ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อรัณพงศ์ ทนันไชย
คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา
อธิปัตย์ สายสูง
คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา
จินตนา โสมโสดา
คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ: 16 พฤษภาคม 2568
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 10 มิถุนายน 2568
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 20 มิถุนายน 2568

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (Environmental, Social, and Governance Disclosure: ESG Disclosure) ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิระหว่างปี พ.ศ. 2564–2566 จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 317 จำนวนข้อมูลรายปี (Firm-Year) ที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG ตามฐานข้อมูล Bloomberg การวิเคราะห์ข้อมูลใช้วิธีการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับผลกระทบของตัวแปร ESG ต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งวัดด้วย Tobin's Q (ในมุมมองด้านการตลาด) และผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดด้วย ROA (ในมุมมองด้านบัญชี)

ผลการวิจัยพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมส่งผลเชิงบวกต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมไม่ส่งผลกระทบต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA ขณะที่การเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแลส่งผลเชิงลบต่อ Tobin's Q แต่ไม่ส่งผลกระทบต่อ ROA ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนว่า ESG โดยเฉพาะด้านสิ่งแวดล้อมมีบทบาทในการสร้างมูลค่าให้กับกิจการในมุมมองด้านการตลาดและผลการดำเนินงานทางบัญชี ขณะที่ด้านการกำกับดูแลอาจได้รับการตอบรับในเชิงภาพลักษณ์จากตลาดมากกว่าผลกำไรเชิงปฏิบัติการ หน่วยงานกำกับดูแลและบริษัทจดทะเบียนจึงควรให้ความสำคัญกับด้านสิ่งแวดล้อมที่สอดคล้องกับกลยุทธ์องค์กร และพิจารณาปรับปรุงแนวทางการเปิดเผยด้านการกำกับดูแลให้เหมาะสมกับบริบทของประเทศไทย

คำสำคัญ: สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มูลค่ากิจการ

The Impact of Environmental Social and Governance Disclosure on Firm Value and Financial Performance of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

Aranphong Thananchai
Faculty of Business Administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna.
Athipat Saisoong
Faculty of Business Administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna.
Jintana Somsoda
Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi.

Received: 16 May 2025
Revised: 10 June 2025
Accepted: 20 June 2025

Abstract

This study aims to examine the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure on firm value and financial performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. The analysis utilizes secondary data from 317 firm-year observations during the period 2021–2023, comprising companies that disclosed ESG data available in the Bloomberg database. Multiple regression analysis was employed to test hypotheses regarding the effects of ESG factors on firm value, measured by Tobin's Q (market-based indicator), and financial performance, measured by Return on Assets (ROA) (accounting-based indicator).

The results reveal that environmental disclosure has a positive impact on both Tobin's Q and ROA. Social disclosure shows no significant effect on either Tobin's Q or ROA, while governance disclosure negatively affects Tobin's Q but has no impact on ROA. These findings suggest that ESG, particularly the environmental dimension, plays a vital role in enhancing firm value from both market and accounting perspectives. In contrast, governance-related disclosures may influence market perception more than operational profitability. Regulators and listed companies should prioritize environmental disclosures aligned with corporate strategy and consider revising governance disclosure practices to better suit the Thai context.

Keywords: Environmental Social and Governance (ESG), Return on Assets (ROA), Firm Value

บทนำ (Introduction)

ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา แนวคิดการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนได้รับความสำคัญเพิ่มขึ้นในระดับโลก การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ได้กลายเป็นกลไกสำคัญที่องค์กรธุรกิจใช้ในการสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืน ทั้งในด้านต้นทุน เช่น การลดความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่อาจกลายเป็นต้นทุนในอนาคต การสร้างภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือของแบรนด์ รวมถึงการเพิ่มโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนในเงื่อนไขที่ดีกว่า

การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่เพียงช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเท่านั้น หากยังมีบทบาทในการส่งเสริมภาพลักษณ์ที่ดี และเป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจ โดยเฉพาะกลุ่มที่ให้ความสำคัญกับการลงทุนอย่างยั่งยืน (Eccles et al., 2020) จากมุมมองด้านมูลค่ากิจการ งานวิจัยหลายชิ้นชี้ว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะในบริบทที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรม และความรับผิดชอบต่อสังคม (Fatemi et al., 2018) โดยตัวชี้วัดที่นิยมใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการ ได้แก่ อัตราส่วนคิวของโทบินส์ (Tobin's Q) ซึ่งสะท้อนการประเมินค่าของตลาดที่มีต่อบริษัท เทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ เป็นการสะท้อนศักยภาพของบริษัทในการสร้างมูลค่าเพิ่มจากทรัพยากรที่มีอยู่ ขณะที่ผลการดำเนินงานของกิจการ มักวัดผ่านตัวชี้วัดทางบัญชี เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งสะท้อนประสิทธิภาพของบริษัทในการใช้ทรัพยากรเพื่อสร้างกำไรสุทธิ ดังนั้น การแยกแยะตัวชี้วัดทั้งสองประเภทนี้มีความสำคัญ เนื่องจากมูลค่ากิจการสะท้อนการรับรู้ของตลาด ในขณะที่ ROA สะท้อนผลที่เกิดขึ้นจริงภายในองค์กร (Grewatsch & Kleindienst, 2017)

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยบางชิ้นพบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับมูลค่ากิจการหรือผลการดำเนินงานไม่เป็นไปในทิศทางบวกเสมอไป โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่หรืออุตสาหกรรมบางประเภท ตัวอย่างเช่น Zhang et al. (2020) ศึกษาบริษัทในประเทศจีน พบว่า ESG บางมิติ เช่น ด้านสิ่งแวดล้อม ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่ากิจการ และด้านการกำกับดูแลอาจส่งผลเชิงลบในบางกรณี นอกจากนี้ Chairani and Siregar (2021) ที่ศึกษากลุ่มประเทศ ASEAN-5 พบว่า ESG ไม่มีอิทธิพลโดยตรงต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานในภาพรวม ผลลัพธ์ที่หลากหลายเหล่านี้ชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับมูลค่ากิจการหรือประสิทธิภาพองค์กรอาจขึ้นอยู่กับบริบทของประเทศ กลุ่มอุตสาหกรรม และคุณภาพของข้อมูล ESG ที่เปิดเผย จึงจำเป็นต้องมีการศึกษาต่อในบริบทเฉพาะ

สำหรับประเทศไทย การเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยได้รับแรงผลักดันจากแนวนโยบายและข้อกำหนดของหน่วยงานกำกับดูแล เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(SET) ซึ่งได้กำหนดให้การจัดทำรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) เป็นหนึ่งในกลยุทธ์หลักในการยกระดับการกำกับดูแล และความโปร่งใสในตลาดทุน (SET, 2023)

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานยังมีอยู่จำกัด โดยเฉพาะการวิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างมูลค่าในมุมมองด้านการตลาดและมุมมองที่เกิดขึ้นกับผลการดำเนินงาน ซึ่งอาจสะท้อนผลลัพธ์ที่แตกต่างกันทั้งในเชิงการรับรู้ของตลาดและผลลัพธ์ทางบัญชี การศึกษาครั้งนี้จึงมีเป้าหมายเพื่อเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน โดยเน้นการวิเคราะห์ข้อมูลจากบริบทของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

