

ความสัมพันธ์ระหว่างสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับต้นทุนหนี้สิน ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

The Relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) and Cost of Debt of Listed Companies in Thailand

ปุณณดา จุลธีระ

นักลงทุนสัมพันธ์ บริษัท พุกาษา โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
Email: poonnada_j@pruksa.com

Poonnada Jultheera

Investor Relations Specialist Pruksa Holding Plc.
Email: poonnada_j@pruksa.com

วชิระ บุญยเนตร

รองศาสตราจารย์ ประจำภาควิชาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Email: wachira@cbs.chula.ac.th

Wachira Boonyanet, Phd, CPA

Associate Professor, Chulalongkorn Business School
Email: wachira@cbs.chula.ac.th

ภาวิณี มะโนวรรณ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ประจำภาควิชาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Email: pavinee@cbs.chula.ac.th

Pavinee Manowan

Assistant Professor, Chulalongkorn Business School
Email: pavinee@cbs.chula.ac.th

ความสัมพันธ์ระหว่างสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ปุณณดา จุลธีระ

นักลงทุนสัมพันธ์ บริษัท พรุक्षा โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)

Email: poonnada_j@pruksa.com

วชิระ บุญเนตร

รองศาสตราจารย์ ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Email: wachira@cbs.chula.ac.th

ภาวิณี มะโนวรรณ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Email: pavinee@cbs.chula.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 19 พฤษภาคม 2569

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 20 มิถุนายน 2569

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 26 มิถุนายน 2569

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) กับต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt: COD) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 66 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2559-2567 รวมทั้งสิ้น 594 ตัวอย่าง ข้อมูล ESG ได้มาจากฐานข้อมูล Bloomberg และวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง Fixed Effects โดยการวิเคราะห์ครอบคลุมทั้งคะแนน ESG โดยรวม คะแนนรายมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ตลอดจนตัวแปรควบคุมทางการเงินที่เกี่ยวข้อง

ผลการศึกษาพบว่า คะแนน ESG โดยรวมและคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมแสดงค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับข้อคาดการณ์ทางทฤษฎี อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากสะท้อนว่า ESG ยังไม่ได้ถูกนำมาใช้ในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมอย่างชัดเจนในบริบทของประเทศไทย ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจอธิบายได้จากลักษณะของระบบการเงินไทยที่ยังพึ่งพาสถาบันการเงินเป็นหลัก รวมถึงคะแนนด้านสังคมและคะแนนด้านธรรมาภิบาลก็ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนหนี้สินเช่นเดียวกัน ในขณะที่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในตัวแปรควบคุมโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สิน ขณะที่อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สิน ผลการศึกษาสะท้อนว่าเจ้าหนี้ในประเทศไทยยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่าข้อมูล ESG ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิต และกำหนดต้นทุนการกู้ยืมของกิจการ

คำสำคัญ: สิ่งแวดล้อม สังคม ธรรมาภิบาล ต้นทุนหนี้สิน อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ ขนาดกิจการ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน

The Relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) and Cost of Debt of Listed Companies in Thailand

Poonnada Jultheera

Investor, Relations Specialist Pruksa Holding Plc.

Email: poonnada_j@pruksa.com

Wachira Boonyanet, Phd, CPA

Associate Professor, Chulalongkorn Business School

Email: wachira@cbs.chula.ac.th

Pavinee Manowan

Assistant Professor, Chulalongkorn Business School

Email: pavinee@cbs.chula.ac.th

Received: May 19, 2026

Revised: June 20, 2026

Accepted: June 26, 2026

Abstract

This study examines the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) performance and the cost of debt (COD) of listed companies in Thailand. Using panel data from 66 listed firms during 2016-2024 (594 firm-year observations), ESG data were obtained from Bloomberg and analyzed using a Fixed Effects model. The analysis incorporates overall ESG scores, individual environmental, social, and governance pillar scores, and relevant financial control variables.

The findings indicate that the overall ESG score and the environmental score exhibit negative coefficients in relation to the cost of debt, which is consistent with theoretical expectations. However, these relationships are not statistically significant, suggesting that ESG performance has not yet been clearly incorporated into the determination of borrowing costs in the Thai context. This result may be explained by the characteristics of Thailand's financial system, which remains largely dependent on financial institutions. Meanwhile, the social and governance scores do not show statistically significant relationships with the cost of debt. In contrast, statistically significant relationships are observed among the control variables. Return on assets and firm size are negatively associated with the cost of debt, while the current ratio is positively associated with the cost of debt. Overall, the findings suggest that creditors in Thailand continue to place greater emphasis on traditional financial information than on ESG-related information when assessing credit risk and determining firms' borrowing costs.

Key word: Environment, Social, Governance, Cost of Debt, Return on Assets, Firm Size, Current Ratio

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในตลาดทุนทั่วโลก เนื่องจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเริ่มคาดหวังให้กิจการดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงความยั่งยืนควบคู่ไปกับผลตอบแทนทางเศรษฐกิจ โดยแนวคิด ESG ไม่ได้สะท้อนเพียงภาพลักษณ์หรือความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการเท่านั้น แต่ยังถูกมองว่าเป็นข้อมูลที่สามารถสะท้อนคุณภาพการบริหารจัดการ ความสามารถในการควบคุมความเสี่ยง และศักยภาพในการดำเนินธุรกิจระยะยาวของกิจการอีกด้วย ด้วยเหตุนี้นักลงทุน เจ้าหนี้ และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจำนวนมากจึงเริ่มนำข้อมูล ESG มาใช้ประกอบการตัดสินใจทางเศรษฐกิจมากขึ้น (Fiorillo et al., 2025; Shi et al., 2024)

ในมุมมองของเจ้าหนี้ ESG อาจเป็นข้อมูลที่ช่วยสะท้อนความเสี่ยงด้านเครดิตของกิจการ โดยเฉพาะความเสี่ยงที่ไม่สามารถสังเกตได้โดยตรงจากงบการเงิน เช่น ความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม ความเสี่ยงด้านชื่อเสียง ความเสี่ยงจากข้อพิพาทแรงงาน หรือความเสี่ยงจากการกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพ หากกิจการสามารถบริหารจัดการประเด็นดังกล่าวได้อย่างเหมาะสม เจ้าหนี้อาจประเมินว่ากิจการมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำกว่า และอาจนำไปสู่ต้นทุนการกู้ยืมที่ลดลง ในทางกลับกันหากกิจการมีปัญหาด้าน ESG เจ้าหนี้อาจเรียกร้องผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่สูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนหนี้สินเพิ่มขึ้นได้ (Du & Lu, 2025)

ในเชิงทฤษฎี ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินสามารถอธิบายได้ผ่านหลายแนวคิดสำคัญ โดย Stakeholder Theory อธิบายว่า กิจการที่ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและบริหารจัดการประเด็น ESG อย่างเหมาะสม อาจสามารถลดความเสี่ยงในการดำเนินงานและเพิ่มเสถียรภาพของกระแสเงินสดในระยะยาว ซึ่งส่งผลเชิงบวกต่อความสามารถในการชำระหนี้ ขณะที่ Information Asymmetry Theory อธิบายว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพอาจช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการกับเจ้าหนี้ ทำให้เจ้าหนี้สามารถประเมินความเสี่ยงของกิจการได้แม่นยำขึ้น และอาจลดส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เรียกร้องในการปล่อยสินเชื่อ (You et al., 2025) อย่างไรก็ตาม แม้ในเชิงทฤษฎี ESG จะมีแนวโน้มสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินในทิศทางเชิงลบ แต่ผลการศึกษาที่ผ่านมายังไม่ให้ข้อสรุปที่สอดคล้องกันทั้งหมด

งานวิจัยจำนวนหนึ่งพบว่า ESG สามารถช่วยลดต้นทุนหนี้สินได้ เนื่องจากเจ้าหนีมองว่ากิจการที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูง มักมีความเสี่ยงต่ำกว่าและมีคุณภาพการบริหารจัดการที่ดีกว่า (Fiorillo et al., 2025; Shi et al., 2024; Johan et al., 2025) หรือบางกรณีพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่ ซึ่งเจ้าหนี้อาจยังให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่าข้อมูลด้าน ESG (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024; Su, 2026) ความไม่สอดคล้องของผลการศึกษาดังกล่าวสะท้อนว่า บทบาทของ ESG ต่อการกำหนดต้นทุนหนี้สินอาจขึ้นอยู่กับบริบทเชิงสถาบัน ระดับการพัฒนาของตลาดทุน คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูล ESG และระดับการยอมรับของผู้ให้สินเชื่อต่อข้อมูลด้านความยั่งยืน

สำหรับบริบทของประเทศไทย แม้ว่าการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และความยั่งยืนจะได้รับการส่งเสริมเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากหน่วยงานกำกับดูแลและตลาดทุน แต่การนำข้อมูล ESG ไปใช้ประกอบการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมอาจยังอยู่ในระยะเริ่มต้น ในทางปฏิบัติ เจ้าหนี้มักให้ความสำคัญกับข้อมูลที่สะท้อนความสามารถในการชำระหนี้โดยตรง เช่น ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสด ระดับภาระหนี้ สภาพคล่อง และหลักประกัน มากกว่าคะแนน ESG (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024) นอกจากนี้ ตลาดสินเชื่อของประเทศไทยยังมีลักษณะพึ่งพาสถาบันการเงินเป็นสำคัญ ทำให้กระบวนการพิจารณาสินเชื่ออาจยังเน้นข้อมูลทางการเงินและข้อมูลเชิงคุณภาพภายในมากกว่าข้อมูล ESG ที่เปิดเผยต่อสาธารณะ

