

ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่มีต่อ
ผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure on the Firm Performance of
Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

พิชญธิดา บูรณะ¹ สมชัย ไทยสงวนวรกุล² และสุรชัย เอ็มอักษร^{3,*}

Phitchayatida Boorana¹ Somchai Thaisanguanvorakul² and Surachai Am-ugsorn^{3,*}

Received : June 5, 2025 Revised : September 29, 2025 Accepted : October 10, 2025

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล
ในภาพรวม และรายด้านต่อมูลค่ากิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในฐานข้อมูล
Bloomberg จำนวน 139 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2564 – 2566 ได้ตัวอย่างทั้งสิ้น 250 รายปีบริษัท โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอย
พหุคูณ ผลการศึกษา พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ภาพรวม ส่งผลกระทบต่อ
เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ
เมื่อพิจารณารายด้าน พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และการ
เปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOC) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษา
ไม่พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (GOV) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าและผลการดำเนินงานของกิจการแต่อย่างใด ข้อเสนอแนะที่
สำคัญจากผลการศึกษา คือ การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG โดยเฉพาะในด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม มีบทบาทสำคัญในการเพิ่ม
มูลค่าและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย บริษัทควรให้ความสำคัญเพื่อสร้างความยั่งยืนและ
ความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนในระยะยาว

คำสำคัญ : ESG มูลค่ากิจการ ผลการดำเนินงาน

¹ นักศึกษาระดับปริญญาโท หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

¹ Master Student, Master of Business Administration, Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

² ประธานกรรมการบริหารบริษัท เอส เอ็น ซี ฟอรัมเมอร์ จำกัด (มหาชน)

² Chairman of the Executive Committee, SNC Former Public Company Limited

³ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

³ Assistant Professor, Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

* Corresponding author: Surachai.a@rmutsb.ac.th

Abstract

This study aims to examine the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure, both in overall terms and by individual dimension, on firm value, return on assets (ROA), and return on equity (ROE) of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The sample comprises 139 listed firms that disclosed ESG information in the Bloomberg database during the period from 2021 to 2023, yielding a total of 250 firm-year observations. Multiple regression analysis was used for data analysis. The findings indicate that overall ESG disclosure has a positive effect on firm value (Tobin's Q), ROA, and ROE. When analyzed by dimension, environmental (ENV) disclosure is positively associated with firm value, while social (SOC) disclosure is positively associated with ROE. However, governance (GOV) disclosure shows no significant impact on either firm value or financial performance. The findings highlight the importance of ESG disclosure, particularly in the environmental and social dimensions, in enhancing firm value and financial performance of Thai listed companies. Firms are therefore encouraged to emphasize ESG practices to foster sustainability and strengthen long-term investor confidence. Therefore, companies should prioritize ESG practices to promote sustainability and foster long-term investor confidence.

Keywords : ESG, Firm Value and Performance

1. บทนำ

การเปิดเผยรายงานความยั่งยืนขององค์กร เป็นการแสดงให้เห็นว่าองค์กรมีความพร้อมที่จะดำเนินกิจการอย่าง ยุติธรรม โปร่งใส และยึดมั่นตามหลักจริยธรรมสากล โดยสอดคล้องกับเป้าหมายโลกว่าด้วยการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) ที่กำหนดโดยสหประชาชาติในปี พ.ศ. 2558 ในประเทศไทย แนวทางดังกล่าวถูกนำมาประยุกต์ใช้ผ่าน คู่มือการรายงานความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อใช้เป็นเกณฑ์พิจารณาและจัด กลุ่ม “หุ้นยั่งยืน” (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565) ขณะเดียวกัน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 สำนักงานคณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดทำ “แบบ 56-1 One Report” ซึ่งรวมรายงาน ประจำปีและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีเข้าด้วยกัน โดยเน้นการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) อย่างเป็นระบบและโปร่งใสมากขึ้น การบังคับใช้ One Report จึงถือเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญของมาตรฐานการรายงานใน ประเทศไทย และเป็นฐานข้อมูลสำคัญที่ตลาดหลักทรัพย์ใช้ประกอบการคัดเลือกหุ้นยั่งยืน (SETTHSI) ทั้งนี้ ช่วงปี พ.ศ. 2564– 2566 จึงนับเป็นระยะเปลี่ยนผ่านสำคัญที่บริษัทจดทะเบียนต้องเร่งปรับตัวต่อข้อบังคับใหม่ด้าน ESG ซึ่งสอดคล้องกับช่วงเวลา ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เพื่อสะท้อนผลกระทบของการยกระดับมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลต่อการดำเนินงานของธุรกิจไทย ในเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาการเปิดเผยดังกล่าวครอบคลุม 3 มิติหลัก ได้แก่ มิติสิ่งแวดล้อม มิติสังคม และมิติบรรษัทภิบาลและ เศรษฐกิจ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565)

แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินงานด้าน ESG สอดคล้องกับ Agency Theory ที่มองว่าการเปิดเผย ESG สามารถลดความ ไม่สมมาตรของข้อมูล (information asymmetry) ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น และยังสอดคล้องกับ Stakeholder Theory ซึ่งอธิบายว่าการดำเนินงานที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลสะท้อนถึงการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วน ได้เสีย ช่วยสร้างความไว้วางใจและความยั่งยืนในระยะยาว งานวิจัยจำนวนมากจึงพบว่า บริษัทที่มีคะแนน ESG สูง มักสร้าง ผลตอบแทนทางการเงินที่ดีกว่า ทั้งในด้านผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (Possebon, Cippicani, Savoia, & Mariz, 2024; Alamsyah & Muljo, 2023) นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ยังช่วยลด

ความเสี่ยงทางกฎหมายและสังคม เพิ่มความสามารถในการเข้าถึงเงินทุน ทำให้ต้นทุนทางการเงินต่ำลง มูลค่าของกิจการ (Firm value) สูงขึ้น (Moolkham, 2025) ส่งผลดีต่อความสามารถในการแข่งขันและความมั่นคงทางการเงินในระยะยาว

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาในอดีตบางส่วนยังพบผลกระทบเชิงลบ โดยเฉพาะในมิติด้านการกำกับดูแลกิจการ (Governance) ที่อาจเพิ่มต้นทุนและลดประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ เช่น งานวิจัยของ Tarawneh et al. (2024) พบว่า เมื่อบริษัทมีคะแนน ESG สูงขึ้น มูลค่าตลาดของบริษัทที่วัดด้วย Tobin's Q ลดลง ขณะที่ Strelakina et al. (2023) ชี้ว่าการลงทุนด้านการกำกับดูแลกิจการ (Governance) ที่มากเกินไปอาจเพิ่มต้นทุนและลด ROA ลงในระยะสั้น ซึ่งเป็นไปตาม Legitimacy Theory กล่าวคือ บางบริษัทดำเนินกิจกรรม ESG เพื่อสร้างการยอมรับจากสังคมและรักษาภาพลักษณ์ มากกว่ามุ่งสร้างผลตอบแทนทางเศรษฐกิจโดยตรง

ในประเทศไทย การศึกษาที่เกี่ยวข้องยังมีจำนวนจำกัด โดยแม้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะส่งเสริมการรายงาน ESG มาตั้งแต่ปี 2555 แต่ผลการศึกษาที่ยังสะท้อนข้อจำกัด เช่น ESG ไม่ได้มีอิทธิพลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนโดยตรง แต่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร (Jamsai et al., 2024) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความไม่สอดคล้องกันของผลการศึกษา ทั้งในระดับสากลและในบริบทประเทศไทย อันก่อให้เกิดช่องว่างการวิจัย ที่ควรได้รับการตรวจสอบเพิ่มเติม โดยเฉพาะในช่วงปี 2564-2566 ที่มีการเปลี่ยนผ่านสู่ One Report ซึ่งบังคับใช้การเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างเป็นระบบและเข้มข้นมากขึ้น ดังนั้น การศึกษานี้จึงมีคุณูปการทางวิชาการในการเติมเต็มความรู้เกี่ยวกับผลกระทบของ ESG disclosure ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยวิเคราะห์ทั้งตัวชี้วัดด้านประสิทธิภาพการดำเนินงาน (ROA) ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งสะท้อนทั้งมิติทางบัญชีและมิติในตลาดทุน ตลอดจนเป็นการประเมินผลลัพธ์ของการยกระดับกฎเกณฑ์ One Report ต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจไทย งานวิจัยนี้จึงวางกรอบการศึกษาโดยอิง Agency Theory และ Stakeholder Theory เป็นทฤษฎีหลักในการสร้างสมมติฐานและอธิบายกลไกความสัมพันธ์ระหว่าง ESG disclosure กับผลการดำเนินงานของกิจการ

