อิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีต่อมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นผ่านผลประเมินหุ้นยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นงลักษณ์ ผุดเผือก
คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสุราษฎร์ธานี

สารภี ชนะทัพ
คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสุราษฎร์ธานี

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ: 15 พฤษภาคม 2569
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 17 มิถุนายน 2569
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 25 มิถุนายน 2569

บทคัดย่อ

การวิจัยเชิงปริมาณฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีต่อมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น โดยมีผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เป็นตัวแปรส่งผ่าน กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เข้าร่วมการประเมินหุ้นยั่งยืนและมีข้อมูลครบถ้วนระหว่างปี พ.ศ. 2566–2568 จำนวน 223 บริษัท รวม 669 หน่วยข้อมูล วิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ผลการวิจัยพบว่า การถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 (β = 0.661 และ 0.607 ตามลำดับ) ขณะที่การถือหุ้นแบบกระจุกตัวไม่พบอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (β = 0.126, $p < .01$) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (β = 0.028, $p < .01$) และผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ยังทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่านอิทธิพลจากการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติไปสู่มูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ .01 (β = 0.083 และ 0.019 ตามลำดับ) และการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (β = 0.076, $p < .05$ และ β = 0.017, $p < .01$) ขณะที่การถือหุ้นแบบกระจุกตัวไม่พบอิทธิพลส่งผ่าน

คำสำคัญ: โครงสร้างความเป็นเจ้าของ ผลประเมินหุ้นยั่งยืน อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

The Influence of Ownership Structure on Market Value and Shareholder Returns through SET ESG Ratings of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand

Nongluck Phudphuek
Faculty of Management Sciences, Suratthani Rajabhat University

Sarapee Chanatup
Faculty of Management Sciences, Suratthani Rajabhat University

Received: 7 April 2026
Revised: 9 June 2026
Accepted: 25 June 2026

Abstract

This quantitative research aims to analyze the influence of ownership structure on market value and shareholder returns, with the SET ESG Ratings sustainability stock assessment serving as a mediating variable. The sample consisted of 223 companies listed on the Stock Exchange of Thailand that participated in the sustainability stock assessment and had complete data during the years 2023–2025 (totaling 669 data units) The data were analyzed using Path Analysis. The research findings revealed that foreign investor shareholding and institutional investor shareholding had a statistically significant positive influence on SET ESG Ratings assessment results at the .01 level (β = 0.661 and 0.607, respectively), while concentrated shareholding showed no statistically significant influence. Furthermore, SET ESG Ratings assessment results had a statistically significant positive influence on the price-to-earnings ratio (β = 0.126, $p < .01$) and the dividend yield (β = 0.028, $p < .01$). In addition, SET ESG Ratings assessment results also served as a mediating variable in transmitting the influence of foreign investor shareholding on market value and shareholder returns with statistical significance at the .01 level (β = 0.083 and 0.019, respectively), as well as for institutional investor shareholding (β = 0.076, $p < .05$ and β = 0.017, $p < .01$). Meanwhile, concentrated shareholding showed no mediating influence.

Keywords: Ownership Structure, SET ESG Ratings, Price-to-Earnings Ratio, Dividend Yield

บทนำ (Introduction)

วิกฤตการณ์ด้านสิ่งแวดล้อมและความผันผวนของตลาดทุน ส่งผลให้นักลงทุนปรับเปลี่ยนมุมมองการประเมินองค์กรจากเดิมที่มุ่งหวังกำไรระยะสั้น มาเป็นการประเมินศักยภาพองค์กรผ่านปัจจัยด้านความยั่งยืน ESG ซึ่งถือเป็นมาตรฐานสากลในการประเมินศักยภาพการเติบโตของบริษัทในระยะยาว มาใช้ในการประเมินศักยภาพและความเสี่ยงขององค์กรควบคู่กัน (Ren & Mohd-Isa, 2023; ปิยะ วิทยาวโรจน์กิจ และอนามัย ดำเนตร, 2567) การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวส่งผลให้ภาคธุรกิจต้องปรับกลยุทธ์จากการมุ่งหวังกำไรสูงสุด ไปสู่การสร้างมูลค่าร่วมกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่มเพื่อรักษาสมดุลและความสามารถในการแข่งขันระยะยาว (อุบลวรรณ ขุนทอง และบุญธรรม ราชรักษ์, 2566) อีกทั้งช่วยให้สามารถประเมินมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้อย่างเหมาะสม (Malo, Melegy, & Ghoneim, 2019)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเริ่มส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 และยกระดับสู่มาตรฐานสากล GRI และ TCFD อย่างต่อเนื่อง โดยมีจุดเปลี่ยนสำคัญจากการจัดตั้งหน่วยงาน ESG Rating ในปี 2557 และการประกาศรายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI ในปี 2558 จนกระทั่งปี 2566 ได้ยกระดับสู่การประกาศผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เพื่อเป็นทางเลือกหลักสำหรับนักลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2569) ปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อทิศทางนโยบายความยั่งยืนคือโครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure) สะท้อนผ่านอำนาจการควบคุมและแรงจูงใจที่แตกต่างกันระหว่างกลุ่มผู้ถือหุ้น (Acar et al., 2021) ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ความสัมพันธ์นี้มักเผชิญกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่ส่งผลต่อการกำหนดนโยบายความยั่งยืน (Jensen & Meckling, 1976) ผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่มมีเป้าหมายและแรงจูงใจที่แตกต่างกัน อาจส่งผลต่อการกำหนดนโยบายขององค์กรแตกต่างกันไป นอกจากนี้โครงสร้างความเป็นเจ้าของที่เหมาะสมจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ที่นำไปสู่การดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่มีประสิทธิผลและการได้รับผลประเมิน SET ESG Ratings ในระดับที่สูงขึ้นได้

โครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure) เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูล และการสร้างมูลค่าให้แก่องค์กร โดยเฉพาะในตลาดทุนไทยที่มีลักษณะการถือหุ้นกระจุกตัวในกลุ่มครอบครัวและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ส่งผลให้ระดับความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) แตกต่างกันตามประเภทของผู้ถือหุ้น ตามแนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โครงสร้างความเป็นเจ้าของมีบทบาทในการลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งมักมีบทบาทในการติดตาม ตรวจสอบ และกำกับดูแลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารอย่างใกล้ชิด ส่งผลให้องค์กรมีแนวโน้มดำเนินงานตามหลักธรรมาภิบาล และส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของกิจการ จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า งานวิจัยส่วนใหญ่มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของกับผลการดำเนินงานทางการเงิน (เจนจิรา สดใส และคณะ, 2567;