แม้ว่างานวิจัยก่อนหน้านี้จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินอย่างแพร่หลาย แต่ยังมีข้อจำกัดสำคัญหลายประการ ประการแรก ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ยังไม่ให้ข้อสรุปที่ชัดเจนและสอดคล้องกัน โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่ (Ariefianto et al., 2024; Su, 2026) ประการที่สอง งานวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินโดยใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ยังมีอยู่อย่างจำกัด ประการที่สาม งานวิจัยที่ใช้คะแนน ESG จาก Bloomberg ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล ยังมีไม่มากนักในบริบทของประเทศไทย ช่องว่างงานวิจัยดังกล่าวจึงนำไปสู่คำถามสำคัญว่า ESG สามารถอธิบายความแตกต่างของต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยได้มากน้อยเพียงใด ด้วยเหตุนี้งานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้คะแนน ESG จาก Bloomberg ทั้งในรูปแบบคะแนน ESG โดยรวม และคะแนนรายมิติ ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental: E) ด้านสังคม (Social: S) และด้านธรรมาภิบาล (Governance: G) ภายใต้กรอบการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data และประมาณค่าด้วยแบบจำลอง Fixed Effects เพื่อควบคุมความแตกต่างเฉพาะของแต่ละกิจการและผลกระทบตามช่วงเวลา งานวิจัยนี้คาดว่าจะมีส่วนช่วยเติมเต็มวรรณกรรมในหลายด้าน กล่าวคือ ในเชิงวิชาการ งานวิจัยช่วยขยายหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับบทบาทของ ESG ต่อการกำหนดต้นทุนหนี้สินในบริบทของตลาดเกิดใหม่ โดยเฉพาะประเทศไทย ขณะที่ในเชิงปฏิบัติ ผลการศึกษาคงจะช่วยให้ผู้บริหาร นักลงทุน เจ้าหนี้ และหน่วยงานกำกับดูแลเข้าใจมากขึ้นว่า ข้อมูล ESG ถูกสะท้อนเข้าสู่การประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตและต้นทุนการกู้ยืมมากน้อยเพียงใด ซึ่งอาจเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของกิจการในอนาคต

■ การทบทวนวรรณกรรม

กรอบแนวคิดเชิงทฤษฎีเกี่ยวกับ ESG และต้นทุนหนี้สิน

Stakeholder Theory

Stakeholder Theory (Freeman et al., 2010) อธิบายว่า กิจการไม่ได้ดำเนินงานเพื่อตอบสนองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเพียงกลุ่มเดียว แต่ต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลายฝ่าย เช่น พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชน หน่วยงานกำกับดูแล เจ้าหนี้ และสังคมโดยรวม ความสามารถในการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจึงมีความสำคัญต่อเสถียรภาพและความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว ภายใต้กรอบแนวคิดนี้ ESG ถือเป็นกลไกที่สะท้อนคุณภาพของการบริหารจัดการ ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย กิจการที่ให้ความสำคัญกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล อาจสามารถลดความเสี่ยงจากข้อพิพาททางกฎหมาย ความเสียหายต่อชื่อเสียง ความขัดแย้งด้านแรงงาน และความล้มเหลวในการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลให้กิจการมีเสถียรภาพของกระแสเงินสดและความสามารถในการชำระหนี้ที่ดีขึ้น ในมุมมองของเจ้าหนี้ กิจการที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูงมักถูกมองว่ามีความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำกว่า เนื่องจากมีความสามารถในการบริหารความเสี่ยง และรักษาความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงอาจได้รับต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่า (Fiorillo et al., 2025; Shi et al., 2024) อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจไม่ปรากฏอย่างชัดเจนในทุกบริบท โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ที่เจ้าหนี้ยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่าข้อมูล ESG หรือในกรณีที่ข้อมูล ESG ยังไม่สามารถสะท้อนความเสี่ยงด้านเครดิตได้อย่างเป็นรูปธรรม (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024; Su, 2026)

Information Asymmetry Theory

Information Asymmetry Theory (Bessler et al., 2011) อธิบายสถานการณ์ที่ผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน ความเสี่ยง และแนวโน้มการดำเนินงานในอนาคตมากกว่าเจ้าหนี้ ความไม่สมมาตรของข้อมูลดังกล่าวอาจทำให้เจ้าหนี้ประเมินความเสี่ยงของกิจการได้ไม่สมบูรณ์ และเรียกร้องผลตอบแทนในการปล่อยสินเชื่อสูงขึ้นเพื่อชดเชยความไม่แน่นอน ภายใต้กรอบแนวคิดนี้ การเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพและโปร่งใสมีบทบาทสำคัญในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการกับเจ้าหนี้ ส่งผลให้เจ้าหนี้สามารถประเมินความเสี่ยงและความสามารถในการชำระหนี้ได้แม่นยำมากขึ้น และอาจนำไปสู่ต้นทุนหนี้สินที่ลดลง ในบริบทของ ESG ข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลสามารถทำหน้าที่เป็นข้อมูลเสริมที่ช่วยสะท้อนความเสี่ยงซึ่งไม่สามารถสังเกตได้โดยตรงจากงบการเงิน เช่น ความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม ความเสี่ยงด้านชื่อเสียง ความเสี่ยงด้านแรงงาน และความเสี่ยงจากการกำกับดูแลกิจการ หากกิจการมีการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพ เจ้าหนี้จะสามารถประเมินความเสี่ยงของกิจการได้อย่างครอบคลุมมากขึ้น ส่งผลให้ส่วนชดเชยความเสี่ยงในการปล่อยสินเชื่อลดลง (You et al., 2025)

แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนหนี้สินและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt) หมายถึง ต้นทุนหรือผลตอบแทนที่กิจการต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้เพื่อแลกกับการได้รับเงินทุนจากการกู้ยืม ไม่ว่าจะเป็นอยู่ในรูปเงินกู้ หนี้กู้ หรือหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยอื่น ๆ โดยต้นทุนหนี้สินเป็นองค์ประกอบสำคัญของต้นทุนเงินทุนและมีผลต่อความสามารถในการทำกำไร มูลค่ากิจการ และการตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุน ในมุมมองของเจ้าหนี้ ต้นทุนหนี้สินสะท้อนระดับความเสี่ยงด้านเครดิตของกิจการ กล่าวคือ กิจการที่มีความเสี่ยงสูงย่อมเผชิญต้นทุนการกู้ยืมที่สูงกว่า

งานวิจัยด้านการเงินและการบัญชีชี้ว่า ต้นทุนหนี้สินได้รับอิทธิพลจากทั้งปัจจัยทางการเงินและปัจจัยที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน โดยในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ESG ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้น เนื่องจากอาจสะท้อนคุณภาพการบริหารจัดการความสามารถในการควบคุมความเสี่ยง และความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว ซึ่งภายใต้กรอบ Stakeholder Theory และ Information Asymmetry Theory นั้น ESG อาจช่วยลดต้นทุนหนี้สินผ่านการลดความเสี่ยงด้านเครดิตและลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการกับเจ้าหนี้ กล่าวคือ กิจการที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูง อาจได้รับการประเมินว่ามีความเสี่ยงต่ำกว่าและสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในต้นทุนที่ต่ำกว่าได้ หลักฐานเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่สนับสนุนแนวคิดดังกล่าว โดย (Apergis et al., 2022; Fiorillo et al., 2025; Shi et al., 2024; You et al., 2025) พบว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินผ่านการลด อุปสรรคด้านข้อมูล การเพิ่มความโปร่งใส และการปรับปรุงการรับรู้ความเสี่ยงของเจ้าหนี้ นอกจากนี้ (Yan et al., 2025) ยังพบว่าประสิทธิภาพของ ESG อาจขึ้นอยู่กับคุณภาพของระบบตรวจสอบภายในและกลไกกำกับดูแลกิจการ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาในตลาดเกิดใหม่ยังไม่สอดคล้องกันทั้งหมด ตัวอย่างเช่น (Pramadhia & Nainggolan, 2025) พบว่า ESG โดยรวมไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินในอินโดนีเซีย ขณะที่ (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024) พบความสัมพันธ์เชิงบวกในประเทศไทย ซึ่งแตกต่างจากข้อคาดการณ์ทางทฤษฎี นอกจากนี้ (Wang et al., 2025) ยังเสนอประเด็น ESG Greenwashing โดยชี้ว่าเจ้าหนี้อาจไม่สามารถแยกแยะระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่สะท้อนผลการดำเนินงานจริงกับการสร้างภาพลักษณ์ด้าน ESG ได้อย่างสมบูรณ์

