



ISSN: 2774-0390 (Online)

วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสกลนคร

Journal of Management Science, Sakon Nakhon Rajabhat University

Homepage: <https://so08.tci-thaijo.org/index.php/JMSSNRU>

e-mail: jmssnru@gmail.com



คุณภาพกำไรและความยั่งยืนที่มีผลต่อผลการดำเนินงานและต้นทุนทางการเงิน:

กรณีศึกษาบริษัทที่ได้รางวัล SET Awards of Honor

Earnings quality and ESG impact on financial performance and cost of debt:

An empirical study of SET Awards of Honor companies

ไพฑูรย์ อินตะชนัน¹, กาญจนา คุมา^{2*}, สุธีรา ทิพย์วิวัฒน์พจนนา³, สอนธิญา สุวรรณราช⁴, ทิพย์ภรณ์ ปัตตา⁵,

สรวิชชุ บุญวุฒิ⁶

Phaithun Intakhan¹, Kanchana Khuma^{2*}, Suthira Thipwiwatpotjana³, Sonthiya Suwanraj⁴, Tippayaporn Patta⁵,

Saratchanut Boonvut⁶

^{1,2,3,4,5,6} หลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏลำปาง

^{1,2,3,4,5,6} Accounting Program, Faculty of Management Science, Lampang Rajabhat University

Corresponding author's e-mail: drphaithun@lpru.ac.th¹, khukanchana@gmail.com^{2}, suthiray@lpru.ac.th³,

susonthiya@gmail.com⁴, ajtippayaporn@lpru.ac.th⁵, saratchanut8@gmail.com⁶

Received: April 07, 2026

Revised: May 01, 2026

Accepted: May 14, 2026

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ทดสอบอิทธิพลของคุณภาพกำไร (Earnings Quality: EQ) ที่มีต่อการดำเนินงานทางการเงิน และ 2) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการได้รับการประเมินให้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) กับการลดลงของต้นทุนทางการเงินของบริษัทที่ได้รางวัล SET Awards of Honor งานวิจัยนี้ใช้ระเบียบวิธีวิจัยเชิงปริมาณ โดยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิแบบพาเนลจากกลุ่มบริษัทที่ได้รับรางวัลเกียรติยศยอดเยี่ยม (SET Awards of Honor) จำนวน 49 ตัวอย่าง การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์สมการถดถอย ผลการวิจัยพบว่า คุณภาพกำไร มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการก่อหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดรองรับการลงทุนในสินทรัพย์จะสามารถสร้างผลตอบแทนที่เติบโตได้อย่างแข็งแกร่งและยั่งยืน และการได้รับการประเมินให้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน มีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราต้นทุนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 งานวิจัยนี้เสนอแนะให้นักลงทุนใช้มิติของคุณภาพกำไรและ ESG เป็นเกณฑ์คัดกรองหุ้นคุณค่า และเป็นแนวทางให้ผู้บริหารประยุกต์ใช้เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดแก่กิจการ

คำสำคัญ: คุณภาพกำไร, ผลการดำเนินงานทางการเงิน, ต้นทุนทางการเงิน, หุ่นยั่งยืน (THSI), รางวัลเกียรติยศยอดเยี่ยม (SET Awards of Honor)

Abstract

This research aims to: 1) examine the influence of earnings quality (EQ) on financial performance, and 2) investigate the relationship between inclusion in the Thailand Sustainability Investment (THSI) list and the reduction in the cost of debt among companies recognized with the SET Award of Honor. Utilizing a quantitative research methodology, the study collected secondary panel data from a sample of 49 SET Award of Honor recipients. Data analysis was conducted using descriptive statistics and regression analysis. The empirical results reveal that earnings quality has a statistically significant positive influence on earnings per share (EPS) at the .01 level. This indicates that firms with robust cash flows supporting asset investments are capable of achieving strong and sustainable growth in returns. Furthermore, the THSI listing significantly negatively impacts the cost of debt at the .05 level. These findings suggest that investors should employ earnings quality and ESG (Environmental, Social, and Governance) metrics as screening criteria for value stocks. Additionally, the study provides a strategic framework for executives to enhance corporate value maximization.

Keywords: earnings quality, financial performance, finance costs, Thailand Sustainability Investment (THSI), SET Award of Honor

ความสำคัญของปัญหาการวิจัย

ท่ามกลางความผันผวนของระบบเศรษฐกิจโลกในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ทั้งจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 ภาวะเงินเฟ้อ และทิศทางอัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์ลำบาก ตลาดทุนไทยต้องเผชิญกับความท้าทายอย่างหนักในการรักษาความเชื่อมั่นของนักลงทุน (investor confidence) ในสถานะเช่นนี้ "กำไรสุทธิทางบัญชี" (accounting profit) เพียงอย่างเดียวไม่สามารถสะท้อนความแข็งแกร่งของกิจการได้อย่างแท้จริง นักลงทุนสถาบันและนักวิเคราะห์จึงหันมาให้ความสำคัญกับ "คุณภาพกำไร" (earnings quality) ซึ่งหมายถึงความสามารถของกิจการในการแปลงกำไรทางบัญชีให้กลายเป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flow from Operations: CFO) ได้จริง (Dechow et al., 2010)