Ali & Masood, 2024; Muhammad et al., 2022; Madyan et al., 2021) รวมถึงผลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อผลการดำเนินงานขององค์กร (Wei, Wang, & Giamporcaro, 2024) อย่างไรก็ตาม ยังขาดการศึกษาที่อธิบายบทบาทของผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ในฐานะกลไกการส่งผ่านระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของกับมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว โดยใช้ข้อมูลเชิงประจักษ์ช่วงปี พ.ศ. 2566–2568 เป็นช่วงเริ่มต้นของการประกาศผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings อย่างเป็นทางการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ผู้วิจัยใช้ตัวชี้วัดด้านมูลค่าตลาดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) และผลตอบแทนผู้ถือหุ้นด้วยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) เพื่อเป็นประโยชน์ต่อการประเมินมูลค่ากิจการและการตัดสินใจลงทุน

วัตถุประสงค์การวิจัย (Research Objectives)

เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีต่อมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นผ่านผลประเมินหุ้นยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม และกรอบแนวคิด และสมมติฐานการวิจัย (Literature Review and Conceptual Framework and Research Hypothesis)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีนี้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหาร ซึ่งอาจมีเป้าหมายหรือผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องกัน ส่งผลให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) (Jensen & Meckling, 1976) ในบริษัทที่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถทำหน้าที่กำกับดูแลและติดตามการดำเนินงานของผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น และเพิ่มความโปร่งใสในการดำเนินงาน นอกจากนี้ยังช่วยลดต้นทุนตัวแทนและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน และส่งผลดีต่อภาพลักษณ์องค์กร (Acar et al., 2021)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีนี้อธิบายว่าองค์กรควรคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มไม่เพียงแต่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ต้องคำนึงถึงความคาดหวังและผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย ทั้งผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ ผู้บริโภค สังคม และฝ่ายอื่นๆ กล่าวคือ ทุกฝ่ายที่มีผลประโยชน์หรือความเกี่ยวข้องต่อบริษัท การที่บริษัทได้รับผลประเมิน ESG ในระดับที่สูงสะท้อนถึงขีดความสามารถในการจัดการความเสี่ยงเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้ด้วย ซึ่งเป็นการเปลี่ยนจากการมุ่งหวังกำไรระยะสั้นสู่การสร้างความยั่งยืนขององค์กรในระยะยาว (Freeman, 1984; เจนจิรา สดใส และคณะ, 2567)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีนี้อธิบายว่าในตลาดทุน ผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับกิจการมากกว่านักลงทุน จึงเกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Spence, 1973) การเปิดเผยข้อมูลและผลประเมินด้าน ESG ทำหน้าที่เป็นสัญญาณที่สะท้อนถึงคุณภาพ ความโปร่งใส และศักยภาพในการดำเนินงานของบริษัทช่วยให้นักลงทุนมีข้อมูลประกอบการตัดสินใจที่ชัดเจนยิ่งขึ้น ส่งผลให้เกิดความเชื่อมั่นและการรับรู้มูลค่าของกิจการในเชิงบวก นอกจากนี้การได้รับผลประเมิน ESG ในระดับสูงยังช่วยสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันและลดต้นทุนทางการเงินขององค์กร (Handajani, Sokarina, & Hamdani, 2026)

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure)

โครงสร้างความเป็นเจ้าของ หมายถึง รูปแบบและสัดส่วนการถือครองหุ้นที่สะท้อนถึงอำนาจในการควบคุมและการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์เพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ (Acar et al., 2021) โดยสามารถจำแนกตามลักษณะการใช้อำนาจและประเภทนักลงทุนได้ ดังนี้

1. การถือหุ้นแบบกระจุกตัว หมายถึง โครงสร้างการถือครองหุ้นที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือกลุ่มครอบครัวมีส่วนได้เสียเกินร้อยละ 25 ของสิทธิออกเสียง ทำให้มีบทบาทสำคัญทั้งในด้านการบริหารและการกำหนดกลยุทธ์ขององค์กร (Feng et al., 2018; Madyan et al., 2021) โครงสร้างดังกล่าวมีข้อดี คือ ช่วยลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เนื่องจากผลประโยชน์ของเจ้าของและผู้ควบคุมกิจการเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ลดความขัดแย้งในการดำเนินงาน (ณัฏฐ์ ศรีเมืองทอง และกฤตยาวดี เกตุวงศา, 2568) ในการศึกษาวัดค่าตัวแปรโดยคำนวณจากการนำสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 3 อันดับแรก/จำนวนหุ้นทั้งหมด

2. การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน คือ การถือครองหุ้นโดยหน่วยงานหรือองค์กรขนาดใหญ่ภายในประเทศ ประกอบด้วย กลุ่มธนาคาร บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย กองทุน เป็นต้น (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2569) สัดส่วนการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันที่สูงจะนำไปสู่การตรวจสอบที่เข้มงวดมากขึ้น (Sinaga, Bukit, & Rujiman, 2023) และมุ่งเน้นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการในระยะยาว (Bunnun & Chancharat, 2022; Weiwei, Hui, & Nair, 2023) ในการศึกษาวัดค่าตัวแปรโดยคำนวณจากการนำสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน/จำนวนหุ้นทั้งหมด

3. การถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ คือ การถือครองหุ้นโดยบุคคลหรือนิติบุคคลต่างชาติ ภายใต้ข้อกำหนดทางกฎหมายของประเทศไทยไม่เกินร้อยละ 49 (กรมพัฒนาธุรกิจการค้า, 2569) การมีส่วนร่วมกับต่างชาติคาดว่าจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในวัฒนธรรมและการยกระดับมาตรฐานการบริหารงานสู่ระดับสากล (Rafindadi & Bello, 2019; Lee & Ande, 2022) ในการศึกษาวัดค่าตัวแปรโดยคำนวณจากการนำสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ/จำนวนหุ้นทั้งหมด

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน (Sustainability Disclosure)

การเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน เป็นกระบวนการสื่อสารข้อมูลที่ครอบคลุมมิติสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ซึ่งช่วยให้ผู้ลงทุนเห็นภาพรวมการดำเนินธุรกิจที่ลึกกว่าข้อมูลทางการเงินเพียงอย่างเดียว แนวคิดนี้สอดคล้องกับแนวคิดการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจเพื่อลดปัญหาความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลระหว่างฝ่ายบริหารและนักลงทุน (Healy & Palepu, 2001) อีกทั้งภายใต้ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย การรายงานด้านความยั่งยืนทำหน้าที่ตอบสนองความคาดหวังของผู้ที่เกี่ยวข้อง เช่น พนักงาน ชุมชน นักลงทุน เจ้าหนี้ เป็นต้น ปัจจัยผลักดันมาจากความเสี่ยงใหม่ๆ ที่เกิดขึ้น เช่น ภาวะโลกร้อนและการขาดแคลนทรัพยากร ซึ่งส่งผลต่อขีดความสามารถในการแข่งขัน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมุ่งสร้างรากฐานบรรษัทภิบาลให้เทียบเท่ามาตรฐานสากลเพื่อส่งเสริมการเติบโตอย่างมีคุณภาพ โดยได้พัฒนารายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI เป็นผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ในปี 2566 ซึ่งใช้เกณฑ์ระดับคะแนน (AAA, AA, A และ BBB) เพื่อสะท้อนความสำเร็จในการนำแนวคิด ESG เข้าไปเป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการดำเนินธุรกิจ นอกจากนี้ยังได้จัดทำดัชนี SET ESG Index เพื่อคัดเลือกบริษัทที่มีคุณสมบัติตามเกณฑ์ เช่น มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย ผลประเมินหุ้นยั่งยืน ESG Ratings จึงทำหน้าที่เป็นสัญญาณคุณภาพตามทฤษฎีการส่งสัญญาณที่ช่วยให้นักลงทุนประเมินมูลค่ากิจการได้อย่างแม่นยำ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2569; Handajani, Sokarina, & Hamdani, 2026)

การศึกษานี้ผู้วิจัยได้นำระดับผลการประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เพื่อบ่งชี้ความแตกต่างของระดับความยั่งยืนของกิจการ และเพื่อให้สามารถนำข้อมูลไปวิเคราะห์เชิงปริมาณด้วยวิธี PLS-SEM ได้ จึงได้แปลงข้อมูลเชิงคุณภาพให้เป็นข้อมูลเชิงปริมาณ เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ทางสถิติ โดยอ้างอิงแนวทางการถ่วงน้ำหนักตามลำดับระดับคะแนน ESG ในการวัดค่าตัวแปรโดย

ระดับ AAA (คะแนน 90–100) กำหนดค่าเท่ากับ 1.00
ระดับ AA (คะแนน 80–89) กำหนดค่าเท่ากับ 0.75
ระดับ A (คะแนน 65–79) กำหนดค่าเท่ากับ 0.50
ระดับ BBB (คะแนน 50–64) กำหนดค่าเท่ากับ 0.25

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของกับการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน

โครงสร้างความเป็นเจ้าของเป็นกลไกสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนขององค์กร ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ผู้ถือหุ้นสามารถทำหน้าที่ติดตามและควบคุมการดำเนินงานของฝ่ายบริหารเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์และความไม่สมมาตรของข้อมูล (Jensen & Meckling, 1976) ขณะที่ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) อธิบายว่าองค์กรต้องตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียผ่านการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใสและรับผิดชอบต่อสังคม (Freeman, 1984) นอกจากนี้การเปิดเผยข้อมูล ESG ยังเป็นสัญญาณสะท้อนคุณภาพ

การดำเนินงานและความรับผิดชอบขององค์กรตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Spence, 1973) งานวิจัยที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าประเภทของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อระดับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนแตกต่างกัน โดยนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปิดเผยข้อมูล ESG (Fuadah et al., 2022) เช่นเดียวกับการถือหุ้นโดยครอบครัวและผู้บริหารที่ส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (Wei, Wang, & Giamporcaro, 2024) อย่างไรก็ตาม การศึกษาบางส่วนพบว่าการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและการถือหุ้นโดยภาครัฐส่งผลเชิงลบต่อการเปิดเผยข้อมูล (Ali & Masood, 2024; Srivastava, 2023) ขณะที่ Ramahdani & Tarmidi (2025) พบผลในทิศทางตรงกันข้าม จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของแต่ละประเภทส่งผลต่อระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG แตกต่างกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับบทบาทในการกำกับดูแลกิจการ แรงจูงใจของผู้ถือหุ้น และบริบทของตลาดทุนในแต่ละประเทศ สะท้อนให้เห็นว่ายังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจนเกี่ยวกับทิศทางความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยเฉพาะในบริบทตลาดทุนไทย

แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าตลาด (Market Value) และผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Shareholder Returns)

มูลค่าตลาด (Market Value) และผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Shareholder Returns) เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนความสำเร็จของกิจการ โดยมูลค่าตลาดสะท้อนการประเมินและการคาดการณ์ของนักลงทุนต่อศักยภาพการเติบโตในอนาคตของบริษัท ในขณะที่ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นแสดงถึงผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากการลงทุนในบริษัท ทั้งในรูปของส่วนต่างราคาหุ้นและกระแสเงินสดจากเงินปันผล ซึ่งเป็นตัวชี้วัดที่ทำหน้าที่ส่งสัญญาณความแข็งแกร่งและการสร้างมูลค่าระยะยาวขององค์กรให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดหลักทรัพย์ (Bunnun & Chancharat, 2022) แนวคิดดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาดที่เสนอว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดสะท้อนข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดที่เปิดเผยต่อสาธารณะ ณ ขณะนั้น (Fama, 1970) ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นจึงสามารถใช้เป็นตัวแทนในการประเมินผลการดำเนินงาน ความสามารถในการสร้างมูลค่า และความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อกิจการได้ (Alamsyah et al., 2020) การศึกษานี้วัดมูลค่าตลาดผ่านอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และวัดผลตอบแทนผู้ถือหุ้นผ่านอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ดังนี้

1. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) เป็นตัวชี้วัดความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกำไรต่อหุ้นเพื่อประเมินมูลค่าปัจจุบันเทียบกับความสามารถการทำกำไร โดยค่า P/E ที่สูงสะท้อนถึงความคาดหวังของนักลงทุนต่อการเติบโตของผลดำเนินงานในอนาคต (Graham & Dodd, 1934) ในการศึกษาวัดค่าตัวแปรโดยคำนวณจากการนำราคาตลาดต่อหุ้น/กำไรสุทธิต่อหุ้น

2. อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นกับราคาตลาดของหุ้นสามัญ เพื่อแสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนในรูปของกระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนจะได้รับเมื่อลงทุน ณ ระดับราคาตลาดปัจจุบัน อัตราผลตอบแทนนี้เป็นเครื่องมือสื่อสารที่สำคัญ

ในการอธิบายพฤติกรรมของนักลงทุนและการตอบสนองของตลาดทุนต่อความมั่นคงทางการเงินของบริษัท (Alamsyah et al., 2020) ในการศึกษาวัดค่าตัวแปรโดยคำนวณจากการนำเงินปันผลต่อหุ้น/ราคาตลาดของหุ้น x 100