โดยสรุป วรรณกรรมล่าสุดสะท้อนว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนหนี้สินยังคงมีความซับซ้อน และขึ้นอยู่กับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล ESG กลไกกำกับดูแลกิจการ ระดับการพัฒนาของตลาดทุน และบริบทเชิงสถาบันของแต่ละประเทศ โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ที่มีการนำข้อมูล ESG ไปใช้ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตยังอยู่ในระยะพัฒนา

■ การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

ESG โดยรวมและต้นทุนหนี้สิน

Stakeholder Theory และ Information Asymmetry Theory สนับสนุนว่า ESG อาจช่วยลดต้นทุนหนี้สินผ่านการลดความเสี่ยงด้านเครดิต การเพิ่มความโปร่งใส และการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการกับเจ้าหนี้ กิจการที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูงจึงอาจถูกมองว่ามีคุณภาพการบริหารจัดการและความสามารถในการควบคุมความเสี่ยงที่ดีกว่า ส่งผลให้เจ้าหนี้เรียกร้องผลตอบแทนในการปล่อยสินเชื่อลดลง งานวิจัยจำนวนมากสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงลบดังกล่าว (Fiorillo et al., 2025; Shi et al., 2024; Johan et al., 2025) แต่จากการออกแบบคิดเชิงทฤษฎีและหลักฐานเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ งานวิจัยนี้คาดการณ์ว่า ESG โดยรวมมีแนวโน้มลดต้นทุนหนี้สิน

H1: คะแนน ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

มิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับต้นทุนหนี้สิน

แม้คะแนน ESG โดยรวมจะสะท้อนภาพรวมของการดำเนินงานด้านความยั่งยืน แต่แต่ละมิติของ ESG อาจส่งผลต่อการรับรู้ความเสี่ยงของเจ้าหนี้แตกต่างกัน มิติด้านสิ่งแวดล้อมสะท้อนความสามารถในการจัดการความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและกฎระเบียบ มิติด้านสังคมสะท้อนความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ขณะที่มิติด้านธรรมาภิบาลสะท้อนคุณภาพการกำกับดูแล ความโปร่งใส และประสิทธิภาพของการควบคุมภายใน งานวิจัยก่อนหน้านี้พบว่ามิติด้านธรรมาภิบาลมักมีบทบาทสำคัญต่อการลดต้นทุนหนี้สิน (Shi et al., 2024) ขณะที่มิติด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมอาจมีผลต่อความเสี่ยงในระยะยาว (Fiorillo et al., 2025) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ยังไม่สอดคล้องกัน โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ที่ใช้ข้อมูล ESG ในกระบวนการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตยังไม่แพร่หลาย ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงกำหนดสมมติฐานเพื่อทดสอบผลกระทบของแต่ละมิติของ ESG ดังนี้

H2a: คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

H2b: คะแนนด้านสังคมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

H2c: คะแนนด้านธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

■ ระเบียบวิธีวิจัย

รูปแบบและแนวทางการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยมุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ภายใต้กรอบการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data ซึ่งเป็นข้อมูลที่ติดตามหน่วยวิเคราะห์เดียวกันในหลายช่วงเวลา การใช้ข้อมูลลักษณะดังกล่าวช่วยให้สามารถวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงภายในกิจการเดียวกันตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา และช่วยลดอคติที่อาจเกิดจากความแตกต่างเฉพาะของแต่ละกิจการซึ่งไม่สามารถสังเกตได้โดยตรง เช่น รูปแบบการบริหาร ความเสี่ยงเฉพาะอุตสาหกรรม หรือวัฒนธรรมองค์กร ในการประมาณค่า งานวิจัยเลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับควบคุมผลกระทบเฉพาะของแต่ละกิจการ (Firm-specific Effects) และผลกระทบตามช่วงเวลา (Time Effects) ซึ่งอาจส่งผลต่อต้นทุนหนี้สินของกิจการ โดยการเลือกใช้แบบจำลองดังกล่าวได้รับการสนับสนุนจากผลการทดสอบ Hausman Test ซึ่งชี้ว่าแบบจำลอง Fixed Effects มีความเหมาะสมมากกว่า Random Effects ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในการศึกษา

ประชากร กลุ่มตัวอย่าง และวิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรของการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม เพื่อให้สามารถวัดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้ครบถ้วน งานวิจัยจึงใช้วิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) โดยกำหนดเกณฑ์ดังต่อไปนี้ บริษัทต้องมีข้อมูลคะแนน ESG จาก Bloomberg อย่างต่อเนื่องตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา บริษัทต้องมีข้อมูลทางการเงินเพียงพอสำหรับการคำนวณตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม รวมทั้งบริษัทต้องมีข้อมูลต้นทุนหนี้สินและข้อมูลทางการเงินอื่นที่สามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์ Panel Data ได้อย่างครบถ้วน ภายใต้เกณฑ์ดังกล่าว กลุ่มตัวอย่างสุดท้ายประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนจำนวน 66 บริษัท ครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559-2567 รวมทั้งสิ้น 594 ตัวอย่าง การใช้ช่วงเวลาศึกษาที่ครอบคลุมหลายปีช่วยให้การวิเคราะห์สามารถสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และช่วยลดผลกระทบจากเหตุการณ์เฉพาะช่วงเวลาใดช่วงเวลาหนึ่ง

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิซึ่งรวบรวมจากฐานข้อมูล Bloomberg โดยข้อมูลที่ใช้ประกอบด้วยข้อมูลด้าน ESG และข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย สำหรับข้อมูล ESG งานวิจัยใช้คะแนน ESG ที่ประเมินโดย Bloomberg ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล โดยคะแนนดังกล่าวสะท้อนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของกิจการผ่านกระบวนการรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี รายงานความยั่งยืน และเอกสารเปิดเผยข้อมูลสาธารณะของกิจการ ส่วนข้อมูลทางการเงิน เช่น ต้นทุนหนี้สิน ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง ระดับภาระหนี้ และข้อมูลทางบัญชีอื่น ๆ ถูกเก็บรวบรวมจาก Bloomberg เช่นเดียวกัน เพื่อให้ข้อมูลมีความสอดคล้องกันตลอดช่วงเวลาศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยและนิยามเชิงปฏิบัติการ

ตัวแปรตามของการศึกษาคือ ต้นทุนหนี้สิน ซึ่งสะท้อนต้นทุนการกู้ยืมหรือภาระดอกเบี้ยที่กิจการต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ในช่วงเวลานั้น โดยคำนวณจากอัตราส่วนดอกเบี้ยจ่ายต่อหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ซึ่งเป็นแนวทางที่นิยมใช้ในงานวิจัยด้านการเงินและการบัญชี โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่ที่ข้อมูลผลตอบแทนตราสารหนี้อาจมีข้อจำกัดด้านความครบถ้วนและสภาพคล่อง ตัวแปรที่การศึกษาสนใจศึกษา คือ ESG ทั้งคะแนนรวม และคะแนนแยกรายมิติ รวมทั้งตัวแปรควบคุม ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตัวแปรของการศึกษา

ตัวแปร	ตัวย่อ	คำอธิบาย
ตัวแปรตาม		
ต้นทุนหนี้สิน	COD	ดอกเบี้ยจ่ายต่อหนี้สิน
ตัวแปรอิสระ		
ESG	l_ESGScore	รูปค่าลอการิทึมของคะแนน ESG รวม
ด้านสิ่งแวดล้อม	EScore	คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม
ด้านสังคม	SScore	คะแนนด้านสังคม
ด้านธรรมาภิบาล	GScore	คะแนนด้านธรรมาภิบาล
ตัวแปรควบคุม		
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	Leverage	หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ROA	กำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม
ขนาดของกิจการ	FirmSize	สินทรัพย์รวม
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน	CurrentRatio	สินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน
อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย	InterestCoverage	กำไรจากการดำเนินงานต่อดอกเบี้ยจ่าย
อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน	TangibilityRatio	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม

■ การเตรียมข้อมูลและการจัดการข้อมูลก่อนการวิเคราะห์

ก่อนการประมาณค่าสมการถดถอย งานวิจัยได้ตรวจสอบความครบถ้วนและความสอดคล้องของข้อมูลในทุกช่วงเวลา รวมถึงตรวจสอบการกระจายตัวของข้อมูลเพื่อประเมินคุณภาพข้อมูลเบื้องต้น นอกจากนี้ งานวิจัยได้ดำเนินการจัดการค่านอกเกณฑ์ (Outliers) โดยใช้วิธี Tukey’s Biweight ซึ่งเป็นวิธีที่ช่วยลดอิทธิพลของค่าผิดปกติต่อผลการประมาณค่า โดยไม่จำเป็นต้องตัดข้อมูลออกจากชุดข้อมูลทั้งหมด วิธีดังกล่าวช่วยเพิ่มความทนทาน (Robustness) ของผลการประมาณค่า และลดโอกาสที่ผลการศึกษาจะถูกครอบงำโดยค่าผิดปกติบางค่า นอกจากนี้งานวิจัยได้ดำเนินการตรวจสอบข้อสมมติสำคัญของแบบจำลองตามที่แสดงในภาคผนวก

■ แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

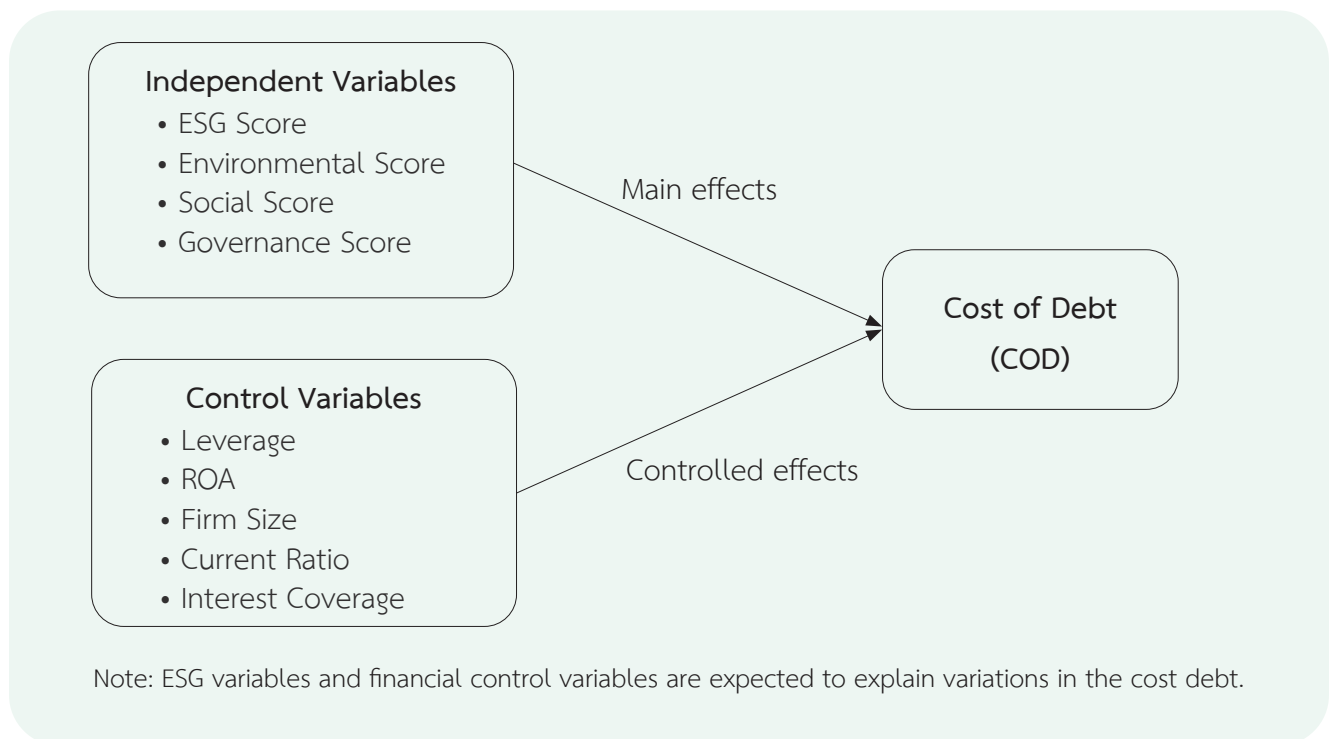
งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณด้วยข้อมูลแบบ Panel Data ภายใต้แบบจำลอง Fixed Effects เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สิน โดยสามารถเขียนสมการได้ดังนี้

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESGScore_{it} + \beta_2 EScore_{it} + \beta_3 SScore_{it} + \beta_4 GScore_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 FirmSize_{it} + \beta_8 CurrentRatio_{it} + \beta_9 InterestCoverage_{it} + \beta_{10} TangibilityRatio_{it} + \beta_{11} COD_{it-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

- COD_{it} คือ ต้นทุนหนี้สินของบริษัท i ในช่วงเวลา t
- COD_{it-1} คือ ต้นทุนหนี้สินของบริษัท i ในช่วงปีก่อนหน้า
- μ_i คือ ผลกระทบเฉพาะของแต่ละกิจการ
- λ_t คือ ผลกระทบตามช่วงเวลา
- ε_{it} คือ ค่าคลาดเคลื่อนของแบบจำลอง

นอกจากนี้ งานวิจัยได้เพิ่มตัวแปรตามในอดีตหนึ่งช่วงเวลา (Lagged Dependent Variable) หรือ COD_{it-1} เพื่อสะท้อนลักษณะความต่อเนื่องของต้นทุนหนี้สิน และช่วยลดปัญหา Autocorrelation ซึ่งมักพบในข้อมูลแบบ Panel Data ทั้งนี้ ตัวแปรดังกล่าวถูกนำมาใช้เพื่อแก้ไขปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน มากกว่าการมุ่งประมาณแบบจำลองเชิงพลวัต (Dynamic Panel Model) รูปภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

■ ผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนามีวัตถุประสงค์เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ทั้งตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม โดยพิจารณาค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าความเบ้ และค่าความโด่ง เพื่อประเมินการกระจายตัวของข้อมูลก่อนการวิเคราะห์ถดถอย ผลการวิเคราะห์แสดงดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร (Variable)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (SD)	ค่าความเบ้ (Skewness)	ค่าความโด่ง (Kurtosis)
ตัวแปรตาม						
COD	0.472	4.239	2.258	0.706	-0.200	-0.674
ตัวแปรอิสระ						
ESGScore	0.820	7.550	3.632	1.234	0.260	-0.332
EScore	0.120	9.190	3.140	1.842	0.727	0.071
SScore	0.340	9.050	4.138	2.022	0.188	-0.875
GScore	2.340	6.310	4.590	0.755	-0.259	-0.557
ตัวแปรควบคุม						
Leverage	0.175	7.771	1.421	0.930	2.013	7.745
ROA	0.042	35.023	5.741	4.646	2.337	9.350
FirmSize (10 ₆)	1,315.919	243,232.670	65,756.796	53,970.242	1.419	1.388
CurrentRatio	0.067	8.856	1.657	1.150	1.555	3.679
InterestCoverageRatio	0.145	97.863	8.550	11.867	3.950	20.524
TangibilityRatio	0.017	0.853	0.403	0.211	-0.093	-0.990

ผลการศึกษาพบว่า ต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.258 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.706 สะท้อนว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีต้นทุนการกู้ยืมแตกต่างกันในระดับปานกลาง โดยค่าความเบ้ (-0.200) และค่าความโด่ง (-0.674) แสดงว่าข้อมูลมีการกระจายตัวค่อนข้างสมมาตรและไม่พบการกระจุกตัวผิดปกติ สำหรับคะแนน ESG โดยรวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.632 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.234 สะท้อนว่าระดับการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทมีความแตกต่างกันพอสมควร เมื่อพิจารณารายมิติ พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีค่าเฉลี่ย 3.140 และมีการกระจายตัวค่อนข้างสูง SD = 1.842 แสดงว่าบริษัทมีระดับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมแตกต่างกันมาก ขณะที่คะแนนด้านสังคมมีค่าเฉลี่ย 4.138 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงสุด SD = 2.022 สะท้อนถึงความหลากหลายของการดำเนินงานด้านสังคม ส่วนคะแนนด้านธรรมาภิบาลมีค่าเฉลี่ยสูงสุด 4.590 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำที่สุด 0.755 แสดงว่าบริษัทส่วนใหญ่มีระดับการกำกับดูแลกิจการใกล้เคียงกัน สำหรับตัวแปรควบคุม Leverage มีค่าเฉลี่ย 1.421

และ ROA มีค่าเฉลี่ย 5.741 โดยทั้งสองตัวแปรมีความเบ้และค่าความโด่งค่อนข้างสูง สะท้อนว่ามีบางบริษัทที่มีระดับหนี้สินหรือความสามารถในการทำกำไรแตกต่างจากกลุ่มตัวอย่างอย่างชัดเจน ขณะที่ Firm Size มีค่าเฉลี่ย 65,756.796 ล้านบาท แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยทั้งบริษัทขนาดกลางและขนาดใหญ่ ส่วน Current Ratio และ Interest Coverage Ratio มีการกระจายตัวค่อนข้างกว้าง สะท้อนความแตกต่างด้านสภาพคล่องและความสามารถในการชำระดอกเบี้ยของแต่ละกิจการ

โดยรวม ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีความแตกต่างทั้งในด้านระดับค่าเฉลี่ยและการกระจายตัวของข้อมูล ซึ่งสะท้อนความหลากหลายของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง และสนับสนุนความเหมาะสมของการใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

■ ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณและผลการทดสอบสมมติฐาน

ภายหลังการตรวจสอบข้อสมมติของแบบจำลอง งานวิจัยได้ดำเนินการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณด้วยข้อมูลแบบ Panel Data ภายใต้แบบจำลอง Fixed Effects เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยผลการประมาณค่าสมการถดถอยแสดงดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการประมาณค่าสมการถดถอย (Fixed Effect)