นอกจากตัวเลขทางการเงินแล้ว กระแสการลงทุนอย่างยั่งยืน หรือ ESG (Environmental, Social, and Governance) ได้กลายเป็นมาตรฐานใหม่ของตลาดทุนทั่วโลก กิจการที่ดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียและมีธรรมาภิบาล มักจะได้รับการประเมินความเสี่ยงที่ต่ำลง ซึ่งในทางทฤษฎีส่งผลให้กิจการสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนด้วย "ต้นทุนทางการเงินที่ถูกลง" (lower cost of debt) ผ่านกลไก ESG premium (El Ghouli et al., 2011) ในประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้สะท้อนภาพนี้ผ่านการประเมินรายชื่อหุ้นยั่งยืน หรือ THSI (Thailand Sustainability Investment) เพื่อเป็นต้นแบบให้กับตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้จัดให้มีการมอบรางวัล SET Awards of Honor (รางวัลเกียรติยศยอดเยี่ยม) ซึ่งถือเป็น "จุดสูงสุด (pinnacle)" ของบริษัทจดทะเบียน รางวัลนี้ไม่ได้มอบให้กับบริษัทที่มีผลกำไรดีเพียงปีเดียว แต่มีเงื่อนไขที่เข้มงวดมากคือ บริษัทจะต้องได้รับรางวัลยอดเยี่ยม (excellence) ติดต่อกันตั้งแต่ 3 ปีขึ้นไป จึงจะได้รับการยกย่องระดับเป็น Honor Award (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565) บริษัทกลุ่มนี้ เช่น SCC, PTT, AMATA จึงเปรียบเสมือนเสาหลักของเศรษฐกิจไทยที่ผ่านการพิสูจน์แล้วว่ามีความ

ความเป็นเลิศทั้งด้านผลการดำเนินงานทางการเงิน (financial performance) และการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG)

คำถามที่น่าสนใจในเชิงการวิจัยคือ ภายใต้ความสำเร็จที่ยั่งยืนของบริษัทระดับ Honor Award เหล่านี้มี “กลไกทางการเงินเชิงลึก” (Financial DNA) ไດซ่อนอยู่? การเติบโตของกำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) ถูกขับเคลื่อนด้วยเงินสดจริงหรือไม่ และการรักษาสถานะความเป็นผู้นำด้านความยั่งยืน (THSI) ช่วยสร้างความได้เปรียบทางต้นทุนทางการเงินตามทฤษฎีหรือไม่ งานวิจัยนี้จึงมุ่งหาคำตอบผ่านหลักฐานเชิงประจักษ์ (empirical evidence) จากข้อมูลของบริษัทกลุ่มนี้ โดยมีช่องว่างงานวิจัยที่สำคัญ 2 ประการ คือ

1. ข้อจำกัดด้านกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาเดิม งานวิจัยส่วนใหญ่ในไทยมักศึกษาผลกระทบของ ESG ต่อผลการดำเนินงานโดยใช้ข้อมูลแบบหว่านแห เช่น ศึกษาบริษัททั้งหมดในดัชนี SET100 ซึ่งทำให้ผลลัพธ์ถูกเจือจาง (diluted) จากบริษัทที่มีคุณภาพแตกต่างกัน (ธนภณ วิมูลอาจ, 2568) ยังขาดการศึกษาที่เจาะลึกเฉพาะกลุ่มบริษัท "Elite" หรือกลุ่ม SET Awards of Honor อย่างต่อเนื่องยาวนาน เพื่อทดสอบพฤติกรรมทางการเงินของบริษัทที่เก่งที่สุดมีลักษณะอย่างไร

2. การมองข้ามมิติด้านคุณภาพกำไรในสภาวะวิกฤต งานวิจัยเกี่ยวกับการเติบโตของกิจการมักให้ความสำคัญกับกำไรต่อหุ้น (EPS) หรือมูลค่าบริษัท (Tobin's Q) โดยข้ามการตรวจสอบ อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CFO/Total assets) งานวิจัยนี้จึงเติมเต็มช่องว่างโดยนำมิติเรื่อง “คุณภาพกำไร (Earnings Quality: EQ)” มาอธิบายร่วมกับ “ความยั่งยืน (ESG)” ในช่วงเวลาครอบคลุมปี 2561–2567 ซึ่งเป็นช่วงก่อนและหลังวิกฤตโควิด-19 เพื่อพิสูจน์ความทนทานทางการเงิน (financial resilience)

งานวิจัยดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารและนักลงทุนทางการเงิน โดยใช้มิติของคุณภาพกำไรและ ESG เป็นเกณฑ์คัดกรองหุ้นคุณค่า และเป็นแนวทางให้ผู้บริหารประยุกต์ใช้เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดแก่กิจการ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อทดสอบอิทธิพลของ “คุณภาพกำไร (Earnings Quality: EQ)” ที่มีต่อผลการดำเนินงานสะท้อนผ่านกำไรต่อหุ้น (EPS) ของกลุ่มบริษัท SET Awards of Honor
2. เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการผ่านเกณฑ์การประเมินหุ้นยั่งยืน (THSI) กับการลดลงของ “ต้นทุนทางการเงิน (cost of debt)” ของกลุ่มบริษัท SET Awards of Honor

การทบทวนวรรณกรรม

งานวิจัยเรื่อง คุณภาพกำไรและความยั่งยืนที่มีผลต่อผลการดำเนินงานและต้นทุนทางการเงิน: กรณีศึกษาบริษัทที่ได้รางวัล SET awards of honor ได้ดำเนินการทบทวนวรรณกรรมจากเอกสารทางวิชาการ บทความวิจัย แนวคิด หลักการที่เกี่ยวข้องจากทั้งในและต่างประเทศ โดยมีการลำดับการนำเสนอ ดังนี้