2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

2.1 เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ในภาพรวม และรายด้านต่อมูลค่ากิจการ

2.2 เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ในภาพรวม และรายด้านต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

2.3 เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ในภาพรวม และรายด้านต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

3. การทบทวนวรรณกรรม

3.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน ของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) และผู้บริหาร (ตัวแทน) ซึ่งเกิดขึ้นจากการที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถบริหารงานได้ด้วยตนเอง จำเป็นต้องมอบอำนาจให้ผู้บริหารดำเนินกิจการแทน อย่างไรก็ตาม ความแตกต่างด้านเป้าหมายและแรงจูงใจของทั้งสองฝ่ายอาจนำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) และเกิดปัญหาเชิงตัวแทน (Agency Problem) ได้ เช่น การที่ผู้บริหารมุ่งเพิ่มประโยชน์ส่วนตนโดยไม่คำนึงถึงผลตอบแทนสูงสุดของผู้ถือหุ้น ซึ่งสร้างต้นทุนให้แก่บริษัทในรูปของต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ในบริบทนี้ ปัจจัยด้าน ESG (สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล) โดยเฉพาะด้าน G - บรรษัทภิบาล อาจทำหน้าที่เป็นกลไกลดความขัดแย้งเชิงตัวแทนได้ หากผู้บริหารให้ความสำคัญกับความโปร่งใส ความรับผิดชอบ และผลประโยชน์ระยะยาวขององค์กร อย่างไรก็ตาม ESG ก็อาจ

สะท้อนถึงปัญหาเชิงตัวแทนได้เช่นกัน หากถูกนำไปใช้เพื่อวัตถุประสงค์ด้านภาพลักษณ์หรือผลประโยชน์ส่วนตัวของผู้บริหาร เช่น การลงทุนในโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดมูลค่าจริง หรือการตกแต่งข้อมูลด้าน ESG (Greenwashing) การนำ ESG disclosure มาใช้ในการวิจัยนี้ จึงมีที่มาจากแนวคิดเชิงทฤษฎีตัวแทนว่า เป็นกลไกในการกำกับดูแลผู้บริหาร และมีศักยภาพในการเชื่อมโยงกับตัวแปรผลการดำเนินงานของกิจการ

3.2 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีจุดเริ่มต้นจากแนวคิดของ Barnard (1938) ที่เสนอให้ผู้บริหารมีบทบาทเชิงบวกในการสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคม โดยได้รับการต่อยอดโดย Freeman (1984) ซึ่งระบุว่า ผู้บริหารควรตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียหลากหลายกลุ่มที่มีอิทธิพลต่อผลลัพธ์ขององค์กร เช่น พนักงาน ลูกค้า ผู้ขาย และชุมชนในท้องถิ่น แนวคิดนี้สอดคล้องกับ Post et al. (2002) ที่ให้ความหมายว่า ผู้มีส่วนได้เสียคือบุคคลหรือกลุ่มที่ได้รับผลกระทบหรือมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจและการดำเนินงานขององค์กร ทฤษฎีนี้จึงเน้นให้องค์กรมุ่งข้ามการสร้างคุณค่าเฉพาะให้แก่ผู้ถือหุ้น ไปสู่การสร้างห่วงโซ่คุณค่าแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม (Clarkson, et al., 2006) ในเชิงกลไก ESG disclosure จึงเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้องค์กรสามารถบริหารความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียอย่างมีประสิทธิภาพ และนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ทั้งในเชิงปฏิบัติการ การเงิน และมูลค่าตลาด การนำทฤษฎีนี้มาใช้ในงานวิจัยจึงเป็นการอธิบายว่า ESG ไม่ใช่เพียงกลยุทธ์เชิงภาพลักษณ์ แต่เป็นปัจจัยเชื่อมโยงกับตัวแปรผลการดำเนินงานของกิจการ

3.3 แนวคิดความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG)