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	ค่าคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	t-ratio	p-value	ระดับนัย สำคัญ(Sig.)
const	1.772	0.486	3.642	0.001	***
l_ESGScore	-0.099	0.128	-0.776	0.440	NS
EScore	-0.014	0.028	-0.503	0.616	NS
SScore	0.018	0.018	1.031	0.306	NS
GScore	0.065	0.047	1.376	0.173	NS
Leverage	-0.008	0.021	-0.398	0.691	NS
ROA	-0.010	0.005	-2.053	0.044	**
FirmSize	-5.28130e-07	1.90719e-07	-2.769	0.007	***
CurrentRatio	0.097	0.027	3.524	0.001	***
InterestCoverage	-3.44635e-05	5.60502e-05	-0.614	0.540	NS
TangibilityRatio	0.262	0.337	0.778	0.439	NS
CostofDebt_1	0.122	0.137	0.895	0.373	NS

ตารางที่ 3 ผลการประมาณค่าสมการถดถอย (Fixed Effect) (ต่อ)

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	ค่าคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	t-ratio	p-value	ระดับนัย สำคัญ(Sig.)
dt_2	0.007	0.066	0.115	0.908	NS
dt_3	0.287	0.086	3.324	0.001	***
dt_4	-0.768	0.052	-14.69	2.45e-022	***
dt_5	-1.048	0.191	-5.472	7.63e-07	***
dt_6	-0.464	0.241	-1.919	0.059	*
dt_7	0.312	0.173	1.807	0.075	*
dt_8	0.595	0.052	11.43	3.31e-017	***
Mean dependent var	2.215	S.D. dependent var			0.714
Sum squared resid	48.630	S.E. of regression			0.330
LSDV R-squared	0.819	Within R-squared			0.782
F-statistic	6.396 (0.000)	Log-likelihood			-119.600
Akaike criterion	407.201	Schwarz criterion			765.805
Hannan-Quinn	547.587	rho			-0.047
Durbin-Watson	1.854	Variance Inflation Factor (VIF)			1.113-6.824
***, ** และ * แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001, 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ และ NS หมายถึง ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ					

ผลการวิเคราะห์พบว่าแบบจำลองมีความสามารถในการอธิบายความผันแปรของข้อมูลได้ในระดับสูง โดยมีค่า Within R-squared เท่ากับ 0.782 แสดงว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปรของต้นทุนหนี้สินภายในกิจการได้ประมาณร้อยละ 78.20 ขณะที่ค่า F-statistic มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.000) สะท้อนว่าแบบจำลองโดยรวมมีความเหมาะสมในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับต้นทุนหนี้สิน

สำหรับ ESG โดยรวม พบว่า $l_ESGScore$ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.099 ซึ่งมีทิศทางเป็นลบตามที่คาดการณ์ไว้จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.440) จึงยังไม่มีหลักฐานเพียงพอที่จะสนับสนุนว่า ESG โดยรวมมีอิทธิพลต่อต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจสะท้อนว่า เจ้าหนี้ยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่าข้อมูลด้าน ESG ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิต ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024; Su, 2026) เมื่อพิจารณาคะแนนรายมิติของ ESG พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (EScore) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ ($\beta = -0.014$, p-value = 0.616) ขณะที่คะแนนด้านสังคม ($\beta = 0.018$, p-value = 0.306) และคะแนนด้านธรรมาภิบาล ($\beta = 0.065$, p-value = 0.173) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก อย่างไรก็ตาม ตัวแปรทั้งสามไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาสะท้อนว่าเจ้าหนี้อาจยังไม่ได้ใช้ข้อมูล ESG

รายมิติเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืม หรือข้อมูล ESG อาจยังไม่สามารถสะท้อนความเสี่ยงด้านเครดิตได้อย่างชัดเจนในบริบทของประเทศไทย แม้ว่ามิติด้านธรรมาภิบาลจะถูกมองว่าเกี่ยวข้องกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และความโปร่งใสของข้อมูลโดยตรงก็ตาม

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า ROA มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = -0.010$, $p\text{-value} = 0.044$) แสดงว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่ามีแนวโน้มเผชิญต้นทุนหนี้สินต่ำกว่า ขณะที่ Firm Size มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน ($\beta = -5.281 \times 10^{-7}$, $p\text{-value} = 0.007$) สะท้อนว่าบริษัทขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ในต้นทุนที่ต่ำกว่า ในทางตรงกันข้าม Current Ratio มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ ($\beta = 0.097$, $p\text{-value} = 0.001$) ซึ่งแตกต่างจากข้อคาดการณ์ทั่วไป โดยอาจสะท้อนว่าการถือสินทรัพย์หมุนเวียนในระดับสูงไม่ได้ถูกมองเป็นสัญญาณเชิงบวกเสมอไป แต่เจ้าหนี้อาจตีความว่าเป็นการถือเงินสดเพื่อรองรับความไม่แน่นอนหรือสะท้อนประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ที่ลดลง สำหรับ Leverage, Interest Coverage Ratio และ Tangibility Ratio ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนหนี้สิน นอกจากนี้ ตัวแปรต้นทุนหนี้สินในอดีต (CostofDebt_{-1}) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} = 0.373$) แสดงว่าต้นทุนหนี้สินในอดีตไม่ได้มีอิทธิพลต่อต้นทุนหนี้สินในปัจจุบันภายหลังการควบคุมปัจจัยอื่นแล้ว ขณะที่ตัวแปรเวลา (Time Dummy Variables) หลายช่วงมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค เช่น ภาวะเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย และสภาพคล่องของตลาดทุน อาจมีผลต่อต้นทุนหนี้สินในแต่ละช่วงเวลา

ในด้านความเหมาะสมของแบบจำลอง พบว่า ค่า Durbin-Watson เท่ากับ 1.854 และค่า VIF อยู่ระหว่าง 1.113-6.824 ซึ่งไม่สะท้อนปัญหา Autocorrelation หรือ Multicollinearity ในระดับรุนแรง จึงสามารถสรุปได้ว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมและให้ผลการประมาณค่าที่น่าเชื่อถือสำหรับการศึกษาคอมพิวเตอร์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยงานวิจัยได้ดำเนินการสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย สรุปได้ว่า

สมมติฐานที่ 1

H1: คะแนน ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนน ESG โดยรวม ($I_ESGScore$) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบตามที่คาดการณ์ไว้จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี อย่างไรก็ตาม ตัวแปรดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} = 0.440$) จึงไม่สามารถสรุปได้ว่า ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นงานวิจัยจึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H1 ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนว่าแม้ ESG อาจมีแนวโน้มช่วยลดความเสี่ยงด้านเครดิตตามกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี แต่ในบริบทของประเทศไทย เจ้าหนี้อาจยังไม่ได้นำข้อมูล ESG มาใช้ในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมอย่างเป็นระบบ และยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่า

สมมติฐานที่ 2a

H2a: คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม ($EScore$) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบตามที่คาดการณ์ไว้จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี อย่างไรก็ตาม ตัวแปรดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} = 0.616$) จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ดังนั้นงานวิจัยจึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H2a ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจสะท้อนว่า เจ้าหนี้ในประเทศไทยยังไม่ได้ให้น้ำหนักกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตอย่างชัดเจน หรือข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมยังไม่ถูกสะท้อนเข้าสู่ต้นทุนการกู้ยืมในระดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 2b

H2b: คะแนนด้านสังคมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนนด้านสังคม (SScore) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} = 0.306$) จึงไม่สามารถสรุปได้ว่า คะแนนด้านสังคมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยจึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H2b ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจสะท้อนว่า แม้กิจกรรมด้านสังคมจะมีความสำคัญต่อภาพลักษณ์และความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย แต่เจ้าหนี้ก็ยังไม่มองว่าปัจจัยดังกล่าวมีผลโดยตรงต่อความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการ

สมมติฐานที่ 2c

H2c: คะแนนด้านธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนนด้านธรรมาภิบาล (GScore) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} = 0.173$) จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าคะแนนด้านธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยจึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H2c แม้มิติด้านธรรมาภิบาลจะถูกมองว่าเกี่ยวข้องโดยตรงกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและความโปร่งใสของข้อมูล แต่ผลการศึกษาส่งสะท้อนว่า เจ้าหนี้ในประเทศไทยอาจยังใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพหรือข้อมูลภายในอื่นประกอบการพิจารณาสินเชื่อมากกว่าการพึ่งพาคะแนนธรรมาภิบาลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ

โดยสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยสะท้อนว่า ESG ทั้งในภาพรวมและรายมิติยังไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ภายใต้แบบจำลองและช่วงเวลาการศึกษา ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนว่า การนำข้อมูล ESG ไปใช้ในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมในบริบทของประเทศไทยอาจยังอยู่ในระยะเริ่มต้น และเจ้าหนี้อาจยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินแบบดั้งเดิมมากกว่าข้อมูลด้านความยั่งยืนในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของกิจการ

■ อภิปรายผลการวิจัย

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลแบบ Panel Data และแบบจำลอง Fixed Effects ผลการศึกษาพบว่า ESG ทั้งในภาพรวมและรายมิติ ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนหนี้สิน ขณะที่ ROA, Firm Size และ Current Ratio มีความสัมพันธ์กับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า แม้ ESG จะได้รับความสำคัญเพิ่มขึ้นในตลาดทุนทั่วโลก แต่ในบริบทของประเทศไทย ปัจจัยทางการเงินยังคงมีบทบาทสำคัญต่อการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของเจ้าหนี้

