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ นอกจากนี้ Ho et al. (2024) ได้ศึกษาผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัททั่วโลกที่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทมีผลกระทบเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท สำหรับในประเทศไทย ในทางกลับกันมีงานวิจัยจำนวนหนึ่งได้พบผลกระทบเชิงลบระหว่างความยั่งยืนและมูลค่าของบริษัท Ding et al. (2016) พบว่ากิจการที่ขาดการส่งเสริมความรับผิดชอบต่อสังคมในระดับปานกลางถึงระดับสูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น เนื่องจากบริษัทไม่มีข้อผูกมัดในการมีส่วนร่วมในการรับผิดชอบต่อสังคมจึงไม่ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายที่ต้องนำไปจัดสรรให้กับโครงการ CSR รวมถึง Elamer and Boulhaga (2024) ได้พบว่าบริษัทที่ดำเนินการตามแนวทาง ESG มีความสัมพันธ์เชิงลบกับประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท

ส่วนงานวิจัยเกี่ยวกับความยั่งยืนของบริษัทที่พิจารณาจากปัจจัยด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของบริษัทในบริบทของประเทศไทย Ratanacharoenchai et al. (2017) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการเปิดเผยรายงานการพัฒนายั่งยืนจะส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Wongchai et al. (2024) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืน (ESG) ส่งผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อความสามารถในการทำกำไรด้านอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพราะการเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืนในประเทศไทยที่มีความเป็นสากลมากขึ้น การดำเนินงานภายใต้แนวคิด ESG จึงจำเป็นมากเพื่อสร้าง

ภาพลักษณ์ที่ดีในการดำเนินธุรกิจขององค์กรในกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียซึ่งจะสามารถนำองค์กรไปสู่การเติบโตอย่างยั่งยืนได้ ส่งผลให้การดำเนินงานด้านความยั่งยืนไม่ใช่เป็นเพียงต้นทุนหรือกิจกรรมเพื่อสังคม แต่เป็นการลงทุนเชิงกลยุทธ์ที่นำไปสู่องค์กรที่มีประสิทธิภาพสูงขึ้น มีความเสี่ยงต่ำลง และทำที่สุดสามารถสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่เหนือกว่าได้ (Kultangwatana et al., 2025)

ดังนั้น จากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่เชื่อมโยงว่าการดำเนินงานด้าน ESG ที่มีคุณภาพช่วยเพิ่มความโปร่งใส ลดความไม่สมมาตรของข้อมูล และจำกัดการใช้กระแสเงินสดส่วนเกินภายใต้การควบคุมของผู้บริหาร ขณะที่การจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นกลไกในการลดต้นทุนตัวแทนและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ ผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986) และตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่สะท้อนว่าการได้รับการจัดอันดับความยั่งยืนในระดับสูงและการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอสามารถถูกมองว่าเป็นสัญญาณเชิงบวกที่สะท้อนถึงคุณภาพการบริหารจัดการ ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด และความมั่นคงทางการเงินของบริษัท ซึ่งช่วยลดความไม่แน่นอนของนักลงทุน และต้นทุนเงินทุน (Spence, 1973; Gordon, 1963; El Ghouli et al., 2011) รวมถึงงานวิจัยจำนวนมากที่สนับสนุนว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลในระดับที่สูงกว่า (Benlemlih, 2019; Zahid et al., 2023; Ismillah & Faisal, 2023) จากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถตั้งเป็นสมมติฐานของงานวิจัยได้ดังต่อไปนี้

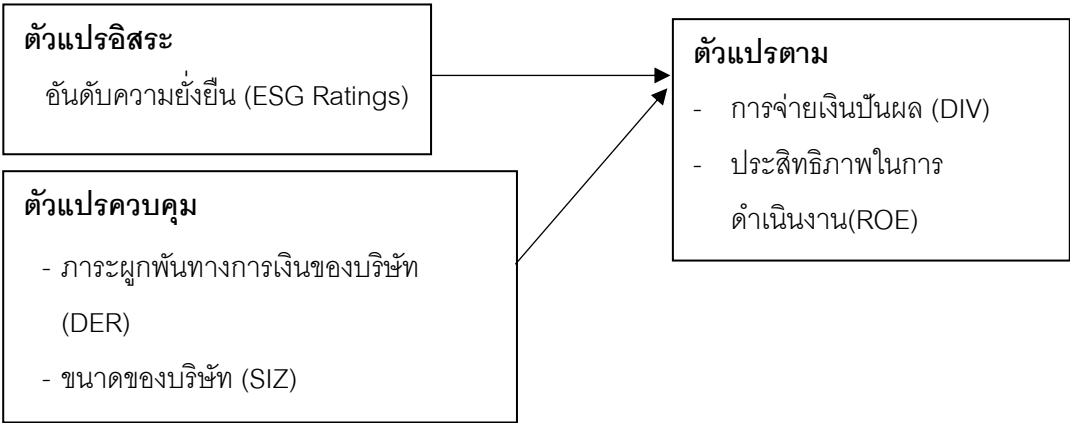
H<sub>1</sub>: การจัดอันดับความยั่งยืนมีผลกระทบเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ในขณะเดียวกัน จากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการดำเนินงานตามแนวทาง ESG เป็นกลไกกำกับดูแลภายในที่ช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น โดยการเพิ่มความโปร่งใสและความรับผิดชอบในการใช้ทรัพยากรของบริษัท ส่งผลให้ผู้บริหารมุ่งเน้นไปที่การสร้างผลตอบแทนในระยะยาวและเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986) รวมถึงทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) บริษัทที่ดำเนินงานตามแนวทาง ESG อย่างจริงจัง มักให้ความสำคัญกับการสร้างคุณค่าในระยะยาวแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงในการดำเนินงาน เพิ่มประสิทธิภาพเชิงต้นทุน และเสริมสร้างความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Freeman, 1984; Eccles et al., 2014) โดยงานวิจัยจำนวนมากพบว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีมีแนวโน้มที่จะมีประสิทธิภาพการดำเนินงานทางการเงินที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ (Friede et al., 2015; Loh et al., 2017; Ho et al., 2024) จากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถตั้งเป็นสมมติฐานของงานวิจัยได้ดังต่อไปนี้

