

การวิเคราะห์จำแนกประเภทผลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อการแบ่ง
ขนาดบริษัทตามมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย
Discriminant Analysis of ESG Disclosure Influences on the Market
Capitalization Segmentation of Thai Listed Firms

พิชญิตา บูรณะ¹ และ สุรชัย เอ็มอักษร^{2*}

Phitchayatida Boorana¹, and Surachai Am-ugsorn^{2*}

**Corresponding author*

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

Faculty of Business Administration and Information Technology,

Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi, Thailand

E-mail: Phitchayatida.bo@gmail.com¹, Surachai.a@rmutsb.ac.th^{2*}

Received June 13, 2025; Revised July 14, 2025; Accepted July 29, 2025

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์การจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Large Cap, Mid Cap และ Small Cap) และศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Disclosure) ต่อการจำแนกขนาดดังกล่าว โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เปิดเผยข้อมูล ESG ในฐานข้อมูล Bloomberg จำนวน 139 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2564 – 2566 รวมทั้งสิ้น 250 รายปี-บริษัท โดยใช้การวิเคราะห์จำแนกประเภท (Discriminant Analysis) ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ในภาพรวมมีผลกระทบเชิงบวกต่อการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ และเมื่อพิจารณาเป็นรายด้าน พบว่าเฉพาะด้านสังคม (Social) และด้านบรรษัทภิบาล (Governance) เท่านั้นที่ส่งผลเชิงบวก ขณะที่ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) ไม่พบผลกระทบ ผลการศึกษานี้เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุน หน่วยงานกำกับดูแล และผู้บริหารกิจการ ในการใช้ข้อมูล ESG ประกอบการประเมินศักยภาพและขนาดของบริษัทในตลาดทุน รวมถึงการส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลอย่างมีคุณภาพเพื่อสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน

คำสำคัญ: มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์; การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล; การจำแนกขนาดของบริษัท

Abstract

This study aims to analyze the classification of firms based on market capitalization (Large Cap, Mid Cap, and Small Cap) and examine the impact of environmental, social, and governance (ESG) disclosure on such classification. The data were collected from 139 companies listed on the Stock Exchange of Thailand that disclosed ESG information in the Bloomberg database between 2021 and 2023, resulting in 250 firm-year observations. Discriminant analysis was employed to examine the relationships between the variables. The findings reveal that overall ESG disclosure has a positive influence on the classification of firms based on market capitalization. When disaggregated by ESG dimensions, only social and governance disclosures show a significant positive effect, whereas environmental disclosure shows no significant impact. These findings provide practical implications for investors, regulators, and corporate managers in utilizing ESG information to assess firm size and potential in the capital market. The results also highlight the importance of promoting high-quality ESG disclosure as a means of enhancing competitive advantage.

Keywords: market capitalization; environmental social and governance (ESG) disclosure; company size classification

บทนำ

ในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา ธุรกิจทั่วโลกต้องเผชิญกับแรงกดดันที่เพิ่มขึ้นจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ไม่ว่าจะเป็นสังคม ผู้บริโภค นักลงทุน หรือหน่วยงานกำกับดูแล ให้ดำเนินงานโดยคำนึงถึงผลกระทบทางสิ่งแวดล้อมและสังคมควบคู่ไปกับผลประโยชน์ทางการเงิน แนวคิดเรื่องความยั่งยืนขององค์กร (Corporate Sustainability) จึงได้รับความสำคัญเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะกรอบแนวคิด ESG (Environmental, Social, Governance) ซึ่งเป็นเครื่องมือสำคัญในการสะท้อนความรับผิดชอบต่อสังคมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในระยะยาว

ในบริบทของประเทศไทย หน่วยงานกำกับดูแล เช่น สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ปรับปรุงแบบ 56-1 One Report เพื่อกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างเป็นทางการ ซึ่งรวมถึงการปล่อยก๊าซเรือนกระจก สิทธิมนุษยชน และการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565 เป็นต้นมา (The Securities and Exchange Commission, Thailand, 2020) ส่งผลให้บริษัทไทยตอบสนองเชิงนโยบายได้อย่างรวดเร็ว โดยรายงานของ KPMG (2022) พบว่า 97% ของบริษัทในกลุ่ม N100 มีการจัดทำรายงานความยั่งยืน และ 59% มีการรายงานตามข้อเสนอแนะของ TCFD (Task

Force on Climate-related Financial Disclosures) นอกจากนี้ ยังมีบริษัทไทยถึง 167 แห่งที่ได้รับการคัดเลือกให้อยู่ในดัชนีความยั่งยืน (THSI) เพิ่มขึ้นจาก 124 แห่งในปี พ.ศ. 2563 (Cho, 2023)

ข้อมูล ESG โดยเฉพาะด้านสิ่งแวดล้อม กำลังกลายเป็นปัจจัยสำคัญที่สร้างความแตกต่างในตลาดทุน โดย Nielsen (2018) รายงานว่า 81% ของผู้บริโภคทั่วโลกคาดหวังให้บริษัทมีบทบาทในการปกป้องสิ่งแวดล้อม ขณะที่ประเทศไทยมีบทบาทโดดเด่นในการออกพันธบัตรสีเขียว (Green Bonds) มูลค่ากว่า 1.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในปี พ.ศ. 2565 (Chambers & Partners, 2024) การเปิดเผยข้อมูล ESG จึงไม่เพียงสะท้อนความมุ่งมั่นของบริษัทต่อความยั่งยืนเท่านั้น แต่ยังเป็นเครื่องมือสื่อสารความโปร่งใสและเสริมสร้างความเชื่อมั่นจากนักลงทุน (Suttipun et al., 2025; Moolkham, 2025)

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในตลาดเกิดใหม่ยังพบข้อจำกัดในการนำนโยบาย ESG ไปใช้จริง โดยหลายองค์การยังมองว่าเป็นภาระต้นทุนในระยะสั้น และไม่เห็นผลตอบแทนที่ชัดเจน (Keskin et al., 2020) บางงานวิจัยไม่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการเปิดเผย ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงิน (Junius et al., 2020; Shaikh, 2022) ทั้งนี้ งานวิจัยส่วนใหญ่ในอดีตมักมุ่งเน้นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี เช่น ROA, ROE หรือ Tobin's Q โดยละเลยการศึกษาว่า ESG มีความเกี่ยวข้องกับขนาดของบริษัทในเชิงตลาด หรือ Market Capitalization หรือไม่ ซึ่งเป็นตัวชี้วัดสำคัญที่สะท้อนถึงความมั่นคง ศักยภาพในการแข่งขัน และภาพลักษณ์ในสายตานักลงทุน (Alshubiri, 2021; FINRA, 2022; CFA Institute, 2022)

ในต่างประเทศ เริ่มมีหลักฐานชัดเจนขึ้นว่า บริษัทที่เปิดเผยข้อมูล ESG อย่างเหมาะสมมักได้รับความเชื่อมั่นสูงขึ้น และเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ (Devalle et al., 2016; D'Apice et al., 2021) Keskin et al. (2020) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลการดำเนินงานได้รับอิทธิพลจากขนาดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ บริษัทที่มีขนาดใหญ่และเปิดเผย ESG อย่างต่อเนื่องมักมีราคาหุ้นที่มีเสถียรภาพ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีที่ดี และดึงดูดนักลงทุนได้มากขึ้น

จากช่องว่างดังกล่าว งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ทั้งภาพรวมและรายด้านต่อการจำแนกขนาดของบริษัท (Large, Mid, Small Cap) ตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูล ESG ในฐานข้อมูล Bloomberg และใช้วิธีวิเคราะห์จำแนกประเภท (Discriminant Analysis) เพื่ออธิบายบทบาทของ ESG ในการแยกความแตกต่างของบริษัทแต่ละขนาดในตลาดทุน อันเป็นแนวทางใหม่ที่เน้น ESG เป็นตัวแปรในการอธิบาย "ตำแหน่ง" ของบริษัท มากกว่าการประเมินเฉพาะผลลัพธ์ทางบัญชี ผลการวิจัยที่ได้คาดว่าจะมีประโยชน์ทั้งในเชิงทฤษฎีและเชิงนโยบาย โดยช่วยยืนยันว่า ESG ไม่ใช่เพียงเครื่องมือด้านภาพลักษณ์ แต่สามารถสร้างคุณค่าในตลาดทุนได้จริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริบทของประเทศไทยกำลังพัฒนาอย่างประเทศไทย