ผลการศึกษาพบว่า ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินตามที่คาดการณ์ไว้จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่า ESG ยังไม่ได้ถูกนำมาใช้ในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมอย่างชัดเจนในบริบทของประเทศไทย ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจอธิบายได้จากลักษณะของระบบการเงินไทยที่ยังพึ่งพาสถาบันการเงินเป็นหลัก ส่งผลให้เจ้าหนี้ให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงิน เช่น ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสด ระดับภาระหนี้ และสภาพคล่องมากกว่าข้อมูล ESG ที่เปิดเผยต่อสาธารณะ แม้ ESG จะสะท้อนความยั่งยืนและคุณภาพการบริหารจัดการในระยะยาว แต่เจ้าหนี้อาจมองว่าปัจจัยดังกล่าวยังไม่สามารถสะท้อนความสามารถในการชำระหนี้ได้อย่างเป็นรูปธรรมเมื่อเทียบกับข้อมูลทางการเงินโดยตรง นอกจากนี้ ผลการศึกษายังสะท้อนว่า การบูรณาการข้อมูล ESG เข้ากับกระบวนการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตในประเทศไทยอาจยังอยู่ในระยะเริ่มต้น แม้ว่าหน่วยงานกำกับดูแลและตลาดทุนจะส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างต่อเนื่องก็ตาม

แม้ว่าผลการศึกษาของ (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024) จะพบว่าคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนหนี้สิน แต่ผลการศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว ความแตกต่างของผลลัพธ์อาจเกิดจากหลายปัจจัย ประการแรก ความแตกต่างด้านช่วงเวลาการศึกษาอาจเป็นสาเหตุสำคัญ เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้ครอบคลุมข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2559-2567 ซึ่งรวมช่วงการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจหลังสถานการณ์ COVID-19 และช่วงที่อัตราดอกเบี้ยมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้ปัจจัยทางการเงินและสถานะเศรษฐกิจมหภาคอาจมีอิทธิพลต่อต้นทุนหนี้สินมากกว่าปัจจัยด้าน ESG ประการที่สอง ความแตกต่างด้านกลุ่มตัวอย่างและแหล่งข้อมูล ESG อาจส่งผลให้ผลการศึกษามีความแตกต่างกัน เนื่องจากการประเมินคะแนน ESG ของแต่ละฐานข้อมูลมีวิธีการคำนวณและเกณฑ์การให้คะแนนที่ต่างกันไป ซึ่งอาจนำไปสู่ผลลัพธ์ที่ไม่สอดคล้องกัน ดังที่ (Postiglione et al., 2024) ได้ชี้ให้เห็นถึงปัญหาความแตกต่างของ ESG Ratings ระหว่างผู้ให้บริการข้อมูลแต่ละราย ประการที่สาม แม้ว่าประเทศไทยจะมีการส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างต่อเนื่อง แต่การนำข้อมูลดังกล่าวมาใช้ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของเจ้าหนี้อาจยังไม่แพร่หลายในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมหรือทุกช่วงเวลา ส่งผลให้บทบาทของ ESG ต่อการกำหนดต้นทุนหนี้สินยังไม่ชัดเจนเท่ากับที่พบในบางการศึกษา นอกจากนี้ งานวิจัยฉบับนี้ใช้แบบจำลอง Fixed Effects ซึ่งควบคุมลักษณะเฉพาะของแต่ละกิจการและผลกระทบตามช่วงเวลาอย่างเข้มงวดมากขึ้น การควบคุมปัจจัยดังกล่าวอาจทำให้ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนหนี้สินที่ปรากฏในงานวิจัยก่อนหน้านี้ลดระดับความมีนัยสำคัญลงได้ หากความสัมพันธ์ดังกล่าวได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเฉพาะของกิจการหรือปัจจัยร่วมในแต่ละช่วงเวลา ดังนั้นความแตกต่างระหว่างผลการศึกษานี้กับงานของ (Thaveekittikul & Arunruangsirilert, 2024) ไม่ได้หมายความว่าผลการศึกษาใดผลการศึกษานี้ไม่ถูกต้อง แต่สะท้อนว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนหนี้สินอาจขึ้นอยู่กับบริบทของข้อมูล ช่วงเวลาศึกษา วิธีการวัด ESG และวิธีการวิเคราะห์ที่ใช้ในการศึกษาแต่ละครั้ง

นอกจากนั้นผลการศึกษาพบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนหนี้สิน แม้ว่างานวิจัยก่อนหน้านี้หลายฉบับจะเสนอว่า ESG สามารถช่วยลดความเสี่ยงและเพิ่มความน่าเชื่อถือของกิจการได้ สำหรับมิติด้านสิ่งแวดล้อม ผลการศึกษาอาจสะท้อนว่า เจ้าหนี้ยังไม่ได้มองว่าความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมส่งผลโดยตรงต่อความสามารถในการชำระหนี้ในระยะสั้น อีกทั้งข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมจำนวนมากยังมีลักษณะเป็นข้อมูลเชิงบรรยายและมีความแตกต่างด้านมาตรฐานการเปิดเผย ในส่วนของมิติด้านสังคม แม้กิจกรรมด้านสังคมจะช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีและลดความเสี่ยงด้านชื่อเสียง แต่ผลกระทบดังกล่าวมักเกิดขึ้นในระยะยาวมากกว่าการส่งผลต่อกระแสเงินสดและความสามารถในการชำระหนี้ ซึ่งเป็นประเด็นที่เจ้าหนี้ให้ความสำคัญ สำหรับมิติด้านธรรมาภิบาล แม้วรรณกรรมจำนวนมากจะเสนอว่าธรรมาภิบาลควรเป็นปัจจัยสำคัญในการลดต้นทุนหนี้สิน แต่ผลการศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว อาจเป็นเพราะเจ้าหนี้ไม่ได้พึ่งพาคะแนนธรรมาภิบาลที่เปิดเผยต่อสาธารณะเพียงอย่างเดียว แต่ยังใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพอื่นร่วมด้วย เช่น ประวัติการชำระหนี้ ความสัมพันธ์กับสถาบันการเงิน และข้อมูลจากกระบวนการวิเคราะห์สินเชื่อภายใน ผลการศึกษาพบว่า ROA และ Firm Size มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับแนวคิดด้านความเสี่ยงเครดิตที่ระบุว่า บริษัทที่มีกำไรสูงและมีขนาดใหญ่กว่ามักมีความสามารถในการชำระหนี้และความน่าเชื่อถือสูงกว่า จึงสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในต้นทุนที่ต่ำกว่า ในทางตรงกันข้าม Current Ratio มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สิน ซึ่งอาจสะท้อนว่า การถือสินทรัพย์หมุนเวียนในระดับสูงไม่ได้ถูกมองเป็นสัญญาณเชิงบวกเสมอไป แต่เจ้าหนี้อาจตีความว่าเป็นการถือสภาพคล่องเพื่อรองรับความไม่แน่นอนทางธุรกิจ หรือสะท้อนประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ที่ลดลง

โดยภาพรวม ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า เจ้าหนี้ในประเทศไทยยังคงให้น้ำหนักกับข้อมูลทางการเงินมากกว่าข้อมูล ESG ในการกำหนดต้นทุนหนี้สิน ซึ่งสะท้อนลักษณะของตลาดเกิดใหม่ที่ใช้ข้อมูลด้านความยั่งยืนในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตยังอยู่ในช่วงพัฒนา

■ คุณค่าของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีส่วนช่วยขยายวรรณกรรมเกี่ยวกับ ESG และต้นทุนหนี้สินในบริบทของประเทศไทย ซึ่งยังมีหลักฐานเชิงประจักษ์ค่อนข้างจำกัดเมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้ว แม้ว่าการวิจัยก่อนหน้านี้จำนวนมากจะเสนอว่า ESG สามารถช่วยลดต้นทุนหนี้สินผ่านการลดความเสี่ยงและความไม่สมมาตรของข้อมูล แต่ผลการศึกษากลับพบว่า ESG ทั้งในภาพรวมและรายมิติไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนหนี้สิน ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนหนี้สินอาจขึ้นอยู่กับบริบทเชิงสถาบัน ระดับการพัฒนาของตลาดทุน และพฤติกรรมของผู้ให้สินเชื่อในแต่ละประเทศ กล่าวคือ แม้ Stakeholder Theory และ Information Asymmetry Theory จะสนับสนุนว่า ESG ควรช่วยลดความเสี่ยงด้านเครดิตและต้นทุนการกู้ยืม แต่กลไกดังกล่าวอาจยังไม่ปรากฏอย่างชัดเจนในบริบทของประเทศไทย นอกจากนี้ งานวิจัยยังช่วยเติมเต็มวรรณกรรมโดยแยกวิเคราะห์ทั้งคะแนน ESG โดยรวมและคะแนนรายมิติ ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ซึ่งช่วยให้เข้าใจบทบาทของแต่ละองค์ประกอบต่อการรับรู้ความเสี่ยงของเจ้าหนี้ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น แม้ว่าผลการศึกษจะไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ แต่ผลลัพธ์ดังกล่าวยังมีคุณค่าในเชิงวิชาการ เนื่องจากสะท้อนว่า ESG อาจยังไม่ใช่อปัจจัยหลักในการกำหนดต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ในด้านระเบียบวิธีวิจัย งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ภายใต้แบบจำลอง Fixed Effects ซึ่งช่วยควบคุมความแตกต่างเฉพาะของแต่ละกิจการและผลกระทบตามช่วงเวลา อีกทั้งยังใช้คะแนน ESG จาก Bloomberg ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล ส่งผลให้ผลการศึกษามีความน่าเชื่อถือและสามารถเปรียบเทียบกับงานวิจัยในต่างประเทศได้