จุดเด่นของงานวิจัยนี้อยู่ที่การวิเคราะห์ ESG ในเชิงรายมิติแต่ละด้านแยกออกจากกัน เพื่อให้เข้าใจผลกระทบเฉพาะของแต่ละด้านได้ชัดเจนยิ่งขึ้น รวมถึงการใช้ตัวชี้วัดที่แตกต่างกันระหว่างมูลค่ากิจการในมุมมองของตลาด และผลการดำเนินงานทางบัญชี ซึ่งช่วยให้สามารถเปรียบเทียบผลกระทบของ ESG แต่ละมิติของมูลค่าได้อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ ผลการศึกษาคาดว่าจะเป็นประโยชน์ต่อการเสริมสร้างองค์ความรู้ทางวิชาการ และสนับสนุนการกำหนดกลยุทธ์ด้าน ESG ที่เหมาะสมกับบริบทองค์กรและสอดคล้องกับเป้าหมายในการสร้างมูลค่าเพิ่มอย่างยั่งยืนในระยะยาว

วัตถุประสงค์การวิจัย (Research Objectives)

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล ต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วยอัตราส่วนคิวของโทบินส์ (TOBINSQ)

2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล ต่อผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

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

ทฤษฎีการเป็นตัวแทน (Agency Theory) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวการ (Principal) เช่น ผู้ถือหุ้น กับ ตัวแทน (Agent) เช่น ผู้บริหาร ซึ่งเกิดขึ้นเมื่อผู้ถือหุ้นมอบอำนาจในการบริหารจัดการกิจการให้แก่ผู้บริหาร โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้การดำเนินงาน เกิดผลประโยชน์สูงสุดต่อกิจการในระยะยาว (Jensen & Meckling, 1976) อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติความขัดแย้งทางผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นได้ หากผู้บริหารเลือกดำเนินนโยบายที่ตอบสนองต่อเป้าหมายส่วนตน ซึ่งอาจทำให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ภายใต้บริบทดังกล่าวการเปิดเผยข้อมูล ESG จึงถือเป็นกลไกเชิงกลยุทธ์ที่ช่วยลดปัญหาโดยการกำหนดตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน (KPI) ที่สะท้อนเป้าหมายด้าน ESG หรือการประกาศนโยบายการเปิดเผยข้อมูลอย่างสมัครใจ สามารถลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ESG

ยังสะท้อนความโปร่งใส ความรับผิดชอบ จริยธรรมในการบริหาร และแนวทางการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ซึ่งช่วยบรรเทาปัญหาความเสี่ยงทางศีลธรรม (Moral Hazard) และสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจในแนวทางที่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งช่วยลดข้อสงสัยและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน งานวิจัยหลายฉบับได้นำทฤษฎีการเป็นตัวแทนมาใช้เป็นกรอบในการศึกษา เช่น Siregar (2021) และ Kwintana and Hanggraeni (2023) ที่เสนอว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทน ผ่านการเพิ่มความโปร่งใส เสริมสร้างธรรมาภิบาล และส่งเสริมการตัดสินใจที่สอดคล้องกับเป้าหมายของผู้ถือหุ้น ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการและประสิทธิภาพของผลการดำเนินงานในภาพรวมขององค์กร

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) กล่าวว่าบริษัทไม่ควรคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเพียงกลุ่มเดียวเท่านั้น แต่ควรให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดที่มีบทบาทหรือได้รับผลกระทบจากการดำเนินงาน ไม่ว่าจะเป็นพนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชนท้องถิ่น หน่วยงานภาครัฐ หรือแม้แต่สิ่งแวดล้อม (Freeman & McVea, 2001) โดยทฤษฎีนี้เชื่อว่าความสำเร็จและความยั่งยืนขององค์กรในระยะยาวขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์และการสนับสนุนจากผู้มีส่วนได้เสีย หากองค์กรสามารถตอบสนองความคาดหวัง และสร้างความพึงพอใจให้กับผู้มีส่วนได้เสียที่แตกต่างกันในแต่ละกลุ่มได้ ก็จะนำไปสู่ความไว้วางใจ ความร่วมมือ และการยอมรับในการดำเนินงาน ซึ่งช่วยให้องค์กรได้รับสิทธิ์ในการดำเนินธุรกิจหรือที่เรียกว่า "license to operate" จากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและสังคมโดยรวม ภายใต้กรอบแนวคิดของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ESG จึงไม่ควรถูกมองเพียงในฐานะรายงานหรือการปฏิบัติตามข้อกำหนดเท่านั้น แต่ต้องสะท้อนพฤติกรรม ค่านิยม และวัฒนธรรมองค์กรที่ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอย่างแท้จริง จากงานวิจัยที่ผ่านมา เช่น Fuadah et al. (2022) และ Delvina and Hidayah (2023) พบว่า บริษัทที่ให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูล ESG จะสามารถสร้างความเชื่อมั่นและความพึงพอใจให้กับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งนำไปสู่การสนับสนุนองค์กรในหลายมิติ อาทิ ชื่อเสียง ความสามารถในการระดมทุน และการสร้างทุนทางสังคม (trust capital) ที่ช่วยลดแรงต้านจากสังคม เพิ่มความสามารถในการแข่งขัน ส่งผลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานและมูลค่ากิจการในระยะยาว

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) อธิบายพฤติกรรมขององค์กรหรือผู้บริหารภายใต้สภาวะข้อมูลไม่สมดุล (information asymmetry) โดยเฉพาะเมื่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เช่น นักลงทุนไม่มีข้อมูลเพียงพอในการประเมินคุณภาพหรือศักยภาพของกิจการ (Spence, 1973) องค์กรสามารถใช้การเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพ เช่น การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณเชิงบวกไปยังตลาด เพื่อสร้างความเชื่อมั่นและลดความไม่แน่นอนในการตัดสินใจของผู้ลงทุน Connelly et al. (2011) ชี้ว่าองค์กรที่มีความตั้งใจในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนมักใช้กลยุทธ์การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นสัญญาณเพื่อแสดงถึงความโปร่งใสและความสามารถในการบริหารจัดการความเสี่ยง ซึ่งส่งผลให้บริษัท

ได้รับการประเมินมูลค่าจากตลาดในเชิงบวก อย่างไรก็ตาม ESG เป็นสัญญาณที่มีต้นทุนสูง (costly signal) เนื่องจากการจัดเก็บข้อมูล การประเมินผล และการจัดทำรายงานต้องใช้ทรัพยากรจำนวนมาก องค์กรที่เต็มใจเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างต่อเนื่องจึงสามารถสร้างความแตกต่างจากคู่แข่ง และเพิ่มระดับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนได้ ในขณะเดียวกันองค์กรต้องตระหนักถึงความเสี่ยงของการใช้ ESG เป็นเพียงกลยุทธ์ด้านภาพลักษณ์โดยปราศจากการดำเนินการจริง หรือที่เรียกว่า greenwashing ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อความน่าเชื่อถือและชื่อเสียงขององค์กรในระยะยาว