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์การจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Large Cap, Mid Cap และ Small Cap) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในภาพรวม และรายด้านต่อการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ตามแนวคิดของ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่เสนอโดย Jensen and Meckling (1976) ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นในฐานะ “ตัวการ” และผู้บริหารในฐานะ “ตัวแทน” เกิดขึ้นจากการที่ผู้ถือหุ้นมอบหมายหน้าที่ในการบริหารกิจการให้แก่ผู้บริหารแทนตน อย่างไรก็ตาม ความแตกต่างด้านเป้าหมายหรือแรงจูงใจระหว่างทั้งสองฝ่ายอาจนำไปสู่ ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) และเกิดปัญหาเชิงตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งทำให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) เช่น การที่ผู้บริหารเลือกตัดสินใจเพื่อประโยชน์ส่วนตนแทนที่จะคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นในระยะยาว ในบริบทนี้ แนวทางด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) โดยเฉพาะในมิติของบรรษัทภิบาล (Governance) มีศักยภาพในการช่วยลดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน หากผู้บริหารดำเนินการอย่างโปร่งใส มีความรับผิดชอบ และคำนึงถึงความยั่งยืนของกิจการ อย่างไรก็ตาม ESG ก็สามารถกลายเป็นภาพสะท้อนของปัญหาเชิงตัวแทนได้เช่นกัน หากถูกนำมาใช้เพื่อสร้างภาพลักษณ์โดยปราศจากความจริง เช่น การลงทุนในโครงการที่ไม่มีผลตอบแทนทางเศรษฐกิจ หรือการรายงานข้อมูล ESG ที่บิดเบือน (Greenwashing) ดังนั้น ESG จึงมีบทบาททั้งในฐานะเครื่องมือทางกลยุทธ์ และกลไกการควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหารภายใต้กรอบของทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

Barnard (1938) เป็นผู้นำเสนอทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย โดยกล่าวว่าผู้บริหารควรมีบทบาทในเชิงสร้างสรรค์ต่อความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร โดยแนวคิดนี้ได้รับการพัฒนาเพิ่มเติมโดย Freeman (1984) ที่ชี้ให้เห็นว่าผู้บริหารควรคำนึงถึงความต้องการของกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่หลากหลาย ไม่ว่าจะเป็นพนักงาน ลูกค้า ซัพพลายเออร์ หรือชุมชนท้องถิ่น ซึ่งล้วนมีอิทธิพลต่อความสำเร็จขององค์กร สอดคล้องกับมุมมองของ (Post et al., 2002) ที่ให้นิยามว่า “ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย” คือบุคคลหรือกลุ่มที่สามารถส่งผลกระทบต่อการทำงานขององค์กร หรือได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานขององค์กรโดยตรง ด้วยเหตุนี้ ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจึงเสนอให้เปลี่ยนจากแนวทางที่

เน้นผู้ถือหุ้นเพียงฝ่ายเดียว ไปสู่การสร้างคุณค่าร่วมกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในทุกมิติ (Clarkson, 1995; Foster & Jonker, 2005; Hawkins, 2006) แนวคิดนี้กลายเป็นรากฐานสำคัญของการดำเนินกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR) โดยเน้นให้ผู้บริหารตัดสินใจ “ในสิ่งที่ถูกต้อง” เพื่อให้เกิดความสมดุลระหว่างผลประโยชน์ขององค์กรกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องทั้งหมด ทั้งในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) นอกจากนี้ Waldman et al. (2006) ยังได้เชื่อมโยงแนวคิดนี้เข้ากับภาวะผู้นำการเปลี่ยนแปลง (Transformational Leadership) ซึ่งเป็นกลไกสำคัญในการผลักดันกลยุทธ์ด้าน CSR ให้เกิดผลลัพธ์อย่างเป็นรูปธรรม จึงกล่าวได้ว่าทฤษฎีนี้สะท้อนความสำคัญของการบริหารจัดการองค์กรที่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในทุกมิติอย่างแท้จริง

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signalling Theory)

มีบทบาทในการอธิบายพฤติกรรมขององค์กรหรือผู้บริหารภายใต้บริบทของความไม่สมดุลของข้อมูล (information asymmetry) โดยเฉพาะในกรณีที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เช่น นักลงทุน ขาดข้อมูลที่เพียงพอในการประเมินคุณภาพหรือศักยภาพของกิจการ (Spence, 1973) องค์กรจึงสามารถใช้การเปิดเผยข้อมูลคุณภาพสูง เช่น ข้อมูลด้าน ESG เป็นช่องทางหนึ่งในการส่งสัญญาณเชิงบวกสู่ตลาด เพื่อสร้างความมั่นใจและลดความไม่แน่นอนในการตัดสินใจของนักลงทุน Connelly et al. (2011) ระบุว่าองค์กรที่มีความมุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนมักใช้การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นกลยุทธ์ในการสื่อสารถึงความโปร่งใสและศักยภาพในการจัดการความเสี่ยง ซึ่งนำไปสู่การได้รับการประเมินมูลค่าที่ดีขึ้นในสายตาของตลาด อย่างไรก็ตาม ESG ถือเป็นสัญญาณที่มีต้นทุนสูง (costly signal) เนื่องจากต้องใช้ทรัพยากรทั้งด้านเวลา บุคลากร และงบประมาณในการรวบรวม วิเคราะห์ และจัดทำรายงาน ดังนั้น องค์กรที่สามารถเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างสม่ำเสมอจึงมีโอกาสสร้างความแตกต่างจากคู่แข่งและเพิ่มความเชื่อมั่นในหมู่นักลงทุนได้มากขึ้น ในขณะเดียวกัน องค์กรต้องตระหนักถึงความเสี่ยงจากการใช้ ESG เพื่อการสร้างภาพลักษณ์เพียงอย่างเดียวโดยไม่มีผลการดำเนินการจริง หรือที่เรียกว่า greenwashing ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือและชื่อเสียงขององค์กรในระยะยาว

แนวคิดความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG)

นับตั้งแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจโลกในช่วงปี 2550–2552 ซึ่งเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญที่สะท้อนข้อจำกัดของระบบทุนนิยมที่ให้ความสำคัญกับผลตอบแทนระยะสั้นมากกว่าการเติบโตอย่างยั่งยืน ภายหลังจากวิกฤตดังกล่าว แนวคิดด้าน ESG ถูกให้ความสำคัญมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะในประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม (Richardson, 2013) ในปี พ.ศ. 2549 องค์การสหประชาชาติ ส่งเสริมหลักการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (Principles for Responsible Investment: PRI) ซึ่งเป็นกลไกหลักในการขับเคลื่อนแนวปฏิบัติ ESG ในภาคการเงินระดับโลก โดยมุ่งเน้นให้ผู้ลงทุนคำนึงถึงปัจจัยด้าน

สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในกระบวนการตัดสินใจลงทุน การมีส่วนร่วมในฐานะผู้ถือหุ้น การส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล และการติดตามความคืบหน้าอย่างต่อเนื่อง (PRI Association, 2020)

ESG ได้รับการยอมรับว่าเป็นกรอบแนวคิดที่สามารถใช้ประเมินพฤติกรรมองค์กรในมิติที่เชื่อมโยงกับผลลัพธ์ทางการเงินในระยะยาว (Britton, 2021) แนวคิดดังกล่าวยังสอดคล้องกับเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (SDGs) ซึ่งองค์การสหประชาชาติประกาศใช้ในปี พ.ศ. 2558 โดยกำหนดแนวทางการพัฒนาที่ครอบคลุมประเด็นสำคัญ 17 ด้าน อาทิ การลดความเหลื่อมล้ำ การแก้ไขปัญหาความยากจน และการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม (United Nations, n.d.) การตื่นตัวของภาคธุรกิจทั่วโลกได้ขับเคลื่อนให้เกิดการพัฒนามาตรฐานการรายงานด้านความยั่งยืน เช่น แนวทาง Global Reporting Initiative (GRI) ที่เน้นการรายงานครอบคลุมทั้งด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และเศรษฐกิจ/บรรษัทภิบาล (GRI, 2022) สำหรับประเทศไทย แนวคิด ESG ได้รับการส่งเสริมผ่านนโยบายของหน่วยงานกำกับดูแล เช่น การบังคับใช้แบบแสดงรายการข้อมูล One Report โดยสำนักงาน ก.ล.ต. ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 และการจัดทำรายชื่อยั่งยืน (THSI) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงถึงความพยายามอย่างจริงจังในการผลักดันการดำเนินธุรกิจที่มีความยั่งยืนในระดับนโยบาย

การจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Company Size Classification by Market Capitalization)

มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) หรือ Market Cap คือมูลค่ารวมของบริษัทตามราคาตลาด โดยคำนวณจาก ราคาปิดของหุ้น x จำนวนหุ้นจดทะเบียน ใช้เป็นตัวชี้วัดขนาดของบริษัท ซึ่งสะท้อนถึงศักยภาพในการเติบโต ความมั่นคงทางการเงิน และความเชื่อมั่นของนักลงทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) แบ่งบริษัทตามขนาด Market Cap ออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่:

1. Large Cap (มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมากกว่า 50,000 ล้านบาท)

บริษัทขนาดใหญ่ที่มีความมั่นคงทางการเงินสูง มีกำไรต่อเนื่อง และจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ ราคาหุ้นมักไม่ผันผวนมาก เหมาะกับนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนระยะยาวอย่างมั่นคง หุ้นกลุ่มนี้มักได้รับความสนใจสูง ทำให้มีโอกาสที่จะพบราคาต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานได้น้อย

2. Mid Cap (มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด 10,000 – 50,000 ล้านบาท)

บริษัทขนาดกลางที่มีโอกาสเติบโตมากกว่ากลุ่ม Large Cap แม้อาจยังไม่มั่นคงเท่ากลุ่มใหญ่ แต่มีศักยภาพด้านการขยายธุรกิจ ราคาหุ้นมีความน่าสนใจและมีโอกาสพบราคาต่ำกว่าพื้นฐานมากกว่า เหมาะกับนักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้ระดับหนึ่ง และหาโอกาสในการสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้น

3. Small Cap (มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดน้อยกว่า 10,000 ล้านบาท)

บริษัทขนาดเล็กที่มีโอกาสเติบโตสูง แต่มีความเสี่ยงมากกว่า มักมีฐานลูกค้าแคบ ความผันผวนของราคาหุ้นสูง และอาจมีการซื้อขายตามข่าว เหมาะกับนักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้ดีและมุ่งเก็งกำไรระยะสั้น กลุ่มนี้ยังมีโอกาสพบหุ้นราคาต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานได้มากกว่ากลุ่มอื่น (Bualuang Securities, 2018)

การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

แนวคิดด้าน ESG (Environmental, Social, and Governance) ได้กลายเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ผู้ลงทุน ผู้กำกับดูแล และผู้มีส่วนได้เสียให้ความสนใจอย่างมากในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา โดยเฉพาะหลังจากที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินโลก ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงข้อจำกัดของระบบที่มุ่งเน้นผลตอบแทนระยะสั้น (Richardson, 2013) ทำให้เกิดการผลักดันการลงทุนที่คำนึงถึงความยั่งยืนในระยะยาว โดยมีหลักการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม (Principles for Responsible Investment: PRI) และแนวทางของ Global Reporting Initiative (GRI) เข้ามาช่วยสร้างกรอบในการประเมินพฤติกรรมองค์กร (PRI Association, 2020; GRI, 2022) งานวิจัยหลายชิ้นในระดับนานาชาติสนับสนุนว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG สามารถส่งผลเชิงบวกต่อความน่าเชื่อถือ ภาพลักษณ์ และการประเมินมูลค่าบริษัทในตลาดทุน เช่น งานของ Ho et al. (2024) พบว่า ESG disclosure มีส่วนช่วยสร้างความมั่นใจให้นักลงทุน ความภักดีของลูกค้า ลดความเสี่ยงเชิงระบบ ปรับปรุงความสามารถด้านยอดขายหรือราคาสินค้า และดึงดูดทรัพยากรเพิ่มเติม ขณะที่ Rahman et al. (2023) ระบุว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG โดยรวม รวมถึงในมิติด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม ส่งผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าทางการตลาดของบริษัท เนื่องจากสะท้อนถึงการดำเนินกลยุทธ์เพื่อความยั่งยืนที่สอดคล้องกับแนวคิดผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) โดยมีปัจจัยสนับสนุนสำคัญคือความมุ่งมั่นของผู้บริหารระดับสูงที่จัดสรรทรัพยากร บุคลากร และงบประมาณอย่างเพียงพอ เพื่อบูรณาการ ESG เข้าไว้ในกระบวนการดำเนินงานหลักขององค์กร อันเป็นกลไกภายในที่ช่วยผลักดันความสำเร็จของการดำเนินงานด้าน ESG

การเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างครอบคลุมไม่เพียงแต่มีส่วนสนับสนุนความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว แต่ยังเป็นกลยุทธ์สำคัญที่ช่วยสร้างมูลค่าตลาดและยกระดับสถานะของบริษัทในสายตานักลงทุน ทั้งนี้ ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับงานของ Vochenko et al. (2024) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ESG มีอิทธิพลต่อมูลค่าตลาดของบริษัทในสหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ. 2565 เช่นเดียวกับงานของ Chen et al. (2023) ที่ชี้ว่าการดำเนินงานด้าน ESG ช่วยส่งเสริมสภาพคล่องของหุ้นในบริษัทจีนช่วงปี พ.ศ. 2558 – 2563 ขณะเดียวกัน การศึกษาของ Puangkum et al. (2024) ที่วิเคราะห์ข้อมูลบริษัทในดัชนี THSI ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2561 – 2565 ยังพบว่า ตัวชี้วัด ESG รายด้าน เช่น ปริมาณของเสียและการใช้น้ำ มีผลกระทบต่อมูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญ โดยของเสียที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าตลาดลดลง

จากกรอบแนวคิดข้างต้น ผู้วิจัยจึงเห็นว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ในภาพรวมอาจส่งผลต่อการจำแนกขนาดของบริษัทในตลาดทุนไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งการจัดกลุ่มตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) ซึ่งแบ่งออกเป็นกลุ่ม Large Cap, Mid Cap และ Small Cap (Bualueang Securities, 2018) ทั้งนี้ ข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพอาจเป็นสัญญาณของศักยภาพในการดำเนินธุรกิจและ

ความยั่งยืนในสายตานักลงทุน จึงนำไปสู่การประเมินมูลค่าบริษัทที่สูงขึ้นในตลาดทุน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 1: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในภาพรวม ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Large Cap, Mid Cap, Small Cap) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้เข้าใจผลกระทบในแต่ละมิติอย่างชัดเจนยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงได้ตั้งสมมติฐานเพิ่มเติมโดยแยกการพิจารณาตามองค์ประกอบของ ESG ดังนี้

สมมติฐานที่ 2: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลรายด้าน ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2.1: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อการจำแนกขนาดของบริษัท

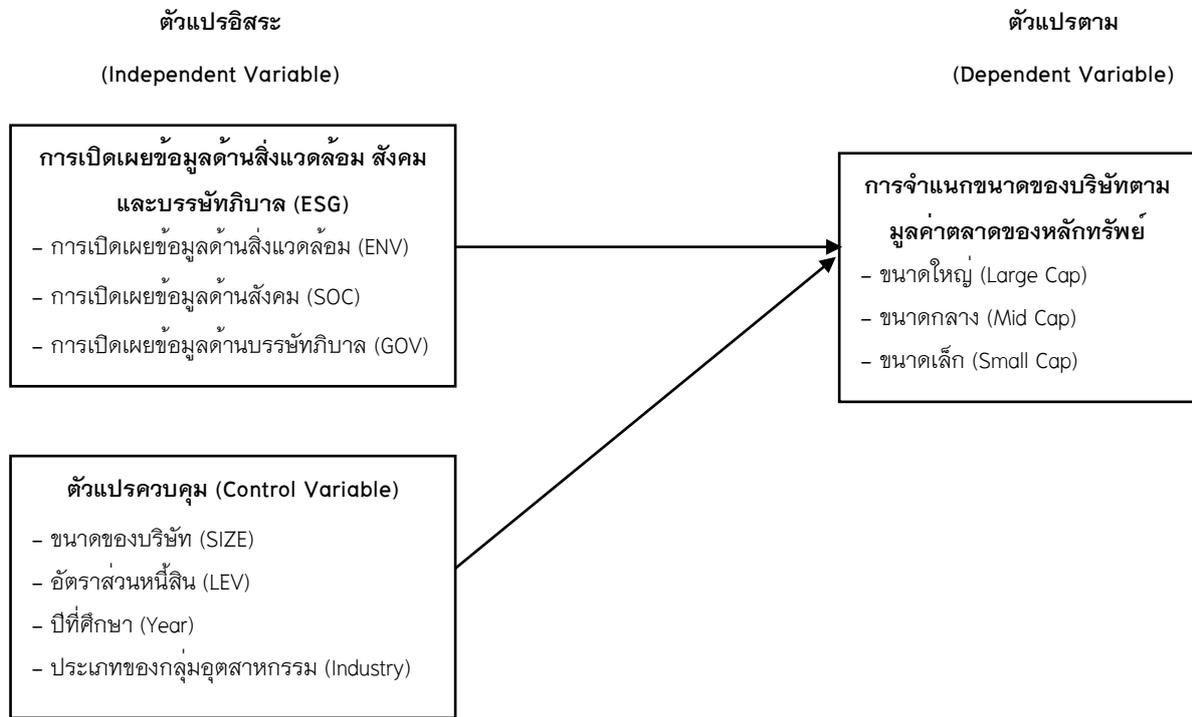
สมมติฐานที่ 2.2: การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อการจำแนกขนาดของบริษัท