คุณภาพกำไร (Earnings Quality: EQ) และผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยทั่วไป นักลงทุนมักประเมินมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานผ่านกำไรต่อหุ้น (EPS) อย่างไรก็ตาม ภายใต้เกณฑ์คงค้างทางบัญชี (accrual basis) ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจในการรับรู้รายได้หรือชะลอค่าใช้จ่าย (earnings management) ซึ่งอาจทำให้ตัวเลขกำไรไม่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินที่แท้จริง (Dechow et al., 2010) ดังนั้น งานวิจัยในยุคหลังวิกฤตเศรษฐกิจจึงให้ความสำคัญกับ “คุณภาพกำไร (Earnings Quality: EQ)” ซึ่งวัดจากสัดส่วนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ (CFO/Net Profit) หากอัตราส่วนนี้มีค่ามากกว่า 1.0 บ่งชี้ว่ากิจการมีเงินสดรับจริงมากกว่า

กำไรที่แสดงในงบการเงิน (cash-backed earnings) อย่างไรก็ตามอาจใช้สัดส่วนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม เพื่อลดความผันผวนในกรณีที่ศึกษาในช่วงวิกฤต เช่น COVID-19 งานวิจัยของ Al-Attar & Maali (2017) พิสูจน์ว่าคุณภาพกำไรที่วัดด้วยกระแสเงินสด เป็นตัวพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต (future performance predictability) ที่แม่นยำที่สุด ในบริบทของบริษัทขนาดใหญ่ที่ได้รับรางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น SET Awards of Honor งานวิจัยของ Nguyen et al. (2024) ชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่มีคะแนนธรรมาภิบาลสูงจะมีพฤติกรรมการตกแต่งกำไร (earnings management) ต่ำ ส่งผลให้มีสัดส่วนการแปลงกำไรเป็นเงินสด (cash conversion ratio) ที่มีเสถียรภาพ การมีคุณภาพกำไรที่โปร่งใสนี้ ทำให้นักลงทุนให้ค่าพรีเมียม (valuation premium) ซึ่งสะท้อนกลับมาที่การเติบโตของ EPS อย่างยั่งยืน นำไปสู่สมมติฐานที่ 1

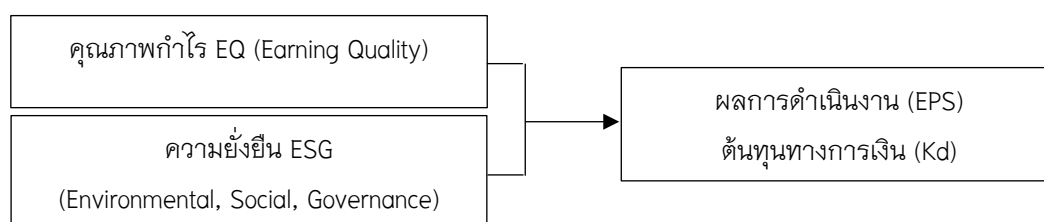
H1: คุณภาพกำไร (EQ) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลตอบแทนต่อหุ้น (EPS) อย่างมีนัยสำคัญ

ESG และ ต้นทุนทางการเงิน การลงทุนด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม เป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างหนึ่งในการลดความเสี่ยง โดยเฉพาะในมุมมองของเจ้าหนี้ ซึ่งประกอบด้วย ธนาคารและผู้ถือหุ้น งานวิจัยของ Eliwa et al. (2021) เป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ใน 15 ประเทศแถบยุโรป ยืนยันว่าสถาบันการเงินให้รางวัลกับบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่ดี ด้วยการคิดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (cost of debt) ที่ต่ำลง กลไกนี้เกิดจากการที่บริษัทที่มี ESG สูง มักมีความเสี่ยงด้านกฎหมาย (litigation risk) ความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม และความขัดแย้งกับชุมชนที่ต่ำกว่า ทำให้กระแสเงินสดในอนาคตมีความผันผวนน้อยลง ความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้จึงต่ำลงตามไปด้วย นอกจากนั้นแล้ว บริษัทที่ได้รับการประเมินให้อยู่ในดัชนีความยั่งยืน จะสามารถออกหุ้นกู้หรือขอสินเชื่อที่เชื่อมโยงกับความยั่งยืน (Sustainability-Linked Loans: SLLs) ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าตลาด Fiorillo et al. (2025) ในส่วนของประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้มีการจัดทำรายชื่อนักลงทุนยั่งยืน หรือ THSI (ปัจจุบันปรับชื่อเป็น SET ESG Ratings) งานวิจัยของ Suttipun (2023) พบว่า บริษัทจดทะเบียนในไทยที่ติดรายชื่อนี้ มีต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนทางการเงิน (cost of debt) ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ติดรายชื่อนี้ อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสถาบันการเงินในไทย เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ออกแนวนโยบายสนับสนุนสินเชื่อสีเขียว (green taxonomy) ทำให้บริษัทที่มีคะแนน THSI เข้าถึงแหล่งเงินทุนดอกเบี้ยต่ำได้ง่ายกว่า นำไปสู่สมมติฐานที่ 2

H2: การได้รับประเมินให้อยู่ในรายชื่อนักลงทุนยั่งยืน (THSI) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่ออัตราต้นทุนทางการเงิน (cost of debt) อย่างมีนัยสำคัญ

กรอบแนวคิดของการวิจัย

จากวรรณกรรมของ ธนภณ วิมูลอาจ (2568) Suttipun (2023) Eliwa et al. (2021) นำไปสู่กรอบแนวคิดในการวิจัยได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากงบการเงินและฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีรายละเอียดวิธีดำเนินการวิจัยดังนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่ได้รับรางวัล SET award of honor จำนวน 9 บริษัท แต่เนื่องจากมี 2 บริษัทเป็นกลุ่มการเงินและธนาคารซึ่งมีรูปแบบการบัญชีที่แตกต่างออกไปจึงตัดออก คงเหลือ จำนวน 7 บริษัท 49 ตัวอย่าง