ESG เป็นแนวคิดที่ครอบคลุม 3 ด้านหลัก ได้แก่ สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล ซึ่งใช้ประเมินความยั่งยืนและความรับผิดชอบของกิจการต่อสังคมโดยรวม หน่วยงานชั้นนำที่ให้คะแนน ESG อาทิ Bloomberg, MSCI และ Sustainalytics โดยเฉพาะ Bloomberg ได้พัฒนาระบบ ESG Disclosure Score ซึ่งใช้ช่วงคะแนนตั้งแต่ 0 ถึง 100 เพื่อสะท้อนระดับของการเปิดเผยข้อมูลในแต่ละมิติ ESG ของบริษัท ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านการกำกับดูแล โดยคะแนนดังกล่าวไม่ได้สะท้อนถึงผลลัพธ์ หรือผลสัมฤทธิ์ที่แท้จริงของกิจกรรม ESG แต่สะท้อนเพียงความโปร่งใสในการรายงานข้อมูล ซึ่งข้อมูลนี้ถูกนำมาใช้โดยนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับการลงทุนอย่างยั่งยืน และถือเป็นเกณฑ์สำคัญที่ใช้ประเมินความเสี่ยง ความโปร่งใส และภาพลักษณ์ขององค์กรในระยะยาว (Bloomberg, 2024; KnowESG, 2024; Sustainalytics, 2024)

ในการศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน งานวิจัยนี้ใช้ตัวชี้วัดหลัก 2 ประเภท ได้แก่ 1) Tobin’s Q เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนมุมมองของตลาดโดยประเมินว่าตลาดให้มูลค่ากับกิจการสูงเพียงใดเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ Chung and Pruitt (1994) ได้เสนอสูตรคำนวณแบบง่าย ซึ่งนำมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหนี้สินรวมมาหารด้วยมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม และ 2) ROA (Return on Assets) เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนประสิทธิภาพการดำเนินงานในเชิงบัญชี โดยคำนวณจากอัตราส่วนของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ROA ที่สูงสะท้อนถึงความสามารถขององค์กรในการใช้ทรัพยากรให้เกิดผลตอบแทนอย่างมีประสิทธิภาพ (Brigham & Houston, 2019) การใช้ตัวชี้วัดทั้ง Tobin’s Q และ ROA ทำให้สามารถประเมินผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ได้หลากหลาย ทั้งในด้านความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าตลาด และด้านการจัดการภายในที่สะท้อนผ่านประสิทธิภาพการดำเนินงาน

อย่างไรก็ตาม Tobin’s Q มีข้อจำกัดในด้านความผันผวนจากพฤติกรรมของนักลงทุนและสภาวะตลาด โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ที่อาจมีการเก็งกำไรมากกว่าการสะท้อนมูลค่าที่แท้จริง ในขณะที่ ROA อาจได้รับผลกระทบจากนโยบายการบันทึกบัญชี การศึกษาของ พรรณทิพย์ อย่างกลั่น และฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์ (2564) ได้ใช้ตัวชี้วัด Tobin’s Q ในการประเมินผลกระทบของ ESG ในบริบทของประเทศไทย ซึ่งยืนยันถึงความเหมาะสมของตัวแปรในบริบทตลาดทุนไทย

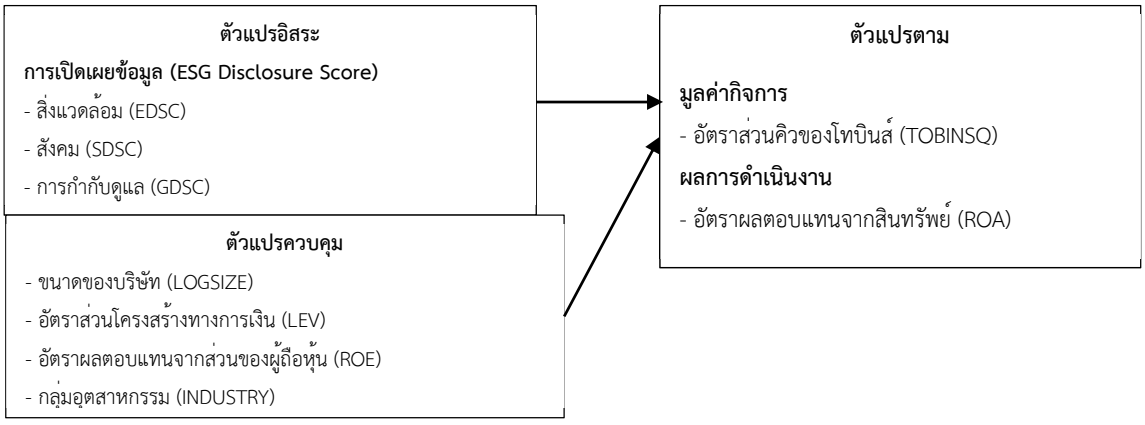
จากการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมา พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน อย่างไรก็ตาม ผลลัพธ์จากงานวิจัยที่ผ่านมายังคงมีความหลากหลาย แตกต่างกันไปตามแต่ละประเทศและอุตสาหกรรม การศึกษาของ Zhang et al. (2020) ศึกษาบริษัทในประเทศจีน พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในลักษณะที่แตกต่างกัน โดยด้านสิ่งแวดล้อมไม่มีนัยสำคัญ ขณะที่ด้านสังคมส่งผลในเชิงบวก และด้านการกำกับดูแลกลับมีผลในเชิงลบ ในทำนองเดียวกัน Chairani and Siregar (2021) ศึกษากลุ่มตัวอย่างใน ASEAN-5 โดยศึกษาความเชื่อมโยงระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ พบว่า ESG ไม่มีอิทธิพลโดยตรง ซึ่งขัดแย้งกับผลวิจัยของ พรรณทิพย์ อย่างกลั่น และฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์ (2564) ที่ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย พบว่า ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาความสัมพันธ์นี้ โดยให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกันออกไป เช่น Fuadah et al. (2022) ศึกษาโครงสร้างการถือครองหุ้นร่วมกับการเปิดเผยข้อมูล ESG พบว่า ESG ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของบริษัท ในทางตรงกันข้ามการศึกษาของ Delvina and Hidayah (2023) พบว่า ESG มีผลเชิงบวกกับตัวแปรทั้งสอง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Perdana et al. (2023) และดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และคณะ (2566) ที่ต่างยืนยันว่า ESG มีบทบาท เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม Hikmah and Daljono (2023) กลับพบผลลัพธ์ที่แตกต่างโดยระบุว่า ESG ส่งผลเชิงลบกับตัวแปรทั้งสอง ขณะที่ Karina et al. (2023) รายงานว่าไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่าง ESG กับตัวแปรทั้งสอง ผลลัพธ์ที่หลากหลายเหล่านี้สะท้อนให้เห็นถึงความไม่แน่นอนในเชิงประจักษ์ และสะท้อนถึงความจำเป็นในการศึกษาต่อในบริบทเฉพาะของแต่ละประเทศหรือภูมิภาค เพื่อทำความเข้าใจถึงเงื่อนไขและปัจจัยแวดล้อมที่อาจมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว

เมื่อพิจารณางานวิจัยล่าสุดเกี่ยวกับ ESG พบว่าผลลัพธ์ยังมีความหลากหลายขึ้นอยู่กับบริบทของประเทศ เช่น Terdpaopong et al. (2024) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับ Fernandes et al. (2024) ที่ศึกษาบริษัทในกลุ่มประเทศ BRICS และพบแนวโน้มในทิศทางเดียวกัน อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาของ Bahadir and Akarsu (2024) ซึ่งศึกษาบริษัทในยุโรป กลับพบว่า ESG ในแต่ละด้านไม่มีผลกระทบที่ชัดเจนต่อมูลค่ากิจการ และยังพบผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ จากมุมมองทางทฤษฎีสามารถอธิบายได้ผ่านทฤษฎีการเป็นตัวแทน ซึ่งชี้ว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ช่วยลดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น เพิ่มความโปร่งใส และลดต้นทุนตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) ขณะเดียวกัน ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย มองว่าการดำเนินกิจกรรม ESG อย่างต่อเนื่องสามารถสร้างความไว้วางใจ ความสัมพันธ์ระยะยาว และได้รับการสนับสนุนจากกลุ่มผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งเป็นรากฐานของความมั่นคงและมูลค่าในระยะยาว (Freeman, 1984) นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูล ESG ยังสามารถตีความได้ในมุมมองของทฤษฎีการส่งสัญญาณ ซึ่งเสนอว่าองค์กรสามารถใช้การเปิดเผยข้อมูล