สมมติฐานที่ 2.3: การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อการจำแนกขนาดของบริษัท

สำหรับตัวแปรควบคุม ในการศึกษาครั้งนี้ ซึ่งมุ่งวิเคราะห์ผลของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรควบคุม 4 ตัว ได้แก่ (1) ขนาดของบริษัท (Firm Size) โดยวัดจากสินทรัพย์รวม เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มักมีทรัพยากรเพียงพอในการดำเนินงานด้าน ESG และมีแนวโน้มเปิดเผยข้อมูลมากกว่า (Bodhanwala & Bodhanwala, 2023; Menicucci & Paolucci, 2023; Said & ElBannan, 2023), (2) ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) เพื่อสะท้อนความเสี่ยงทางการเงินที่อาจกระทบต่อการตัดสินใจด้าน ESG และประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Bodhanwala & Bodhanwala, 2023; Menicucci & Paolucci, 2023; Said & ElBannan, 2023), (3) กลุ่มอุตสาหกรรม (Industries) ซึ่งอาจมีความแตกต่างกันในระดับความสำคัญของ ESG disclosure และโครงสร้างต้นทุน เช่น ธุรกิจพลังงานและทรัพยากรมักมีแรงกดดันสูงจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Chen et al., 2023; Fu et al., 2024; Ho et al., 2024; Khalil, 2024), และ (4) ปีที่ศึกษา (Year) เพื่อควบคุมผลของเหตุการณ์เฉพาะ เช่น การแพร่ระบาดของ COVID-19 และการเติบโตของกระแส ESG อย่างต่อเนื่องในช่วงปี พ.ศ. 2564–2566 (Chen et al., 2023; Fu et al., 2024; Ho et al., 2024) การกำหนดตัวแปรควบคุมเหล่านี้ ช่วยให้สามารถแยกแยะผลกระทบของ ESG ได้อย่างแม่นยำ และสะท้อนอิทธิพลที่แท้จริงต่อการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาด

กรอบแนวคิดการวิจัย

งานวิจัยนี้อ้างอิงทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ของ Spence (1973) ซึ่งอธิบายว่าการที่บริษัทเปิดเผยข้อมูล ESG ถือเป็นการส่งสัญญาณถึงความโปร่งใส และความสามารถในการบริหารความเสี่ยงไปยังนักลงทุน ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและนำไปสู่การประเมินมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น ดังนั้น การเปิดเผยข้อมูล ESG จึงสามารถใช้เป็นปัจจัยในการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดได้ และสามารถใช้เป็นกรอบแนวคิดของการวิจัยนี้ ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับการประเมินคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG จาก Bloomberg รวมทั้งสิ้น 139 บริษัท จาก 8 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2) กลุ่มเทคโนโลยี 3) กลุ่มทรัพยากร 4) กลุ่มบริการ 5) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 6) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 7) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 8) กลุ่มธุรกิจการเงิน ผู้วิจัยได้ตัดบริษัทที่อยู่ในธุรกิจการเงิน บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และบริษัทที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) เหลือตัวอย่าง จำนวน 250 ตัวอย่าง ดังรายละเอียดต่อไปนี้

ตารางที่ 1 จำนวนประชากรและตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลประชากรและตัวอย่าง	ปี 2564	ปี 2565	ปี 2566	รวม
บริษัทที่มีข้อมูลตามฐานข้อมูล Bloomberg	139	139	139	417
หัก ธุรกิจการเงิน เพราะการนำเสนอข้อมูลการเงินที่แตกต่าง	21	21	21	63
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	14	7	7	28
หัก ข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner) ซึ่งตรวจสอบด้วย Boxplot	31	26	19	29
จำนวนข้อมูลรายปี-บริษัท (Firm year)	73	85	92	250

แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

การวิเคราะห์จำแนกประเภทผลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อการแบ่งขนาดบริษัทตามมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยผู้วิจัยได้แบ่งมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดออกเป็น 3 กลุ่ม ตามขนาดของบริษัทที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย กลุ่มมูลค่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (Large Cap) กลุ่มมูลค่าหลักทรัพย์ขนาดกลาง (Mid Cap) และกลุ่มมูลค่าหลักทรัพย์ขนาดเล็ก (Small Cap) โดยแสดงแบบจำลองได้ ดังต่อไปนี้

- คะแนนรวม ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG)

$$MCAP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + Industry/Year \text{ Fixed Effects} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

- คะแนนรายด้าน ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG)

$$MCAP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 SOV_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + Industry/Year \text{ Fixed Effects} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

โดยที่

$MCAP_{it}$ คือ การจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ แบ่งเป็นขนาดใหญ่

(Large Cap) ขนาดกลาง (Mid Cap) และขนาดเล็ก (Small Cap) ของบริษัท i ปีที่ t

ESG_{it} คือ คะแนนรวมการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของบริษัท i ปีที่ t

ENV_{it} คือ คะแนนรายด้านการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัท i ปีที่ t

SOV_{it} คือ คะแนนรายด้านการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมของบริษัท i ปีที่ t

GOV_{it} คือ คะแนนรายด้านการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลของบริษัท i ปีที่ t

$SIZE_{it}$ คือ ขนาดของบริษัทที่วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t

LEV_{it} คือ ความเสี่ยงทางการเงินที่วัดจากหนี้สินรวมหารส่วนของผู้ถือหุ้นรวม ณ สิ้นปีของบริษัท i ปีที่ t

Industry Fixed Effects คือ ผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม กำหนดเป็นตัวแปรหุ่นโดย

- AGR ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารและให้ค่า 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
- TEC ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มเทคโนโลยี และให้ค่า 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
- RES ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มทรัพยากร และให้ค่า 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
- SER ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มบริการ และให้ค่า 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
- IND ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และให้ค่า 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
- CON ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และให้ค่า 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น
- PRO ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มก่อสร้างและก่อสร้าง และให้ค่า 0 ถ้าเป็นกลุ่มอื่น (กำหนดให้เป็นฐาน)

Year Fixed Effects คือ ผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละปี กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น โดย

- Y66 ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลปี 2566 และให้ค่า 0 ถ้าเป็นปีอื่น
- Y65 ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลปี 2565 และให้ค่า 0 ถ้าเป็นปีอื่น
- Y64 ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลปี 2564 และให้ค่า 0 ถ้าเป็นปีอื่น (กำหนดให้เป็นฐาน)

ε_{it} คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

การวัดค่าตัวแปร

1) ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Scores) จากฐานของ Bloomberg Terminal โดยแบ่งเป็น 3 ด้านหลักที่มีค่าน้ำหนักเท่ากัน ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) ด้านสังคม (Social) และด้านบรรษัทภิบาล (Governance) กำหนดคะแนนตั้งแต่ 0 คะแนน สำหรับบริษัทที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลเลย ไปจนถึง 100 คะแนน สำหรับบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลอย่างครอบคลุมและต่อเนื่อง

2) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ การจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ แบ่งมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเป็น 3 กลุ่ม คือ

- Large Cap สำหรับบริษัทที่มี Market Cap > 50,000 ล้านบาท
- Mid Cap สำหรับบริษัทที่มี Market Cap ระหว่าง 10,000 – 50,000 ล้านบาท
- Small Cap สำหรับบริษัทที่มี Market Cap < 10,000 ล้านบาท

3) ตัวแปรควบคุม (Control Variable) ที่ผู้วิจัยใช้ในการควบคุมอิทธิพลของปัจจัยอื่น ที่อาจส่งผลต่ออิทธิพลของตัวแปรต้นที่มีตัวแปรตาม ได้แก่