แนวคิด ESG ได้รับความสนใจมากขึ้นภายหลังวิกฤตการณ์การเงินโลก (Global Financial Crisis) ในปี พ.ศ. 2550–2552 ซึ่งสะท้อนข้อบกพร่องของระบบทุนนิยมทางการเงินที่มุ่งเน้นผลตอบแทนในระยะสั้น และละเลยปัจจัยด้านความยั่งยืน โดยเฉพาะประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม (Richardson, 2013) ซึ่งนำไปสู่การผลักดันแนวคิดการลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Investment) โดยมีหลักปฏิบัติการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม (Principles for Responsible Investment: PRI) ที่นำเสนอโดยองค์การสหประชาชาติในปี พ.ศ. 2549 เป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อน ESG สู่ภาคการเงินทั่วโลก ส่งเสริมให้ผู้ลงทุนคำนึงถึงปัจจัย ESG ทั้งในการวิเคราะห์การลงทุน การใช้สิทธิผู้ถือหุ้น การสนับสนุนการเปิดเผยข้อมูล และการรายงานความคืบหน้าอย่างต่อเนื่อง (PRI Association, 2020) ESG จึงได้รับการยอมรับว่าเป็นกรอบการประเมินพฤติกรรมองค์กรที่เชื่อมโยงกับประสิทธิภาพทางการเงินในระยะยาว (Britton, 2021) แนวคิด ESG ยังสอดคล้องกับเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) ขององค์การสหประชาชาติ ซึ่งประกาศใช้ในปี พ.ศ. 2558 เพื่อกำหนดแนวทางการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมที่สมดุลใน 17 ประเด็นสำคัญ โดยเน้นการลดความเหลื่อมล้ำ ความยากจน และการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม (United Nations, n.d.) ส่งผลให้เกิดความตื่นตัวในการกำหนดมาตรฐานการรายงานความยั่งยืนในภาคธุรกิจผ่านแนวทางของ Global Reporting Initiative (GRI) ซึ่งครอบคลุม 3 มิติหลัก ได้แก่ มิติสิ่งแวดล้อม สังคม และเศรษฐกิจ/บรรษัทภิบาล (GRI, 2022) สำหรับประเทศไทย แนวคิด ESG ถูกบูรณาการเข้าสู่ภาคธุรกิจผ่านการบังคับใช้แบบรายงาน One Report ตามข้อกำหนดของสำนักงาน ก.ล.ต. ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 และการจัดทำบัญชีรายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แนวคิดนี้จึงเป็นพื้นฐานสำคัญที่ผู้วิจัยเลือกนำมาใช้เป็นตัวแปรอิสระในการศึกษาผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน

3.4 แนวคิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน (Firm performance)

ผลการดำเนินงาน หมายถึง ระดับของความสำเร็จที่กิจการสามารถบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ทั้งในเชิงกลยุทธ์และการดำเนินงาน ซึ่งเป็นตัวชี้วัดสำคัญที่สะท้อนถึงความสามารถขององค์กรในการสร้างคุณค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสีย ในรูปแบบต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นผลตอบแทนทางการเงิน ประสิทธิภาพการดำเนินงาน หรือการตอบสนองจากตลาด (Richard et al., 2009) การวัดผลการดำเนินงานของกิจการสามารถพิจารณาได้จากหลายมิติ เพื่อสะท้อนถึงประสิทธิภาพขององค์กรอย่างรอบด้าน โดยมีการใช้ตัวอย่างแพร่หลายในการวิจัย ได้แก่ (1) ผลการดำเนินงานเชิงปฏิบัติการ (Operational Performance) มักวัดด้วยอัตรา

ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสามารถของกิจการในการใช้ทรัพย์สินที่มีอยู่ในการสร้างกำไรจากการดำเนินงาน (2) ผลการดำเนินงานทางการเงิน (Financial Performance) วัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ซึ่งสะท้อนผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากเงินทุนที่ลงทุนไปในกิจการ แสดงถึงประสิทธิภาพของฝ่ายบริหารในการใช้ทุนของผู้ถือหุ้นให้เกิดผลกำไร และ (3) ผลการดำเนินงานด้านมูลค่ากิจการ (Firm Value Performance) วัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งสะท้อนถึงการรับรู้ของตลาดต่อมูลค่าและศักยภาพการเติบโตของกิจการ โดยการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าตลาดของบริษัทกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมด (Alareeni & Hamdan, 2020; Buallay, 2019) การเลือกตัวชี้วัดทั้ง 3 นี้จึงสะท้อนถึงมุมมองที่ครบถ้วน ทั้งด้านปฏิบัติการ การเงิน และตลาดทุน และเหมาะสมในการทดสอบสมมติฐานว่า ESG disclosure มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