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนกับมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

การเปิดเผยข้อมูล ESG ถือเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการและนักลงทุน รวมทั้งเป็นสัญญาณเชิงบวกที่สะท้อนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ความโปร่งใส และศักยภาพในการดำเนินงานระยะยาวขององค์กร (Spence, 1973; Dhaliwal et al., 2011) สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียที่อธิบายว่าการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียช่วยเสริมสร้างความน่าเชื่อถือ ลดต้นทุนเงินทุน และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน (Freeman, 1984) งานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่พบว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ทั้งในมิติของมูลค่ากิจการ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (วรพรรณ เขียวรูจี และคณะ, 2568; Srivastava, 2023; Zhou, Saeed, & Agyemang, 2024) อีกทั้งความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจได้รับอิทธิพลจากปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีบทบาทต่อการกำหนดนโยบายการเปิดเผยข้อมูลและการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น (Bunnun & Chancharat, 2022; Meini & Chitima, 2022; Krieger & Mauck, 2024; Zhou, Saeed, & Agemang, 2024) จากจากการทบทวนวรรณกรรมจึงสรุปได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีแนวโน้มส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น แต่ผลลัพธ์อาจแตกต่างกันตามบริบทของกิจการและกลไกการกำกับดูแล

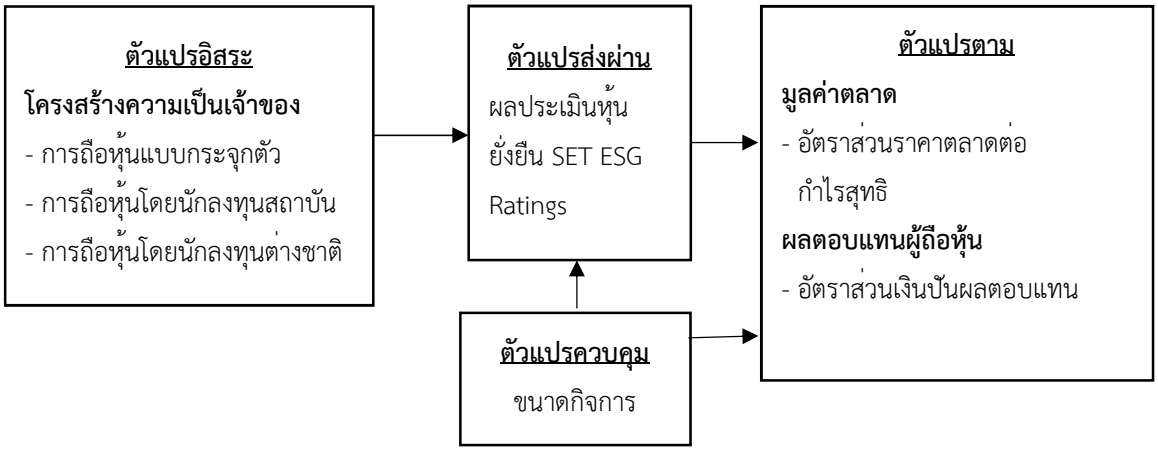
ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการกับการรายงานความยั่งยืน มูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

ขนาดกิจการ (Firm Size) เป็นตัวแปรควบคุมที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนและความคาดหวังด้านผลตอบแทน บริษัทที่มีขนาดใหญ่มักถูกคาดหวังจากสังคมจึงใช้การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นกลยุทธ์สร้างความชอบธรรมและลดแรงกดดันทางสังคม (Wei, Wang, & Giamporcaro., 2024; วรพรรณ เขียวรูจี สุรีย์ โบษกรนัฏ และถิรวุฒิ ยังสุข, 2569) อีกทั้งขนาดกิจการยังสะท้อนถึงความพร้อมด้านทรัพยากร และระบบการกำกับดูแลที่เข้มงวด ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงและสร้างความเชื่อมั่นต่อการเติบโตในระยะยาว ในการศึกษาวัดค่าตัวแปรโดยคำนวณจากค่าลอการิทึมธรรมชาติสินทรัพย์รวม

จากการทบทวนทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของมีบทบาทสำคัญต่อการกำหนดนโยบายด้านความยั่งยืนและการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติที่มีแนวโน้มส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการและความโปร่งใสในการดำเนินงาน ขณะเดียวกัน ผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ยังอาจทำหน้าที่เป็นกลไกส่งผ่านที่เชื่อมโยงการกำกับดูแลกิจการไปสู่การสร้างมูลค่าตลาดและผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นการศึกษานี้จึงพัฒนา

กรอบแนวคิดและสมมติฐานการวิจัยเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings มูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังภาพที่ 1

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างความเป็นเจ้าของมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

สมมติฐานที่ 2 ผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 3 ผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เป็นตัวแปรส่งผ่านระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย (Research Methods)

การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลส่งผ่านของความยั่งยืนที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ มูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นโดยมีรายละเอียดดังนี้

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินผลหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ในปี พ.ศ. 2566–2568 จำนวน 265 บริษัท โดยผู้วิจัยใช้เทคนิคการเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) ตามเกณฑ์คัดกรอง ดังนี้

1. เป็นบริษัทที่มีรายชื่ออยู่ในประกาศผลประเมิน SET ESG Ratings และมีข้อมูลครบถ้วนต่อเนื่องตลอดระยะเวลาที่ศึกษา ในปี พ.ศ. 2566–2568

2. ไม่เป็นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials) เนื่องจากมีโครงสร้างงบการเงินและข้อบังคับในการกำกับดูแลที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

3. ไม่เป็นบริษัทที่ถูกขึ้นเครื่องหมายสั่งห้ามซื้อขาย (H หรือ SP) ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา เพื่อป้องกันความคลาดเคลื่อนของข้อมูลราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทน

จากการคัดกรองตามเกณฑ์ได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 223 บริษัท และรวบรวมข้อมูลต่อเนื่องในช่วงปี พ.ศ. 2566–2568 ซึ่งครอบคลุมระยะเวลา 3 ปี ทำให้ได้ข้อมูลรวมทั้งสิ้น 669 หน่วยข้อมูล (Firm-Year Observations) สำหรับใช้ในการวิเคราะห์เชิงสถิติ เมื่อพิจารณาความเหมาะสมของขนาดกลุ่มตัวอย่างสำหรับการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่ามีความสอดคล้องกับข้อเสนอแนะด้านระเบียบวิธีวิจัยที่ระบุว่าขนาดกลุ่มตัวอย่างควรมีสัดส่วนอย่างน้อย 10–20 เท่าของจำนวนตัวแปรสังเกตได้ (Observed Variables) หรือไม่น้อยกว่า 100 ตัวอย่าง ขึ้นอยู่กับระดับความซับซ้อนของแบบจำลอง (Hair et al., 2021; Kline, 2023) โดยแบบจำลองในการศึกษานี้ประกอบด้วยตัวแปรสังเกตได้จำนวน 7 ตัวแปร จึงต้องการขนาดกลุ่มตัวอย่างขั้นต่ำประมาณ 70–140 หน่วยข้อมูล ดังนั้นข้อมูลจำนวน 669 หน่วยข้อมูล (Firm-year observations) ที่ได้จาก 223 บริษัทตลอดระยะเวลา 3 ปี จึงถือว่ามีความเพียงพอและเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูลและการวัดค่าตัวแปร