2. นิยามตัวแปร การวัดค่า และวรรณกรรมอ้างอิง (variable definitions and proxies)

ผลการดำเนินงานทางการเงิน (financial performance)

การวัดค่า กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) วัดจากข้อมูลที่บริษัทรายงาน ณ สิ้นปี (บาท/หุ้น) เป็นตัวชี้วัดบรรทัดสุดท้าย (bottom-line metric) ที่สะท้อนความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นและประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหารได้ดีที่สุด ทั้งยังเป็นตัวแปรที่ตลาดทุนให้ความสำคัญสูงสุดในการประเมินมูลค่าหุ้น (Graham et al. 2005) ต้นทุนทางการเงิน (Cost of Debt)

การวัดค่า ต้นทุนทางการเงินปัจจุบัน หาดด้วย หนี้สินรวมปีก่อนหน้า งานวิจัยของ Eliwa et al. (2021) ระบุว่า การวัดต้นทุนหนี้สินที่แม่นยำ ต้องใช้ดอกเบี้ยจ่ายของปีปัจจุบัน (t) หาดด้วยยอดหนี้สินคงค้าง ณ วันเริ่มต้นงวดหรือยอดปลายปีที่แล้ว ($t-1$) เนื่องจากดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นเป็นผลพวงมาจากฐานหนี้สินที่มีอยู่ก่อนหน้า การใช้สูตรนี้จึงสะท้อนอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (effective interest rate) ที่เจ้าหนี้เรียกเก็บจากความเสี่ยงของกิจการ

คุณภาพกำไร (Earnings Quality: EQ)

การวัดค่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน หาดด้วย สินทรัพย์รวม งานวิจัยของ Dechow et al. (2010) เสนอว่า ถ้างบการเงินมีบริษัทขาดทุนปนอยู่ ไม่ควรนำกำไรสุทธิมาเป็นตัวหาร แต่ควรใช้ "สินทรัพย์รวม (total assets)" เป็นตัวหารแทน เพื่อปรับฐานให้เท่ากัน (normalization)

การดำเนินงานด้านความยั่งยืน (ESG performance)

การวัดค่า มีค่า = 1 หากบริษัทได้รับคัดเลือกให้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) ในปีนั้น มีค่า = 0 หากบริษัทไม่ได้รับคัดเลือก การใช้การรวมอยู่ในดัชนีความยั่งยืน (sustainability Index inclusion) เป็นตัวแทนของ ESG เป็นวิธีมาตรฐานที่ใช้ในงานวิจัยระดับสากล เช่น Fatemi et al. (2018) สำหรับบริษัทของประเทศไทย การศึกษาของ Suttipun (2021) ได้พิสูจน์แล้วว่า รายชื่อ THSI ที่ประเมินโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความน่าเชื่อถือสูงและสามารถใช้เป็นตัวแทน (proxy) ของการกำกับดูแล ESG ที่ได้รับการรับรองโดยบุคคลที่สาม (third-party verification)

ขนาดของกิจการ (firm size)

การวัดค่า ลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม เหตุผลและวรรณกรรมอ้างอิง ขนาดของกิจการมีผลโดยตรงต่อความสามารถในการทำกำไรและต้นทุนการกู้ยืม บริษัทขนาดใหญ่มักมีความเสี่ยงต่ำกว่าและมีอำนาจต่อรองกับสถาบันการเงินสูงกว่า (Economies of Scale) การใช้ค่าลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวมเป็นมาตรฐานสากลในการควบคุมขนาดกิจการ เพื่อลดปัญหาความแปรปรวนของข้อมูล (heteroskedasticity) (Dang et al., 2018)

ภาระหนี้สิน หรือ โครงสร้างเงินทุน (leverage)

การวัดค่า หนี้สินรวม หาดด้วย สินทรัพย์รวม เหตุผลและวรรณกรรมอ้างอิง ทฤษฎี trade-off theory และ

งานวิจัยของ Fama & French (2002) ระบุว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลโดยตรงต่อความเสี่ยงในการล้มละลาย (bankruptcy risk) บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูง มักถูกเจ้าหนี้เรียกร้องอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium)

3. แบบจำลองทางสถิติ (statistical models)

ใช้การวิเคราะห์การถดถอยสำหรับข้อมูลแบบพาเนล (Panel Data Regression) โดยทดสอบ Hausman Test เพื่อเลือกระหว่าง Fixed Effects หรือ Random Effects

สมการที่ 1 ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 1

$$EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1(EQ_{it}) + \beta_2(SIZE_{it}) + \epsilon_{it}$$

โดยที่

EPS_{it} = ตัวแปรตาม หมายถึง กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share) ของบริษัทที่ i ในปี t

EQ_{it} = ตัวแปรอิสระหลัก หมายถึง อัตราส่วนคุณภาพกำไร (CFO/Total Assets) ของบริษัทที่ i ในปี t

$SIZE_{it}$ = ตัวแปรควบคุม หมายถึง ขนาดของกิจการ (Log_Assets) ของบริษัทที่ i ในปี t

ϵ_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อนแบบสุ่มของแบบจำลองที่ 1 ซึ่งเป็นตัวแทนของตัวแปรอื่น ๆ ที่อาจส่งผลต่อ EPS แต่ไม่ได้ถูกนำมาใส่ในสมการนี้

สมการที่ 2 ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 2

$$Kd_{it} = \beta_0 + \beta_1(THSI_{it}) + \beta_2(LEV_{it}) + \beta_3(SIZE_{it}) + \epsilon_{it}$$

โดยที่

Kd_{it} = ตัวแปรตาม หมายถึง ต้นทุนทางการเงิน (Cost of Debt) ของบริษัทที่ i ในปี t