ผลการศึกษาช่วยให้ผู้บริหารเข้าใจว่า แม้ ESG จะได้รับความสำคัญเพิ่มขึ้นในตลาดทุน แต่ ESG อาจยังไม่สามารถลดต้นทุนหนี้สินได้โดยตรงในบริบทของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ESG ยังคงมีความสำคัญต่อการสร้างความน่าเชื่อถือขององค์กร การบริหารความเสี่ยง และการสร้างมูลค่าในระยะยาว สำหรับเจ้าหนี้และสถาบันการเงิน ผลการศึกษาสะท้อนว่า กระบวนการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตยังคงพึ่งพาข้อมูลทางการเงินเป็นหลัก ดังนั้น หากต้องการให้ ESG มีบทบาทมากขึ้นในการกำหนดราคาความเสี่ยง อาจจำเป็นต้องพัฒนาคุณภาพและมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล ESG ให้มีความโปร่งใส น่าเชื่อถือ และสามารถเปรียบเทียบได้ในส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า แม้ประเทศไทยจะมีการส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างต่อเนื่อง แต่การนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตยังไม่แพร่หลายมากนัก ดังนั้น การยกระดับคุณภาพข้อมูล ESG และการส่งเสริมความเข้าใจแก่ผู้ลงทุนและผู้ให้สินเชื่อ อาจช่วยให้ ESG มีบทบาทต่อการตัดสินใจทางการเงินมากขึ้นในอนาคต นอกจากนี้ ผลการศึกษายังสนับสนุนแนวคิดว่าการศึกษาประเด็น ESG ควรพิจารณาบริบทเชิงสถาบันและโครงสร้างตลาดทุนของแต่ละประเทศร่วมด้วย เนื่องจากผลกระทบของ ESG อาจแตกต่างกันระหว่างประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา

■ สรุปผลการวิจัย ข้อจำกัด และข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ของบริษัทจำนวน 66 บริษัท ครอบคลุมช่วงปี พ.ศ. 2559-2567 รวมทั้งสิ้น 594 ตัวอย่าง ภายใต้แบบจำลอง Fixed Effects ผลการศึกษาพบว่า ESG โดยรวมและมิติด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินตามที่คาดการณ์ไว้จากกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่มิติด้านสังคมและธรรมาภิบาลก็ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนว่า แม้ ESG จะได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นในตลาดทุนและวรรณกรรมทางวิชาการ แต่เจ้าหนี้ในประเทศไทยอาจยังไม่ได้ใช้ข้อมูล ESG เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมสำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า ROA และ Firm Size มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ Current Ratio มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนหนี้สิน สะท้อนว่าเจ้าหนี้ยังคงให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินในการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของกิจการ โดยสรุป ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า การนำข้อมูล ESG มาใช้ในการกำหนดราคาความเสี่ยงด้านเครดิตในประเทศไทยอาจยังอยู่ในระยะพัฒนา และบทบาทของ ESG ต่อการกำหนดต้นทุนหนี้สินยังไม่ชัดเจนเท่าที่พบในบางประเทศพัฒนาแล้ว

แม้งานวิจัยนี้จะช่วยขยายองค์ความรู้เกี่ยวกับ ESG และต้นทุนหนี้สินในบริบทของประเทศไทย แต่ยังมีข้อจำกัดบางประการที่ควรพิจารณา ประการแรก งานวิจัยใช้ข้อมูล ESG จาก Bloomberg เพียงแหล่งเดียว ซึ่งอาจมีแนวทางการประเมินที่แตกต่างจากฐานข้อมูลอื่น เช่น Refinitiv, MSCI หรือ Sustainalytics ประการที่สอง กลุ่มตัวอย่างจำกัดเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูล ESG ครบถ้วนตลอดช่วงเวลาศึกษา ส่งผลให้จำนวนตัวอย่างลดลง และอาจไม่สะท้อนลักษณะของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในประเทศไทย ประการที่สาม ตัวชี้วัดต้นทุนหนี้สินที่ใช้คำนวณจากข้อมูลทางบัญชี อาจไม่สามารถสะท้อนการรับรู้ความเสี่ยงของตลาดได้สมบูรณ์เท่ากับข้อมูลจากตลาดตราสารหนี้โดยตรง เช่น Credit Spread หรือ Yield to Maturity และประการสุดท้าย แม้งานวิจัยได้ดำเนินการตรวจสอบและแก้ไขปัญหาทางสถิติที่สำคัญแล้ว แต่ยังไม่ได้มีการตรวจสอบค่าผิดปกติอย่างเป็นระบบด้วยวิธีการเฉพาะ เช่น Winsorization, Cook's Distance หรือ Studentized Residuals ซึ่งอาจช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งของผลการวิเคราะห์ได้มากยิ่งขึ้น

งานวิจัยในอนาคตอาจขยายผลการศึกษาในหลายแนวทาง ประการแรก ควรใช้ตัวชี้วัดต้นทุนหนี้สินจากตลาดทุนโดยตรง เช่น Credit Spread หรือ Yield to Maturity เพื่อสะท้อนการรับรู้ความเสี่ยงของผู้ลงทุนและเจ้าหนี้ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น ประการที่สอง อาจเปรียบเทียบผลการศึกษาโดยใช้ข้อมูล ESG จากหลายแหล่ง เพื่อประเมินความสอดคล้องของผลลัพธ์ภายใต้แนวทางการวัดที่ต่างกัน ประการที่สาม ควรศึกษาบทบาทของ ESG แยกตามอุตสาหกรรม เนื่องจากบางอุตสาหกรรมอาจมีความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมหรือสังคมสูงกว่ากลุ่มอื่น ทำให้เจ้าหนี้ให้น้ำหนักกับข้อมูล ESG แตกต่างกัน ประการที่สี่ งานวิจัยในอนาคตควรพิจารณาตรวจสอบค่าผิดปกติและทดสอบความคงทนของผลการศึกษาเพิ่มเติม เช่น การใช้ Winsorization, Cook's Distance หรือ Studentized Residuals เพื่อประเมินว่าผลการวิเคราะห์ยังคงสอดคล้องกันภายใต้การจัดการข้อมูลที่แตกต่างกันหรือไม่ และประการสุดท้าย งานวิจัยในอนาคตอาจศึกษาบทบาทของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล ESG ปัจจัยกำกับดูแล และระดับการพัฒนาของตลาดทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนหนี้สิน เพื่อช่วยอธิบายความแตกต่างของผลการศึกษาในบริบทต่าง ๆ ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น



■ References

- Apergis, N., Bhattacharya, M., & Inekwe, J. (2022). ESG scores and cost of debt. *Energy Economics*, 112, Article 106186. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106186>
- Ariefianto, M. D., Rahmansyah, F., Wijaya, V., & Audreane, V. (2025). The role of environment social and governance (ESG) score to cost of debt: evidence from ASEAN countries. *International Journal of Finance & Economics*, 30(3), 3031-3043. <https://doi.org/10.1002/ijfe.3056>
- Bessler, W., Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2011). Information asymmetry and financing decisions. *International Review of Finance*, 11(1), 123-154. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2010.01122.x>
- Du, L., & Lu, N. (2025). Do ESG incidents matter for corporate cost of debt? Evidence from China. *Finance Research Letters*, 79, Article 108459. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.108459>
- Fiorillo, P., Meles, A., Ricciardi, A., & Verdoliva, V. (2025). ESG performance and the cost of debt. Evidence from the corporate bond market. *International Review of Financial Analysis*, 102, Article 104097. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104097>
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge University Press.
- Johan, J. J., Lindrawati, L., & Susanto, A. (2025). Pengungkapan ESG: Apakah berdampak ke cost of debt?. *Jurnal Akuntansi*, 19(1), 1-21. <https://doi.org/10.25170/jak.v19i1.5929>
- Postiglione, M., Carini, C., & Falini, A. (2024). ESG and firm value: A hybrid literature review on cost of capital implications from Scopus database. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(6), 6457-6480. <https://doi.org/10.1002/csr.2940>
- Pramadhia, J. H., & Nainggolan, Y. A. (2025). The Role of ESG Component in Shaping Corporate Cost of Debt and Cost of Equity in Indonesia. *Journal of Accounting and Finance Management*, 5(6), 1345-1357. <https://doi.org/10.38035/jafm.v5i6.1241>
- Shi, Y., Zheng, S., Xiao, P., Zhen, H., & Wu, T. (2024). ESG performance and cost of debt. *China Journal of Accounting Research*, 17(4), 100390. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2024.100390>
- Su, Ü. B. (2026). How Do ESG Scores Affect the Cost of Debt in Emerging Markets? Evidence from Environmental, Social, and Governance Performance at the Aggregate and Component Levels. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (109), 181-220. <https://doi.org/10.25095/mufad.1828363>
- Thaveekittikul, M. P., & Arunruangsirilert, T. (2024). *The effect of environmental, social, and governance (ESG) scores on cost of debt: a case of Thai listed companies in Stock Exchange of Thailand* [Independent Study, Thammasat University].