- ขนาดของบริษัทที่วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท
- ความเสี่ยงทางการเงินที่วัดจากหนี้สินรวมหารส่วนของผู้ถือหุ้นรวม ณ สิ้นปีของบริษัท
- ผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

- ผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละปี

Industry/Year Fixed Effects นั้นผู้วิจัยได้เพิ่มลงในสมการเพื่อควบคุมอิทธิพลของปัจจัยภายนอกที่อาจส่งผลกระทบต่อผลลัพธ์การจำแนก เช่น ความแตกต่างระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม และปีที่ดำเนินการศึกษา ซึ่งอาจเกี่ยวข้องกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ เทคโนโลยี หรือกฎหมายที่เปลี่ยนแปลงไปตามช่วงเวลา ผู้วิจัยจึงได้แปลงกลุ่มอุตสาหกรรมและปี พ.ศ. ให้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) เพื่อใช้เป็นตัวแปรควบคุมในการวิเคราะห์จำแนกประเภทครั้งนี้ (Piriyakul, 2013)

สถิติที่ใช้ในการวิจัย

1) สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ได้แก่ ค่าร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: SD) ค่าความเบ้ (Skewness) หากอยู่ระหว่าง ± 3 แสดงว่าข้อมูลมีความสมมาตร และค่าความโด่ง (Kurtosis) หากอยู่ระหว่าง ± 10 แสดงว่าข้อมูลไม่มีความผิดปกติ (Kline, 2011) และนำเสนอข้อมูลในรูปแบบตารางเพื่ออธิบายเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวอย่าง

2) สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) คือ การวิเคราะห์จำแนกประเภท (Discriminant Analysis) เพื่อตรวจสอบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ในภาพรวมและรายด้าน ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระส่งผลกระทบต่อการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแปรตามหรือไม่ โดยตัวแปรตามดังกล่าวเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ วัดจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด แบ่งเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ (Large Cap) กลุ่มบริษัทขนาดกลาง (Mid Cap) และกลุ่มบริษัทขนาดเล็ก (Small Cap)

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากการเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่าง 139 บริษัท สำหรับเวลาระยะเวลา 3 ปี จำนวน 250 รายปี-บริษัท เพื่ออธิบายตัวแปรผลในการศึกษาขั้นต้น จึงได้ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการอธิบายตัวแปร ดังนี้

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

Variables	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis
ESG (คะแนน)	25.9632	81.4003	57.1040	11.5696	0.170	-0.543
ENV (คะแนน)	0.4832	90.2748	45.4209	20.5178	0.175	-0.616
SOC (คะแนน)	8.7666	75.7860	40.6775	13.9734	0.436	-0.305
GOV (คะแนน)	58.3986	98.6153	85.2978	6.5307	-1.351	3.845
LEV (เท่า)	0.08870	0.9304	0.5261	0.1622	-0.440	-0.498
SIZE (เท่า)	14.81	21.96	17.9943	1.4611	0.260	-0.414

จากตารางที่ 2 เมื่อพิจารณาค่าความเบ้ และค่าความโด่ง ของข้อมูล พบว่าทุกตัวแปรมีความเบ้อยู่ในช่วง +/- 3 และค่าความโด่งอยู่ในช่วง +/- 10 แสดงว่าข้อมูลมีความสมมาตรและไม่ผิดปกติ ผลการวิเคราะห์พบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ภาพรวมมีค่าเฉลี่ย 57.1040 คะแนน เมื่อแยกวิเคราะห์รายด้าน พบว่า คะแนนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 45.4209 คะแนน ด้านสังคม (SOC) มีค่าเฉลี่ย 40.6775 คะแนน ด้านบรรษัทภิบาล (GOV) มีค่าเฉลี่ย 85.2978 คะแนน ความเสี่ยงทางการเงินที่วัดด้วยหนี้สินหารส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) มีค่าเฉลี่ย 0.5261 เท่า และขนาดของบริษัทที่วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (SIZE) มีค่าเฉลี่ย 17.9943

ตารางที่ 3 การจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์แยกเป็นแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

ขนาด	AGR	TEC	RES	SER	IND	CON	PRO	รวม	ร้อยละ
Large Cap	6	6	26	26	8	0	15	87	34.80
Mid Cap	6	7	34	31	2	1	44	125	50.00
Small Cap	4	4	5	5	7	3	10	38	15.20
รวม	16	17	65	62	17	4	69	250	100.00
ร้อยละ	6.40	6.80	26.00	24.80	6.80	1.60	27.60	100.00	

จากตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2564 – 2566 จำนวน 250 รายปี-บริษัท เป็นบริษัทขนาดใหญ่ (Large Cap) ซึ่งมี Market Cap > 50,000 ล้านบาท อยู่ในกลุ่มทรัพยากร (RES) และกลุ่มบริการ (SER) มากที่สุด จำนวน 26 รายปี-บริษัท และไม่ปรากฏในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CON) บริษัทขนาดกลาง (Mid Cap) ซึ่งมี Market Cap ระหว่าง 10,000 – 50,000 ล้านบาท อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PRO) มากที่สุด จำนวน 44 รายปี-บริษัท อยู่ในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CON) น้อยที่สุด จำนวน 1 รายปี-บริษัท บริษัทขนาดเล็ก (Small Cap) ซึ่งมี Market Cap < 10,000 ล้านบาท อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PRO) มากที่สุด จำนวน 10 รายปี-บริษัท อยู่ในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CON) น้อยที่สุด จำนวน 3 รายปี-บริษัท

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ซึ่งศึกษาว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยรวมส่งผลต่อการจำแนกขนาดบริษัทตามมูลค่าตลาด (MCAP) หรือไม่ ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ Discriminant Function โดยมี MCAP เป็นตัวแปรตาม และตัวแปรอิสระหลักคือคะแนน ESG รวม พร้อมด้วยตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดบริษัท (SIZE) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) และตัวแปรผลกระทบคงที่ของกลุ่มอุตสาหกรรมและปี (Industry/Year Fixed Effects) ซึ่งแสดงในสมการ (1):

$$MCAP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \text{Industry/Year Fixed Effects} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

ผลการทดสอบแสดงดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยของตัวแปรระหว่างกลุ่มจำแนก

Step	Variables	Wilks' Lambda	F Statistic	Unstandardized Canonical Coefficients		Tolerance
				Function 1	Function 2	
1	SIZE	0.453	148.967**	0.975	-0.375	0.671
2	SER	0.422	66.370**	1.061	0.093	0.690
3	ESG	0.391	48.887**	0.39	0.063	0.659
4	TEC	0.365	39.910**	1.276	1.130	0.813
5	IND	0.348	33.781**	-0.152	2.536	0.856
6	CON	0.337	29.145**	0.519	3.773	0.932
7	LEV	0.329	25.610**	-0.509	2.864	0.798
8	RES	0.324	22.689**	-0.312	-0.561	0.693
9	Y66	0.321	20.351**	-0.242	0.298	0.973
	Constant			-19.702	1.356	
Eigenvalue				1.657	0.174	
Canonical Correlation				0.790	0.385	
Function 1 through 2		0.321	Chi-square	276.490**		
Function 2		0.852	Chi-square	39.016**		

หมายเหตุ: ** p value < 0.01

จากตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์จำแนกประเภทโดยใช้วิธี Stepwise เพื่อคัดเลือกเฉพาะตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (MCAP) เป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ Large Cap, Mid Cap และ Small Cap พบว่า ESG ถูกคัดเลือกเข้าสมการในขั้นที่ 3 โดยมีค่า Wilks' Lambda เท่ากับ 0.391 และ F = 48.887 (p < 0.01) รวมทั้งมี canonical coefficient เท่ากับ 0.390 และ 0.063 ในฟังก์ชันที่ 1 และ 2 ตามลำดับ สะท้อนว่า ESG มีบทบาทในทั้งสองฟังก์ชัน อีกทั้งค่า Tolerance เท่ากับ 0.659 (มากกว่า 0.1) ไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010) ผลดังกล่าวสนับสนุนสมมติฐานที่ 1 ว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยรวม ส่งผลเชิงบวกต่อการจำแนกขนาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยสามารถนำค่า Unstandardized Canonical Coefficients ไปสร้างสมการจำแนกได้ 2 ฟังก์ชันดังนี้

$$MCAP1 = -19.702 + 0.39ESG_{it} + 0.975SIZE_{it} - 0.509LEV_{it} + 1.276TEC_{it} - 0.312RES_{it} + 1.061SER_{it} - 0.152IND_{it} + 0.519CON_{it} - 0.242Y66_{it} + \epsilon_{it} \quad (1.1)$$

$$MCAP1 = 1.356 + 0.063ESG_{it} - 0.375SIZE_{it} + 2.864LEV_{it} + 1.130TEC_{it} - 0.561RES_{it} + 0.093SER_{it} + 2.536IND_{it} + 3.773CON_{it} + 0.298Y66_{it} + \epsilon_{it} \quad (1.2)$$