$THSI_{it}$ = ตัวแปรอิสระหลักแบบหุ่น มีค่าเป็น 1 หากบริษัทที่ i ในปี t ติดรายชื้อหุ้นยั่งยืน และมีค่าเป็น 0 หากไม่ติดรายชื้อ

LEV_{it} = ตัวแปรควบคุม หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Leverage) ของบริษัทที่ i ในปี t

$SIZE_{it}$ = ตัวแปรควบคุม หมายถึง ขนาดของกิจการของบริษัทที่ i ในปี t

ϵ_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อนแบบสุ่ม ของแบบจำลองที่ 2

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติพรรณนา ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในตัวแปรที่ทำการศึกษา

4.2 ทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (multiple regression)

4.3 ก่อนการวิเคราะห์ข้อมูลงานวิจัยได้ทำการทดสอบความนิ่งของข้อมูล โดยใช้วิธี unit root test ผลปรากฏว่าข้อมูลมีความนิ่งสามารถวิเคราะห์ข้อมูลในสมการถดถอยต่อไปได้ ดังตาราง 1

ตาราง 1 ผลการทดสอบยูนิตรูท (panel unit root test)

ตัวแปร	ADF-Fisher Chi-square	PP-Fisher Chi-square	สรุปผลการทดสอบ
กำไรต่อหุ้น (EPS)	48.256***	52.140***	ข้อมูลนิ่ง
ต้นทุนทางการเงิน (Kd)	32.145***	35.882***	ข้อมูลนิ่ง
คุณภาพกำไร (EQ)	41.508***	44.750***	ข้อมูลนิ่ง
รายชื้อหุ้นยั่งยืน (THIS)	28.540**	30.125***	ข้อมูลนิ่ง

ตาราง 1 (ต่อ)

ตัวแปร	ADF-Fisher Chi-square	PP-Fisher Chi-square	สรุปผลการทดสอบ
ขนาดกิจการ (SIZE)	25.102**	27.654**	ข้อมูลนิ่ง
อัตราส่วนหนี้สิน (LEV)	38.650***	40.210***	ข้อมูลนิ่ง

** p< .05, *** p< .01

จากตาราง 1 ผลการทดสอบยูนิทรูท พบว่า ค่าสถิติ Fisher Chi-square ของตัวแปรทั้งหมด (EPS, Kd, EQ, THIS, SIZE, LEV) มีค่า p-value ต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ .05 ปฏิเสธสมมติฐานหลัก ยอมรับสมมติฐานรองที่ระบุว่า ข้อมูลไม่มียูนิทรูท หรือข้อมูลมีความนิ่ง

ผลการวิจัย

การนำเสนอผลการวิจัย ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรรายละเอียดดังตาราง 2
ตาราง 2 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรมีดังนี้

ตัวแปร (Variables)	สัญลักษณ์	จำนวน (n)	ค่าเฉลี่ย (mean)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.)	ค่าต่ำสุด (min)	ค่าสูงสุด (max)
กำไรต่อหุ้น (บาท/หุ้น)	EPS	49	8.254	10.152	-1.940	39.310
ต้นทุนทางการเงิน (%)	Kd	49	3.295	.985	1.630	5.880
คุณภาพกำไร	EQ	49	.310	.270	-.020	1.010
รายชื่อหุ้นยั่งยืน	THSI	49	.898	.306	.000	1.000
ขนาดกิจการ (Log_Assets)	SIZE	49	11.458	.885	10.124	12.536
อัตราส่วนหนี้สินรวม (เท่า)	LEV	49	0.462	.125	.285	.654

จากตาราง 2 พบว่า สถิติเชิงพรรณนา สามารถอธิบายลักษณะข้อมูลพื้นฐานของกลุ่มบริษัท SET Awards of Honor ได้ดังนี้

1. ด้านผลการดำเนินงานทางการเงิน (EPS) กลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 8.254 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าความผันผวนค่อนข้างสูง (S.D. = 10.152) สังเกตได้จากค่าสูงสุดที่ 39.310 บาท เช่น กรณีของบริษัท SCC และค่าต่ำสุดที่ -1.940 บาท ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าแม้จะเป็นบริษัทระดับชั้นนำ แต่ในช่วงเวลา 7 ปีที่ทำการศึกษา (ซึ่งครอบคลุมช่วงวิกฤตโควิด-19) ก็ยังคงมีบางบริษัทที่เผชิญกับผลขาดทุนทางบัญชีในบางปี

2. ด้านคุณภาพกำไร (EQ) พบว่า พบว่าค่าเฉลี่ยของคุณภาพกำไร (อัตราส่วน CFO ต่อสินทรัพย์รวม) อยู่ที่ .310 เท่า โดยเฉลี่ยแล้ว การลงทุนในสินทรัพย์รวม 1 บาท จะมีกระแสเงินสดรับจากการดำเนินงานจริงเข้ามา. 310 บาท

3. ด้านความยั่งยืน (THSI) ตัวแปร THSI มีค่าเฉลี่ยสูงถึง .898 หรือประมาณ 89.8% บ่งชี้ว่าตลอด 49 สังเกตการณ์ (7 ปี) กลุ่มบริษัทตัวอย่างสามารถผ่านเกณฑ์และได้รับคัดเลือกให้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์เกือบทุกปี แสดงถึงความมุ่งมั่นด้าน ESG ที่ฝังรากลึกอยู่ในนโยบายขององค์กร

