ผลกระทบของผลตอบแทนสะสมของหุ้นของบริษัทหลังได้รับการประเมินคะแนน SET ESG rating ครั้งแรก: หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เตชวัน รัตนไพจิตร สุขสำราญ[1]

วันที่ได้รับบทความ: 26 มิถุนายน 2569 **วันที่แก้ไขบทความ:** 7 กันยายน 2569 **วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ:** 7 กันยายน 2569

บทคัดย่อ

การค้นคว้านี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของผลตอบแทนสะสมของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลังได้รับการประเมินคะแนน SET ESG Rating ครั้งแรก งานวิจัยใช้ข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประเมิน SET ESG Rating ในช่วงปี พ.ศ. 2566–2567 โดยคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 200 บริษัท และวัดผลตอบแทนสะสมของหุ้น (Cumulative Return) ภายในระยะเวลา 30 วันหลังการประกาศผลประเมิน การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ โดยควบคุมปัจจัยด้านขนาดของกิจการ อัตราการก่อหนี้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด นอกจากนี้ ยังทดสอบความทนทานของแบบจำลองด้วยการตัดค่าผิดปกติ และการใช้ตัวแปรจำลองแบบลำดับขั้น ผลการวิจัยพบว่า แบบจำลองหลักไม่ปรากฏความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างคะแนน SET ESG Rating และผลตอบแทนสะสมของหุ้นภายหลังการประกาศผลการประเมินครั้งแรก ผลการทดสอบความทนทานของแบบจำลองทั้งสองวิธีให้ผลลัพธ์ที่สอดคล้องกัน ผลการศึกษานี้สะท้อนให้เห็นว่าตลาดไทยอาจยังไม่ตอบสนองต่อข้อมูลด้าน ESG อย่างชัดเจนในช่วงระยะเวลาสั้น หรือผลกระทบของ ESG อาจเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อกิจการในระยะยาวมากกว่าระยะสั้น งานวิจัยนี้ช่วยเติมเต็มช่องว่างของวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับ ESG ในบริบทของตลาดทุนไทย และใช้เป็นแนวทางสำหรับการศึกษาในอนาคต โดยเฉพาะการขยายช่วงเวลาการวิเคราะห์หรือพิจารณามิติย่อยของ ESG

คำสำคัญ: ESG, SET ESG Rating, ผลตอบแทนสะสมของหุ้น, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

[1] นักวิจัยอิสระ
ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

The impact of Stock Cumulative Return after a company's first ESG rating assessment: evidence from the Stock Exchange of Thailand

Thechawan Rattanapaijit Suksamran[1]

Received: June 26, 2026 **Revised:** September 7, 2026 **Accepted:** September 8, 2026

Abstract

This research aims to examine the impact of SET ESG Rating scores on the stock cumulative return of companies listed on the Stock Exchange of Thailand following their first rating assessment. The study utilizes secondary data from listed companies that received a SET ESG Rating during 2023 to 2024, with a sample of 200 companies selected. Stock cumulative returns are measured over a 30-day window following the announcement of rating results. The analysis employs descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression analysis, controlling for firm size, leverage ratio, return on assets, and book-to-market ratio. Model robustness is further tested through outlier removal and the use of ordinal dummy variables. The findings reveal no statistically significant relationship between SET ESG Rating scores and cumulative stock returns in the period following the first rating announcement. Both robustness tests yield consistent results. These findings suggest that the Thai market may not yet respond clearly to ESG-related information over a short time horizon, or that ESG factors may have a greater influence on firms over the long term rather than the short term. This research helps fill a gap in the literature relating to ESG in the context of the Thai capital market, and serves as a foundation for future studies, particularly those extending the analysis window or examining sub-dimensions of ESG.

Keywords: ESG, SET ESG Rating, Stock Cumulative Returns, Stock Exchange of Thailand

[1] Independent researcher

1. บทนำ

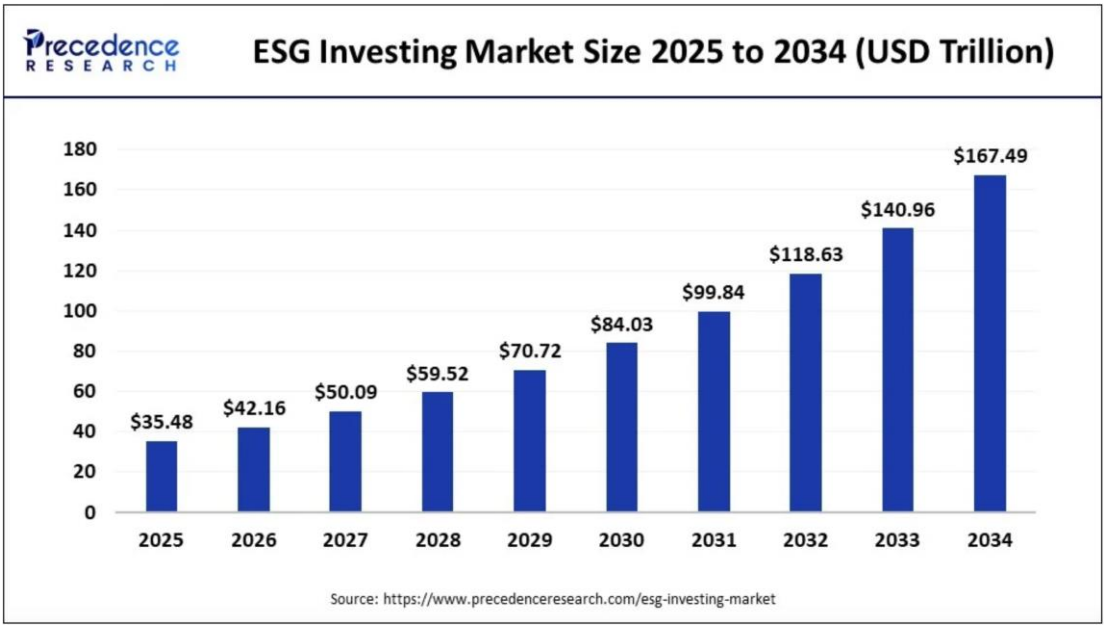
แนวความคิดในเรื่องสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, Governance : ESG) ได้รับการยอมรับอย่างเป็นทางการในช่วงปี 2004 โดยมีจุดเริ่มต้นมาจากรายงานชื่อเรื่อง "Who Cares Wins" เกิดจากความร่วมมือระหว่างสถาบันการเงินกับองค์การสหประชาชาติเพื่อเน้นย้ำถึงความสำคัญของปัญหาสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (United Nations Global Compact & UNEP Finance Initiative, 2004)

ท่ามกลางบริบทที่โลกกำลังเผชิญกับความท้าทายที่ทวีความซับซ้อนมากขึ้น ไม่ว่าจะในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลให้ประเด็นด้าน ESG มีบทบาทสำคัญเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในปัจจุบัน ความสนใจของภาคธุรกิจและนักลงทุนที่มีต่อ ESG จึงไม่ได้เป็นเพียงกระแสหรือความนิยมในระยะสั้น หากแต่เกิดจากปัจจัยพื้นฐานหลายประการที่มีผลต่อความสามารถในการดำเนินธุรกิจและความสำเร็จขององค์กรในระยะยาว ตลอดจนผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียโดยรวม ทั้งนี้ นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากเริ่มตระหนักว่าปัจจัยด้าน ESG มิได้เป็นเพียงประเด็นด้านจริยธรรมเท่านั้น แต่ยังทำหน้าที่เป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงและโอกาสขององค์กรในการสร้างผลตอบแทนอย่างยั่งยืนในระยะยาว (The Corporate Governance Institute)