H<sub>2</sub>: การจัดอันดับความยั่งยืนมีผลกระทบเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท

กรอบแนวคิดการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยจากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทำให้การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีสมมติฐานในการวิจัย ได้แก่ 1) การจัดอันดับความยั่งยืนมีผลกระทบเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท และ 2) การจัดอันดับความยั่งยืนมีผลกระทบเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งสามารถเขียนเป็นกรอบแนวคิดการวิจัย ได้ดังนี้



แผนภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดในการวิจัย  
ที่มา: Analyzed and concluded by the author

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยมีประชากรและกลุ่มตัวอย่าง การเก็บรวบรวมข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูล ดังต่อไปนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยนี้ ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น และข้อมูลต้องมีความครบถ้วน และอยู่ในลักษณะที่สามารถนำมาใช้คำนวณในงานวิจัยได้ โดยกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยครั้งนี้ได้เก็บข้อมูลตั้งแต่ปี 2566-2567 เนื่องจากตั้งแต่ปี 2566 เป็นต้นมา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการจัดอันดับความยั่งยืนของบริษัทในรูปแบบของ ESG Ratings แทนการนำเสนอรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) (Center for Sustainable Business Development, 2024)

ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยนี้ จึงมีจำนวนทั้งสิ้น 584 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2566 ถึง ปี พ.ศ. 2567  
จำนวนทั้งสิ้น 2 ปี รวมข้อมูลทั้งสิ้น 1,168 บริษัท - ปี

#### ตารางที่ 1 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย

|                                                       |                   |
|-------------------------------------------------------|-------------------|
| จำนวนประชากรในการวิจัย                                | 622 บริษัท        |
| หัก บริษัทในกลุ่มทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ | 27 บริษัท         |
| หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน                       | 11 บริษัท         |
| จำนวนตัวอย่างในการวิจัย                               | 584 บริษัท        |
| ปีที่ใช้ในการศึกษา                                    | 2 ปี              |
| จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา                         | 1,168 บริษัท - ปี |

ที่มา: Analyzed and concluded by the author

#### 1. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้จะทำการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากเอกสาร ตำรา รวมถึงบทความต่าง ๆ สำหรับในส่วนของการจัดอันดับความยั่งยืนของบริษัทในรูปแบบของ ESG Ratings จะเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูลของศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และข้อมูลเกี่ยวกับการเงินจะรวบรวมจากรายงานทางการเงินประจำปี (แบบ 56-1) ของแต่ละบริษัทโดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 584 บริษัท ตั้งแต่ ปี พ.ศ.2566 ถึง ปี พ.ศ.2567 จำนวนทั้งสิ้น 2 ปี โดยมีการวัดมูลค่าในแต่ละตัวแปรการศึกษาดังต่อไปนี้

#### ตารางที่ 2 การวัดค่าตัวแปรในการศึกษา

| ตัวแปร                              | ตัวย่อ | วิธีวัดมูลค่า                                                                                                         |
|-------------------------------------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| การจ่ายเงินปันผล (Dividend Payouts) | DIV    | อัตราการจ่ายเงินปันผล = $\frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้น}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$<br>(Labhane & Das, 2015)            |
| ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท  | ROE    | อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น = $\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$<br>(Butt & Chamberlain, 2023) |

| ตัวแปร                         | ตัวย่อ | วิธีวัดมูลค่า                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| อันดับความยั่งยืนของบริษัท     | ESG    | คะแนน 4 ระดับ AAA คะแนนรวม 90-100<br>คะแนน 3 ระดับ AA คะแนนรวม 80-89<br>คะแนน 2 ระดับ A คะแนนรวม 65-79<br>คะแนน 1 ระดับ BBB คะแนนรวม 50-64<br>คะแนน 0 ไม่ได้รับการจัดอันดับ คะแนนรวม ต่ำกว่า 50<br>(Moolkham, 2025) |
| ภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท  | DER    | อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น = $\frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$<br>(Lin, 2024)                                                                                                          |
| ขนาดของบริษัท                  | SIZ    | วัดจากลอการิทึมฐานสิบของจำนวนสินทรัพย์รวมของกิจการ (Sari et al., 2023)                                                                                                                                              |
| มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท | BVS    | มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น = $\frac{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}{\text{จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว}}$<br>(Moolkham, 2025)                                                                                               |