จากตารางที่ 4 ฟังก์ชันที่ 1 มีค่า Eigenvalue เท่ากับ 1.657 และ canonical correlation เท่ากับ 0.790 สูงกว่าฟังก์ชันที่ 2 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.174 และ 0.385 ตามลำดับ สะท้อนว่าฟังก์ชันที่ 1 มีประสิทธิภาพในการจำแนกกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาดได้ดีกว่า อย่างไรก็ตาม เมื่อใช้ฟังก์ชันที่ 1 และ 2 ร่วมกัน ค่า Wilks' Lambda ลดลงเหลือ 0.321 (ต่ำกว่าการใช้ฟังก์ชันที่ 2 เพียงอย่างเดียวที่มีค่า 0.852) และมีค่า Chi-square เท่ากับ 276.490 ($p < 0.01$) แสดงถึงความสามารถในการจำแนกกลุ่มอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ฟังก์ชันที่ 2 เพียงอย่างเดียวมีค่า Chi-square เท่ากับ 39.016 ($p < 0.01$) แม้จะมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ประสิทธิภาพในการจำแนกต่ำกว่า จึงสรุปได้ว่าการใช้ทั้งสองฟังก์ชันร่วมกันให้ผลการจำแนกที่แม่นยำและมีประสิทธิภาพมากกว่าอย่างชัดเจน

ตารางที่ 5 ผลการจำแนกประเภทขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองจำแนกประเภท (Discriminant Function Analysis)

	MCAP	Predicted Group Membership			Total
		Small Cap	Mid Cap	Small Cap	
จำนวน	Small Cap	27	8	3	38
	Mid Cap	11	102	12	125
	Large Cap	0	16	71	87
ร้อยละ	Small Cap	71.1	21.1	7.9	100.0
	Mid Cap	8.8	81.6	9.6	100.0
	Large Cap	0.0	18.4	81.6	100.0

80.0% of original grouped cases correctly classified.

จากผลการวิเคราะห์จำแนกประเภทพบว่า แบบจำลองสามารถจำแนกกลุ่มของบริษัทตามมูลค่าตลาดได้อย่างแม่นยำ โดยมีอัตราความถูกต้องเฉลี่ยอยู่ที่ 80.0% กลุ่ม Mid Cap และ Small Cap มีอัตราการจำแนกถูกต้องเท่ากันที่ 81.6% ในขณะที่กลุ่ม Large Cap มีอัตราความถูกต้องอยู่ที่ 71.1% ซึ่งแสดงให้เห็นว่าแบบจำลองมีความสามารถในระดับสูงในการพยากรณ์ขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในกลุ่มขนาดกลางและขนาดเล็ก

ในการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ซึ่งศึกษาว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) สังคม (SOC) และบรรษัทภิบาล (GOV) แยกรายด้าน ส่งผลต่อการจำแนกขนาดบริษัทตามมูลค่าตลาด (MCAP) หรือไม่ โดยยังคงควบคุมตัวแปร SIZE, LEV และผลกระทบคงที่ของกลุ่มอุตสาหกรรมและปี (Industry/Year Fixed Effects) ดังแสดงในสมการ (2):

$$MCAP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 SOV_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \text{Industry/Year Fixed Effects} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

ผลการทดสอบแสดงดังต่อไปนี้

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยของตัวแปรระหว่างกลุ่มจำแนก

Step	Variables	Wilks' Lambda	F Statistic	Unstandardized Canonical Coefficients		Tolerance
				Function 1	Function 2	
1	SIZE	0.453	148.967**	1.004	-0.231	0.708
2	SER	0.422	66.370**	1.098	0.218	0.795
3	SOC	0.397	47.888**	0.026	0.012	0.782
4	TEC	0.375	38.648**	1.387	1.447	0.821
5	IND	0.353	33.178**	0.158	3.105	0.885
6	GOV	0.336	29.228**	0.016	0.079	0.871
7	CON	0.325	25.984**	0.725	3.875	0.921
8	LEV	0.319	23.141**	-0.706	2.340	0.787
9	AGR	0.314	20.803**	0.142	1.185	0.884
10	Y66	0.311	18.893**	-0.238	0.301	0.976
	Constant			-20.395	-4.880	
Eigenvalue				1.673	0.204	
Canonical Correlation				0.791	0.412	
Function 1 through 2		0.311	Chi-square	283.409**		
Function 2		0.831	Chi-square	44.992**		

หมายเหตุ: ** p value < 0.01

จากตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์จำแนกประเภทด้วยวิธี Stepwise เพื่อคัดเลือกเฉพาะตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติในการจำแนกขนาดบริษัทตามมูลค่าตลาด (MCAP) พบว่า ตัวแปร SOC ถูกคัดเลือกในขั้นที่ 3 (Wilks' Lambda = 0.397, F = 47.888, p < 0.01) และ GOV ในขั้นที่ 6 (Wilks' Lambda = 0.336, F = 29.228, p < 0.01) โดย SOC มี canonical coefficient เท่ากับ 0.026 และ 0.012 ขณะที่ GOV มีค่า 0.016 และ 0.079 ในฟังก์ชันที่ 1 และ 2 ตามลำดับ สะท้อนว่าทั้งสองตัวแปรมีบทบาทในการจำแนก โดยเฉพาะ GOV ที่ช่วยจำแนกกลุ่มบริษัทที่มีลักษณะใกล้เคียงกันได้ดีในฟังก์ชันที่ 2 อีกทั้งค่า Tolerance ของ SOC และ GOV อยู่ที่ 0.782 และ 0.871 (มากกว่า 0.1) แสดงว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity (Hair et al., 2010) ผลลัพธ์สนับสนุนสมมติฐานที่ 2.2 และ 2.3 ว่าการเปิดเผยด้านสังคมและบรรษัทภิบาลส่งผลเชิงบวกต่อการจำแนกขนาดบริษัท และสามารถนำค่า Unstandardized Canonical Coefficients ไปสร้างสมการจำแนกได้ 2 ฟังก์ชัน ดังนี้

$$MCAP_2 = -20.395 + 0.026SOC_{it} + 0.016GOV_{it} + 1.004SIZE_{it} - 0.706LEV_{it} + 0.142AGR_{it} + 1.387TEC_{it} + 1.098SER_{it} + 0.158IND_{it} + 0.725CON_{it} - 0.238Y66_{it} + \epsilon_{it} \quad (2.1)$$

$$MCAP_2 = -4.880 + 0.012SOC_{it} + 0.079GOV_{it} - 0.231SIZE_{it} + 2.340LEV_{it} + 1.185AGR_{it} + 1.447TEC_{it} + 0.218SER_{it} + 3.105IND_{it} + 0.921CON_{it} + 0.301Y66_{it} + \epsilon_{it} \quad (2.2)$$

จากตารางที่ 6 ฟังก์ชันที่ 1 มีค่า Eigenvalue เท่ากับ 1.673 และ canonical correlation เท่ากับ 0.791 สูงกว่าฟังก์ชันที่ 2 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.204 และ 0.412 ตามลำดับ สะท้อนว่าฟังก์ชันที่ 1 มีประสิทธิภาพในการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดได้ดีกว่า อย่างไรก็ตาม เมื่อใช้ทั้งสองฟังก์ชันร่วมกัน ค่า Wilks' Lambda ลดลงเหลือ 0.311 (ต่ำกว่าการใช้ฟังก์ชันที่ 2 เพียงอย่างเดียวที่มีค่า 0.831) และมีค่า Chi-square เท่ากับ 283.409 ($p < 0.01$) แสดงถึงความสามารถในการจำแนกกลุ่มอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ฟังก์ชันที่ 2 เพียงอย่างเดียวมีค่า Chi-square เท่ากับ 44.992 ($p < 0.01$) แม้จะมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ประสิทธิภาพในการจำแนกต่ำกว่า จึงสรุปได้ว่าการใช้ทั้งสองฟังก์ชันร่วมกันให้ผลการจำแนกที่แม่นยำและมีประสิทธิภาพมากกว่าอย่างชัดเจน

ตารางที่ 7 ผลการจำแนกประเภทขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองจำแนกประเภท (Discriminant Function Analysis)

	MCAP	Predicted Group Membership			Total
		Small Cap	Mid Cap	Small Cap	
จำนวน	Small Cap	29	6	3	38
	Mid Cap	15	98	12	125
	Small Cap	1	14	72	87
ร้อยละ	Small Cap	76.3	15.8	7.9	100.0
	Mid Cap	12.0	78.4	9.6	100.0
	Large Cap	1.1	16.1	82.8	100.0

79.6% of original grouped cases correctly classified.