3.5 การพัฒนาสมมติฐาน

การศึกษาในอดีตของผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อมูลค่ากิจการ โดย Rahman et al. (2023) และ Ho et al. (2024) ยืนยันผลกระทบเชิงบวก เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG สร้างกลไกภายในที่มีประสิทธิภาพ ดึงดูดทรัพยากร และลดความเสี่ยงเชิงระบบ (Cheng et al., 2022) อย่างไรก็ตาม Tarawneh et al. (2024) กลับพบความสัมพันธ์เชิงลบ โดยเฉพาะด้านบรรษัทภิบาล (Governance) ที่ส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับ Trade-off Theory ที่มองว่าการลงทุนด้าน ESG เพิ่มต้นทุนในระยะสั้น ดังนั้น แม้ว่างานส่วนใหญ่สนับสนุนผลกระทบเชิงบวกแต่ยังมีข้อขัดแย้ง โดยเฉพาะผลต่างระหว่าง ESG รายมิติและภาพรวม ซึ่งสะท้อนช่องว่างที่ควรทดสอบเพิ่มเติมในบริบทตลาดทุนไทย จึงนำไปสู่สมมติฐานที่ 1 และ 2 ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลภาพรวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 2 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล รายด้านส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐาน 2.1 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐาน 2.2 การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐาน 2.3 การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

การศึกษาในอดีตของผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ หลักฐานส่วนใหญ่บ่งชี้ถึงผลกระทบเชิงบวก เช่น Nathania and Ekawati (2024), Possebon et al. (2024) และ Jamsai, Boonmuenwai, and Jintawattanagul (2024) ที่อธิบายว่า ESG ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพ ลดต้นทุน และเสริมศักยภาพการเติบโตของกิจการ ขณะที่ Shobhwani and Lodha (2024) พบว่า ESG ภาพรวมมีผลกระทบเชิงบวกแต่เมื่อพิจารณารายมิตินั้น ยังไม่พบว่า ESG ด้านใดที่มีผลกระทบต่อ ROA ดังนั้น งานวิจัยส่วนใหญ่เห็นพ้องว่า ESG มีผลกระทบต่อ ROA แต่ยังไม่ชัดเจนว่ารายมิติใดขับเคลื่อนผลลัพธ์ ซึ่งเป็นช่องว่างที่ต้องทดสอบ ในบริบทบริษัทจดทะเบียนในไทย จึงกำหนดสมมติฐานที่ 3 และ 4 ดังนี้

สมมติฐานที่ 3 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ภาพรวมส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล รายด้านส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

สมมติฐาน 4.1 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

สมมติฐาน 4.2 การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

สมมติฐาน 4.3 การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

การศึกษาในอดีตของผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หลักฐานยังสะท้อนภาพที่หลากหลาย โดย Alamsyah and Muljo (2023) พบว่า ESG ทั้งภาพรวมและรายมิติส่งผลกระทบต่อ ROE ในภาคธนาคาร ในขณะที่ Sirathavornvong et al. (2024) พบเพียงด้านสังคม (Social) เท่านั้นที่มีผลกระทบต่อ ROE อย่างไรก็ตาม Nguyen et al. (2022) ชี้ว่า ESG มีผลกระทบต่อ ROE เช่นกัน แต่ผลกระทบต่อ Tobin's Q รุนแรงกว่า เนื่องจากผลตอบแทนจาก ESG ต้องใช้เวลาเพื่อชดเชยต้นทุนเริ่มต้น (Matos, 2020) จากหลักฐานเหล่านี้แสดงว่า ESG มีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อ ROE แต่ความชัดเจนของผลลัพธ์ยังแตกต่างกันไปตามกลุ่มอุตสาหกรรมและตัวชี้วัด ซึ่งเป็นประเด็นที่ควรทดสอบเชิงประจักษ์ต่อไป จึงนำไปสู่สมมติฐานที่ 5 และ 6 ดังนี้

สมมติฐานที่ 5 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ภาพรวมส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 6 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล รายด้านส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