ESG เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณเชิงบวกไปยังตลาด เพื่อสะท้อนความมุ่งมั่นต่อการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและมีการกำกับดูแลที่ดี ซึ่งอาจส่งผลต่อการประเมินค่าของตลาดและการตัดสินใจของนักลงทุน (Connelly et al., 2011) อย่างไรก็ตาม กรณีของ Bahadir and Akarsu (2024) แสดงให้เห็นว่าในบริบทที่ตลาดมีความระมัดระวัง หรือตีความ ESG เป็นเพียงกลยุทธ์ด้านภาพลักษณ์มากกว่าการดำเนินงานจริง (greenwashing) ข้อมูล ESG ที่เปิดเผยอาจไม่ส่งผลเชิงบวกหรืออาจก่อให้เกิดต้นทุนที่เกินความคาดหวังด้านผลตอบแทน จึงไม่ก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มในทางที่ตลาดคาดหวัง

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมุ่งเน้นการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่ากิจการในมุมมองของตลาด และผลการดำเนินงานในมุมมองทางบัญชี เพื่อทำความเข้าใจผลกระทบของ ESG อย่างรอบด้าน และนำเสนอข้อค้นพบเชิงประจักษ์ที่สามารถใช้เป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายหรือกลยุทธ์ ESG ทั้งในระดับองค์กรและระดับมหภาคได้อย่างเหมาะสม ภายใต้บริบทที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มขับเคลื่อนนโยบายการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างเป็นระบบตั้งแต่ปี 2021 เป็นต้นมา ขณะเดียวกัน ประเทศไทยถือเป็นกรณีศึกษาที่เหมาะสม เนื่องจากตลาดทุนไทยกำลังอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านด้านความตื่นตัวเกี่ยวกับ ESG โดยเฉพาะเมื่อนักลงทุนสถาบันเริ่มให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านความยั่งยืนมากขึ้น (SET, 2023) เช่น นโยบายลงทุนของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ชั้นนำหลายแห่ง ซึ่งได้กลายเป็นแรงผลักดันสำคัญที่ส่งผลต่อทิศทางการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนไทย อีกทั้งลักษณะเฉพาะของตลาดทุนไทยที่มีความอ่อนไหวต่อประเด็นด้านภาพลักษณ์ ความโปร่งใส และธรรมาภิบาล ทำให้ ESG กลายเป็นปัจจัยที่สามารถสร้างความแตกต่างในการรับรู้มูลค่าของกิจการในมุมมองของตลาดได้อย่างชัดเจน

จากการทบทวน แนวคิด ทฤษฎี รวมถึงการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยสามารถกำหนดกรอบแนวคิดเพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ดังนี้



ภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย

จากผลการวิจัยในอดีตสามารถกำหนดสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วยอัตราส่วนคิวของโทบินส์ (TOBINSQ) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 1.1 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 1.2 การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 1.3 การเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแล มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 2 การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2.1 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อผลการดำเนินงาน

สมมติฐานที่ 2.2 การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อผลการดำเนินงาน

สมมติฐานที่ 2.3 การเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแล มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อผลการดำเนินงาน

วิธีดำเนินการวิจัย (Research Methods)

กลุ่มตัวอย่าง

ในการศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดประชากร คือ กลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เปิดเผยข้อมูล ESG ตามฐานข้อมูล Bloomberg รายงาน ณ วันที่ 13 สิงหาคม 2567 ทั้งสิ้น 417 จำนวนข้อมูลรายปี (Firm Year) การคัดเลือกตัวอย่างใช้วิธีเจาะจง (Purposive Sampling) โดยกำหนดเกณฑ์การคัดเลือก ดังนี้ 1) ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากลักษณะการประกอบธุรกิจ กฎหมายที่เกี่ยวข้อง และหลักเกณฑ์อื่นๆ มีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น อาจส่งผลให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีความคลาดเคลื่อนได้ 2) ไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และ 3) ไม่รวมข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner) ในการตรวจสอบค่าผิดปกติ ผู้วิจัยใช้กราฟ Boxplot เพื่อวิเคราะห์ตัวแปรทั้งหมดที่เกี่ยวข้อง โดยตัดข้อมูลที่แสดงลักษณะเบี่ยงเบนอย่างชัดเจนจากค่ากลางของกลุ่ม ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความแม่นยำของการวิเคราะห์ แนวทางนี้สอดคล้องกับหลักการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสำรวจที่นิยมใช้ในงานวิจัยด้านบัญชี (Hair et al., 2019; Tukey, 1977) จากการคัดเลือกตามเกณฑ์ข้างต้น ส่งผลให้เหลือกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 317 Firm-Year รายละเอียดดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนข้อมูลรายปีที่ใช้ในการวิจัย

บริษัท	2564	2565	2566	รวม
บริษัทที่มีข้อมูลตามฐานข้อมูล Bloomberg	139	139	139	417
หัก ธุรกิจการเงิน	21	21	21	63
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	4	2	0	6
หัก ข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner)	12	9	10	31
จำนวนข้อมูลรายปี (Firm Year)	**102**	**107**	**108**	**317**

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ในการวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรในการศึกษาวิจัย โดยแบ่งตามประเภทตัวแปร ดังต่อไปนี้

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ได้แก่ คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG ประกอบด้วย คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (EDSCit) คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SDSCit) และคะแนนการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ (GDSCit)

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ได้แก่ มูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน ซึ่งมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยได้ใช้อัตราส่วนคิวของโทบินส์ (TOBINSQit) และผลการดำเนินงาน ผู้วิจัยได้ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROAit)

ตัวแปรควบคุม (Control Variable) ได้แก่ ขนาดของบริษัท (LOGSIZEit) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEVit) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROEit) และกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRYit) เช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีต (Aydoğmuş et al., 2022; Bahadır & Akarsu, 2024; Delvina & Hidayah, 2023; Fuadah et al., 2022; Perdana et al., 2023; Ritthidach et al., 2021; Zhang et al., 2020) ที่ผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรดังกล่าวอาจมีผลกระทบต่อ ESG, มูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน

สมการทดสอบสมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 1 (สมมติฐานที่ 1.1-1.3)

$$TOBINSQ_{it} = \beta_0+\beta_1 EDSC_{it}+\beta_2 SDSC_{it}+\beta_3 GDSC_{it}+\beta_4 LOGSIZE_{it}+\beta_5 LEV_{it}+\beta_6 ROE_{it} + \beta_7 INDUSTRY_{it}+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

สมการทดสอบสมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 2 (สมมติฐานที่ 2.1-2.3)

$$ROA_{it} = \beta_0+\beta_1 EDSC_{it}+\beta_2 SDSC_{it}+\beta_3 GDSC_{it}+\beta_4 LOGSIZE_{it}+\beta_5 LEV_{it}+\beta_6 ROE_{it} + \beta_7 INDUSTRY_{it}+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