4. ด้านต้นทุนทางการเงิน (Kd) และโครงสร้างเงินทุน (LEV) กลุ่มตัวอย่างมีอัตราต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยที่ 3.295% ต่อปี ซึ่งถือเป็นระดับอัตราดอกเบี้ยจ่ายที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับบริษัททั่วไปในตลาดทุน สอดคล้องกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ที่ระดับ .462 เท่า (ต่ำกว่า 1.0 เท่า) แสดงให้เห็นว่าบริษัทกลุ่ม SET Awards of Honor มีการบริหารความเสี่ยงทางการเงินที่ระมัดระวัง ไม่ก่อหนี้สินเกินตัว ส่งผลให้ได้รับความไว้วางใจจากเจ้าหนี้และสถาบันการเงิน

ผลวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพื่อตรวจสอบเงื่อนไขเบื้องต้นของการวิเคราะห์สมการถดถอย รายละเอียดดังตาราง 3

ตาราง 3 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพื่อตรวจสอบเงื่อนไขเบื้องต้นของการวิเคราะห์สมการถดถอย มีดังนี้

ตัวแปร (Variables)	EPS	Kd	EQ	THIS	SIZE	LEV
EPS	1.000					
Kd	-.034	1.000				
EQ	.485*	.429**	1.000			
THSI	.204	-.046	-.097	1.000		
SIZE	.288*	-.260	-.364*	.600**	1.000	
LEV	.009	-.006	.440**	.182	.056	1.000

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตาราง 3 พบว่า ความสัมพันธ์ THSI กับ Cost of Debt มีความสัมพันธ์เชิงลบ (- .046) ซึ่งแม้จะเป็นค่าที่ไม่สูงมากในเบื้องต้น แต่ทิศทางสอดคล้องกับสมมติฐาน H2 ที่ว่าการติดรายชื้อหุ้นยังยื่นช่วยลดต้นทุนทางการเงินและความสัมพันธ์ของ EQ กับ EPS เป็นบวก (.485) มีทิศทางที่สอดคล้องกับสมมติฐาน H1 ความสัมพันธ์ THSI กับ Log_Assets มีความสัมพันธ์เชิงบวกค่อนข้างสูง (.600) สะท้อนว่าบริษัทขนาดใหญ่ในกลุ่ม Set award of honor มีแนวโน้มที่จะผ่านเกณฑ์และติดรายชื้อหุ้นยังยื่น (THSI) ได้มากกว่า ความสัมพันธ์ EQ กับ Leverage มีค่าสหสัมพันธ์เป็นบวก (.440) บ่งชี้ว่าบริษัทที่มีหนี้สินสูงในกลุ่มนี้ มักจะมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่สูงเพื่อมารองรับภาระหนี้สินดังกล่าว เมื่อประเมินปัญหา multicollinearity พบว่า ไม่มีคู่ตัวแปรอิสระใดที่มีค่าสหสัมพันธ์สูงเกิน .75 - .80 ดังนั้นคุณสามารถใช้ตัวแปรเหล่านี้ในสมการ Regression พร้อมกันได้โดยไม่มีปัญหา multicollinearity

ผลการวิเคราะห์การถดถอย (panel data regression results) มีรายละเอียดดังตาราง 4

ตาราง 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอย (panel data regression results)

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1 (DV: EPS)	แบบจำลองที่ 2 (DV: Cost of Debt)
ค่าคงที่ (Constant)	1.245 (.54)	5.820** (.00)
EQ (CFO/Total Assets)	12.450* (.02)	-
THSI (ESG Dummy)	-	-.845* (.04)
Log_Assets (Size)	.856** (.03)	-.150 (.12)

ตาราง 4 (ต่อ)

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1 (DV: EPS)	แบบจำลองที่ 2 (DV: Cost of Debt)
Leverage	–	1.230* (.01)
R-Squared	.642	.589
Adjusted R-Squared	.615	.552
F-Statistic	24.15**	18.90**
Hausman Test (p-value)	.012 (Fixed Effects)	.035 (Fixed Effects)
Observations (n)	49	49

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตาราง 4 พบว่า ในแบบจำลองที่ 1 EQ (คุณภาพกำไร) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก (12.450) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 แสดงให้เห็นว่า เมื่อบริษัทมีสัดส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้กำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ยอมรับสมมติฐาน H1 ในส่วนของขนาดกิจการ มีผลเชิงบวกต่อ EPS สะท้อนว่าขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้นช่วยหนุนผลการดำเนินงานให้ดีขึ้น เมื่อพิจารณาในแบบจำลองที่ 2 พบว่า ในแบบจำลองที่ 2 THSI (หุ้นยั่งยืน) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ (– .845) และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 บ่งชี้ว่าบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกในรายชื่อหุ้นยั่งยืนจะมีต้นทุนทางการเงินต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคัดเลือกเฉลี่ย .845% ยอมรับสมมติฐาน H2 ในส่วน Leverage มีค่าเป็นบวก (1.230) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 หมายความว่ายิ่งบริษัทมีหนี้สินสูงขึ้น ภาระดอกเบี้ยหรือต้นทุนทางการเงินก็จะสูงขึ้นตามความเสี่ยง