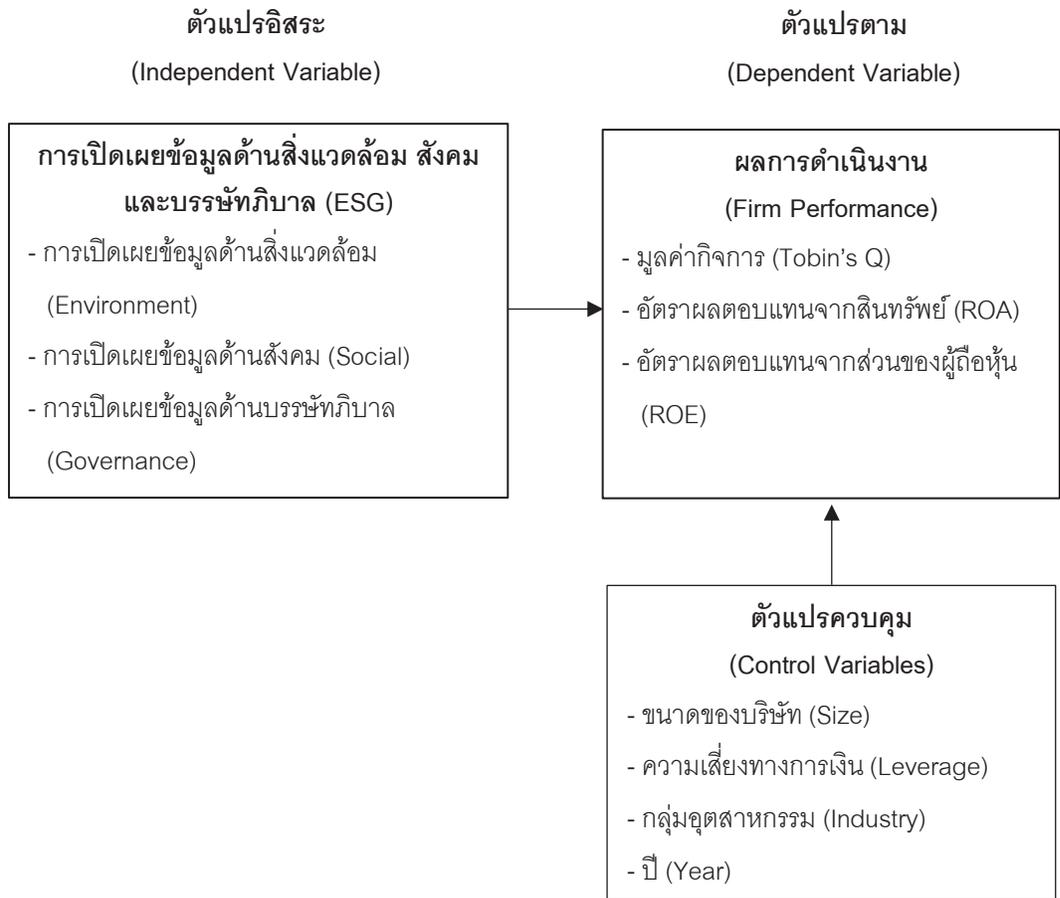
สมมติฐาน 6.1 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐาน 6.2 การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐาน 6.3 การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

4. กรอบแนวคิดในการวิจัย

การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Disclosure: Environment, Social, Governance) ถือเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน และยังเป็น การตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ งานวิจัยนี้จึงใช้มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแปรตามในการประเมินผลลัพธ์ ขณะเดียวกันได้ควบคุมปัจจัยที่อาจมีอิทธิพล เช่น ขนาดบริษัท (Size) ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) และปี (Year) เพื่อเพิ่มความแม่นยำของการวิเคราะห์ ดังแสดงในภาพที่ 1



รูปภาพประกอบ 1

พัฒนาจากโมเดลของ Alareeni and Hamdan (2020) และ Buallay (2019)

5. วิธีการดำเนินงานวิจัย

5.1 ประชากรและตัวอย่าง

ประชากรในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับการประเมินคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG จาก Bloomberg อ้างอิงข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 139 บริษัท โดยศึกษาในระหว่างปี พ.ศ. 2564 – พ.ศ. 2566 รวมเป็นตัวอย่างทั้งสิ้น 417 Firm-year โดยตัดออกบางส่วนเพื่อความถูกต้องของข้อมูล ได้แก่ (1) บริษัทที่อยู่ในธุรกิจการเงิน เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมทั่วไปซึ่งอาจทำให้ผลการวิเคราะห์บิดเบือน (2) บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนในตัวแปรสำคัญ และ (3) บริษัทที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) โดยใช้เกณฑ์ค่ามากกว่า ± 3 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจากค่าเฉลี่ย (Hair et al., 2010) ส่งผลให้เหลือตัวอย่างสุทธิ 250 ตัวอย่าง ดังรายละเอียดต่อไปนี้