สมการ (1), (2) ได้พัฒนาขึ้นจากงานวิจัยของ Bahadır and Akarsu (2024) และ Zhang et al. (2020) ซึ่งได้ศึกษาการเปิดเผย ESG ว่ามีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานอย่างไร

โดยที่

$TOBINSQ_{it}$ = วัดค่าจาก (มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ+หนี้สินรวม)/สินทรัพย์รวม

ROA_{it} = วัดค่าจากกำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม

$EDSC_{it}$ = คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRON_DISCLOSURE_SCORE: 0-100) (Bloomberg, 2024)

$SDSC_{it}$ = คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOCIAL_DISCLOSURE_SCORE: 0-100) (Bloomberg, 2024))

$GDSC_{it}$ = คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ (GOVNCE_DISCLOSURE_SCORE: 0-100) (Bloomberg, 2024))

$LOGSIZE_{it}$ = ขนาดของบริษัทวัดค่าลอการิทึมธรรมชาติจากสินทรัพย์รวม

LEV_{it} = วัดค่าจากหนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม

ROE_{it} = วัดค่าจากกำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

$INDUSTRY_{it}$ = เป็นตัวแปรหุ่น ประกอบด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มของเทคโนโลยี (TECH) กลุ่มทรัพยากร (RESOURC) กลุ่มบริการ (SERVICE) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) เช่น INDUSTRY1 กำหนดโดยให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) และเป็น 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น เป็นต้น

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เก็บข้อมูลที่มีการเผยแพร่สาธารณะจากเว็บไซต์ และฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี แบบ 56-1 หรือ 56-1 One Report และเก็บข้อมูลคะแนนการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG Disclosure Scores) จากฐานข้อมูล Bloomberg (Bloomberg ESG: BESG) ผู้วิจัยเลือกเก็บข้อมูลย้อนหลัง 3 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2564-2566 เนื่องจากเป็นช่วงเวลาที่สะท้อนถึงบริบทของการดำเนินธุรกิจและแนวโน้ม ESG ที่เข้มข้นและเป็นปัจจุบัน อีกทั้งเป็นช่วงที่ข้อมูลมีความครบถ้วนและสม่ำเสมอในแหล่งข้อมูลหลักการใช้ข้อมูลหลายปีช่วยเพิ่มจำนวนรายการข้อมูล (Firm-Year Observations) ให้เพียงพอต่อการวิเคราะห์ด้วยวิธีการถดถอยพหุคูณ และยังสามารถควบคุมคุณภาพข้อมูลได้ภายใต้ข้อจำกัดของระยะเวลาและความพร้อมของข้อมูล (Chen & Wang, 2022; Shang et al., 2023)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูปเพื่อการคำนวณทางสถิติโดยแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ของตัวแปรต่างๆ โดยนำเสนอในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis)

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statics) การวิจัยครั้งนี้ทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน แม้ว่าข้อมูลที่ใช้จะอยู่ในรูปของจำนวนข้อมูลรายปีของแต่ละบริษัท (firm-year observations) ครอบคลุมช่วงปี พ.ศ. 2564–2566 แต่เนื่องจากภายหลังการควบคุมค่าผิดปกติ (Outliers) และการคัดกรองข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ พบว่ามีหลายบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนในทั้งสามปี ดังนั้น การวิจัยนี้จึงเลือกใช้วิธีการวิเคราะห์แบบ OLS Regression บนข้อมูล cross-sectional ในลักษณะ firm-year โดยใช้ข้อมูลรายปีทั้งหมดเป็นหน่วยวิเคราะห์ และควบคุมความแตกต่างระหว่างบริษัทผ่านตัวแปรควบคุม เช่น ขนาดของบริษัท อัตราส่วนโครงสร้างทุน และกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อชดเชยผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท นอกจากนี้ ยังได้ดำเนินการตรวจสอบความเหมาะสมของข้อมูลเบื้องต้นด้วยการวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์ (Pearson Correlation) ค่าความแปรปรวนร่วม (VIF) และสมมติฐานพื้นฐานทางสถิติต่างๆ เพื่อให้แน่ใจว่าผลลัพธ์ที่ได้มีความน่าเชื่อถือในเชิงวิชาการ

ผลการวิจัย (Research Results)

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	Mean	Median	SD	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
TOBINSQ (เท่า)	1.918	1.385	1.349	0.581	7.814	1.948	3.742
ROA (ร้อยละ)	5.584	4.786	5.762	-13.050	26.677	0.458	1.710
EDSC (คะแนน)	42.318	40.048	18.563	2.506	81.486	0.100	-0.572
SDSC (คะแนน)	38.761	36.638	13.121	11.668	75.786	0.427	-0.167
GDSC (คะแนน)	83.982	83.594	7.513	50.873	96.116	-1.791	4.895
LOGSIZE (เท่า)	4.648	4.654	0.631	2.924	6.539	0.088	-0.046
LEV (เท่า)	0.497	0.514	0.181	0.088	1.060	-0.144	-0.552
ROE (ร้อยละ)	11.164	10.9946	12.668	-57.040	57.575	-0.801	5.672

จากตารางที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปรหลักที่ใช้ในการวิเคราะห์ พบว่า อัตราส่วนคิวของโทบินส์ (TOBINSQ) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 1.918 และ 5.584 ค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 1.385 และ 4.786 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 1.349 และ 5.762 ค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากับ 0.581 และ -13.050 ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 7.814 และ 26.677 ค่าความเบ้ (Skewness) เท่ากับ 1.948 และ 0.458 ค่าความโด่ง (Kurtosis) เท่ากับ 3.742 และ 1.710

คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (EDSC) ด้านสังคม (SDSC) และด้านการกำกับดูแล (GDSC) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 42.318, 38.761 และ 83.982 ตามลำดับ ค่ามัธยฐาน (Median) 40.048, 36.638 และ 83.594 ตามลำดับ โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 18.563, 13.121 และ 7.513 ตามลำดับ ค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากับ 2.506, 11.668 และ 50.873 ตามลำดับ ค่าสูงสุด (Maximum) เท่ากับ 81.486, 75.786 และ 96.116 ตามลำดับ ค่า Skewness เท่ากับ 0.100, 0.427 และ -1.791 ตามลำดับ และค่า Kurtosis เท่ากับ -0.572, -0.167 และ 4.895 ตามลำดับ ซึ่งพบว่า ไม่เบ้และโด่งผิดปกติ ตามแนวคิดของ (Hair et al., 2019) ที่กำหนดไว้ว่าค่า Skewness ไม่ควรเกิน ±2 และค่า Kurtosis ไม่ควรเกิน ±7

การวิจัยครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบสมมติฐาน ซึ่งก่อนการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผู้วิจัยได้ทดสอบความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity) โดยพิจารณาค่า Tolerance มีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง 0.552-0.962 ซึ่งค่าที่พบไม่ต่ำกว่า 0.10 และ VIF มีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง 1.039-1.810 ซึ่งค่าที่พบไม่เกิน 10 ดังแสดงไว้ในตารางที่ 4 และตารางที่ 5 สรุปได้ว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวไม่มีความสัมพันธ์กัน