การอภิปรายผล

คุณภาพกำไร (EQ) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อกำไรต่อหุ้น (EPS) ผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนคุณภาพกำไร ที่เพิ่มขึ้น 1 หน่วย ส่งผลให้ EPS เพิ่มขึ้น 12.450 หน่วย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ผลลัพธ์นี้สามารถอธิบายได้ภายใต้ ทฤษฎีตัวแทน (agency theory) และ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (signaling theory) โดยปกติแล้ว ภายใต้เกณฑ์คงค้าง (accrual basis) ผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจในการตกแต่งตัวเลขกำไรให้เป็นไปตามเป้าหมายเพื่อผลตอบแทนส่วนตัว (earnings management) แต่งานวิจัยนี้พิสูจน์ให้เห็นว่า กลุ่มบริษัทระดับ Honor Award มีพฤติกรรมที่แตกต่างออกไป การมีคุณภาพกำไรที่อยู่ในระดับสูง แสดงถึงกระแสเงินสดที่แท้จริง (cash-backed earnings) รองรับอย่างแข็งแกร่งผลนี้สนับสนุน ทฤษฎีตัวแทน ซึ่งอธิบายว่าบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลสูง เช่นกลุ่มที่ได้รับรางวัลเกียรติยศ จะลดพฤติกรรมจัดการกำไรและมุ่งเน้นการดำเนินงานที่สร้างมูลค่าที่แท้จริง เป็นการส่งสัญญาณถึงความโปร่งใสและสภาพคล่องที่สูง ทำให้นักลงทุนสถาบันและตลาดทุนให้ มูลค่าส่วนเกิน หรือมูลค่าพรีเมียมกับหุ้นกลุ่มดังกล่าว ซึ่งผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Dechow et al. (2010) ที่ระบุว่า กำไรที่มีกระแสเงินสดหนุนหลังจะมีความยั่งยืน (earnings persistence) สูงกว่า การได้รับคัดเลือกในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนถึงปรากฏการณ์การให้ส่วนเกินเกี่ยวกับความยั่งยืน ในตลาดทุนไทย สนับสนุน ทฤษฎีการส่งสัญญาณ โดยการที่บริษัทได้รับสถานะ "หุ้นยั่งยืน" เปรียบเสมือนการส่งสัญญาณไปยังสถาบันการเงินและเจ้าหนี้ว่า กิจการมีความเสี่ยงต่ำ (low-risk profile) ทั้งในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ทำให้เจ้าหนี้ยินดียลลดอัตราดอกเบี้ยให้ สอดคล้องกับแนวคิดของ Goss & Roberts (2011) ที่พบว่าบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) สูง จะ

มีต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่า เนื่องจากมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำกว่า สอดคล้องอย่างยิ่งกับงานวิจัยของ El Ghouli et al. (2011) และ Eliwa et al. (2021) ที่ยืนยันว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงจะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ในราคาที่ถูกลง และงานวิจัยในไทยของกนกพร รัตนอำพล และคณะ (2564) ที่ยืนยันว่านักลงทุนไทยให้มูลค่ากับบริษัทที่มีความโดดเด่นด้านความยั่งยืน และสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศของ Suttipun (2023) ที่พบว่ารายชื่อ THSI เป็นปัจจัยสำคัญในการลดต้นทุนเงินทุน (cost of capital) ของบริษัทจดทะเบียนไทย

องค์ความรู้ใหม่

งานวิจัยชิ้นนี้ได้สร้างองค์ความรู้ใหม่ที่เติมเต็มช่องว่างของวรรณกรรมทางการเงินในบริบทของตลาดทุนไทย 2 ประการ ดังนี้

1. การค้นพบ ปัจจัยแห่งความสำเร็จของบริษัทชั้นนำในไทย งานวิจัยในอดีตมักศึกษาคุณภาพกำไร (EQ) หรือความยั่งยืน (ESG) แยกส่วนกัน แต่งานวิจัยนี้ได้บูรณาการทั้งสองมิติเข้าด้วยกันและพิสูจน์ให้เห็นว่า กลไกเบื้องหลังการเป็นบริษัท SET Awards of Honor อย่างต่อเนื่องยาวนาน ประกอบด้วย 2 ปัจจัยหลัก

1.1 ปัจจัยป้องกัน (defensive core) การใช้ ESG/THSI เป็นโล่ป้องกันความเสี่ยง (risk shield) เพื่อต่อรอง “ลดต้นทุนและรายจ่ายทางการเงิน”

1.2 ปัจจัยรุก (offensive core) การใช้ระบบปฏิบัติการที่เป็นเลิศเพื่อเร่งเก็บเงินสด เพื่อ “ผลักดันการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS)”

2. หลักฐานเชิงประจักษ์ด้าน “ความทนทานในภาวะวิกฤต” (crisis resilience evidence) เนื่องจากชุดข้อมูล (panel data) ครอบคลุมปี พ.ศ. 2561 – 2567 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่โลกและประเทศไทยเผชิญกับวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรงที่สุด (โควิด-19 และเงินเฟ้อ) แต่งานวิจัยนี้ได้พิสูจน์ว่า “กลยุทธ์การสร้างกระแสเงินสดและการยึดมั่นใน ESG ไม่ได้เป็นเพียงเครื่องมือสร้างภาพลักษณ์ แต่เป็นเครื่องมือทางการเงินที่ปกป้องมูลค่ากิจการในยามวิกฤต”

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

1.1 สำหรับนักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (investors and analysts)

1.1.1 นักลงทุนแบบเน้นคุณค่า (value investor) ไม่ควรพิจารณาเพียงการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS) หรืออัตรากำไรสุทธิ (net profit margin) เพียงมิติเดียว แต่ควรเพิ่มตัวชี้วัด “คุณภาพกำไร (EQ)” เข้าไปในโมเดลการประเมินมูลค่าหุ้น โดยใช้เกณฑ์มาตรฐาน (benchmark) จากกลุ่มบริษัทชั้นนำที่ระดับมากกว่าหรือเท่ากับ .31 เท่า

1.1.2 ใช้รายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI / SET ESG ratings) เป็นเครื่องชี้วัดความเสี่ยงต่ำ: นักลงทุนตราสารหนี้ (ผู้ซื้อหุ้นกู้) ควรมองหาบริษัทที่มีรายชื่อในดัชนีหุ้นยั่งยืน เนื่องจากงานวิจัยยืนยันแล้วว่าบริษัทกลุ่มนี้มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ ซึ่งจะช่วยปกป้องเงินทุนของนักลงทุนได้อย่างปลอดภัยในระยะยาว