ผู้วิจัยเก็บรวมรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีและรายงานประจำปี แบบ 56-1 One Report และรายงานผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ประจำปี จากฐานข้อมูลสาธารณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และระบบฐานข้อมูล SETSMART ในช่วงปี พ.ศ. 2566–2568 โดยใช้กระดาษทำการแบบบันทึกข้อมูลที่พัฒนาขึ้นเป็นเครื่องมือในการบันทึกข้อมูลให้เป็นระบบและตรวจสอบ ดังแสดงในตารางที่ 1

ประเภทของตัวแปร	ชื่อตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร	สัญลักษณ์
ตัวแปรอิสระ	การถือหุ้นแบบกระจุกตัว	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 3 อันดับแรก / จำนวนหุ้นทั้งหมด	COOW
	การถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ / จำนวนหุ้นทั้งหมด	FOOW
	การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน / จำนวนหุ้นทั้งหมด	INOW

ประเภทของตัวแปร	ชื่อตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร	สัญลักษณ์
ตัวแปรส่งผ่าน	ผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings	คาคะแนนถ่วงน้ำหนักจากระดับ AAA = 1, AA = 0.75, A = 0.50, BBB = 0.25	ESGRA
ตัวแปรตาม	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ	ราคาตลาดต่อหุ้น / กำไรสุทธิต่อหุ้น	P/E
ตัวแปรตาม	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล	เงินปันผลต่อหุ้น / ราคาตลาดของหุ้น	DY
ตัวแปรควบคุม	ขนาดกิจการ	ค่าลอการิทึมธรรมชาติสินทรัพย์รวม	Firm Size

การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณโดยใช้สถิติเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล และตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์พหุคูณ (Multicollinearity) ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันไม่เกิน (Pearson Correlation Coefficient) .80 และค่าความแปรปรวน VIF ต้องต่ำกว่า 3 เพื่อป้องกันปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรที่อาจส่งผลต่อความแม่นยำในการประมาณค่า จากนั้นผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง PLS-SEM ร่วมกับการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทาง (Path Analysis) เนื่องจากเป็นวิธีการที่เหมาะสมสำหรับการทดสอบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างตัวแปรหลายตัวพร้อมกัน อีกทั้งเหมาะสำหรับการวิจัยเชิงพยากรณ์และการพัฒนาแบบจำลองทางทฤษฎี ในการประเมินคุณภาพของแบบจำลองการวัดพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง (Path Coefficients) และทดสอบนัยสำคัญทางสถิติด้วยวิธี Bootstrapping ที่ระดับนัยสำคัญ .05 รวมทั้งพิจารณาค่าอำนาจการอธิบายของแบบจำลอง (R2) และขนาดอิทธิพล (Effect Size: f^2) เพื่อประเมินความสามารถของแบบจำลองในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามเกณฑ์มาตรฐานก่อนทำการวิเคราะห์แบบจำลองเชิงโครงสร้าง (Structural Model) (Hair et al., 2021)

ผลการวิจัย (Research Results)

ผู้วิจัยนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อทดสอบสมมติฐานตามกรอบแนวคิดที่กำหนดไว้ โดยนำเสนอผลการวิเคราะห์ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

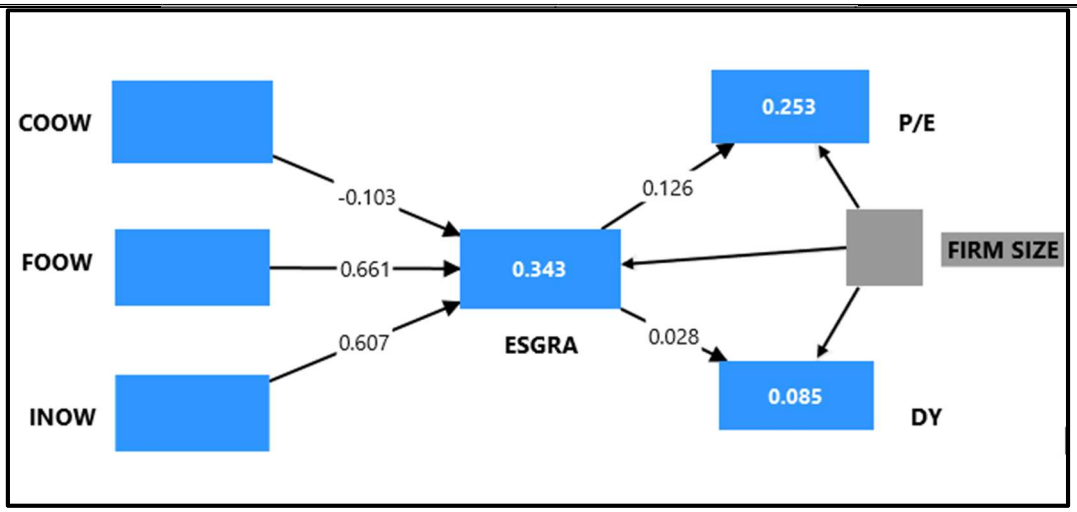
	COOW	DY	ESGRA	FOOW	INOW	P/E	FIRM SIZE
COOW	1.000						
DY	0.049	1.000					
ESGRA	-0.207	0.284**	1.000				
FOOW	-0.173	0.298**	0.542**	1.000			
INOW	-0.136	0.042	0.241**	0.097	1.000		
P/E	-0.100	0.378**	0.374**	0.505	0.220	1.000	
FIRM SIZE	0.014	-0.025	0.143	0.099	0.151	0.386**	1.000

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01*

จากตารางที่ 2 แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรมีค่าอยู่ระหว่าง -0.207 ถึง 0.542 โดยคู่ตัวแปร FOOW และ ESGRA มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงบวกสูงสุด แสดงให้เห็นว่า การถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติมีแนวโน้มสัมพันธ์กับระดับผลประเมินความยั่งยืนของกิจการ ทั้งนี้ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของทุกตัวแปรมีค่าไม่เกิน 0.80 จึงไม่พบปัญหาความสัมพันธ์พหุคูณ (Multicollinearity) ตามเกณฑ์ที่กำหนด ดังนั้นตัวแปรมีความเหมาะสมในการนำไปวิเคราะห์ (Hair et al. (2021)