นอกจากนี้ผู้วิจัยยังใช้สถิติ Pearson Correlation เพื่อยืนยันว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวแปรใดมีความสัมพันธ์กันเอง อันจะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ดังแสดงในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	EDSC	SDSC	GDSC	LOGSIZE	LEV	ROE	INDUSTRY
EDSC	—						
SDSC	0.730***	—					
GDSC	0.347***	0.361***	—				
LOGSIZE	0.597***	0.519***	0.336***	—			
LEV	0.138*	0.193***	0.304***	0.427***	—		
ROE	0.013	0.048	-0.049	-0.092	-0.190***	—	
INDUSTRY	-0.156**	-0.170**	0.137*	-0.004	0.105	-0.109	—

**** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001***

จากการวิเคราะห์ตารางที่ 3 ตารางสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม พบว่า ไม่มีคู่ตัวแปรใดมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกิน 0.80 ซึ่งอยู่ในระดับที่ไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ตามเกณฑ์ของ Hair et al. (2019)

ผลการทดสอบสมมติฐานของสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการ (TOBINSQ)

ตัวแปร	B	SE	t	p	Tolerance	VIF
Intercept[a]	7.217	0.830	8.689	<.001		
EDSC	0.019***	0.005	3.345	<.001	0.552	1.810
SDSC	-0.009	0.007	-1.287	0.199	0.635	1.573
GDSC	-0.031***	0.009	-3.321	0.001	0.864	1.157
LOGSIZE	-0.645***	0.142	-4.542	<.001	0.681	1.466
LEV	-0.496	0.406	-1.2217	0.223	0.829	1.206
ROE	0.028***	0.005	5.7056	<.001	0.962	1.039
INDUSTRY:					0.951	1.051
2 – 1	0.122	0.294	0.416	0.677		
3 – 1	-0.690**	0.245	-2.810	0.005		
4 – 1	0.448	0.234	1.912	0.057		
5 – 1	-1.401***	0.340	-4.11	<.001		
6 – 1	-0.726	0.539	-1.3464	0.179		
7 – 1	-0.633**	0.244	-2.587	0.010		
R = 0.611		Adjusted R Square = 0.349		F = 15.12		
R Square = 0.373		Durbin-Watson = 1.989		p < 0.001		

**** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001***

จากตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 (สมมติฐานที่ 1.1-1.3) การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยพบว่า ค่า p < 0.001 และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 15.12 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ค่า Adjusted R Square = 0.349 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ (TOBINSQ) ได้ร้อยละ 34.90 ส่วนที่เหลือร้อยละ 65.10 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่น

ผลจากการศึกษาถึงผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ มีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 0.019 ค่า p < .001 อธิบายได้ว่า เมื่อคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น 0.019 หน่วย จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1.1 และผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแล มีผลกระทบในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ มีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ -0.031 ค่า p = .001 อธิบายได้ว่า เมื่อคะแนนด้านการกำกับดูแลเพิ่มขึ้น

1 หน่วย ส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง 0.031 หน่วย จึงไม่ยอมรับสมมติฐานที่ 1.3 สำหรับการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม ไม่พบว่ามีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ จึงไม่ยอมรับสมมติฐานที่ 1.2

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อผลการดำเนินงาน (ROA)

ตัวแปร	B	SE	t	p	Tolerance	VIF
Intercept[a]	12.722***	1.806	7.043	<.001		
EDSC	0.027*	0.012	2.104	0.036	0.552	1.810
SDSC	-0.024	0.015	-1.510	0.132	0.635	1.573
GDSC	-0.019	0.020	-0.940	0.348	0.864	1.157
LOGSIZE	-1.189***	0.309	-3.848	<.001	0.681	1.466
LEV	-7.284***	0.883	-8.249	<.001	0.829	1.206
ROE	0.362***	0.010	33.161	<.001	0.962	1.039
INDUSTRY:					0.951	1.051
2 – 1	-0.948	0.639	-1.482	0.139		
3 – 1	-1.333*	0.534	-2.496	0.013		
4 – 1	-0.579	0.510	-1.135	0.257		
5 – 1	-0.100	0.740	-0.135	0.892		
6 – 1	-0.643	1.173	-0.548	0.584		
7 – 1	-0.386	0.532	-0.725	0.469		
R = 0.915		Adjusted R Square = 0.831		F = 130.60		
R Square = 0.837		Durbin-Watson = 2.134		P < 0.001		

**** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 *** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001***

จากตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 (สมมติฐานที่ 2.1-2.3) การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อผลการดำเนินงาน โดยพบว่า ค่า p < 0.001 และมีค่า F-Statistic เท่ากับ 130.60 แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีผลกระทบกับผลการดำเนินงานที่วัดค่าด้วย ROA ค่า Adjusted R Square = 0.831 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานได้ร้อยละ 83.10 ส่วนที่เหลือร้อยละ 16.90 เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มาจากปัจจัยอื่น

ผลจากการศึกษาถึงผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อผลการดำเนินงาน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 0.027 ค่า p = 0.036 อธิบายได้ว่า เมื่อคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 0.027 หน่วย จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2.1 สำหรับการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม และการกำกับดูแล ผลจากการศึกษาไม่พบว่ามีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน จึงไม่ยอมรับสมมติฐานที่ 2.2 และ 2.3

อภิปรายผลการวิจัย (Research Discussion)

การศึกษาครั้งนี้มุ่งศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัย พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA สอดคล้องกับทฤษฎีการเป็นตัวแทนที่อธิบายว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยเฉพาะด้านสิ่งแวดล้อมสามารถทำหน้าที่เป็นกลไกในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น เนื่องจากผู้บริหารมักมีข้อมูลภายในมากกว่าผู้ถือหุ้น การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างโปร่งใสจะช่วยลดต้นทุนตัวแทนและเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนในการดำเนินธุรกิจที่ยั่งยืน นอกจากนี้ยังช่วยให้ตลาดประเมินศักยภาพของบริษัทได้อย่างแม่นยำมากขึ้น จึงส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นผ่าน Tobin's Q ในขณะเดียวกัน ผลที่ส่งผ่านมายังมูลค่ากิจการในเชิงบวกยังสามารถตีความผ่านทฤษฎีการส่งสัญญาณ ซึ่งชี้ว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นสัญญาณเชิงบวกที่บริษัทใช้สื่อสารต่อผู้ลงทุน เพื่อสะท้อนถึงความโปร่งใสและความตั้งใจในการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ สัญญาณที่สม่ำเสมอจากการเปิดเผยข้อมูล ESG จะช่วยเพิ่มมูลค่าการรับรู้และลดความไม่แน่นอนในการตัดสินใจลงทุนจึงมีผลต่อ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ขณะเดียวกันจากมุมมองของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมยังสะท้อนถึงความใส่ใจต่อกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียซึ่งสามารถเสริมสร้างความสัมพันธ์ในระยะยาว และนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่มั่นคงมากขึ้น เห็นได้จากผลเชิงบวกต่อ ROA ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Alareeni and Hamdan (2020) และ Delvina and Hidayah (2023) พบว่าการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อมส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ โดยบริษัทที่ดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนมักได้เปรียบในการแข่งขันและดึงดูดผู้ถือหุ้นระยะยาวได้มากกว่า