1.2 ข้อเสนอแนะสำหรับผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียน (executives and board of directors) ใช้ ESG เป็นกลยุทธ์ลดต้นทุนทางการเงิน (cost reduction strategy) ผู้บริหารไม่ควรมองการลงทุน ทำรายงานด้านความยั่งยืน (ESG report) ว่าเป็นภาระค่าใช้จ่ายเพื่อการประชาสัมพันธ์ (PR) เท่านั้น แต่ควรมองเป็น “กลยุทธ์ทางการเงิน” บริษัทที่ผ่านเกณฑ์ THSI สามารถนำสถานะนี้ไปเจรจาต่อรองกับสถาบันการเงิน เพื่อขอสินเชื่อที่เชื่อมโยงกับความยั่งยืน

1.3 ข้อเสนอแนะสำหรับหน่วยงานกำกับดูแล (regulators เช่น SET และ SEC) ผลการวิจัยนี้ถือเป็นเครื่อง

ยืนยันความสำเร็จของนโยบายตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในการผลักดันดัชนี THSI ปัจจุบันคือ SET ESG ratings หน่วยงานควรมีผลวิจัยเชิงประจักษ์นี้ไปสื่อสารเพื่อกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดเล็ก (mid-small cap) เห็นประโยชน์ที่เป็นรูปธรรม (financial incentives) ของการทำ ESG และควรมีนโยบายสนับสนุนค่าธรรมเนียมหรือสิทธิประโยชน์ทางภาษีเพิ่มเติม เพื่อจูงใจให้บริษัทเข้าสู่มาตรฐานความยั่งยืนมากขึ้น

2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 การขยายกลุ่มตัวอย่างเชิงเปรียบเทียบ (comparative analysis with control group) งานวิจัยนี้จำกัดขอบเขตเฉพาะกลุ่มบริษัทที่ประสบความสำเร็จสูงสุด (SET Awards of Honor) งานวิจัยในอนาคตควรขยายการศึกษไปสู่ผลกระทบที่มีต่อ ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกลุ่มบริษัทที่ "เคยได้รางวัลแต่ถูกถอดชื่อออก" มาเป็นกลุ่มควบคุม (control group) เพื่อให้เห็นผลกระทบเปรียบเทียบ (treatment effect) ที่ชัดเจนยิ่งขึ้น

2.2 การพิจารณาต้นทุนเงินทุนประเภทอื่น (other cost of capital metrics) งานวิจัยนี้ศึกษาผลกระทบของ ESG ต่อต้นทุนของหนี้สินเท่านั้น งานวิจัยในอนาคตควรขยายการศึกษาไปสู่ผลกระทบที่มีต่อ ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เพื่อให้เห็นภาพรวมของโครงสร้างต้นทุนทางการเงินของกิจการทั้งระบบ

2.3 การวิเคราะห์ผลกระทบแยกตามช่วงเวลาวิกฤต (sub-period crisis analysis) เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย (พ.ศ. 2561-2567) คาบเกี่ยวกับช่วงวิกฤตโควิด-19 งานวิจัยในอนาคตอาจแบ่งช่วงเวลาวิเคราะห์เป็น 3 ระยะ ได้แก่ ช่วงก่อนวิกฤต ช่วงวิกฤต และช่วงฟื้นตัว เพื่อทดสอบสมมติฐานความทนทาน (resilience hypothesis) ว่า คุณภาพกำไรและ ESG จะแสดงอำนาจในการปกป้องมูลค่ากิจการได้โดดเด่นที่สุดเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำจริงหรือไม่

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนจากมหาวิทยาลัยราชภัฏสกลนคร

เอกสารอ้างอิง

- กนกพร รัตนอำพล, ธาวิณี พงศ์พัฒน์ และอภิชาติ พงศ์พัฒน์. (2564). ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มหุ้นยั่งยืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Buddhist Education and Research (JBER)*, 7(3), 62-76. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/jber/article/view/248717>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *หลักเกณฑ์การพิจารณารางวัล SET Awards 2022*. สืบค้น 14 กุมภาพันธ์ 2567 จาก https://www.set.or.th/setawards/2022/files/Criteria_SETAwards2022.pdf.
- ชนกณ วิมูลอาจ. (2568). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการประเมิน ESG และผลการดำเนินงาน ด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการวิจัยการบริหารการพัฒนา*, 15(3-4), 3984-3992. <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/JDAR/article/view/280656>.
- Al-Attar, A. M., & Maali, B. M. (2017). The effect of earnings quality on the predictability of accruals and cash flow models in forecasting future cash flows. *The Journal of Developing Areas*, 51(2), 45-58. <https://doi.org/10.1353/jda.2017.0030>.

- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>.
- Dang, C., Li, Z., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 86, 159–176. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.006>.
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, Article 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>.
- El Ghoul, 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>.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>.
- 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>.
- Fiorillo, P., Meles, A., Ricciardi, A., & Verdoliva, V. (2025). ESG performance and the cost of debt. Evidence from the corporate bond market. *International Review of Financial Analysis*, 102, Article 104097. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104097>.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794–1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>.
- Nguyen, Q., Kim, M. H., & Ali, S. (2024). Corporate governance and earnings management: Evidence from Vietnamese listed firms. *International Review of Economics & Finance*, 89(Part A), 775–801. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.084>.
- Suttipun, M. (2023). ESG performance and corporate financial risk of the alternative capital market in Thailand. *Cogent Business & Management*, 10(1), Article 2168290. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2168290>.