ตลาดการลงทุนด้าน ESG ในระดับโลกมีแนวโน้มขยายตัวอย่างต่อเนื่องและมีนัยสำคัญ โดยในปี ค.ศ. 2024 มูลค่าตลาดการลงทุน ESG ทั่วโลกอยู่ที่ประมาณ 29.86 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ และมีคาดการณ์ว่าจะเติบโตด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (Compound Annual Growth Rate) ร้อยละ 18.82 ในช่วงปี ค.ศ. 2025–2034 ซึ่งอาจส่งผลให้มูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 167.49 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐภายในปี ค.ศ. 2034 เมื่อพิจารณาสัดส่วนตลาดการลงทุน ESG จำแนกตามภูมิภาค พบว่าอเมริกาเหนือเป็นภูมิภาคที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงที่สุด คิดเป็นร้อยละ 37 รองลงมาคือยุโรปและเอเชียแปซิฟิก ซึ่งมีสัดส่วนร้อยละ 30 และร้อยละ 24 ตามลำดับ (Precedence Research, 2025)

ในบริบทของตลาดทุนไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดำเนินการคัดเลือกและประกาศรายชื่อบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเป็น “หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings” ซึ่งเดิมใช้ชื่อว่า Thailand Sustainability Investment (THSI) อย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2566 เป็นต้นมา โดยมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมและจูงใจการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่ให้ความสำคัญกับธรรมาภิบาลและการดำเนินงานด้าน ESG ทั้งนี้ ข้อมูลจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2567) ระบุว่า ณ สิ้นเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2567 กองทุน Thai ESG มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิรวมทั้งสิ้นสูงมากถึง 6,844 ล้านบาท

ภาพที่ 1.1 ESG Investing Market Size 2025 to 2034



ที่มา: Precedence Research (2025), ESG Investing Market, (https://www.precedenceresearch.com/esg-investing-market)

ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา มีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับตัวแปรต่างๆ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ อาทิ เช่น งานวิจัยของ ธนภัทร โอวาทจำรัส (2566) ที่พบว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลประกอบการของบริษัท งานวิจัยของ Chou et al. (2025) ชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงลบ งานวิจัยของ Cheng and Huang (2024) ให้ผลลัพธ์ว่าคะแนน ESG เพิ่มความผันผวนของราคาหุ้น ในขณะที่งานวิจัยของ Chang (2022) ให้ผลลัพธ์ที่ตรงกันข้ามคือลดความผันผวนของราคาหุ้น

จากงานวิจัยของ Shanaev and Ghimire (2022) พบว่า การปรับเปลี่ยนคะแนน ESG ที่สูงขึ้นมีสัมพันธ์เชิงบวกกับประสิทธิภาพการดำเนินงานของหุ้น ขณะเดียวกันการปรับเปลี่ยนคะแนน ESG ที่ลดลงก็ทำให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของหุ้นลดลงเช่นกันดังนั้นการเตรียมความพร้อมเพื่อให้บริษัทได้รับการประเมิน ESG ที่สูงจึงอาจส่งผลต่อความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว

จากการทบทวนวิจัยและวรรณกรรมทั้งในประเทศและต่างประเทศพบว่ามีการศึกษาความสัมพันธ์ของ ESG กับราคาหุ้นและประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการเป็นจำนวนมาก แต่กลับยังไม่มีการศึกษาผลกระทบของการได้รับการประเมินครั้งแรก ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดรับรู้ข้อมูล ESG ใหม่อย่างสมบูรณ์ที่สุด การเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก ซึ่งตลาดยังไม่เคยรับรู้มาก่อน ทำให้มีแนวโน้มเกิดการตอบสนองของราคาหุ้นอย่าง

ชัดเจนกว่าการเปลี่ยนแปลงคะแนนในปีต่อๆไปที่นักลงทุนสามารถคาดการณ์ได้อยู่แล้ว ดังนั้นงานวิจัยนี้มุ่งศึกษาผลกระทบดังกล่าว

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาผลกระทบของผลตอบแทนสะสมของหุ้นของบริษัทหลังจากได้รับประกาศคะแนน SET ESG rating ครั้งแรกโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2566 ถึง พ.ศ. 2567

2. แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดการลงทุนอย่างยั่งยืน

ตามหลักการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) แนวคิดการลงทุนอย่างยั่งยืน หรือ Sustainable Investment หมายถึง การลงทุนที่ให้ความสำคัญกับการดำเนินงานของธุรกิจในมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ควบคู่ไปกับการนำข้อมูลทางการเงินมาใช้ประกอบการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุน โดยมีเป้าหมายเพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาว พร้อมทั้งส่งเสริมผลกระทบเชิงบวก หรือช่วยลดผลกระทบเชิงลบที่อาจเกิดขึ้นต่อสังคม สิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการ

2.2 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้น

ทฤษฎีสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ซึ่งคิดค้นโดย Fama (1970) เป็นพื้นฐานในการศึกษาพฤติกรรมราคาหุ้นต่อข้อมูลใหม่ ระบุว่าราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ในตลาดอย่างรวดเร็วซึ่งหมายความว่าหากบริษัทได้รับการประเมินคะแนน ESG Rating จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นครั้งแรก ข้อมูลดังกล่าวควรจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัททันทีที่ข้อมูลถูกเปิดเผย

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ของ Spence (1973) อธิบายว่าบริษัทสามารถส่งสัญญาณเชิงบวกไปยังนักลงทุนผ่านการกระทำหรือข้อมูลบางอย่าง เช่น การได้รับการรับรองหรือการประเมินจากองค์กรภายนอก ในกรณีของ ESG Rating บริษัทที่ได้รับคะแนน ESG สูงอาจถูกมองว่าเป็นองค์กรที่มีการบริหารจัดการที่ดี มีความยั่งยืน และมีความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งสามารถส่งผลให้เกิดความเชื่อมั่นในกลุ่มนักลงทุน และนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของราคาหุ้น

2.3 ESG ในบริบทของประเทศไทย

ในประเทศไทย ESG เริ่มเข้ามามีบทบาทในปี 2558 โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เป็นผู้จัดทำ “รายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI (Thailand Sustainability Investment)” เป็นหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม มีความรับผิดชอบต่อสังคม และมีการบริหารงานตามหลักบรรษัทภิบาล และในปี 2566 ก็ได้มีการเปลี่ยนชื่อ “THSI” เป็น “หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings” และได้มีประกาศผลการประเมินในรูปแบบ ESG Ratings เป็นปีแรก (SET Sustainability)

สำหรับประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้พัฒนาระบบการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนผ่าน SET ESG Ratings ซึ่งเป็นกลไกสำคัญในการประเมินผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท โดยพิจารณาจากทั้งการดำเนินงานจริงและการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน ผลการประเมินถูกจัดระดับเป็น AAA, AA, A และ BBB ตามคุณภาพด้าน ESG ของบริษัท ระบบดังกล่าวมีบทบาทในการสร้างมาตรฐานกลางสำหรับการประเมิน ESG ในบริบทของตลาดทุนไทย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยจำนวนมากได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน ESG หรือการเปลี่ยนแปลงการจัดอันดับ ESG กับราคาหุ้นและผลตอบแทนของหุ้น ในภาพรวม ผลการศึกษาจากหลากหลายประเทศชี้ให้เห็นว่าผลการดำเนินงาน ESG ที่ดีสามารถส่งผลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพของตลาดหุ้น