ในทางตรงกันข้ามการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA ซึ่งอาจเป็นผลจากลักษณะของตลาดทุนไทยที่ยังไม่ให้ความสำคัญกับประเด็นด้านสังคมมากนักหรือผู้ลงทุนอาจยังไม่รับรู้ประโยชน์ในเชิงตัวเลขทางบัญชีจากโครงการเพื่อสังคมอย่างชัดเจน โดยเฉพาะในระยะสั้น เช่น การจัดกิจกรรม CSR อาจสะท้อนถึงภาพลักษณ์มากกว่าการสร้างรายได้โดยตรงในทางปฏิบัติ ผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Shaikh (2022) ที่ระบุว่าในบางกรณีโครงการด้านสังคมบางอย่างอาจไม่ได้สร้างผลตอบแทนที่วัดได้ในระยะสั้น โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทที่เน้นประสิทธิภาพทางต้นทุนหรืออยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูง นอกจากนี้ผลการศึกษาของ Bahadır and Akarsu (2024) ยังระบุว่าผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในบางบริบทอาจไม่ให้ความสำคัญกับข้อมูลด้านสังคมเท่ากับข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมหรือการกำกับดูแล

ในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแล พบว่า มีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อ Tobin's Q แต่ไม่มีผลกระทบต่อ ROA ซึ่งเป็นประเด็นที่น่าสนใจ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีควรส่งเสริมความโปร่งใส ลดความเสี่ยง และเพิ่มมูลค่าองค์กร โดยผลในทิศทางลบที่เกิดขึ้นต่อมูลค่ากิจการ

อาจสะท้อนถึงต้นทุนที่แฝงอยู่กับการดำเนินนโยบายด้านการกำกับดูแล เช่น การเพิ่มคณะกรรมการอิสระ การลงทุนในระบบควบคุมภายใน หรือการปฏิบัติตามข้อกำหนดภายนอก ซึ่งในระยะสั้นอาจถูกมองว่าเป็นภาระมากกว่าผลประโยชน์ (Ahmed & Hammad, 2021; Khatun & Hossain, 2020) อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่การเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแลไม่มีผลกระทบต่อ ROA อาจสะท้อนถึงลักษณะขององค์กรที่ให้ความสำคัญกับกระบวนการกำกับดูแลมากกว่าการเพิ่มผลกำไรในระยะสั้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Zhang et al. (2020) และ Bahadır and Akarsu (2024) ซึ่งพบลักษณะคล้ายกัน โดยชี้ว่าการเปิดเผยด้านการกำกับดูแลอาจส่งผลกระทบในทางลบในบริบทที่ผู้ลงทุนยังไม่ให้ความสำคัญ ทั้งนี้ยังอาจเกี่ยวข้องกับความไม่สอดคล้องระหว่างนโยบายการกำกับดูแลกับโครงสร้างและวัฒนธรรมการบริหารของบริษัท นอกจากนี้ Ali et al. (2022) และ Aydoğmuş et al. (2022) ต่างชี้ว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านการกำกับดูแลมากเกินไปอาจลดมูลค่ากิจการในตลาดที่มีความซับซ้อน

ในส่วนของตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (LOGSIZE) และอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) พบว่ามีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อทั้ง Tobin’s Q และ ROA ซึ่งอาจสะท้อนว่าเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นหรือมีภาระหนี้สินสูงขึ้น บริษัทอาจเผชิญกับข้อจำกัดด้านความคล่องตัวในการบริหารจัดการ หรือเกิดต้นทุนตัวแทนที่สูงขึ้น โดยเฉพาะในบริษัทขนาดใหญ่ที่มีหนี้สูง อาจถูกประเมินว่ามีความเสี่ยงต่อปัญหาทางการเงินหรือมีความไม่มั่นคงในด้านการดำเนินงาน ในขณะที่ตัวแปร ROE มีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อทั้ง Tobin’s Q และ ROA ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดพื้นฐานทางการเงินที่ว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงแสดงถึงการใช้ทุนอย่างมีประสิทธิภาพ และสะท้อนความสามารถของฝ่ายจัดการในการสร้างผลกำไรจากเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้อย่างเหมาะสม (Brigham & Houston, 2019)

ผลการวิจัยสนับสนุนว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยเฉพาะด้านสิ่งแวดล้อม เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลเชิงบวกต่อทั้งมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานในบริบทของตลาดทุนไทย สอดคล้องกับแนวคิดเรื่องการพัฒนาที่ยั่งยืน และแนวโน้มของนักลงทุนสมัยใหม่ที่ให้ความสำคัญต่อประเด็น ESG อย่างจริงจังมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ESG ในด้านสังคม และด้านการกำกับดูแล ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนหรือมีผลกระทบเชิงลบในบางกรณี ซึ่งอาจสะท้อนถึงความท้าทาย ด้านการออกแบบกลยุทธ์การเปิดเผยข้อมูลให้สอดคล้องกับกลยุทธ์องค์กร

แม้แนวคิด ESG จะได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นทั้งในระดับโลกและในประเทศไทย แต่การตอบสนองของตลาดทุนไทยต่อการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและการกำกับดูแลยังไม่สอดคล้องกับข้อค้นพบในวรรณกรรมสากล ซึ่งสะท้อนถึงความแตกต่างของบริบทเชิงสถาบันในหลายมิติ อาทิ ระดับความตื่นตัวของนักลงทุนไทย โดยเฉพาะรายย่อยยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นและขาดความเข้าใจเกี่ยวกับ ESG ทำให้ยังไม่ถูกใช้เป็นปัจจัยหลักในการตัดสินใจลงทุน ขณะเดียวกันวัฒนธรรมบรรษัทภิบาลในหลายองค์กรยังเน้นเชิงสัญลักษณ์มากกว่าการปฏิบัติจริง จึงไม่ก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มอย่างแท้จริง นอกจากนี้ ความสัมพันธ์ที่ซ้อนทับระหว่างภาครัฐและเอกชนทำให้กลไกกำกับดูแลและการบังคับใช้ขาดประสิทธิภาพ ส่งผลให้ผู้มี

ส่วนได้เสียไม่มั่นใจในการใช้ข้อมูล ESG เพื่อประเมินศักยภาพของบริษัท อีกทั้งโครงสร้างอุตสาหกรรมในตลาดทุนไทยซึ่งยังเน้นธุรกิจครอบครัวและการบริหารแบบรวมศูนย์ ทำให้ลดแรงจูงใจในการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยเฉพาะในด้านสังคม และด้านการกำกับดูแล เนื่องจากไม่เห็นผลตอบแทนทางบัญชีอย่างชัดเจน และยังขาดแรงกดดันจากผู้ถือหุ้นเชิงรุกเหมือนในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว

เพื่อให้สามารถสร้างผลลัพธ์เชิงบวกที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้นในอนาคต ข้อค้นพบนี้จึงสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์องค์กร และนโยบายของหน่วยงานกำกับกับดูแล โดยเน้นการส่งเสริมให้มีการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพ สอดคล้องกับบริบทของประเทศ รวมถึงทิศทางของมาตรฐานสากล เพื่อเพิ่มศักยภาพการแข่งขัน และสร้างผลลัพธ์เชิงบวกอย่างยั่งยืนในอนาคต

ข้อเสนอแนะการวิจัย (Research Suggestions)

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

จากผลการศึกษาที่พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ส่งผลกระทบในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อทั้งมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน แสดงให้เห็นถึงบทบาทที่สำคัญด้านสิ่งแวดล้อมที่สามารถสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน และผู้มีส่วนได้เสีย องค์กรจึงควรให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมอย่างรอบด้าน และใช้ข้อมูลเหล่านี้เป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ในการเสริมสร้างความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว ในขณะเดียวกัน การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม และด้านการกำกับดูแล ยังไม่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงาน และในด้านการกำกับดูแลยังส่งผลกระทบในทางลบต่อมูลค่ากิจการ องค์กรจึงควรทบทวนวิธีการเปิดเผยข้อมูลในสองด้านนี้ให้เหมาะสมกับบริบทขององค์กรและตลาดทุนไทย