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ

สัญลักษณ์	ชื่อสถิติตรวจสอบ	เกณฑ์	ผลการศึกษา
R^2	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ	ยิ่งมากยิ่งดี	0.085 – 0.343
R^2_{adj}	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจปรับปรุง	ยิ่งมากยิ่งดี	0.076 – 0.329
f^2	ขนาดของอิทธิพล	<0.15 ต่ำ	0.020 – 0.387
		< 0.35 ปานกลาง	
		≥ 0.35 มาก	
VIF	สถิติวัดการร่วมเส้นตรง	< 3.00	1.021– 1.049



ภาพที่ 2 ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและผลตอบแทนหลักทรัพย์

จากตารางที่ 3 และภาพที่ 2 พบว่าแบบจำลองเชิงโครงสร้างมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (R^2) อยู่ระหว่าง 0.085–0.343 และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจปรับปรุง (R^2_{adj}) อยู่ระหว่าง 0.076–0.329 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระในแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตามได้ในระดับหนึ่ง โดยเมื่อพิจารณารายตัวแปร พบว่าผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings (ESGRA) มีค่า R^2 สูงที่สุดเท่ากับ 0.343 ซึ่งอยู่ในระดับปานกลางตามเกณฑ์ของ Cohen (1988) สะท้อนว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลประเมินหุ้นยั่งยืนได้ในระดับหนึ่ง ขณะที่ตัวแปรตามอื่นมีค่า R^2 อยู่ในระดับต่ำ แสดงให้เห็นว่ายังมีปัจจัยอื่นนอกเหนือจากตัวแปรที่ศึกษาเข้ามามีบทบาทในการอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตาม นอกจากนี้ผลการประเมินขนาดอิทธิพล (f^2) มีค่าอยู่ระหว่าง 0.020–0.387 ครอบคลุมตั้งแต่ระดับน้อย ปานกลาง และมาก ตามเกณฑ์การประเมินของ Cohen (1988) สะท้อนว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีระดับอิทธิพลต่อแบบจำลองแตกต่างกันไป ส่วนผลการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์พหุคูณ (Multicollinearity) พบว่าค่าสถิติวัดการร่วมเส้นตรง (VIF) อยู่ระหว่าง 1.021–1.049 ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ 3.00 ตามข้อเสนอแนะของ Hair et al. (2021) จึงสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระในแบบจำลองไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันเองในระดับที่ส่งผลกระทบต่อการประมาณค่า ทำให้ผลการวิเคราะห์เส้นทางมีความน่าเชื่อถือและสามารถนำไปใช้ในการทดสอบสมมติฐานการวิจัยได้

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

คู่ความสัมพันธ์	(β)	*S.E.*	*t*-statistic	*p*	นัยสำคัญ
COOW -> ESGRA	-0.103	0.061	1.683	0.092	ไม่มี
ESGRA -> DY	0.028	0.006	4.566	0.000**	มีเชิงบวก
ESGRA -> P/E	0.126	0.030	4.233	0.000**	มีเชิงบวก
FOOW -> ESGRA	0.661	0.077	8.535	0.000**	มีเชิงบวก
INOW -> ESGRA	0.607	0.180	3.364	0.001**	มีเชิงบวก
FIRM SIZE <- DY	-0.087	0.084	1.029	0.303	ไม่มี
FIRM SIZE <- ESGRA	0.925	0.673	1.373	0.170	ไม่มี
FIRM SIZE -> P/E	1.756	0.315	5.582	0.000**	มีเชิงบวก
FOOW -> ESGRA -> DY	0.019	0.005	3.675	0.000**	มีเชิงบวก
COOW -> ESGRA -> P/E	-0.013	0.009	1.456	0.145	ไม่มี
INOW -> ESGRA -> DY	0.017	0.007	2.613	0.009**	มีเชิงบวก
FOOW -> ESGRA -> P/E	0.083	0.026	3.221	0.001**	มีเชิงบวก
INOW -> ESGRA -> P/E	0.076	0.032	2.415	0.016*	มีเชิงบวก
COOW -> ESGRA -> DY	-0.003	0.002	1.545	0.122	ไม่มี

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01*

จากตารางที่ 4 แสดงการวิเคราะห์ผลการวิจัย โดยนำเสนอผลตามสมมติฐานที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์การวิจัย ดังนี้

ผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงของโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings (ESGRA) พบว่าการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ (FOOW) และการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INOW) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล (β = 0.661, p < .01 และ β = 0.607, p < .01) ตามลำดับ ขณะที่การถือหุ้นแบบกระจุกตัว (COOW) ไม่พบอิทธิพลต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืน ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า สมมติฐานที่ 1 ได้รับการสนับสนุนบางส่วน โดยพบว่าการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน ขณะที่การถือหุ้นแบบกระจุกตัวไม่พบอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงของผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings (ESGRA) ที่มีต่อมูลค่าตลาด พบว่าผลประเมินหุ้นยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (β = 0.126, p < .01) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีผลการประเมินความยั่งยืนในระดับสูงมีแนวโน้มได้รับการประเมินมูลค่าจากตลาดสูงขึ้น ขณะที่ผลการวิเคราะห์อิทธิพลต่อผลตอบแทนผู้ถือหุ้น พบว่าผลประเมินหุ้นยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (DY) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (β = 0.028, p < .01) สะท้อนว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนสามารถสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผลได้เพิ่มขึ้น สรุปได้ว่าผลการศึกษาสนับสนุนสมมติฐานที่ 2

ผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อมพบว่า ผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings (ESGRA) ทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่านอิทธิพลระหว่างการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ (FOOW) กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) (β = 0.083, p < .01) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (DY) (β = 0.019, p < .01) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบการส่งผ่านอิทธิพลระหว่างการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INOW) กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) (β = 0.076, p < .05) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (DY) (β = 0.017, p < .01) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่การถือหุ้นแบบกระจุกตัว (COOW) ไม่พบอิทธิพลทางอ้อมผ่านผลประเมินหุ้นยั่งยืนต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า สมมติฐานที่ 3 ได้รับการสนับสนุนบางส่วน โดยผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings มีบทบาทเป็นกลไกสำคัญในการส่งผ่านอิทธิพลจากนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันไปสู่มูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าขนาดกิจการ (Firm Size) ไม่มีอิทธิพลต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืน (ESGRA) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (DY) อย่างไรก็ตาม ขนาดกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) (β = 1.756, p < .01) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มได้รับการประเมินมูลค่าจากตลาดสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก

อภิปรายผลการวิจัย (Research Discussion)

การอภิปรายผลการวิจัย

ผลการวิจัยพบว่าผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings มีบทบาทเป็นตัวแปรส่งผ่านระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ มูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลเชิงบวกต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืน และส่งผ่านอิทธิพลไปสู่อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาดังกล่าวสามารถอธิบายด้วยทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่เสนอว่าการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และการได้รับผลประเมินความยั่งยืนในระดับสูงเป็นสัญญาณเชิงบวกที่สะท้อนคุณภาพการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการ ช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการกับนักลงทุน และเพิ่มความเชื่อมั่นของตลาด ส่งผลให้มูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น (Spence, 1973) ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับ Fatemi et al. (2018), Zhou, Saeed, and Agyemang (2024) และวรพรรณ เขียวรูจี และคณะ (2569) ที่พบว่าการดำเนินงานด้าน ESG และการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานทางการเงิน นอกจากนี้ ผลการศึกษายังสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่อธิบายว่ากิจการที่ตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติ จะช่วยยกระดับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการและการดำเนินงานด้านความยั่งยืน อันนำไปสู่การสร้างมูลค่าเพิ่มและความได้เปรียบในการแข่งขันในระยะยาว (Freeman, 1984) ทั้งนี้ ผลการศึกษาพบว่าการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (COOW) ไม่ส่งผลต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืนและไม่พบอิทธิพลส่งผ่านอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในลักษณะดังกล่าวอาจไม่ได้มีบทบาทสำคัญในการผลักดันการดำเนินงานด้าน ESG หรืออาจให้ความสำคัญกับผลตอบแทนทางการเงินระยะสั้นมากกว่าการสร้างคุณค่าด้านความยั่งยืนในระยะยาว นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุม พบว่าขนาดกิจการไม่มีอิทธิพลต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืนและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าการได้รับผลประเมินความยั่งยืนและการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับขนาดของกิจการเพียงอย่างเดียว แต่ขึ้นอยู่กับคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการและการดำเนินงานด้านความยั่งยืนด้วย อย่างไรก็ตาม ขนาดกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่านักลงทุนมีแนวโน้มให้มูลค่ากับบริษัทขนาดใหญ่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มักมีความมั่นคงทางการเงิน ความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และศักยภาพในการเติบโตที่สูงกว่า ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดด้านมูลค่ากิจการที่มองว่าขนาดกิจการเป็นปัจจัยหนึ่งที่ช่วยลดความเสี่ยงและเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อผลการดำเนินงานในอนาคต ผลการศึกษานี้จึงชี้ให้เห็นว่า SET ESG Ratings เป็นกลไกสำคัญที่เชื่อมโยงบทบาทของผู้ถือหุ้นคุณภาพไปสู่การสร้างมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นในบริบทตลาดทุนไทย ขณะที่ขนาดกิจการมีบทบาท

สนับสนุนการรับรู้มูลค่าของตลาด แต่ไม่ได้เป็นปัจจัยสำคัญต่อการยกระดับผลการประเมินความยั่งยืนของกิจการโดยตรง

ข้อเสนอแนะการวิจัย (Research Suggestions)

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืนและการยกระดับผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ให้เป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์องค์กร เนื่องจากผลการวิจัยพบว่าผลประเมินหุ้นยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อทั้งมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ผู้บริหารควรส่งเสริมโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เอื้อต่อการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะการดึงดูดนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติ เนื่องจากผู้ถือหุ้นทั้งสองกลุ่มมีบทบาทสำคัญในการผลักดันการดำเนินงานด้านความยั่งยืนขององค์กร ในทางตรงกันข้าม ผลการศึกษาพบว่าการถือหุ้นแบบกระจุกตัวไม่ส่งผลต่อผลประเมินหุ้นยั่งยืนและไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนผ่านกลไกความยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนให้เห็นว่าการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพียงอย่างเดียวอาจขาดกลไกการกำกับดูแลและการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นที่มีคุณภาพ

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ควรพัฒนามาตรการส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีมาตรฐานและสามารถเปรียบเทียบได้ระหว่างบริษัท เช่น การกำหนดแนวปฏิบัติการเปิดเผยข้อมูล ESG ตามมาตรฐานสากล การจัดทำระบบตรวจสอบความน่าเชื่อถือของข้อมูลด้านความยั่งยืน และการส่งเสริมให้บริษัทได้รับการประเมิน SET ESG Ratings อย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ อาจพิจารณามาตรการจูงใจ เช่น สิทธิประโยชน์ด้านภาษี การลดค่าธรรมเนียม หรือการจัดทำดัชนีส่งเสริมการลงทุนสำหรับบริษัทที่มีผลการประเมิน ESG อยู่ในระดับสูง เพื่อสนับสนุนการพัฒนาตลาดทุนอย่างยั่งยืนและเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรศึกษาเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อทดสอบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของและปัจจัยด้านความยั่งยืนส่งผลต่อผลตอบแทนแตกต่างกันอย่างไร

2. ควรพิจารณาศึกษาวิจัยเชิงคุณภาพเพิ่มเติม เช่น การสัมภาษณ์เชิงลึกกับกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพื่อวิเคราะห์ถึงทัศนคติและอุปสรรคที่แท้จริงในการขับเคลื่อนนโยบายด้านความยั่งยืนในบริษัท

3. ควรขยายช่วงเวลาการศึกษาและเปรียบเทียบข้อมูลก่อนและหลังการประกาศใช้ SET ESG Ratings อย่างเป็นทางการ เพื่อประเมินผลกระทบของการประเมินความยั่งยืนต่อมูลค่าตลาดและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นในระยะยาวได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง (References)

กรมพัฒนาธุรกิจการค้า. (2569). *กรมพัฒนาธุรกิจการค้า เปิดปฏิบัติการตัดตอน 'นอมินี' ออกมาตรการใหม่เพิ่ม คุมเข้ม!! ต่างชาติใช้คนไทยเป็นตัวแทนอำพราง. กระทรวงพาณิชย์.* https://www.dbd.go.th/news/16924032569

เจนจิรา สดใส, ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ & อเนก พุทธิเดช. (2567). อิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการผ่านการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบัญชีปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย*, 9(2), 184-202.

ณัฏฐ์ ศรีเมืองทอง & กฤตยาวดี เกตุวงศา. (2568). ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์: บทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่ดี. *วารสารมหาวิทยาลัยพายัพ*, 35(1), 62-84.