ที่มา: Analyzed and concluded by the author

## 2. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statics) โดยแสดงด้วยค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ในการวิเคราะห์ลักษณะของตัวแปร ในส่วนของการทดสอบผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล และประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทจะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบ ซึ่งการวิเคราะห์สมการเชิงถดถอยแบบพหุคูณจะมีแบบจำลอง ดังสมการต่อไปนี้

$$DIV_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 DER_{i,t} + \beta_3 SIZ_{i,t} + \beta_4 BVS_{i,t} + \epsilon_{i,t} \text{ ----- (1)}$$

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 DER_{i,t} + \beta_3 SIZ_{i,t} + \beta_4 BVS_{i,t} + \epsilon_{i,t} \text{ ----- (2)}$$

โดยที่ DIV คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ROE คือ ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท

ESG คือ อันดับความยั่งยืนของบริษัท

DER คือ ภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท

SIZ คือ ขนาดของบริษัท

BVS คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท

จากข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์เป็น ข้อมูลแบบ Panel Data ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลจากหลายหน่วยสังเกต (Cross Section) และแต่ละหน่วยมีข้อมูลตามช่วงเวลา (Time Series) ต่อเนื่องกัน การใช้วิธีการถดถอยแบบ Pooled Ordinary Least Squares (POLS) อาจไม่เหมาะสม เนื่องจากวิธีนี้ไม่คำนึงถึงผลกระทบของ ปัจจัยเฉพาะตัวที่แตกต่างกันในแต่ละหน่วยสังเกต และไม่พิจารณาความแตกต่างของระยะเวลาในการบันทึก ข้อมูลส่งผลให้ค่าประมาณอาจมีลักษณะ Biased และ Inconsistent ดังนั้น เพื่อควบคุมปัจจัยนอกสมการ ถดถอยจึงจำเป็นต้องพิจารณาความเหมาะสมของวิธีการระหว่าง Pooled Ordinary Least Squares (POLS) Fixed Effect Model (FEM) และ Random Effect Model (REM) โดยมีเงื่อนไขว่า หากพบว่าวิธี POLS ไม่เหมาะสม และตัวแปรภายนอกมีความคงที่ตามเวลาแต่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระควรใช้วิธี FEM และหาก ตัวแปรภายนอกไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ควรใช้วิธี REM ซึ่งในการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด จะใช้การทดสอบด้วย Hausman Test (Hausman, 1978) เพื่อเปรียบเทียบและระบุรูปแบบของแบบจำลอง ที่เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ (Piriyakul, 2017)

## ผลการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยจากการนำข้อมูลที่ได้จากการ เก็บรวบรวมข้อมูลมาทำการวิเคราะห์ จะได้ผลการวิจัยดังนี้

**ตารางที่ 3** แสดงการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

| ตัวแปร | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน |
|--------|-----------|-----------|-----------|--------------------------|
| DIV    | -116.6989 | 393.4576  | 5.8879    | 31.1138                  |
| ROE    | -2.5333   | 2.7996    | 0.2103    | 0.4807                   |
| ESG    | 0.0000    | 4.0000    | 0.8750    | 1.3860                   |
| DER    | -17.4557  | 238.6754  | 1.8297    | 10.2870                  |
| SIZ    | 1.1111    | 12.7142   | 7.2733    | 3.7375                   |
| BVS    | -2.8542   | 46.3685   | 5.7662    | 7.1679                   |

ที่มา: Analyzed and concluded by the author

จากตารางที่ 3 พบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.6565 และ 31.1138 เท่า ตามลำดับ สำหรับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.2103 และ 0.4807 เท่า ตามลำดับ ส่วนอันดับความยั่งยืนของบริษัทมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.8750 และ 1.3860 คะแนนตามลำดับ ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวแทนของภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.8297 และ 10.2870 เท่า ตามลำดับ ส่วนขนาดของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.2733 และ 3.7375 ตามลำดับ และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.7662 และ 7.1679 บาท ตามลำดับ

**ตารางที่ 4** แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วย Pearson's Correlation

| ตัวแปร | DIV       | ROE       | ESG       | DER     | SIZ       | BVS    |
|--------|-----------|-----------|-----------|---------|-----------|--------|
| DIV    | 1.0000    |           |           |         |           |        |
| ROE    | 0.0503    | 1.0000    |           |         |           |        |
| ESG    | 0.0776**  | 0.1001*** | 1.0000    |         |           |        |
| DER    | 0.2396*** | 0.0642*   | 0.0132    | 1.0000  |           |        |
| SIZ    | 0.0298    | -0.0602   | -0.0791** | 0.0177  | 1.0000    |        |
| BVS    | -0.0160   | -0.0083   | 0.1443*** | -0.0487 | -0.0830** | 1.0000 |