จากผลการวิเคราะห์จำแนกประเภทพบว่า แบบจำลองสามารถจำแนกกลุ่มของบริษัทตามมูลค่าตลาดได้อย่างแม่นยำ โดยมีอัตราความถูกต้องเฉลี่ยอยู่ที่ 79.6% กลุ่ม Small Cap มีอัตราการจำแนกถูกต้องเท่ากับ 76.3 % กลุ่ม Mid Cap มีอัตราการจำแนกที่ถูกต้องเท่ากับ 78.4 และกลุ่ม Large Cap มีอัตราการจำแนกที่ถูกต้องถึง 82.8% ซึ่งแสดงให้เห็นว่าแบบจำลองมีความสามารถในระดับสูงในการพยากรณ์ขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในกลุ่มขนาดใหญ่

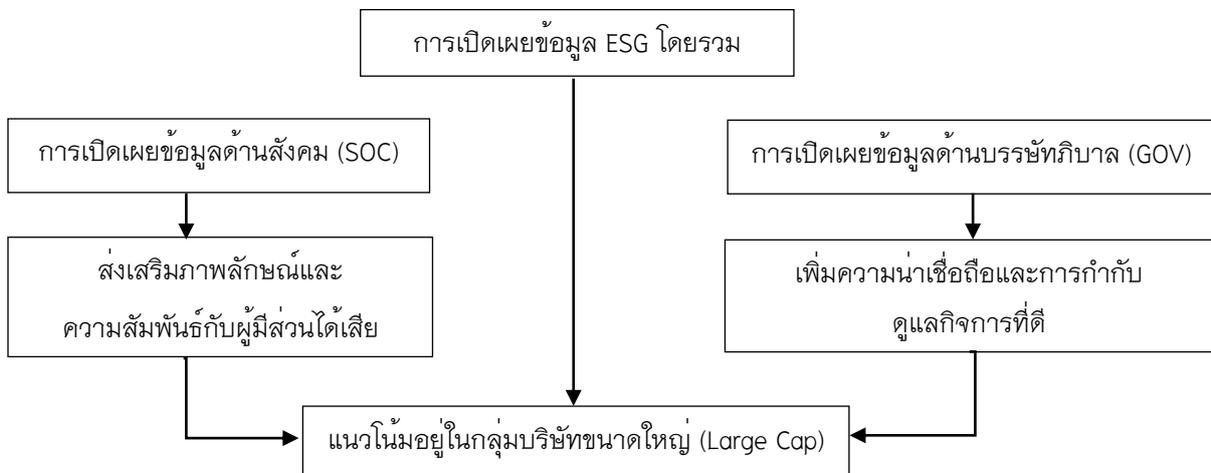
อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการวิเคราะห์จำแนก (Discriminant Analysis) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในภาพรวม (ESG Disclosure) ส่งผลเชิงบวกต่อการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยรวมในระดับสูง มักอยู่ในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ (Large Cap) มากกว่าบริษัทขนาดกลางหรือขนาดเล็ก (Mid Cap, Small Cap) เป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signalling Theory) ของ Spence (1973) เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน

ESG เป็นช่องทางหนึ่งในการส่งสัญญาณเชิงบวกสู่ตลาด สะท้อนว่าบริษัทให้ความสำคัญกับความโปร่งใส ความยั่งยืน และความรับผิดชอบต่อองค์กร สร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน โดยเฉพาะในบริษัทที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งและมีทรัพยากรมากเพียงพอที่จะดำเนินการด้าน ESG ได้อย่างเป็นระบบและต่อเนื่อง สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Vochenko et al. (2024) และผลการศึกษาของ Chen et al. (2023) ที่พบว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่สามารถช่วยส่งเสริมสภาพคล่องของหุ้น (Stock liquidity) ของบริษัทในจีนระหว่างปี พ.ศ. 2015–2020

ในรายละเอียดเพิ่มเติม พบว่า การเปิดเผยด้านสังคม (Social Disclosure) และด้านบรรษัทภิบาล (Governance Disclosure) มีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการจำแนกขนาดบริษัทเช่นกัน สะท้อนว่าผู้ลงทุนและตลาดอาจให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการพนักงาน การมีส่วนร่วมกับชุมชน และการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากกว่าด้านสิ่งแวดล้อมโดยลำพัง ในขณะที่ การเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Disclosure) กลับไม่แสดงผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเนื่องมาจากปัจจัยด้านต้นทุนการลงทุนในสิ่งแวดล้อมที่สูง หรือเนื้อหาการเปิดเผยที่ยังขาดความลึกและความน่าเชื่อถือในบริบทของบริษัทในประเทศไทย สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Habib and Mourad (2024) ซึ่งพบผลกระทบเชิงบวกของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ในภาพรวมต่อมูลค่าของบริษัทที่วัดด้วยมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ในขณะที่ผลการดำเนินงานเฉพาะด้านสังคม และบรรษัทภิบาลเท่านั้นที่ส่งผลกระทบเชิงบวก ในขณะที่ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมไม่พบผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 2016–2020

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย



ภาพที่ 2 แสดงองค์ความรู้ใหม่จากงานวิจัย

ข้อค้นพบจากการวิจัยแสดงให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG โดยรวมส่งผลบวกต่อการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาด โดยเฉพาะด้านสังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) ที่ช่วยส่งเสริมภาพลักษณ์ ความน่าเชื่อถือ และความมั่นคงของบริษัทในสายตานักลงทุน ส่งผลให้มีแนวโน้มอยู่ในกลุ่ม Large Cap มากขึ้น ขณะที่การเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) เพียงด้านเดียวอาจไม่เพียงพอสำหรับการสร้างมูลค่าตลาด ทั้งนี้ สมการจำแนกที่ได้จากการวิจัยสามารถนำไปประยุกต์ใช้เป็นเครื่องมือเชิงวิเคราะห์เพื่อประเมินแนวโน้มขนาดของบริษัทในตลาดทุนจากระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG ได้อย่างเป็นระบบ โดยบริษัทจดทะเบียนสามารถใช้สมการนี้เป็นแนวทางกำหนดกลยุทธ์การเปิดเผยข้อมูลเพื่อยกระดับสถานะในตลาดทุนอย่างมีเป้าหมาย ขณะที่หน่วยงานกำกับดูแลสามารถใช้เป็นเกณฑ์ประเมินประสิทธิผลนโยบาย ESG ซึ่งจะช่วยยกระดับมาตรฐานความยั่งยืนของภาคธุรกิจไทย และเสริมภาพลักษณ์ตลาดทุนในระดับสากล

สรุป

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ทั้งในภาพรวมและรายด้าน มีอิทธิพลต่อการจำแนกขนาดของบริษัทตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์หรือไม่ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูล ESG จากฐานข้อมูล Bloomberg รวมทั้งสิ้น 250 รายปี-บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2564–2566 และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการวิเคราะห์จำแนกประเภท (Discriminant Analysis) แบบ Stepwise ผลการศึกษา พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG โดยรวม รวมถึงรายด้าน “สังคม” (Social) และ “ธรรมาภิบาล” (Governance) มีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการจำแนกขนาดของบริษัทในกลุ่ม Large Cap, Mid Cap และ Small Cap โดยเฉพาะด้าน Governance มีบทบาทสำคัญในการจำแนกในฟังก์ชันรอง (Function 2) ทั้งนี้ บริษัทที่มีระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG สูงมักมีแนวโน้มอยู่ในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ (Large Cap) มากกว่ากลุ่มขนาดเล็กหรือขนาดกลาง ค่า Wilks' Lambda และค่า Chi-square แสดงให้เห็นว่าสมการจำแนกทั้ง 2 ฟังก์ชันรวมกันมีประสิทธิภาพในการจำแนกกลุ่มได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีอัตราความถูกต้องของการจำแนกทั้งในภาพรวมและรายด้านประมาณร้อยละ 80