ปิยะ วิทยาวโรจน์กิจ & อนามัย ดำเนตร. (2567). การพัฒนาขององค์กรอย่างยั่งยืน (ESG) ผ่านกระบวนการยกระดับคุณค่าวัฒนธรรมองค์การของบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ*, 10(1), 382-396.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2569). *ผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings*. https://setsustainability.com//libraries/1258/item/set-esg-ratings

_____, (2569). *ภาพรวมตลาด.* https://www.set.or.th/th/setawards/2026/overview

วรพรรณ เขียวรูจี, สุรีย์ โบษกรนัฏ & ถิรวุฒิ ยังสุข. (2568). ความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่มีผลต่อประสิทธิภาพในการดำเนินกิจการและมูลค่าองค์กร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THIS. *วารสารวิชาการสังคมศาสตร์เครือข่ายวิจัยประชาชื่น*, 7(1), 38-54.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2569). *ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สธ. 1/2569 เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบันเพิ่มเติม.* https://www.sec.or.th/TH/Pages/News_Detail.aspx?SECID=12610

อุบลวรรณ ขุนทอง & บุญธรรม ราชรักษ์. (2566). อิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรัชต์ภาคย์,* 17(50), 278-294.

Acar, E., Tunca Çalıyurt, K., & Zengin-Karaibrahimoglu, Y., (2021). Does ownership type affect environmental disclosure? *International Journal of Climate Change Strategies and Management*, 13(2), 120–141.

Alamsyah, A. R., Subroto, B., Aisjah, S., & Djazuli, A. (2020). The effect of ownership structure, capital structure, and investment opportunity set on firm values mediated by a dividend policy. *International Journal of Innovation, Creativity and Change,* 12(6), 459-483.

Ali, A., & Masood, O. (2024). Impact of ownership concentration on stock returns: a case of developed economies. *American Journal of Business,* 39(3), 158-177.

Bunnun, W., & Chancharat, N. (2022). The Path Analysis of Ownership Structure and Dividend Payout Ratio on Firm Performance of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business, Innovation and Sustainability (JBIS),* 17(2). 101-119.

Cohen, J. (1988). *Statistical power analysis for the behavioral sciences* (2nd ed.). Lawrence Erlbaum Associates.

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.

Feng, Y., Chen, HH, & Tang, J. (2018). The impacts of social responsibility and ownership structure on sustainable financial development of China's energy industry. *Sustainability,* 10(2), 1–15.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance,* 25(2), 383–417.

Fuadah, L. L., Mukhtaruddin, M., Andriana, I., & Arisman, A. (2022). The ownership structure, and the environmental, social, and governance (ESG) disclosure, firm value and firm performance: the audit committee moderating variable. *Economies*, 10(12), 1-17.

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston, MA: Pitman.

Graham, B., & Dodd, D. L. (1934). *Security analysis.* McGraw-Hill Book Company.

Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2021). *A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)* (3rd ed.). Sage Publications.

Handajani, L., Sokarina, A., & Hamdani Husnan, L. (2026). Signaling sustainability: The impact of ESG risk and sustainability awards on the performance of ESG-leader firms. *Cogent Business & Management*, 13(1), 1-20.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics,* 31(3), 405-440.

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.

Kline, R. B. (2023). *Principles and practice of structural equation modeling* (4th ed.). Guilford Press.

Krieger, K., & Mauck, N. (2024). Sustainability and Dividends: Complements or Substitutes? *Sustainability,* 16(14), 1-16.

Lee, C. W., & Ande, T. (2022). Foreign Ownership in Companies and Its Impact on Corporate Dividend Policy in Indonesia. *Journal of Economic Issues*, 1(1), 52-60.

Madyan, M., Setiawan, W. R., Setianto, R. H., AL-ISLAMI, M. A. F., & Shidiq, H. A. (2021). The relationship between family ownership, CEO demographic characteristics and dividend policy: Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business,* 8(12), 159-167.

Malo-Alain, A. M., Melegy, M. M. A. H., & Ghoneim, M. R. Y. (2019). The effects of sustainability disclosure on the quality of financial reports in Saudi business environment. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal,* 23(5), 1-12.

Meini, Z., & Chotimah, L. C. (2022). The effect of sustainability reporting disclosure and liquidity on company value with ownership concentration variables as moderating. *Budapest International Research and Critics Institute-Journal*, 5(3), 20417-20431.

Muhammad, A., Abdul, R. M., Mursalim, L., & Lukman, C. (2022). Influence of Family Ownership, Composition of the Board of Directors, And Market Share on Return on Assets and Price to Earnings Ratio of the Property Sector Listed on the Exchange Indonesia Effect. *Journal of Business and Management*, 24(4), 41-50.

Rafindadi, A. A., & Bello, A. (2019). Is Dividend Payment of Any Influence to Corporate Performance in Nigeria? *Empirical Evidence from Panel Cointegration.* 9(2), 48-58.

Ramahdani, S. P., & Tarmidi, D. (2025). The effect of ownership structure on sustainability reporting: The moderating role of board diversity. *Research Horizon*, 5(5), 1955-1966.

Ren, S. & Mohd-Isa, S. (2023). The Impact of Digital Transformation on Corporate ESG Performance: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies. *Journal of International Business, Economics and Entrepreneurship*, 8(1), 1-10.

Sinaga, H. S., Bukit, B. R, & Rujiman, (2023). The Effect of Financial Ratio and Institutional Ownership on Stock Price with Earnings Per Share as a Moderating Variable in Construction Sub sector Companies Listed on the IDX 2015-2019. *International Journal of Research and Review,* 10(3), 173-183.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The quarterly journal of Economics,* 87(3), 355-374.

Srivastava, A. (2023). ESG performance and firm value: The moderating role of ownership concentration. *Corporate Ownership and Control,* 20(3), 169-179.

Weiwei, F, Hui, W., & Nair, S. (2023). The roles that institutional investors play in corporate governance: An international literature review. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences,* 13(11), 2506–2512.

Wei, M., Wang, Y., & Giamporcaro, S. (2024). The impact of ownership structure on environmental information disclosure: Evidence from China. *Journal of environmental management,* 352, 1-14.

Wiriyakitjar, R., Ousawat, T., Lekhakul, C., & Bumalayu, A. (2024). The Impact of ESG Factors on Stock Prices in Family-Owned Businesses: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *Pakistan Journal of Life & Social Sciences*, 22(2), 6711-6718.

Zhou, D., Saeed, U. F., & Agyemang, A. O. (2024). Assessing the Role of Sustainability Disclosure on Firms'Financial Performance: Evidence from the Energy Sector of Belt and Road Initiative Countries. *Sustainability*, 16(930), 1-21.