ที่มา: Analyzed and concluded by the author

หมายเหตุ: \*\*\* ยอมรับที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 \*\* ยอมรับที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ \* ยอมรับที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

ตารางที่ 4 พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทมีค่าต่ำที่สุดเท่ากับ -0.0083 โดยเป็นความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างกัน ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสูงที่สุดเท่ากับ 0.2396 โดยเป็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกัน ซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระตามหลักเกณฑ์ของ Hinkle (1998) ที่กล่าวว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มีค่าตั้งแต่  $\pm 0.90$  ถึง  $\pm 1.00$  จะแสดงว่ามีปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงจนเป็นตัวเดียวกัน ผลการวิเคราะห์พบว่าไม่เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงจนเป็นตัวเดียวกัน (Multicollinearity)

สำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล และประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท ได้ทำการพิจารณาเลือกรูปแบบของแบบจำลองการถดถอยที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล Panel Data จาก 3 รูปแบบ คือ Pooled Regression Model, Fixed Effects Model และ Random Effect Model ซึ่งจากการทดสอบด้วยวิธี Likelihood Ratio พบว่าการประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Fixed Effects Model และ Random Effects Model เหมาะสมกว่ารูปแบบ Pooled Regression Model จึงได้ทำการทดสอบเพื่อเลือกวิธีการประมาณค่าที่เหมาะสม ด้วยวิธี Hausman Test ตามสมมติฐานในการทดสอบ คือ

H0: การประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Random Effects Model เหมาะสมที่สุด

H1: การประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Fixed Effects Model เหมาะสมที่สุด

ตารางที่ 5 การทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองด้วยวิธี Hausman Test

| Correlated Random Effect– Hausman test (Hausman, 1978) |                      |                      |                 |        |                           |
|--------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|-----------------|--------|---------------------------|
| แบบ<br>จำลองที่                                        | Test Summary         | Chi-Sq.<br>statistic | Chi-Sq.<br>d.f. | Sig    | รูปแบบจำลองที่<br>เหมาะสม |
| 1                                                      | Cross-section Random | 3.9011               | 4               | 0.4196 | Random Effects            |
| 2                                                      | Cross-section Random | 2.8176               | 4               | 0.5888 | Random Effects            |

ที่มา: Analyzed and concluded by the author

ตารางที่ 5 พบว่าแบบจำลองที่ 1 แสดงผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ค่า Sig เท่ากับ 0.4196 แสดงว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น แบบจำลองในรูปแบบ Random Effects มีความเหมาะสมที่สุดในการใช้ประมาณค่าแบบจำลองนี้ ส่วนแบบจำลองที่ 2 แสดงผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท ค่า Sig เท่ากับ 0.5888 แสดงว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น แบบจำลองในรูปแบบ Random Effects มีความเหมาะสมที่สุดในการใช้ประมาณค่าแบบจำลอง ทำการวิเคราะห์ผลกระทบของการจัดอันดับความยั่งยืนที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล และประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทตามรูปแบบจำลอง Random Effects ที่เหมาะสม ได้ผลดังนี้

ตารางที่ 6 การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ

| แบบจำลองที่            | ตัวแปร                                                                                                                                    | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Sig       |
|------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|------------|-------------|-----------|
| 1<br>ตัวแปรตาม:<br>DIV | Constant                                                                                                                                  | -0.2859     | 5.4211     | -0.0527     | 0.9580    |
|                        | ESG                                                                                                                                       | 2.9451      | 1.4548     | 2.0243      | 0.0433**  |
|                        | DER                                                                                                                                       | 1.3787      | 0.2157     | 6.3923      | 0.0000*** |
|                        | SIZ                                                                                                                                       | 0.2720      | 0.5714     | 0.4760      | 0.6342    |
|                        | BVS                                                                                                                                       | -0.1328     | 0.2785     | -0.4767     | 0.6337    |
|                        | R <sup>2</sup> = 0.0607    Adj. R <sup>2</sup> = 0.0552    Durbin-Watson = 1.9579<br>F-statistic = 11.1754    Prob (F-statistic) = 0.0000 |             |            |             |           |
| 2<br>ตัวแปรตาม:<br>ROE | Constant                                                                                                                                  | 0.1833      | 0.0431     | 4.2517      | 0.0000*** |
|                        | ESG                                                                                                                                       | 0.0474      | 0.0123     | 3.8288      | 0.0001*** |
|                        | DER                                                                                                                                       | -0.0005     | 0.0018     | -0.2857     | 0.7752    |
|                        | SIZ                                                                                                                                       | -0.0056     | 0.0046     | -1.2069     | 0.2277    |
|                        | BVS                                                                                                                                       | 0.0038      | 0.0023     | 1.6586      | 0.0975*   |
|                        | R <sup>2</sup> = 0.0226    Adj. R <sup>2</sup> = 0.0187    Durbin-Watson = 2.0009<br>F-statistic = 5.9239    Prob (F-statistic) = 0.0001  |             |            |             |           |