ตัวอย่างงานวิจัยในจีนของ Yin et al. (2023) พบหลักฐานในบริษัทจดทะเบียนของจีน โดยแสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงาน ESG ส่งผลเชิงบวกต่อผลตอบแทนของหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับบริษัทที่ไม่ใช่ของรัฐ งานวิจัยของ Chen and Wu (2025) พบหลักฐานที่ชัดเจนในประเทศจีนว่าผลการดำเนินงาน ESG ขององค์กรสามารถปรับปรุงประสิทธิภาพของการกำหนดราคาหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีกลไกสำคัญคือการลดความผันผวนของความเชื่อมั่นของนักลงทุนและการบรรเทาปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล ผลกระทบนี้มีความโดดเด่นเป็นพิเศษในบริษัทขนาดเล็ก บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันต่ำ และบริษัทที่มีค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชีต่ำ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าข้อมูล ESG มีบทบาทสำคัญในการเพิ่มความโปร่งใสและลดความไม่แน่นอนในตลาด

อย่างไรก็ตาม Alves et al. (2025) ได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดอันดับ ESG และผลตอบแทนของหุ้นทั่วโลก โดยใช้ข้อมูลจากหุ้นกว่า 16,000 ตัวใน 48 ประเทศ ในช่วงปี 2001 ถึง 2020 ผลการศึกษาไม่พบผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญว่าการจัดอันดับ ESG มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นทั่วโลก ซึ่งอาจบ่งชี้ว่าตลาดโลกอาจไม่ได้ตอบสนองต่อการจัดอันดับ ESG ในลักษณะที่สอดคล้องกันเสมอไป

ในอีกทางหนึ่ง เมื่อพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงของคะแนน ESG Galema and Gerritsen (2025) พบหลักฐานที่น่าสนใจว่าการเปลี่ยนแปลงคะแนนการจัดอันดับ มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้นในสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะอย่างยิ่งการปรับลดการจัดอันดับนำไปสู่ผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เป็นลบประมาณ 3% ต่อปี ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าข้อมูล ESG มีความสำคัญต่อการประเมินมูลค่าระยะยาวของบริษัท

การศึกษาของ Shanaev and Ghimire (2022) ได้ทำการศึกการเปลี่ยนแปลงของคะแนน ESG ในสหรัฐต่อราคาผลตอบแทนหุ้นก็พบเช่นกันว่าการปรับลดการจัดอันดับทำให้ผลตอบแทนเป็นลบ แต่ในขณะเดียวกัน การขึ้นอันดับก็ทำให้ผลตอบแทนเป็นบวก

Amin et al. (2020) ศึกษาการเปลี่ยนแปลงการจัดอันดับเครดิตก็ได้ผลลัพธ์เช่นเดียวกัน คือ ตลาดหุ้นมีการตอบรับเชิงบวกต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับที่ดีขึ้น แต่ไม่ตอบสนองต่อการปรับลดอันดับ

จากการศึกษาของ Leite and Uysal (2023) เป็นอีกหนึ่งหลักฐานที่บอกว่านักลงทุนอาจเกิดอคติทางพฤติกรรม (behavioral bias) โดยให้คุณค่ากับบริษัทที่มี ESG สูงเกินกว่าปัจจัยพื้นฐานจริง แสดงให้เห็นว่า ESG ไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลเชิงสังคม แต่ยังมีผลเชิงพฤติกรรมและราคาในตลาดหลักทรัพย์

จากงานวิจัยที่ทบทวนข้างต้น จะเห็นได้ว่าหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลตอบแทนหุ้นยังคงมีความขัดแย้งกันอยู่มาก ซึ่งความแตกต่างดังกล่าวอาจอธิบายได้จากหลายปัจจัยประกอบกัน ได้แก่ ประเทศและระดับการพัฒนาของตลาดทุนที่ศึกษา ช่วงเวลาของการศึกษา แหล่งที่มาของคะแนน ESG ซึ่งแต่ละผู้ประเมินมีเกณฑ์และระเบียบวิธีที่แตกต่างกัน วิธีวัดผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตลอดจนกรอบเวลาที่ใช้วัดผลกระทบ

ความขัดแย้งระหว่างผลการศึกษาของ Galema and Gerritsen (2025) และ Alves et al. (2025) ที่กล่าวมาข้างต้นเป็นตัวอย่างที่ชัดเจนของประเด็นนี้ ซึ่งอาจอธิบายได้จากความแตกต่างเชิงระเบียบวิธีและบริบทของกลุ่มตัวอย่างที่สำคัญหลายประการ ประการแรก Galema and Gerritsen (2025) ระบุว่ากลไกหลักที่ขับเคลื่อนผลดังกล่าวมาจากการที่นักลงทุนสถาบันปรับเปลี่ยนการถือครองหลักทรัพย์ตามการเปลี่ยนแปลงคะแนน ESG และการปรับดัชนีเพื่อความยั่งยืน ซึ่งเป็นกลไกที่ปรากฏชัดในตลาดที่มีโครงสร้างพื้นฐานด้านการลงทุนอย่างยั่งยืนที่พัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกา แต่กลไกดังกล่าวอาจยังไม่ปรากฏชัดเจนในหลายประเทศที่รวมอยู่ในกลุ่มตัวอย่างของ Alves et al. (2025) ซึ่งมีระดับการพัฒนาของนักลงทุนสถาบันด้าน ESG ที่แตกต่างกันอย่างมาก การรวมข้อมูลจากหลายประเทศที่มีความหลากหลายสูงเช่นนี้เข้าด้วยกันจึงอาจทำให้ผลกระทบที่ชัดเจนในตลาดใดตลาดหนึ่งถูกลดทอนหรือหักล้างกันเองในการวิเคราะห์ภาพรวม ประการที่สอง ผลของ Galema and Gerritsen (2025) ปรากฏขึ้นอย่างช้า ๆ ในช่วงเวลาหลายเดือน (ไม่พบผลกระทบในระยะสั้นรอบวันที่มีการเปลี่ยนแปลงคะแนน แต่ปรากฏชัดเจนเมื่อวัดด้วยระยะการถือครองยาวถึง 6 เดือน) ซึ่งบ่งชี้ว่าผลกระทบของ ESG ต่อผลตอบแทนหุ้นอาจต้องใช้เวลาสะสมพอสมควรก่อนจะปรากฏอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ข้อค้นพบทั้งสองประการนี้ชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลตอบแทนหุ้นอาจมีลักษณะเฉพาะเจาะจงตามบริบทของแต่ละตลาดและขึ้นอยู่กับกรอบเวลาที่ใช้วัด มากกว่าจะเป็นปรากฏการณ์สากลที่เกิดขึ้นเหมือนกันทุกที่และทุกช่วงเวลา

ในบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งานวิจัยของปาลิตา อาจคงหาญ (2566) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลการประเมิน ESG และอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้ผลลัพธ์ตรงกับ Shanaev and Ghimire (2022) ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงคะแนน ESG มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น ซึ่งเป็นการยืนยันว่าตลาดหุ้นไทยมีการตอบสนองต่อข้อมูล ESG ในระดับหนึ่ง

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยดังกล่าวเน้นที่การเปลี่ยนแปลงของคะแนน ESG ไม่ใช่การได้รับการประเมินครั้งแรกซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่อาจมีนัยสำคัญแตกต่างกัน จากการทบทวนวรรณกรรมที่กล่าวมาข้างต้น การที่บริษัทได้รับการประเมินคะแนน SET ESG rating ครั้งแรกถือเป็นเหตุการณ์สำคัญที่บริษัทได้ถูกประเมินข้อมูลด้าน ESG อย่างเป็นทางการและได้รับการรับรองจากหน่วยงานภายนอกเป็นครั้งแรก