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ.2564-2566 ซึ่งเป็นระยะเวลาที่มีข้อจำกัดในการสังเกตผลกระทบเชิงลึกของ ESG ต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตควรพิจารณาใช้จำนวนข้อมูลที่มีช่วงเวลาที่ยาวนานขึ้น เพื่อให้สามารถวิเคราะห์แนวโน้มเชิงเวลาได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงอาจเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศอื่นในภูมิภาค เพื่อศึกษาความแตกต่างของผลกระทบที่เกิดขึ้น

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

ภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแล เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ควรมีบทบาทในการส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยเฉพาะในด้านสิ่งแวดล้อม ซึ่งพบว่ามีความเชื่อมโยงอย่างชัดเจนกับมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน โดยสนับสนุนกิจกรรม จัดอบรม หรือให้คำปรึกษาแก่บริษัทที่ยังขาดความเข้าใจเกี่ยวกับการจัดทำรายงาน ESG หรือรายงานความยั่งยืน เพื่อกระตุ้นให้บริษัทไทยให้ความสำคัญกับความยั่งยืนมากขึ้น

เอกสารอ้างอิง (References)

ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์, ชนาเมธ น้อยอ่าง, และอุภาวดี เนื่องวรรณะ. (2023). การสังเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างการเปิดเผยข้อมูลการพัฒนาที่ยั่งยืนที่ส่งผลต่อมูลค่า กิจการผ่านความเข้มแข็งทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มเกษตร และอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มบริการ และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ภายใต้วิกฤตการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา 2019. *วารสารนวัตกรรมธุรกิจการจัดการ และสังคมศาสตร์, 4*(1), 42-59.

พรรณทิพย์ อย่างกลั่น และฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์. (2564). อิทธิพลของการรายงานตามความรับผิดชอบต่อสังคม และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Buddhist Anthropology*, *6*(12), 318-329.

Ahmed, P. K., & Hammad, M. R. (2021). *Corporate governance and firm performance: A case study of emerging economies. Journal of Business Research*, *74*(6), 1125-1138.

Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, *20*(7), 1409-1428

Ali, W., Frynas, J. G., & Mahmood, Z. (2022). Governance disclosure practices and their impacts on firm performance: Evidence from emerging economies. *Corporate Governance International Journal*, *24*(1), 21-37.

Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, *22*, S119-S127.

Bahadır, O., & Akarsu, S. (2024). *Does Company Information Environment Affect ESG – Financial Performance Relationship? Evidence from European Markets*. Sustainability, 16(7), 2701.

Bloomberg. (2024). *Bloomberg for education: The environmental, social, and governance course*. https://www.bloomberg.com/professional/products/bloomberg-terminal/

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.

Chairani, C., & Siregar, S. V. (2021). The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: the role of environmental, social and governance performance. *Meditari Accountancy Research*, *29*(3), 647-670.

Chen, H., & Wang, X. (2022). Stock repurchases, executive compensation incentive and corporate cash holdings. *The European Journal of Finance*, 28(12), 1145–1166.

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). "A Simple Approximation of Tobin's Q." *Financial Management*, *23*(3), 70–74.

Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, *37*(1), 39–67.

Delvina, E. M., & Hidayah, R. (2023). The effect of ESG (environmental, social and governance) performance on company value and company performance. *Management Studies and Entrepreneurship Journal (MSEJ)*, *4*(5), 5436-5444.

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2020). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, *60*(11), 2835-2857. education/certificate-courses/

Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, *38*, 45–64.

Fernandes, C. G., de Freitas Luna, M. S., Junior, E. M., & Maria, M. M. L. (2024). The Impact of Controversial Esg On the Market Value and Financial Constraints of Brics Companies. *Revista De Gestão Social E Ambiental*, *18*(4), e04679-e04679.

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

Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). *A stakeholder approach to strategic management*. In M. A. Hitt, R. E. Freeman, & J. S. Harrison (Eds.), *The Blackwell Handbook of Strategic Management* (pp. 189–207). Blackwell Publishing.

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 as moderating variable*. Economies, 10(12), 314.

Grewatsch, S., & Kleindienst, I. (2017). How organizational cognitive frames affect sustainability investments: The role of framing diversity and strategic fit. *Academy of Management Review, 42*(4), 661-682.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). Cengage Learning.

Hikmah, N., & Daljono, D. (2023). The Impact of ESG Disclosure, Liquidity, and Leverage on Firm Value Mediated by Profitability Performance. *Kontigensi: Jurnal Ilmiah Manajemen*, *11*(2), 817-831.

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.

Karina, R., Lestari, F., & Ivone, I. (2023). The Effect of Enterprise Risk Management on Financial Performance and Firm Value: The Role of Environmental, Social and Governance Performance. *Global Financial Accounting Journal, 7*(2), 213-229.

Khatun, F., & Hossain, A. (2020). Corporate governance and firm value: Evidence from an emerging market. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 20(4), 564-580.

KnowESG. (2024). *ESG ratings: A benchmark for performance.* https://www.knowesg.com/featured-article/esg-ratings-a-benchmark-for-performance.

Kwintana, E., & Hanggraeni, D. (2023). The Influence Of Enterprise Risk Management (ERM) On Profitability, Cost Of Debt, And Company Value: The Role Of Moderation Of Environmental, Social, Governance (ESG) In Asean-5 Countries Period 2017-2021. *International Journal of Economics Development Research (IJEDR)*, *4*(2), 830-845.

Perdana, M., Salim, U., Ratna, K., & Rofiq, A. (2023). *The Effect of Environmental Social Governance (ESG) Performance and Financial Performance on Firm Value: Evidence from the Banking Sector in ASEAN*. In 1 st Brawijaya International Conference on Business and Law (BICoBL 2022) (pp. 183-193). Atlantis Press.

Ritthidach, P., Burapasiriwat, P., & Suttipun, M. (2021). อิทธิพลของผลตอบแทนผู้บริหารต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Accountancy and Management*, *13*(2), 60-74.

Shaikh, I. (2022) . Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: an international evidence. *Journal of Business Economics and Management*, *23*(1), 218-237.

Shang, Y., Xu, H., & Li, D. (2023). *The impact of executive compensation incentive on corporate innovation capability: Evidence from agro-based companies in China*. ResearchGate.

Siregar, S. V. (2021). *Disclosure of enterprise risk management in ASEAN 5: Sustainable development for green economy*. In IOP Conference Series: Earth and Environmental Science (Vol. 716, No. 1, p. 012101). IOP Publishing.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, *87*(3), 355–374.

Sustainalytics. (2024). *ESG Risk Ratings Methodology.* https://connect.sustainalytics.com/esg-risk-ratings-methodology

Terdpaopong, K., Wegmann, G., Kraiwanit, T., Limna, P., & Rafiyya, A. (2024). Unveiling the influence of ESG disclosures on corporate profitability: Insights from Thailand's publicly listed companies. *Journal of Infrastructure, Policy and Development, 8*(7), 4787.

The Stock Exchange of Thailand (SET). (2023). *Sustainability Reporting Guidelines*. https://www.set.or.th

Tukey, J. W. (1977). *Exploratory data analysis*. Addison-Wesley.

Zhang, F., Qin, X., & Liu, L. (2020). *The interaction effect between ESG and green innovation and its impact on firm value from the perspective of information disclosure.* Sustainability, 12(5), 1866.