ที่มา: Analyzed and concluded by the author

หมายเหตุ: \*\*\* ยอมรับที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 \*\* ยอมรับที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ \* ยอมรับที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

ตารางที่ 6 แบบจำลองที่ 1 พบว่า อันดับความยั่งยืนของบริษัทส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยอันดับความยั่งยืนมีผลกระทบในเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท สำหรับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขนาดของบริษัท และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท ซึ่งเป็นปัจจัยควบคุม พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวแทนของภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ส่วนขนาดของบริษัทและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทไม่ส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในส่วนของแบบจำลองที่ 2 พบว่า อันดับความยั่งยืนของบริษัทส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยอันดับความยั่งยืนมีผลกระทบในเชิงบวกต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท สำหรับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขนาดของบริษัท และมูลค่าตามบัญชี

ต่อหุ้นของบริษัท ซึ่งเป็นปัจจัยควบคุม พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 ส่วนภาระผูกพันทางการเงิน และขนาดของบริษัทไม่ส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับค่า Durbin-Watson ของแบบจำลองที่ 1 และ 2 เท่ากับ 1.9579 และ 2.0009 ตามลำดับ แสดงไว้ว่าแบบจำลองไม่เกิดปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) เนื่องจากมีค่าอยู่ระหว่าง 1.50 – 2.50 (Wanichbuncha, 2007) ในส่วนค่า F-statistic พบว่าทั้งแบบจำลองที่ 1 และ 2 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่าตัวแปรอิสระโดยรวมสามารถใช้ในการอธิบายตัวแปรตามได้ ส่วนของ Adjusted R<sup>2</sup> ของแบบจำลองที่ 1 และ 2 เท่ากับ 0.0552 และ 0.0187 ตามลำดับ ซึ่งถือว่าเป็นค่าที่อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากตลาดหุ้นไทยอาจยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการนำข้อมูลด้านความยั่งยืนหรือ ESG มาใช้ในการประเมินมูลค่าและการตัดสินใจลงทุนอย่างเต็มรูปแบบ ทำให้ข้อมูล ESG ยังไม่ได้ถูกสะท้อนอย่างชัดเจนในนโยบายการเงินปันผลและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท เมื่อเทียบกับตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้ว (Dorfleitner et al., 2015) รวมถึงอาจเกิดจากข้อจำกัดด้านระยะเวลาการศึกษาซึ่งครอบคลุมเพียงช่วงสั้น (2 ปี) เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่งเริ่มมีการจัดอันดับความยั่งยืนของบริษัทในรูปแบบของ ESG Ratings ตั้งแต่ปี 2566 เป็นต้นมา ทำให้แบบจำลองยังไม่สามารถจับผลกระทบระยะกลางถึงระยะยาวของการดำเนินงานด้าน ESG ได้อย่างครบถ้วน เนื่องจากผลประโยชน์จากการลงทุนด้านความยั่งยืนมักปรากฏในรูปของการลดความเสี่ยง การเพิ่มเสถียรภาพของกระแสเงินสด และการเสริมสร้างความสามารถในการแข่งขันในระยะยาวมากกว่าผลตอบแทนในระยะสั้น (Khan et al., 2016; Albuquerque et al., 2019) ดังนั้นในการวิจัยครั้งต่อไปอาจ มีการเพิ่มระยะเวลาในการศึกษา และตัวแปรที่เกี่ยวข้องเพื่อทำให้เห็นภาพการศึกษาที่ชัดเจนยิ่งขึ้น

## อภิปรายผลการศึกษา

จากผลการศึกษาผลกระทบการจัดอันดับความยั่งยืนต่อการจ่ายเงินปันผล พบว่า อันดับความยั่งยืนของบริษัทส่งผลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Tahir et al. (2020) and Zahid et al. (2023) ที่พบว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูง มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลสูง อีกทั้งยังสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ระบุว่า การปฏิบัติตามแนวทาง ESG เป็นสัญญาณเชิงบวกต่อผู้ลงทุนเกี่ยวกับคุณภาพและความยั่งยืนของธุรกิจ (El Ghoul et al., 2011) บริษัทที่มีแนวทางในการดำเนินงานตามหลัก ESG ที่ดีและมีการเปิดเผยข้อมูลที่ชัดเจน มักได้รับการประเมินความเสี่ยงที่ต่ำลงจากนักลงทุน ส่งผลให้ต้นทุนทุนลดลงและสภาพคล่องดีขึ้น ทำให้บริษัทมีความสามารถในการจัดสรรเงินสดเพื่อนำไปจ่ายปันผล (Fatemi et al., 2018; Bilyay-Erdogan et al., 2023) รวมทั้งผลการศึกษานี้ยังสนับสนุนกรอบแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

โดยชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีอันดับความยั่งยืนสูงมีแนวโน้มใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นกลไกในการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลช่วยลดกระแสเงินสดส่วนเกินที่อยู่ภายใต้การควบคุมของฝ่ายบริหาร ซึ่งอาจถูกนำไปใช้ในโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดมูลค่าแก่ผู้ถือหุ้น อันเป็นการลดต้นทุนตัวแทนและเสริมสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986) โดยการดำเนินงานตามแนวทาง ESG ควบคู่กับนโยบายเงินปันผลจึงสามารถทำหน้าที่เป็นกลไกกำกับดูแลกิจการที่ช่วยเสริมวินัยทางการเงินและเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการของบริษัท (El Ghoul et al., 2011; Bilyay-Erdogan et al., 2023) นอกจากนี้ผลการศึกษายังสอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งอธิบายว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญต่อความต้องการและผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างรอบด้านจะสามารถลดความขัดแย้งและความเสี่ยงด้านการดำเนินงานได้ (Freeman, 1984) การดำเนินงานตามแนวทาง ESG ช่วยเสริมสร้างความน่าเชื่อถือและความไว้วางใจ ส่งผลให้บริษัทมีเสถียรภาพของกระแสเงินสดและความสามารถในการสร้างผลกำไรในระยะยาว (Eccles et al., 2014) และเมื่อบริษัทมีฐานะทางการเงินที่มั่นคงมากขึ้น ย่อมเอื้อต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งสะท้อนถึงการกระจายผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นในฐานะหนึ่งในผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่สำคัญ (Benlemlih, 2019; Zahid et al., 2023)

สำหรับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวแทนของภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมจะส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chindengwike (2024) and De Souza Junior et al. (2024) ที่พบผลกระทบเชิงบวกระหว่างภาระหนี้สินและอัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งอาจจะเกิดจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่มีความน่าเชื่อถือทางการเงินสูง สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ในต้นทุนที่ต่ำ และมีความสามารถในการบริหารโครงสร้างเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ บริษัทเหล่านี้อาจใช้หนี้สินควบคู่กับการรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลเพื่อส่งสัญญาณถึงความมั่นคงทางการเงินและความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดอย่างต่อเนื่องให้แก่ผู้ลงทุน (Denis & Osobov, 2008; Floyd et al., 2015; Connelly & Wolff, 2022)

ในส่วนของการศึกษาผลกระทบการจัดอันดับความยั่งยืนต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท พบว่า อันดับความยั่งยืนของบริษัทส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chininga et al. (2024) and Ho et al. (2024) ที่พบว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทมีผลกระทบเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท โดยสามารถอธิบายได้ภายใต้กรอบของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการดำเนินงานตามแนวทาง ESG ทำหน้าที่เป็นกลไก

ในการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ผ่านการเพิ่มความโปร่งใสและความรับผิดชอบในการใช้ทรัพยากรของบริษัท ส่งผลให้การตัดสินใจของผู้บริหารมุ่งเน้นการสร้างมูลค่าและผลตอบแทนในระยะยาวมากขึ้น (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986) นอกจากนี้ ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนยังสามารถอธิบายได้ในมุมมองของทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ว่าการได้รับการจัดอันดับความยั่งยืนในระดับสูงถือเป็นสัญญาณเชิงบวกที่สะท้อนถึงคุณภาพการบริหารจัดการและความสามารถในการสร้างกำไรอย่างยั่งยืน ซึ่งช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างบริษัทและนักลงทุน และส่งผลให้ตลาดประเมินศักยภาพการดำเนินงานของบริษัทในทางที่ดีขึ้น (Spence, 1973) ขณะเดียวกัน ผลลัพธ์ดังกล่าวยังสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งอธิบายว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างรอบด้านมักสามารถลดความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน เสริมสร้างความร่วมมือ และเพิ่มความยืดหยุ่นขององค์กรส่งผลให้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรในระยะยาวปรับตัวดีขึ้น (Eccles et al., 2014; Albuquerque et al., 2019)

สำหรับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 ซึ่งสามารถอธิบายได้ในกรอบแนวคิดที่ว่ามูลค่าตามบัญชีสะท้อนถึงความแข็งแกร่งและคุณภาพของฐานทุนของกิจการ บริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในระดับสูงมักเป็นบริษัทที่มีการสะสมกำไรจากการดำเนินงานในอดีตและมีโครงสร้างทุนที่มั่นคง ซึ่งเอื้อต่อการลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนสูงและการสร้างกำไรอย่างยั่งยืน (Nissim & Penman, 2001; Penman, 2013)

## ข้อเสนอแนะในการวิจัย

### 1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

1.1 บริษัทสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นแนวทางในการกำหนดให้การดำเนินงานตามแนวทางการความยั่งยืนเป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการต้นทุนทางการเงิน หรือใช้เพื่อส่งสัญญาณถึงความสามารถในการจ่ายปันผลของบริษัทในอนาคต เพื่อเป็นการดึงดูดนักลงทุนระยะยาว

1.2 นักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นแนวทางในการประเมินศักยภาพของบริษัทโดยที่นักลงทุนสามารถนำอันดับความยั่งยืนมาใช้เป็นปัจจัยคัดกรองหลักทรัพย์ร่วมกับอัตราส่วนทางการเงินพื้นฐาน เนื่องจากผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีอันดับความยั่งยืนสูงมีแนวโน้มที่จะมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานและอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่า ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงในการพอร์ตการลงทุน