จากมุมมองเชิงทฤษฎี เหตุการณ์ดังกล่าวสามารถอธิบายได้ด้วยสองกรอบแนวคิดที่เสริมกัน ประการแรก ตามหลักทฤษฎีสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ของ Fama (1970) การประกาศผลการประเมิน ESG ครั้งแรกถือเป็นข้อมูลใหม่ที่ตลาดยังไม่เคยรับรู้มาก่อน ราคาหลักทรัพย์จึงควรปรับตัวสะท้อนข้อมูลดังกล่าวอย่างรวดเร็วในทิศทางที่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท รวมถึงความเสี่ยงและโอกาสที่เกี่ยวข้องกับ ESG ที่ตลาดอาจยังไม่เคยรับรู้มาก่อน ประการที่สอง ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ของ Spence (1973) การได้รับการรับรองจากหน่วยงานภายนอกอย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำหน้าที่เป็นสัญญาณเชิงบวกที่ส่งไปยังนักลงทุนและอาจเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนได้ โดยเฉพาะในกรณีที่เป็นการประเมินครั้งแรกซึ่งตลาดไม่เคยมีข้อมูลอ้างอิงมาก่อน สัญญาณดังกล่าวจึงมีความชัดเจนและมีนัยสำคัญต่อการรับรู้ของนักลงทุนมากกว่าการเปลี่ยนแปลงคะแนนในปีถัดไปที่นักลงทุนอาจคาดการณ์ได้อยู่แล้ว

เมื่อผนวกสองกลไกนี้เข้าด้วยกัน กล่าวคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพจะตอบสนองต่อข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วและคะแนน ESG ที่ได้รับทำหน้าที่เป็นสัญญาณเชิงบวกต่อคุณภาพการดำเนินงานของบริษัท จึงนำไปสู่การตั้งสมมติฐานของการศึกษานี้ว่า

H1: การได้รับการประเมินคะแนน SET ESG rating ครั้งแรกจะส่งผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนสะสมของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. วิธีการวิจัย

การค้นคว้าครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิสำหรับตัวแปรต่างๆดังต่อไปนี้ ตัวแปรอิสระ ได้แก่ คะแนนประเมิน SET ESG Rating จะเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรตาม ได้แก่ ผลตอบแทนสะสมของหุ้น และ ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ อัตราการก่อหนี้ของกิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และ อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด จะเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล Setsmart

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ คือ บริษัทที่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้งยังต้องเป็นบริษัทที่มีผลการประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Rating ที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2566 – พ.ศ. 2567 เนื่องจากผลการประเมินหุ้นยั่งยืนได้มีการประกาศผลครั้งแรกเมื่อวันที่ 6 พฤศจิกายน พ.ศ. 2566 และต้องไม่เป็นบริษัทที่ในอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากบริษัทในอุตสาหกรรมนี้มีหลักการนำเสนอรายงานทางการเงินและข้อระเบียบบังคับในการจัดทำที่แตกต่างบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีทั้งสิ้น 264 บริษัท หลังจากได้ตัดกลุ่มบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมทางการเงิน บริษัทที่ยังขาดข้อมูลบางส่วน รวมไปจนถึงบริษัทที่เคยได้รับการประเมินและได้ถูกคัดออกแล้วก่อนปี พ.ศ. 2566 ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 200 กลุ่มตัวอย่าง

3.1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

3.1.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

คะแนนประเมิน SET ESG Rating เป็นตัวแปรหลักที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของเหตุการณ์ โดยได้มาจากการประเมินคะแนน ESG ของแต่ละบริษัทในครั้งแรกที่ถูกประเมินโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรนี้จะแทนด้วยตัวแปร ESG_i และใช้ลำดับคะแนนดังนี้ AAA = 4, AA = 3, A = 2, BBB = 1

3.1.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ตัวแปรตามในกรศึกษานี้คือ ผลตอบแทนสะสมหลักทรัพย์ (Cumulative Return) คำนวณจากผลตอบแทนรายวันสะสมเป็นระยะเวลา 30 วันตามปฏิทิน (Calendar days) นับจากวันประกาศผลการประเมิน โดยใช้ราคาปิดปรับปรุง ทั้งนี้กรอบเวลาดังกล่าวครอบคลุมทั้งวันทำการซื้อขายและวันหยุดทำการของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในวันที่ตลาดปิดทำการจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ จึงไม่ส่งผลกระทบต่อการคำนวณผลตอบแทนสะสมในวันดังกล่าว

การศึกษานี้เลือกวัดผลตอบแทนสะสมของหุ้นในกรอบเวลา 30 วันตามปฏิทินหลังการประกาศผล SET ESG Rating เนื่องจากตลาดทุนไทยจัดเป็นตลาดเกิดใหม่ (MSCI, n.d.) ที่มีแนวโน้มดูดซับข้อมูลเข้าสู่ราคาหุ้นได้ช้ากว่าตลาดพัฒนาแล้ว กรอบเวลาระดับเดือนจึงเหมาะสมกว่ากรอบเวลาสั้นในการจับสัญญาณตอบสนองของนักลงทุน ทั้งนี้กรอบเวลา 20 - 30 วันหลังประกาศยังสอดคล้องกับแนวทางในงานวิจัยด้าน ESG หลายชิ้น แม้จะใช้ระเบียบวิธี Event Study/CAR ต่างจากงานนี้ก็ตาม เช่น การศึกษาการปรับดัชนี ESG ที่ใช้กรอบเวลาถึง 30 วันหลังเหตุการณ์ (Barontini & Gioja, 2025) และการศึกษาบน KOSPI ที่ใช้กรอบเวลา 20 วันหลังประกาศ (Do & Kim, 2020)

วันที่ประกาศผลคะแนน SET ESG rating ในปี 2566 และ 2567 คือวันที่ 6 พฤศจิกายน 2566 และ 16 ธันวาคม 2567 ตามลำดับ

โดยผลตอบแทนสะสมหลักทรัพย์คำนวณได้จากสูตรดังนี้

$$CR_i = (\prod(1+r_{i,t})) - 1$$

3.1.3 ตัวแปรควบคุม

การศึกษานี้ใช้ตัวแปรควบคุมดังนี้

1) ขนาดของกิจการ (Firm Size) วัดโดยการใช้ค่าลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ณ สิ้นงวดบัญชีก่อนการประกาศผลการประเมิน ESG Rating โดยงานวิจัยของ Fama and French (1992) พบว่าขนาดของ

กิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนหุ้นในภาคตัดขวาง กล่าวคือ บริษัทขนาดเล็กมักให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ (size effect) เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กมักมีความเสี่ยงและข้อมูลไม่สมมาตรสูงกว่า การควบคุมตัวแปรนี้จึงช่วยแยกผลของขนาดกิจการออกจากผลของคะแนน ESG ที่ต้องการศึกษา

2) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Leverage) วัดโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินระหว่างหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม จากงานวิจัยของ Bhandari (1988) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนหุ้นที่คาดหวัง แม้จะควบคุมผลของค่าเบต้าและขนาดกิจการแล้วก็ตาม เนื่องจากบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูงมีความเสี่ยงทางการเงิน สูงกว่า นักลงทุนจึงเรียกร้องผลตอบแทนที่สูงขึ้นเป็นการชดเชยความเสี่ยง จึงคาดว่า LEV จะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนสะสมของหุ้น

3) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset) วัดโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิกับสินทรัพย์รวม โดย งานวิจัยของ Piotroski (2000) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ซึ่งคำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม เป็นหนึ่งในตัวชี้วัดพื้นฐานทางบัญชีที่สามารถทำนายผลตอบแทนหุ้นในอนาคตได้ โดยบริษัทที่มีค่า ROA เป็นบวกมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนหุ้นสูงกว่าบริษัทที่มีค่า ROA เป็นลบหรือต่ำ เนื่องจากสะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรและสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งของกิจการ

4) อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market Ratio) วัดโดยใช้อัตราส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าตลาดของกิจการ ซึ่งจากงานวิจัยของ Fama and French (1992) พบว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง (value stocks) มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนต่ำ (growth stocks) จึงคาดว่า BM จะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนสะสมของหุ้นเช่นกัน

ตารางที่ 3.1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ตัวย่อ
ตัวแปรอิสระ	คะแนนประเมิน SET ESG Rating	ESG
ตัวแปรตาม	ผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Cumulative Return)	CR
ตัวแปรควบคุม	ขนาดของกิจการ (Firm Size)	SIZ
	อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Leverage)	LEV
	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset)	ROA
	อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market Ratio)	BM

3.2 การวิเคราะห์ข้อมูลและทดสอบสมมติฐาน

การวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่ออธิบายลักษณะโดยรวมของข้อมูลผ่านค่าสถิติพื้นฐาน เช่น ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) โดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานและศึกษาผลกระทบของคะแนน ESG ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ภายใต้การควบคุมตัวแปรที่เกี่ยวข้อง โดยมีสมการดังนี้

$$CR_i = \beta_0 + \beta_1(ESG_i) + \beta_2(SIZ_t) + \beta_3(LEV_t) + \beta_4(ROA_t) + \beta_5(BM_t) + \varepsilon_i$$

4. ผลการวิจัยและอภิปรายผล

การค้นคว้านี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และ อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับการประเมินคะแนน ESG โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 200 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2566 ถึง พ.ศ. 2567 การวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งออกเป็น 4 ส่วนดังนี้

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)

4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

4.3 การวิเคราะห์สมการทดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

4.4 การทดสอบความทนทานของโมเดล (Robustness test)

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)

ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และ ตัวแปรตาม

Variables	Mean	Median	Std. Dev.	Minimum	Maximum
ESG	2.497	2.000	0.907	1.000	4.000
SIZ	9.353	9.160	1.625	5.650	13.780
LEV	1.042	0.880	0.724	0.100	3.110
ROA	7.435	6.550	5.045	- 5.990	21.780
BM	0.918	0.800	0.552	0.130	2.560
CR	- 0.023	- 0.018	0.065	- 0.202	0.202

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่าตัวแปรต้น คะแนน ESG มีค่าสูงสุด 4 และ ค่าต่ำสุด 1 ค่าเฉลี่ย 2.497 ค่ามัธยฐาน 2 และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.907 ตัวแปรตาม คือผลตอบแทนสะสม (CR) มีค่าสูงสุด 0.202 และค่าต่ำสุด - 0.202 ค่าเฉลี่ย - 0.023 ค่ามัธยฐาน - 0.018 และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.065 และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ (SIZ) มีค่าสูงสุด 13.780 ค่าต่ำสุด 5.650 ค่าเฉลี่ย 9.353 ค่ามัธยฐาน 9.160 และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.625 โครงสร้างทางการเงิน (LEV) มีค่าสูงสุด 3.110 ค่าต่ำสุด 0.100 ค่าเฉลี่ย 1.042 ค่ามัธยฐาน 0.880 และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.724 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าสูงสุด 21.780 ค่าต่ำสุด - 5.990 ค่าเฉลี่ย 7.435 ค่ามัธยฐาน 6.550 และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 5.045 และ อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market ratio) มีค่าสูงสุด 2.560 ค่าต่ำสุด 0.130 ค่าเฉลี่ย 0.918 ค่ามัธยฐาน 0.800 และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.552

4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Analysis) เพื่อพิจารณาถึงปัญหาที่อาจเกิดจากการผันแปรร่วมกันเกินไปของตัวแปรต่างๆ โดยเกณฑ์ที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้องมีค่าไม่มากกว่า 0.7

ตารางที่ 4.2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และ ตัวแปรตาม

Variables	ESG	SIZ	LEV	ROA	BM	CR
ESG	1	-	-	-	-	-
SIZ	0.504	1	-	-	-	-
LEV	0.243	0.258	1	-	-	-
ROA	- 0.097	0.081	- 0.312	1	-	-
BM	- 0.026	- 0.256	- 0.002	- 0.601	1	-
CR	0.178	0.155	- 0.037	0.001	0.015	1

จากตารางที่ 4.2 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละคู่ของตัวแปรมีค่าอยู่ระหว่าง - 0.601 ถึง 0.504 ซึ่งไม่มากกว่า 0.7 ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรไม่มีปัญหา Multicollinearity

ผู้วิจัยทำการทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปรอิสระเพิ่มเติมเพื่อให้มั่นใจว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมไม่ได้มีความสัมพันธ์ระหว่างกันมากเกินไปหรือเกิดปัญหา Multicollinearity ดังนั้น จึงทำการทดสอบ Variance Inflation Factor (VIF) และ Tolerance ผลลัพธ์ของการทดสอบแสดงได้ดังตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3 ค่า Variance Inflation Factor (VIF) และ Tolerance ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

Variables	Tolerance	VIF
ESG	0.090	11.127
SIZ	0.049	20.442
LEV	0.262	3.814
ROA	0.226	4.430
BM	0.258	3.873

พิจารณาค่า Tolerance ที่เหมาะสมไม่ควรน้อยกว่า 0.1 และ หากพิจารณาค่า VIF ที่เหมาะสม ไม่ควรมีค่าเกินกว่า 10 จากตารางที่ 4.3 ที่แสดงค่า VIF และ Tolerance ของแต่ละตัวแปร พบว่าตัวแปรอิสระ ESG มีค่า Tolerance 0.090 ซึ่งต่ำกว่า 0.1 และค่า VIF 11.127 ซึ่งมากกว่า 10 และตัวแปรควบคุม SIZ มีค่า Tolerance 0.049 ซึ่งต่ำกว่า 0.1 และค่า VIF 20.442 ซึ่งมากกว่า 10

จากผลการดังตารางที่ 4.3 พบว่าเกิด high multicollinearity ขึ้นที่ตัวแปร ESG และ SIZ แต่เนื่องจาก ESG ซึ่งเป็นตัวแปรต้นที่จำเป็นต้องใช้ทดสอบผลลัพธ์ในงานวิจัย ผู้วิจัยจึงตัดเพียงแค่ตัวแปร SIZ ออกจากโมเดลในการทำการทดสอบสมการถดถอยแบบพหุคูณ

4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์สมการเชิงถดถอยแบบพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐานของการศึกษาโดยได้ผลลัพธ์ดังตารางที่ 4.4

ผลการประเมินแบบจำลองโมเดลหลักในตารางที่ 4.4 พบว่า โมเดลโดยรวมไม่มีนัยสำคัญทางสถิติโดยมีค่านัยสำคัญที่ 0.920 และมีค่า R Square เพียง 0.005 แสดงว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลตอบแทนได้เพียง 0.5% เท่านั้น ซึ่งถือว่าต่ำมากในงานวิจัยด้านตลาดทุน ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับค่าผลตอบแทนสะสมที่มีความผันผวนสูงและได้รับอิทธิพลจากปัจจัยภายนอกจำนวนมากนอกเหนือจากตัวแปรในโมเดล