ตาราง 1 จำนวนประชากรและตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลประชากรและตัวอย่าง	ปี 2564	ปี 2565	ปี 2566	รวม
บริษัทที่มีข้อมูลตามฐานข้อมูล Bloomberg	139	139	139	417
หัก ธุรกิจการเงิน	21	21	21	63
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	14	7	7	28
หัก ข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outlier)	31	26	19	76
จำนวนข้อมูลรายปี (Firm-year)	73	85	92	250

5.2 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) การทดสอบสมมติฐานในการวิจัยมีตัวแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบแสดงได้ 6 ตัวแบบจำลอง ดังต่อไปนี้

การทดสอบสมมติฐานที่ 1 (คะแนนรวม ESG)

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

การทดสอบสมมติฐาน 2.1 – 2.3 (คะแนนรายด้าน ESG)

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

การทดสอบสมมติฐานที่ 3 (คะแนนรวม ESG)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \text{Year/Industry Fixed Effects} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

การทดสอบสมมติฐาน 4.1 – 4.3 (คะแนนรายด้าน ESG)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 SOC_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \text{Industry/Year Fixed Effects} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

การทดสอบสมมติฐานที่ 5 (คะแนนรวม ESG)

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \text{Year/Industry Fixed Effects} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

การทดสอบสมมติฐาน 6.1 – 6.3 (คะแนนรายด้าน ESG)

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 SOC_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \text{Industry/Year Fixed Effects} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

โดยที่

TBQ_{it} คือ มูลค่ากิจการของบริษัท i ปีที่ t

ESG_{it} คือ คะแนนรวมการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของบริษัท i ปีที่ t

ENV_{it} คือ คะแนนรายด้านการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัท i ปีที่ t

SOC_{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 กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น โดย

- AGR ให้ค่า 1 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และให้ค่า 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 ถ้าเป็นข้อมูลของกลุ่มสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 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)

E_{it} คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

5.3 การวัดค่าตัวแปร

1. ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Scores) จากฐานของ Bloomberg Terminal โดยแบ่งเป็น 3 ด้านหลักที่มีค่าน้ำหนักเท่ากันได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) ด้านสังคม (Social) และด้านบรรษัทภิบาล (Governance) กำหนดคะแนนตั้งแต่ 0 คะแนน (ไม่เปิดเผยข้อมูล) ถึง 100 คะแนน (เปิดเผยครบถ้วนและต่อเนื่อง) และให้น้ำหนักเท่ากันทั้งสามมิติ วิธีการนี้ถูกใช้อย่างแพร่หลายในงานวิจัยที่ผ่านมา เช่น Machmuddah and Wardhani (2020) และ Sahin et al. (2022) ล่าสุด Balan et al. (2025) ได้ตั้งข้อสังเกตว่า ESG scores จากหน่วยงานจัดอันดับ แม้ถูกใช้กันอย่างกว้างขวางเพื่อสะท้อนการดำเนินงานด้านความยั่งยืน แต่ก็อาจได้รับอิทธิพลจากผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทด้วย งานวิจัยนี้จึงใช้ Bloomberg ESG scores เป็นตัวแทนตัวแปรอิสระในการศึกษาผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

2. ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ผลการดำเนินงานของบริษัท ตามแนวทางของ Alareeni and Hamdan (2020) และ Buallay (2019) แบ่งเป็น 3 มุมมอง ประกอบด้วย

- มูลค่ากิจการ (Firm Value) วัดด้วย Tobin's Q คำนวณจาก (มูลค่าทางการตลาดของกิจการ + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน)/มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์
- ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานของบริษัท (Firm's Operational Performance) วัดด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) คำนวณจาก กำไร (ขาดทุน) ก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ / สินทรัพย์รวม (เฉลี่ย)
- ประสิทธิภาพด้านการเงินของบริษัท (Firm's Financial Performance) วัดด้วย อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) คำนวณจากกำไร (ขาดทุน) สุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (เฉลี่ย)

3. ตัวแปรควบคุม (Control Variable) ที่ผู้วิจัยใช้ในการควบคุมอิทธิพลของปัจจัยอื่น ที่อาจส่งผลต่ออิทธิพลของตัวแปรต้นที่มีตัวแปรตาม ได้แก่