1.3 หน่วยงานของรัฐที่ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุนสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นแนวทางในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการตามหลักความยั่งยืนอย่างมีระบบและรายงานข้อมูลในรูปแบบ

มาตรฐานเดียวกัน เพื่อให้เกิดความสามารถในการเปรียบเทียบข้ามอุตสาหกรรม ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการพัฒนาตลาดทุนไทยให้เติบโตอย่างยั่งยืน

1.4 นักวิชาการสามารถนำผลการศึกษานี้ไปใช้เป็นฐานข้อมูลเชิงประจักษ์ในการพัฒนาและทดสอบกรอบแนวคิดทางทฤษฎีที่เชื่อมโยงการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (ESG) เข้ากับนโยบายทางการเงินของบริษัท เพื่ออธิบายบทบาทของ ESG และการจ่ายเงินปันผลในฐานะกลไกในการลดต้นทุนตัวแทนและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ยังสามารถนำไปใช้เป็นกรอบอ้างอิงในการออกแบบงานวิจัยเชิงเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรมหรือระหว่างประเทศ เพื่อวิเคราะห์ความแตกต่างของผลกระทบจากการดำเนินงานด้าน ESG ภายใต้โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและระดับการพัฒนาของตลาดทุนที่แตกต่างกัน

## 2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 จากข้อจำกัดด้านช่วงระยะเวลาในการศึกษาในครั้งนี้ การศึกษาในครั้งต่อไปควรขยายระยะเวลาการศึกษาให้ยาวขึ้น เพื่อให้สามารถสะท้อนผลกระทบของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนในระยะกลางและระยะยาวได้อย่างเหมาะสม รวมถึงช่วยลดข้อจำกัดที่อาจเกิดจากความผันผวนในระยะสั้นและเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลการศึกษาในเชิงนโยบายและเชิงทฤษฎี

2.2 การศึกษาครั้งต่อไปควรมีการเพิ่มตัวแปรที่เกี่ยวข้อง เช่น ตัวแปรด้านโครงสร้างกรรมการถือหุ้นของผู้บริหาร หรือความเป็นอิสระของคณะกรรมการ มาประกอบการวิเคราะห์ด้วย เนื่องจากกลไกกำกับดูแลมีบทบาทสำคัญต่อการตัดสินใจด้านเงินปันผลและการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งอาจช่วยอธิบายความสัมพันธ์ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

## บรรณานุกรม

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & 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>
- Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114–138. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.005>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>

- Bilyay-Erdogan, S., Danisman G. O., & Demir E. (2023). ESG performance and dividend payout: A channel analysis. *Finance Research Letters*, 55. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103827>
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory and practice* (15th ed.). Cengage Learning.
- Butt, U., & Chamberlain, T. W. (2023). Blockholdings, dividend policy, stock returns and return volatility: evidence from the UAE. *International Journal of Financial Studies*, 11(4), 122. <https://doi.org/10.3390/ijfs11040122>
- Center for Sustainable Business Development. (2024). *Creating Investment Opportunities with SET ESG Ratings*. Stock Exchange of Thailand. <https://setsustainability.com/ESG-ratings> [in Thai]
- Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting and Finance*, 58(3), 787-816. <https://doi.org/10.1111/acfi.12238>
- Chindengwike, J. D. (2024). Nexus between financial leverage and dividend payout from manufacturing firms listed at Dar es Salaam stock exchange, Tanzania. *Cogent Business & Management*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2292345>
- Chininga, E., Alhassan, A. L., & Zeka, B. (2024). ESG ratings and corporate financial performance in South Africa. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 14(3), 692–713. <https://doi.org/10.1108/JAEE-03-2023-0072>
- Connelly, J. T., & Wolff, C. C. (2022). Dividend policy decisions and ownership concentration: Evidence from Thai public companies. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 26(1), 1-35. <https://doi.org/10.1142/S0219091523500066>
- Danisman, G.O., Tarazi A. (2024). ESG activity and bank lending during financial crises. *Journal of Financial Stability*, 70(101206). <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2023.101206>
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- De Souza Junior, W. D., Hijazi, M. M., & Da Silva, T. P. (2024). Determinants of dividend payout policy: More evidence from emerging markets of G20 bloc. *International Journal of Finance & Economics*, 30(4), 4113-4124, <https://doi.org/10.1002/ijfe.3111>

- Ding, D. K., Ferreira, C., & Wongchoti U. (2016). Does it pay to be different? Relative CSR and its impact on firm value. *International Review of Financial Analysis*, 47(C), 86–98. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.06.013>
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility—An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16(7), 450–466. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>
- 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>
- Elamer, A. A., & Boulhaga, M. (2024). ESG controversies and corporate performance: The moderating effect of governance mechanisms and ESG practices. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(4), 3312–3327. <https://doi.org/10.1002/csr.2749>
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & 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>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, 118(2), 299–316. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.002>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- 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>

- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18, 264-272. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. 46(6), 1251-1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Hinkle, D. E., Wiersma, W., & Jurs, S. G. (1998). *Applied statistics for behavioral sciences* (4th ed.). Rand McNally College Publishing.
- Ho, L., Nguyen V. H., & Dang T. L. (2024). ESG and firm performance: do stakeholder engagement, financial constraints and religiosity matter?. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 31(4), 263–276. <https://doi.org/10.1108/JABES-08-2023-0306>
- Ismillah, N. H., & Faisal, M. (2023). ESG and dividend policy: Evidence from ASEAN-5 countries. *Jurnal Manajemen Strategi dan Aplikasi Bisnis*, 6(2), 285–300. <https://doi.org/10.36407/jmsab.v6i2.821>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://www.jstor.org/stable/24907173>

- Kultangwatana, W., Hannimitkulchai, K., Datchanthuk, K., Supapattarapohn, B., Piwdet, P., Lohaphong, S., Aupathum, N., & Phannarangsi, C. (2025). The Relationship Between Sustainability Assessment Scores on Return on Equity and Stock Prices of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Humanities and Social Sciences Nakhon Phanom University*, 15(2), 128–141. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/npuj/article/download/291868/190353/1299336> [in Thai]
- Labhane N. B. & Das R. C. (2015). Determinants of dividend payout ratio: Evidence from Indian companies. *Business and Economic Research*, 5(2), 217-241. <https://doi.org/10.5296/ber.v5i2.8154>
- Lin, Z. (2024). Does ESG performance indicate corporate economic sustainability? Evidence based on the sustainable growth rate. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 485-493. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.02.010>.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243–269. <https://doi.org/10.2307/1926397>
- Loh, L., Thomas, T., & Wang, Y. (2017). Sustainability reporting and firm value: Evidence from Singapore-listed companies. *Sustainability*, 9(9), 2112. <https://doi.org/10.3390/su9112112>
- Moolkham, M. (2025). SET ESG ratings and firm value: The new sustainability performance assessment tool in Thailand. *PloS one*, 20(2), 1-23. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0315935>
- Ni, X., & Zhang, H. (2019). Mandatory corporate social responsibility disclosure and dividend payouts: Evidence from a quasi-natural experiment. *Accounting and Finance*, 58(5), 1581-1612. <https://doi.org/10.1111/acfi.12438>
- Nissim, D., & Penman, S. H. (2001). Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. *Review of Accounting Studies*, 6(1), 109–154. <https://doi.org/10.1023/A:1011338221623>

- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). United States: McGraw Hill.
- Piriyakul, M. (2017). Panel data analysis. *Ramkhamhaeng Research Journal of Sciences and Technology*, 30(2), 41-54. <http://www.research.ru.ac.th/images/ArticleMr/1501824136Article.pdf> [in Thai]
- Ratanacharoenchai, C., Rachapradit, P., & Nettayanun, S. (2017). The impact of corporate governance and sustainability report and their impact on firm value: Evidence from stock exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 13(37), 53-72. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap37/Full/Jap37ChaPaSam.pdf> [in Thai]
- Sari, T. R., Primasari, D. & Farida Y. N. (2023). The effect of profitability, company size, leverage, liquidity, and free cash flow on dividend policy. *KEYNESIA International Journal of Economy and Business*, 2(1), 22-34. <https://doi.org/10.55904/keynesia.v2i1.668>
- Soliman, M. T. (2008). The use of DuPont analysis by market participants. *The Accounting Review*, 83(3), 823–853. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.823>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Srijanphet, S. (2008). Corporate Governance. *Journal of Business Administration*, 31(120), 1-4. <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba120/Column/JBA120SinlapapornC.pdf> [in Thai]
- Tahir, H., Rahman, M., & Masri, R. (2020). Do board traits influence firms' dividend payout policy? Evidence from Malaysia. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(3), 87-99. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.87>
- Wanichbuncha, K. (2008). *Statistical Analysis: Statistics for Administration and Research* (11th ed.). Chulalongkorn University Press. [in Thai]
- Weil, R. L., Schipper, K., & Francis, J. (2019). *Financial accounting: An introduction to concepts, methods, and uses* (14th ed.). Cengage Learning.

- Wongchai, N., Paoai N., Manrai, N., Nhansam, A., & Chuamaungphan, O. (2024). Disclosure of sustainability management information that affects the company's profitability in consumer product manufacturing industry group listed on the stock exchange of Thailand. *The Journal of Accounting Review Chiang Rai Rajabhat University: JAR CRRU*, 9(1), 115–135. [https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JAR\\_CRRU/article/view/268266/180200](https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JAR_CRRU/article/view/268266/180200) [in Thai]
- Xu, L., Xie, L., Mei, S., Hao, J., Zhang, Y., & Song, Y. (2024). Corporate sustainability reporting and stakeholders' interests: Evidence from China. *Sustainability*, 16(8), 3443. <https://doi.org/10.3390/su16083443>
- Yu, Z., Farooq, U., Alam, M. M., & Dai, J. (2024). How does environmental, social, and governance (ESG) performance determine investment mix? New empirical evidence from BRICS. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 520-529. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.02.007>
- Zahid, R. M. A., Taran, A., Khan, M. K., & Chersan, I. C. (2023). ESG, dividend payout policy and the moderating role of audit quality: Empirical evidence from Western Europe. *Borsa Istanbul Review*, 23(2), 350-367. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.10.012>