นอกจากนี้ ค่า Adjusted R Square ของแบบจำลองมีค่าติดลบที่ -0.016 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในแบบจำลอง แทบไม่มีอำนาจในการอธิบายความแปรปรวนของผลตอบแทนสะสมเพิ่มเติมเลยเมื่อเทียบกับจำนวนตัวแปรที่ใช้ เนื่องจากค่า Adjusted R Square เป็นค่าที่ปรับลดตามจำนวนตัวแปรอิสระเทียบกับขนาดตัวอย่างเพื่อป้องกันการประเมินอำนาจอธิบายของแบบจำลองเกินจริงจากการเพิ่มตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญ เมื่อค่า R Square ตั้งต้นมีค่าต่ำมากอยู่แล้ว (0.5%) ผลของการปรับค่าตามจำนวนตัวแปรจึงทำให้ค่าที่ได้ต่ำกว่าศูนย์ ซึ่งเป็นข้อบ่งชี้เพิ่มเติม

ที่ยืนยันว่าแบบจำลองหลักในการศึกษานี้มีความสามารถในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และผลตอบแทนสะสมของหุ้นในระดับที่ต่ำมาก

ตารางที่ 4.4 ผลทดสอบการหาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และ อัตราผลตอบแทนหุ้น โมเดลหลัก

Variables	Standardized Beta	t	P-value
Constant	- 0.003	- 0.083	0.934
ESG	0.001	0.106	0.916
LEV	- 0.007	- 0.612	0.542
ROA	- 0.001	- 0.674	0.501
BM	- 0.014	- 0.844	0.399
N	200		
R square	0.005		
Adjusted R Square	-0.016		
Sig.	0.920		

*** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

* หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความทนทานของโมเดลเพิ่มเติม 2 วิธี ได้แก่ วิธีตัดค่าผิดปกติ (Outlier) และ การใช้ incremental dummy variable

4.4 การทดสอบความทนทานของโมเดล (Robustness test) – วิธีตัดค่าผิดปกติ (Outlier)

ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความทนทานของโมเดลโดยใช้วิธีการตัดค่าผิดปกติ (Outlier) โดยตัดกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าผลตอบแทนสะสม (CR) อยู่ในช่วงร้อยละ 5 บนสุดและร้อยละ 5 ล่างสุดของการกระจายตัวข้อมูลออกจากกลุ่มตัวอย่าง ส่งผลให้จำนวนกลุ่มตัวอย่างลดลงจาก 200 บริษัท เหลือ 183 บริษัท หรือคิดเป็นการตัดออกร้อยละ 8.5 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ผลการทดลองเป็นดังตารางที่ 4.5

ผลการประเมินแบบจำลองในตารางที่ 4.5 พบว่า โมเดลโดยรวมไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่านัยสำคัญที่ 0.130 และมีค่า R Square เพียง 0.039 แสดงว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลตอบแทนได้เพียง 3.9% เท่านั้น

ตารางที่ 4.5 ผลทดสอบการหาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และ อัตราผลตอบแทนหุ้น – วิธีตัดค่าผิดปกติ

Variables	Standardized Beta	t	P-value
Constant	- 0.055	- 2.135	0.034
ESG	**0.014*** **	2.632	**0.009**
LEV	- 0.007	- 1.005	0.316
ROA	0.0001	0.113	0.910
BM	0.003	0.286	0.775
N	183		
R square	0.039		
Adjusted R Square	0.017		
Sig.	0.130		

*** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

* หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

แม้ว่าตัวแปรต้น ESG จะมีนัยสำคัญทางสถิติ (P-value = 0.009) ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% แต่ก็ไม่อาจสรุปผลได้เนื่องจากตัวโมเดลไม่มีนัยสำคัญ

4.5 การทดสอบความทนทานของโมเดล (Robustness test) – วิธี incremental dummy variable

ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความทนทานของโมเดลโดยใช้ Incremental (Stepwise) Dummy Variables เพื่อประเมินผลของระดับคะแนน ESG ต่อผลตอบแทนสะสมอย่างเป็นลำดับขั้น โดยการเข้ารหัสตัวแปร ESG ในรูปแบบ Cumulative Stepwise Dummy Coding ซึ่งเป็นการสร้างตัวแปรจำลองที่สะท้อนผลของการเพิ่มขึ้นของคะแนน ESG จากระดับต่ำสุดไปสู่ระดับสูงสุด มีสมการดังนี้

$$CR_i = \alpha + \beta_1 D_A_i + \beta_2 D_AA_i + \beta_3 D_AAA_i + \gamma_1 (BM_i) + \gamma_2 (ROA_i) + \gamma_3 (SIZ_i) + \varepsilon_i$$

โดยที่

D_A_i มีค่า 1 เมื่อบริษัทมีคะแนน ESG อย่างน้อยระดับ A

D_AA_i มีค่า 1 เมื่อบริษัทมีคะแนน ESG อย่างน้อยระดับ AA

D_AA_i มีค่า 1 เฉพาะบริษัทที่ได้รับคะแนน AAA

ตารางที่ 4.6 ผลทดสอบความทนทานของการหาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และ อัตราผลตอบแทนหุ้น - วิธี incremental dummy variable

Variables	Standardized Beta	t	P-value
Constant	- 0.031	- 1.186	0.237
D_AAA	0.018	1.186	0.237
D_AA	0.019	1.628	0.105
D_A	0.002	0.123	0.903
LEV	- 0.007	- 0.982	0.328
ROA	0.000032	0.025	0.980
BM	0.002	0.195	0.846
N		183	
R square		0.043	
Adjusted R Square		0.011	
Sig.		0.249	

*** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความชื่อมั่น 99%

** หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความชื่อมั่น 95%

* หมายถึง ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความชื่อมั่น 90%

จากการทดสอบความทนทานของโมเดลโดยใช้ ESG ในรูปแบบ Incremental Dummy Variables ได้ผลลัพธ์ว่าโมเดลไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการประเมินแบบจำลองหลักในตารางที่ 4.6 พบว่าโมเดลมีค่านัยสำคัญที่ 0.249 และมีค่า R Square ที่ 0.043 แสดงว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลตอบแทนได้เพียง 4.3% เท่านั้น จึงไม่อาจอภิปรายผลลัพธ์ระหว่างตัวแปรต้น และ ตัวแปรตามได้

4.6 อภิปรายผลงานวิจัย

จากผลลัพธ์ข้างต้นในการทำการทดลองทั้ง 3 โมเดล ได้แก่การใช้คะแนน ESG ปกติ การตัดค่าผิดปกติ (Outlier) และการใช้ incremental dummy variable ได้ข้อสรุปตรงกันคือโมเดลไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารสรุปงานวิจัยระหว่าง คะแนน ESG และ อัตราผลตอบแทนสะสมได้

ดังนั้นไม่สามารถอธิบายสมมติฐานงานวิจัยได้ว่า H1: การได้รับการประเมินคะแนน SET ESG rating ครั้งแรกจะส่งผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนสะสมของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

5. สรุปผล ข้อจำกัด ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต

5.1 สรุปผลการวิจัย

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลของการประกาศผลการประเมิน SET ESG Rating ครั้งแรกที่มีต่อผลการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งวัดจากผลตอบแทนสะสมของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจำนวน 200 แห่ง โดยใช้ข้อมูลในปีที่แต่ละบริษัทได้รับการประเมิน ESG เป็นครั้งแรก และคำนวณผลตอบแทนสะสมในช่วงระยะเวลา 30 วันภายหลังการประกาศผลการประเมิน SET ESG Rating โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ งานวิจัยอาศัยการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ รวมถึงการทดสอบความทนทานของแบบจำลอง (Robustness test) ด้วยวิธีการตัดค่าผิดปกติ (Outlier) และการใช้ตัวแปรจำลองแบบลำดับขั้น (incremental dummy variables)