- Wang, W., Sun, Z., Dong, Y., & Zhang, L. (2025). Cost of debt financing, stock returns, and corporate strategic ESG disclosure: Evidence from China. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 34(4), 1787-1812. <https://doi.org/10.1111/beer.12741>
- Yan, S., Choi, S. U., Hwang, I., & Jung, H. R. (2025). ESG performance and the cost of debt: exploring the role of internal audit. *Applied Economics*, 57(46), 7381-7401. <https://doi.org/10.1080/00036846.2024.2421458>
- You, X., Chen, C., Peng, K., & Li, Y. (2025). ESG disclosure quality and cost of debt. *Emerging Markets Review*, 64, Article 101219. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101219>

ภาคผนวก

เพื่อให้ผลการประมาณค่ามีความน่าเชื่อถือ งานวิจัยได้ดำเนินการตรวจสอบข้อสมมติสำคัญของแบบจำลอง ได้แก่

1. Multicollinearity โดยใช้ Variance Inflation Factor (VIF)
2. Heteroskedasticity โดยใช้ Breusch-Pagan Test และ Wald Test
3. Autocorrelation โดยใช้ Durbin-Watson Test และ Wooldridge Test
4. Cross-sectional Dependence โดยใช้ Pesaran CD Test
5. Stationarity โดยใช้ Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test

ผลการทดสอบพบว่า แบบจำลองมีปัญหา 3 ประเด็นด้วยกัน 1) Multicollinearity งานวิจัยจึงแปลงค่าตัวแปร ESG โดยรวมเป็นลอการิทึม ($\ln_ESGScore$) เพื่อลดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ 2) Heteroskedasticity งานวิจัยจึงแก้ไขโดยใช้ Driscoll and Kraay standard errors เพื่อปรับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานให้มีความเหมาะสมมากขึ้น และ 3) Autocorrelation งานวิจัยจึงเพิ่มตัวแปรตามในอดีตหนึ่งช่วงเวลา (Lagged Dependent Variable) ของ COD (COD_{t-1}) เข้าไปในแบบจำลอง นอกจากนี้ ผลการทดสอบ Hausman Test พบว่าแบบจำลอง Fixed Effects มีความเหมาะสมมากกว่า Random Effects จึงเลือกใช้แบบจำลองดังกล่าวในการประมาณค่า ผลการทดสอบแสดงในตาราง A1

ตารางที่ A1 การทดสอบข้อสมมติของแบบจำลอง

การทดสอบทางสถิติ	ตัวแปรตาม
Variance Inflation Factor (VIF)	1.091-12.155
Breusch-Pagen test	7.646 (0.006)
Wald test	154.636 (0.000)
Durbin-Watson test	1.196
Wooldridge test	69.773 (0.000)
Pesaran CD test	-0.303 (0.762)
Augmented Dickey-Fuller (ADF) test	-14.753 (0.000)
Chi-square	171.267 (0.000)

การทดสอบ Multicollinearity มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นระดับสูงระหว่างตัวแปรอิสระ ซึ่งอาจส่งผลให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์เพิ่มขึ้น และทำให้การประมาณค่าขาดเสถียรภาพ งานวิจัยนี้ใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) เป็นเกณฑ์ในการประเมิน โดยทั่วไป หากค่า VIF สูงกว่า 10 อาจสะท้อนว่ามีปัญหา Multicollinearity ในแบบจำลอง ผลการทดสอบพบว่า ค่า VIF ของตัวแปรในแบบจำลองก่อนการปรับแก้ อยู่ในช่วง 1.091-12.155 ซึ่งสะท้อนว่าแบบจำลองมีปัญหา Multicollinearity ในบางตัวแปร โดยเฉพาะตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับคะแนน ESG ดังนั้น งานวิจัยจึงดำเนินการแปลงค่าคะแนน ESG โดยรวมให้อยู่ในรูปค่าลอการิทึม ($\ln ESGScore$) เพื่อช่วยลดความเบ้ของข้อมูลและปรับปรุงคุณสมบัติการกระจายตัวของตัวแปร ก่อนนำเข้าสู่การประมาณค่าในขั้นตอนถัดไป หลังการปรับแบบจำลอง พบว่าค่า VIF ลดลงมาอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ สะท้อนว่าแบบจำลองไม่มีปัญหา Multicollinearity ที่รุนแรง และสามารถใช้ในการวิเคราะห์หาค่าได้อย่างเหมาะสม

การทดสอบ Heteroskedasticity มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบว่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนมีลักษณะคงที่หรือไม่ หากเกิดปัญหา Heteroskedasticity อาจทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์มีความเอนเอียง และส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ งานวิจัยนี้ใช้ Breusch-Pagan Test และ Wald Test ในการตรวจสอบ โดยพิจารณาจากค่า p-value เป็นหลัก หากค่า p-value น้อยกว่าหรือเท่ากับ 0.05 จะถือว่ามีปัญหา Heteroskedasticity ผลการทดสอบพบว่า Breusch-Pagan Test มีค่า p-value เท่ากับ 0.006 และ Wald Test มีค่า p-value เท่ากับ 0.000 จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองมีปัญหา Heteroskedasticity อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น งานวิจัยจึงเลือกใช้ Driscoll and Kraay (1998) Standard Errors เพื่อให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานมีความทนทานต่อปัญหา Heteroskedasticity และเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลการประมาณค่า

การทดสอบ Autocorrelation มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อนระหว่างช่วงเวลา ซึ่งเป็นปัญหาที่พบได้บ่อยในข้อมูลแบบ Panel Data หากเกิดปัญหา Autocorrelation อาจส่งผลให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานต่ำกว่าความเป็นจริง และทำให้ผลการทดสอบทางสถิติมีความคลาดเคลื่อน งานวิจัยนี้ใช้ Durbin-Watson Test และ Wooldridge Test ในการตรวจสอบ โดยค่า Durbin-Watson ที่เหมาะสมควรอยู่ในช่วง 1.5 ถึง 2.5 และค่า p-value ของ Wooldridge Test ควรมากกว่า 0.05 จึงจะถือว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ผลการทดสอบพบว่า ค่า Durbin-Watson เท่ากับ 1.196 ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ที่เหมาะสม และ Wooldridge Test มีค่า p-value เท่ากับ 0.000 จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองมีปัญหา Autocorrelation เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว งานวิจัยได้เพิ่มตัวแปรตามในอดีตนึงช่วงเวลา (Lagged Dependent Variable) หรือ COD_{t-1} เข้าไปในแบบจำลอง เพื่อสะท้อนลักษณะความต่อเนื่องของต้นทุนหนี้สินและลดปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน หลังการปรับแบบจำลอง พบว่าค่า Durbin-Watson เพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ สะท้อนว่าปัญหา Autocorrelation ได้รับการแก้ไขอย่างเหมาะสม

การทดสอบ Cross-sectional Dependence งานวิจัยนี้ใช้ Pesaran CD Test เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าคลาดเคลื่อนของแต่ละหน่วยตัดขวาง ซึ่งอาจเกิดขึ้นได้ในข้อมูล Panel Data หากค่าคลาดเคลื่อนของแต่ละกิจการมีความสัมพันธ์กัน อาจส่งผลต่อประสิทธิภาพของการประมาณค่า ผลการทดสอบพบว่า ค่า p-value ของ Pesaran CD Test เท่ากับ 0.762 จึงไม่ปฏิเสธสมมติฐานว่าง และสามารถสรุปได้ว่าไม่พบปัญหา Cross-sectional Dependence ในแบบจำลอง

การทดสอบ Stationarity มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่งหรือไม่ เนื่องจากข้อมูลที่ไม่มีความนิ่งอาจทำให้ผลการวิเคราะห์ถดถอยเกิดความสัมพันธ์ลวง (Spurious Relationship) งานวิจัยนี้ใช้ Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test ในการตรวจสอบ ผลการทดสอบพบว่า ค่า p-value ของ ADF Test เท่ากับ 0.000 จึงสามารถสรุปได้ว่าข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีความนิ่งและเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ถดถอยด้วยข้อมูลแบบ Panel Data งานวิจัยนี้ใช้ Hausman Test เพื่อพิจารณาความเหมาะสมระหว่างแบบจำลอง Fixed Effects และ Random Effects โดยผลการทดสอบพบว่า ค่า Chi-square เท่ากับ 171.267 และมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งสะท้อนว่าแบบจำลอง Fixed Effects มีความเหมาะสมมากกว่า Random Effects ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับต้นทุนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยจึงเลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects ในการประมาณค่าสมการถดถอยเชิงพหุคูณในขั้นตอนถัดไป