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG โดยเฉพาะด้านสังคมและธรรมาภิบาล เนื่องจากส่งผลเชิงบวกต่อภาพลักษณ์องค์กร ความน่าเชื่อถือในตลาดทุน และอาจมีผลต่อขนาดของกิจการในระยะยาว นอกจากนี้ หน่วยงานกำกับดูแลสามารถส่งเสริมการเปิดเผย ESG เพื่อพัฒนาแนวปฏิบัติด้านความยั่งยืนในระดับตลาดหลักทรัพย์

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

ควรศึกษาเพิ่มเติมในระดับอุตสาหกรรม หรือเปรียบเทียบผลการเปิดเผย ESG กับผลตอบแทน หรือความผันผวนของราคาหุ้น เพื่อให้เข้าใจผลกระทบทางเศรษฐกิจในเชิงลึกมากขึ้น นอกจากนี้การวิเคราะห์แบบตามช่วงเวลา (longitudinal analysis) จะช่วยตรวจสอบผลกระทบในระยะยาวได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

References

- Alshubiri, F. (2021). The stock market capitalisation and financial growth nexus: an empirical study of western European countries. *Future Business Journal*, 7(1), 1–20.
<https://doi.org/10.1186/s43093-021-00092-7>
- Barnard, C. I. (1938). *The functions of the executive*. Harvard University Press.
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2023). Environmental, social and governance performance: influence on market value in the COVID–19 crisis. *Management Decision*, 61(8), 2442–2466. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2022-1084>
- Britton, N. (2021). *What is ESG and why corporate tax departments should care*.
<https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/tax-and-accounting/esg-corporate-tax-departments/>
- Bualuang Securities. (2018). *How to identify small and large-cap stocks using market capitalization*. Bualuang Knowledge. <https://article.bualuang.co.th/article/marketcap>
- CFA Institute. (2022). *International Guide to Cost of Capital 2022 Summary Edition*.
<https://www.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/article/industry-research/igcc-summary-edition-2022.pdf>
- Chambers and Partners. (2024). *Driving sustainable success in Thailand: Mastering the ‘E’ in ESG*. Chambers and Partners. <https://chambers.com/articles/driving-sustainable-success-in-thailand-mastering-the-e-in-esg>
- Chen, R., Liu, Y., Jiang, Y., & Liu, J. (2023). Does ESG performance promote vitality of capital market? Analysis from the perspective of stock liquidity. *Environmental Economics and Management*, 11, 1–16. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1132845>
- Cho, H. (2023). ESG and Green Management in Thailand. *Voice of the Publisher*, 9, 295–313.
<https://doi.org/10.4236/vp.2023.94023>

- Clarkson, M. B. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92–117.
<https://doi.org/10.2307/258888>
- 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.
<https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- D'Apice, V., Ferri, G., & Intonti, M. (2021). Sustainable disclosure versus ESG intensity: Is there a cross effect between holding and SRI funds?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1496–1510. <https://doi.org/10.1002/csr.2178>
- Devalle, A., Rizzato, F., & Busso, D. (2016). Disclosure indexes and compliance with mandatory disclosure—The case of intangible assets in the Italian market. *Advances in accounting*, 35, 8–25.
- FINRA. (2022, September 30). *Market Cap Explained*. <https://www.finra.org/investors/insights/market-cap>
- Foster, D., & Jonker, J. (2005). Stakeholder relationships: The dialogue of engagement. *Corporate Governance*, 5(5), 51–57. <https://doi.org/10.1108/14720700510630059>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.
- Fu, P., Ren, Y., Tian, Y., Narayan, S. W., & Weber, O. (2024). Reexamining the relationship between ESG and firm performance: Evidence from the role of Buddhism. *Borsa Istanbul Review*, 24, 47–60. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.10.011>
- GRI. (2022). *GRI sustainability report 2022*. <https://www.globalreporting.org/media/3yfhrjrkgri-sustainabilityreport2022-final.pdf>
- Habib, A. M., & Mourad, N. (2024). The influence of environmental, social, and governance (ESG) practices on us firms' performance: evidence from the coronavirus crisis. *Journal of the Knowledge Economy*, 15, 2549–2570. <https://doi.org/10.1007/s13132-023-01278-w>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Pearson.
- Hawkins, D. (2006). *Corporate social responsibility: Balancing tomorrow's sustainability and today's Profitability*. Palgrave Macmillan.
- Ho, L., Nguyen, V. H., & Dang, T. L. (2024). ESG and firm performance: do stakeholder engagement, financial constraints and religiosity matter?. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 31(4), 263–276. <https://doi.org/10.1108/JABES-08-2023-0306>

- 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.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Junius, D., Adisurjo, A., Rijanto, Y. A., & Adelina, Y. E. (2020). The impact of ESG performance to firm performance and market value. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, 5(1), 31–41.
- Keskin, A. I., Dincer, B., & Dincer, C. (2020). Exploring the impact of sustainability on corporate financial performance using discriminant analysis. *Sustainability* 12(2346).
<https://doi.org/10.3390/su12062346>
- Khalil, M. A. (2024). Environmental, Social and Governance (ESG) – augmented investments in innovation and firms' value: a fixed effects panel regression of Asian economies. *China Finance Review*, 14(1), 76–102. <https://doi.org/10.1108/CFRI-05-2022-0067>
- Kline, R. B. (2011). *Principles and practice of structural equation modeling*. Guilford Publications.
- KPMG. (2022, October). *The world's top companies improving on climate reporting, with Thailand in top 10 for sustainability reporting*. <https://kpmg.com/th/en/home/media/press-releases/2022/10/worlds-top-companies-improving-climate-reporting-en.html>
- Menicucci, E., & Paolucci, G. (2023). ESG dimensions and bank performance: an empirical investigation in Italy. *Corporate Governance*, 23(3), 563–586. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2022-0094>
- Moolkham, M. (2025). SET ESG ratings and firm value: The new sustainability performance assessment tool in Thailand. *PLoS ONE*, 20(2), e0315935.
<https://doi.org/10.1371/journal.pone.0315935>
- Nielsen. (2018, October). *What sustainability means to consumers today*. Nielsen.
<https://www.nielsen.com/insights/2018/what-sustainability-means-today/>
- Piriyakul, M. (2013). Panel data analysis. *Ramkhamhaeng Journal of Science and Technology*, 30(2), 41–54.
- Post, J. E., Lawrence, A. T., & Weber, J. (2002). *Business and society: Corporate strategy, public policy, ethics*. McGraw-Hill.
- PRI Association, (2020). *What are the principles for responsible investment?: united nations-supported principles for responsible investment*. <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

- Puangkum, P., Budsayaplakorn, S., & Sompornserm, T. (2024). The impact of ESG performance indicators on the market capitalization of listed companies in The Stock Exchange of Thailand. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 2(7), 1–11.
- Rahman, H. U., Zahid, M., & Al-Faryan, M. A. S. (2023). ESG and firm performance: The rarely explored moderation of sustainability strategy and top management commitment. *Journal of Cleaner Production*, 404(136859). <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136859>
- Richardson, B. J. (2013). Socially responsible investing for sustainability: overcoming its incomplete and conflicting rationales. *Transnational Environmental Law*, 2(2), 311–338. <https://doi.org/10.1017/S2047102513000150>
- Said, M. T., & ElBannan, M. A. (2023). Do ESG ratings and COVID–19 severity score predict stock behavior and market perception? Evidence from emerging markets. *Review of Accounting and Finance*, 23(2), 222–255. <https://doi.org/10.1108/RAF-03-2023-0083>
- 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. <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suttipun, M., Lakkanawanit, P., Saramolee, A., & Yaacob, Z. S., S. (2025). Environmental, social, and governance disclosures and market reaction of Thai-listed companies in the alternative capital market. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(3), 1–20. <https://doi.org/10.3390/jrfm18030113>
- The Securities and Exchange Commission, Thailand. (2020, September 1). *The SEC adjusts disclosure regulations under one report (Form 56–1) to enhance ESG transparency*. https://www.sec.or.th/TH/Pages/News_Detail.aspx?SECID=8431
- United Nations. (n.d.). *The 17 goals*. <https://sdgs.un.org/goals>
- Vochenko, D., Xu, Q., & Kendo, S. (2024). Impact of ESG factors on the market capitalization of companies. *Social Science Research Network (SSRN)*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4719937>
- Waldman, D. A., Siegel, D. S., & Javidan, M. (2006). Components of CEO transformational leadership and corporate social responsibility. *Journal of Management Studies*, 43(8), 1703–1725. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00642.x>