ผลการศึกษาพบว่า แบบจำลองหลักไม่สามารถอธิบายความแปรปรวนของผลตอบแทนสะสมได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.92 ซึ่งสูงกว่าระดับนัยสำคัญขั้นต่ำที่ยอมรับได้ที่ 0.10 นอกจากนี้ผลการทดสอบความทนทานของแบบจำลองโดยใช้วิธีการตัดค่าผิดปกติและการใช้ตัวแปรจำลองแบบลำดับขั้นยังให้ผลลัพธ์ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ แบบจำลองยังคงไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.130 และ 0.249 ตามลำดับ จากผลดังกล่าวสามารถสรุปได้ว่า การได้รับการประเมิน SET ESG Rating ไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนสะสมของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งในแบบจำลองหลักและแบบจำลองที่ผ่านการทดสอบความทนทาน แม้จะมีการใช้วิธีการเข้ารหัสตัวแปร ESG ที่แตกต่างกันก็ตาม โดยผลการวิเคราะห์จากทุกแบบจำลองมีความสอดคล้องกัน คือไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างระดับคะแนน ESG และผลตอบแทนสะสมของหลักทรัพย์ (CR)

ผลการศึกษาสามารถอธิบายสาเหตุที่แบบจำลองยังไม่แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติได้เป็น 3 ประเด็นสำคัญ ดังนี้

1. ปัจจัยด้าน ESG อาจเป็นตัวแปรที่มีลักษณะส่งผลกระทบในระยะยาวมากกว่าระยะสั้น ขณะที่การวัดผลตอบแทนในงานวิจัยนี้ใช้กรอบเวลาระยะสั้นเพียง 30 วัน ซึ่งสอดคล้องกับข้อค้นพบของ Galema and Gerritsen (2025) ที่พบว่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงคะแนน ESG ต่อผลตอบแทนหุ้นปรากฏชัดเจนกว่าในกรอบเวลาที่ยาวกว่าระดับเดือน อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ไม่ได้ทดสอบสมมติฐานดังกล่าวโดยตรงด้วยกรอบเวลาที่ยาวขึ้น จึงเป็นเพียงคำอธิบายที่เป็นไปได้อย่างหนึ่งสำหรับผลลัพธ์ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการศึกษานี้ ไม่ใช่ข้อสรุปที่ได้รับการพิสูจน์จากข้อมูลโดยตรง

2. คุณภาพและความสม่ำเสมอของข้อมูล ESG อาจเป็นข้อจำกัดหนึ่งที่เป็นไปได้ งานวิจัยของ Berg, Kölbel, and Rigobon (2022) พบว่าคะแนน ESG จากผู้ประเมินหลายรายทั่วโลกมีความสัมพันธ์กันเฉลี่ยเพียงประมาณ 0.61 ซึ่งต่ำกว่าความสัมพันธ์ของ credit rating จากหน่วยงานต่าง ๆ อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนให้เห็นว่าคะแนน ESG จากผู้ประเมินรายใดรายหนึ่งมีแนวโน้มเป็นตัวชี้วัดที่มีความคลาดเคลื่อน (noisy proxy) ของ ESG ที่แท้จริงของบริษัท ซึ่งอาจใช้ได้กับคะแนน SET ESG Rating ที่ใช้ในการศึกษานี้เช่นกัน แม้จะยังไม่มีการทดสอบเปรียบเทียบกับคะแนนจากผู้ประเมินรายอื่นโดยตรงก็ตาม จึงเป็นเพียงคำอธิบายที่เป็นไปได้อย่างหนึ่ง ไม่ใช่ข้อสรุปที่ได้รับการยืนยันจากข้อมูลในการศึกษานี้

3. นักลงทุนบางส่วนอาจยังไม่ได้ให้ความสำคัญหรือยอมรับผลการประเมิน ESG ที่จัดทำโดยหน่วยงานกำกับดูแลภายในประเทศอย่างเต็มที่ เนื่องจากอาจขาดความคุ้นเคยกับกระบวนการประเมินหรือความแตกต่างระหว่างเกณฑ์การประเมินภายในประเทศกับผู้จัดอันดับ ESG ระดับสากล อย่างไรก็ตาม ข้อสังเกตนี้เป็นเพียงการตีความที่เป็นไปได้ประการหนึ่ง เนื่องจากการศึกษานี้ไม่ได้เก็บข้อมูลเชิงพฤติกรรมหรือทัศนคติของนักลงทุนโดยตรง จึงไม่สามารถยืนยันได้ว่าเป็นสาเหตุที่แท้จริงของผลลัพธ์ที่พบ

5.2 ข้อจำกัดการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้มีข้อจำกัดหลายประการที่ควรนำมาพิจารณาประกอบการตีความผลการศึกษา ดังนี้

1. ด้านระเบียบวิธีวิจัย การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณกับผลตอบแทนสะสมของหุ้น (Cumulative Return) แทนที่จะใช้ระเบียบวิธี Event Study ที่วัดผลด้วย Cumulative Abnormal Return (CAR) ซึ่งเป็นแนวทางที่งานวิจัยด้านการเงินที่ศึกษาผลกระทบของการประกาศข้อมูลใหม่นิยมใช้มากกว่า เนื่องจาก CAR สามารถแยกผลกระทบของเหตุการณ์เฉพาะออกจากปัจจัยทั่วไปของตลาดได้ชัดเจนกว่าผลตอบแทนสะสมธรรมดา การเลือกใช้ผลตอบแทนสะสมในการศึกษานี้จึงอาจทำให้ผลลัพธ์มีความไวต่อการเคลื่อนไหวของตลาดโดยรวมมากกว่าที่ควรจะเป็น

2. ด้านตัวแปรควบคุม จากการทดสอบ multicollinearity พบว่าตัวแปร SIZE ซึ่งวัดด้วยค่าลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด มีความสัมพันธ์สูงกับตัวแปรอิสระหลัก (ESG) จึงต้องตัดออกจากแบบจำลอง ซึ่งอาจทำให้เกิดปัญหา omitted variable bias ได้ นอกจากนี้ การศึกษานี้ใช้ตัวแปรควบคุมเพียง 4 ตัว (ก่อนตัด SIZE) ซึ่งอาจไม่ครอบคลุมปัจจัยอื่นที่มีผลต่อผลตอบแทนหุ้นตามที่งานวิจัยในอดีตพบ

3. ด้านแหล่งที่มาของคะแนน ESG การศึกษานี้ใช้คะแนน SET ESG Rating จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพียงแหล่งเดียว โดยไม่ได้ตรวจสอบ convergent validity กับคะแนน ESG จากผู้ประเมินรายอื่น เช่น LSEG หรือ MSCI ซึ่งงานวิจัยของ Berg, Kölbel, and Rigobon (2022) ชี้ให้เห็นว่าคะแนน ESG จากผู้ประเมินต่างรายมี

ความสัมพันธ์กันเพียงระดับปานกลาง การใช้แหล่งข้อมูลเพียงแหล่งเดียวจึงอาจทำให้ผลการศึกษามีความคลาดเคลื่อนจากความไม่แม่นยำของตัวชี้วัด (measurement noise) ได้

4. ด้านกลุ่มตัวอย่างและ Self-Selection Bias กลุ่มตัวอย่างในการศึกษานี้จำกัดเฉพาะบริษัทที่ได้รับการประเมิน SET ESG Rating ครั้งแรกในช่วงปี พ.ศ. 2566-2567 ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเพียงส่วนหนึ่งของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทที่เข้ารับการประเมินอาจมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างจากบริษัทจดทะเบียนทั่วไป เช่น ขนาดกิจการ ความพร้อมด้านทรัพยากร หรือความสมัครใจในการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งอาจก่อให้เกิด self-selection bias และจำกัดความสามารถในการอ้างอิงผลการศึกษาไปยังบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาด

5. ด้านการทดสอบความทนทานของแบบจำลอง การทดสอบความทนทานด้วยวิธีตัดค่าผิดปกติ (Trimming) ในหัวข้อ 4.4 ส่งผลให้ขนาดกลุ่มตัวอย่างลดลง ซึ่งวิธี Winsorization อาจเป็นทางเลือกที่เหมาะสมกว่าในแง่การรักษาขนาดกลุ่มตัวอย่างให้ครบถ้วน

5.3 ข้อเสนอแนะการวิจัย

ข้อเสนอแนะงานวิจัยนี้มีทั้งสิ้น 7 ประการด้วยกัน ดังนี้

1. กรอบระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาให้ครอบคลุมช่วงระยะกลางถึงระยะยาว เนื่องจากปัจจัยด้าน ESG มีลักษณะส่งผลต่อความเสี่ยงและมูลค่าของกิจการในระยะยาวมากกว่าระยะสั้น การใช้ช่วงเวลาการวัดผลที่ยาวขึ้นอาจช่วยให้สามารถสะท้อนผลกระทบของ ESG ต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหุ้นได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น

2. ควรพิจารณาประยุกต์ใช้ระเบียบวิธี Event Study ที่วัดผลด้วย Cumulative Abnormal Return (CAR) แทนหรือควบคู่กับผลตอบแทนสะสมธรรมดา เพื่อแยกผลกระทบของการประกาศคะแนน ESG ออกจากปัจจัยทั่วไปของตลาดได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

3. ควรพิจารณาใส่ตัวแปรขนาดกิจการกลับเข้าแบบจำลองด้วยวิธีวัดอื่นที่อาจช่วยลดปัญหา multicollinearity เช่น การใช้ Ln(Total Assets) แทนมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด รวมถึงพิจารณาเพิ่มตัวแปรควบคุมอื่นที่อาจส่งผลต่อผลตอบแทนหุ้นตามที่พบในงานวิจัยในอดีต พร้อมทั้งอธิบายเหตุผลและทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหมายของตัวแปรแต่ละตัวให้ชัดเจน

4. ควรพิจารณาตรวจสอบ convergent validity ของคะแนน SET ESG Rating โดยเปรียบเทียบกับคะแนน ESG จากผู้ประเมินรายอื่น เช่น LSEG หรือ MSCI เพื่อยืนยันความน่าเชื่อถือของตัวชี้วัดที่ใช้ในการศึกษา

5. งานวิจัยในอนาคตควรเพิ่มขนาดและความครอบคลุมของกลุ่มตัวอย่าง รวมถึงพิจารณาเปรียบเทียบลักษณะของบริษัทที่ได้รับการประเมิน ESG กับบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้รับการประเมิน เพื่อประเมินและลดผลกระทบจาก self-selection bias ที่อาจเกิดขึ้น

6. ควรพิจารณาทดสอบความทนทานของแบบจำลองด้วยวิธี Winsorization เพิ่มเติม เพื่อเปรียบเทียบผลกับวิธีการตัดค่าผิดปกติที่ใช้ในการศึกษานี้ และประเมินว่าผลการศึกษามีความไวต่อวิธีจัดการค่าผิดปกติมากน้อยเพียงใด

7. การพัฒนาวิธีการวัดตัวแปร ESG โดยพิจารณาใช้คะแนนเชิงตัวเลข หรือแยกวิเคราะห์องค์ประกอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลออกจากกัน อาจช่วยให้สามารถระบุผลกระทบของแต่ละมิติของ ESG ได้อย่างเฉพาะเจาะจงมากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

ธนภัทร โอวาทจำรัส. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืน (ESG) กับประสิทธิภาพการดำเนินงาน (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและบทบาทของจำนวนบริษัทในเครือที่คณะกรรมการบริหารและผู้ถือหุ้นสถาบัน (การค้นคว้าอิสระระดับมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).

ปาลิตา อาจคงหาญ. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงผลการประเมิน ESG และอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (การค้นคว้าอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2567, 15 กรกฎาคม). ก.ล.ต. ย้ำการลงทุนในกองทุนรวมไทยเพื่อความยั่งยืน (Thai ESG). https://www.sec.or.th/EN/Pages/News_Detail.aspx?SECID=10938

Alves, R., Krüger, P., & van Dijk, M. (2025). Drawing up the bill: Are ESG ratings related to stock returns around the world? *Journal of Corporate Finance*, *93*, Article 102768. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2025.102768

Amin, A. S., Jain, P., & Malik, M. (2020). Stock market reaction to credit rating changes: New evidence. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, *27*(6), 667–684. https://doi.org/10.1080/16081625.2018.1481756

Barontini, R., & Gioja, L. (2025). The market power of ESG index providers: The effects of rebalancing ESG-themed indices. *Research in International Business and Finance*, *77*(Part A), Article 102902. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.102902

Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, *26*(6), 1315–1344. https://doi.org/10.1093/rof/rfac033

Bhandari, L. C. (1988). Debt/equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, *43*(2), 507–528. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb03952.x

Chang, C. (2022). *ESG ratings and stock performance during the COVID-19 crisis: Evidence from Asian markets* (Master's independent study, Thammasat University).

Chen, S., & Wu, Z. (2025). Corporate ESG performance and stock pricing efficiency. *North American Journal of Economics and Finance*, *79*, Article 102440. https://doi.org/10.1016/j.najef.2025.102440

Cheng, S., & Huang, S. (2024). ESG combined score effects on stock performance of S&P 500-listed firms. *Finance Research Letters*, *66*, Article 105686. https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105686

Chou, L.-C., Yan, Y.-C. (Anderson), & Huang, C.-K. (2025). The relationship between ESG rating adjustments and corporate financial performance. *Finance Research Letters*, *82*, Article 107584. https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107584

Do, Y., & Kim, S. (2020). Do higher-rated or enhancing ESG of firms enhance their long–term sustainability? Evidence from market returns in Korea. *Sustainability*, *12*(7), Article 2664. https://doi.org/10.3390/su12072664

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, *25*(2), 383–417. https://doi.org/10.2307/2325486

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, *47*(2), 427–465. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x

Galema, R., & Gerritsen, D. (2025). ESG rating changes and stock returns. *Journal of International Money and Finance*, *154*, Article 103309. https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2025.103309

Leite, P., & Uysal, V. B. (2023). Does ESG matter to investors? *Journal of Corporate Finance*, *78*, Article 102327. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102327

MSCI. (n.d.). *Market classification*. Retrieved August 30, 2026, from https://www.msci.com/indexes/index-resources/market-classification

Piotroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, *38*(Supplement), 1–41. https://doi.org/10.2307/2672906

Precedence Research. (2025). *ESG investing market size to surpass USD 167.49 Tn by 2034*. https://www.precedenceresearch.com/esg-investing-market

SET Sustainability. (n.d.). *SET ESG Ratings*. https://setsustainability.com/ESG-ratings

Shanaev, S., & Ghimire, B. (2022). When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns. *Finance Research Letters*, *46*, Article 102302. https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102302

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, *87*(3), 355–374. https://doi.org/10.2307/1882010

Stock Exchange of Thailand. (n.d.). *Sustainable investment*. SET Sustainability. https://setsustainability.com/page/sustainable-investment

The Corporate Governance Institute. (n.d.). *What is ESG and why is it important?* https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/guides/what-is-esg-and-why-is-it-important/

United Nations Global Compact. (2004). *Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*. United Nations. https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf

Yin, X.-N., Li, J.-P., & Su, C.-W. (2023). How does ESG performance affect stock returns? Empirical evidence from listed companies in China. *Heliyon, 9*(6), Article e16320. https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e16320