- ขนาดของบริษัทที่วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท เนื่องจากบริษัทใหญ่มีโอกาสสร้างรายได้และเข้าถึงแหล่งทุนได้มากกว่า ส่งผลให้ ROA, ROE และมูลค่ากิจการสูงขึ้น
- ความเสี่ยงทางการเงินที่วัดจากหนี้สินรวมหารส่วนของผู้ถือหุ้นรวม ณ สิ้นปีของบริษัท เนื่องจาก หนี้สูง เพิ่มความเสี่ยงและต้นทุนดอกเบี้ย อาจลดผลตอบแทนและมูลค่ากิจการ
- ผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจาก บริษัทแต่ละอุตสาหกรรมมีโครงสร้างและความเสี่ยงต่างกัน จึงควบคุมเพื่อป้องกันความเอนเอียงของผลลัพธ์

- ผลกระทบจากการเก็บข้อมูลแต่ละปี เนื่องจาก สภาวะเศรษฐกิจและกฎเกณฑ์เปลี่ยนแปลงตามเวลา ซึ่งอาจมีผลต่อการเปิดเผย ESG และผลการดำเนินงาน

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีลักษณะเป็น Panel data ซึ่งประกอบด้วยความผันแปรทั้งตามหน่วยบริษัทและตามเวลา การใช้วิธี Pooled OLS Regression จึงอาจไม่สามารถสะท้อนลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทได้อย่างครบถ้วน งานวิจัยนี้จึงเลือกใช้ Fixed Effects Regression Model (FEM) เพื่อควบคุมอิทธิพลเฉพาะตัวของแต่ละบริษัท (Individual effect) ที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา เช่น โครงสร้างการบริหารหรือกลยุทธ์องค์กร โดยการเพิ่มตัวแปรหุ่น (dummy variables) ของกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อควบคุมความแตกต่างระหว่างอุตสาหกรรม และตัวแปรหุ่นของปีเพื่อควบคุมปัจจัยภายนอกที่เปลี่ยนแปลงตามเวลา เช่น ภาวะเศรษฐกิจหรือกฎเกณฑ์ใหม่ ๆ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (มนตรี พิริยะกุล, 2556) การเลือก FEM จึงเหมาะสมกับวัตถุประสงค์ของการศึกษา เนื่องจากมุ่งเน้นวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงภายในบริษัทมากกว่าความแตกต่างระหว่างบริษัท

นอกจากนี้ ผู้วิจัยตระหนักว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG disclosure และผลการดำเนินงานของบริษัทอาจมีลักษณะสองทาง (bidirectional causality) กล่าวคือ บริษัทที่มีกำไรสูงอาจมีทรัพยากรเพียงพอในการเปิดเผยข้อมูล ESG มากขึ้น ในขณะที่การเปิดเผย ESG เองก็อาจส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงาน เพื่อบรรเทาปัญหา endogeneity จึงได้กำหนดตัวแปรควบคุมด้านลักษณะบริษัท (Size, Leverage) รวมถึงตัวแปรหุ่นด้านอุตสาหกรรมและปี เพื่อจำกัดอิทธิพลจากปัจจัยภายนอกอื่น ๆ การกำหนดโมเดลเชิงประจักษ์ในลักษณะนี้จึงมีเหตุผลรองรับ (rationale) ที่ชัดเจนว่าครอบคลุมปัจจัยสำคัญที่อาจมีผลต่อผลลัพธ์ ทำให้สามารถตีความผลกระทบเชิงสาเหตุ (causal effect) ได้อย่างน่าเชื่อถือ ทั้งยังสอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้าในตลาดเกิดใหม่ เช่น Buallay (2019) และ Alareeni and Hamdan (2020) ที่ใช้ FEM ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG disclosure และผลการดำเนินงานทางการเงินโดยตรง

5.4 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) ได้แก่ การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อสร้างสมการพยากรณ์ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีความเป็นไปได้ว่าตัวแปรอธิบายบางตัวจะมีความสัมพันธ์ระหว่างกันในระดับสูงมาก จึงจำเป็นต้องพิจารณาความเป็นอิสระของตัวแปรแต่ละตัว (Multicollinearity) จากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ต้องมีค่าน้อยกว่า 10 (Hair et al., 2010) และพิจารณาความเป็นอิสระของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrection) จากค่าสถิติ Durbin – Watson จะต้องอยู่ในช่วง 1.50 – 2.50 (Coakes & Steed, 2003)

6. ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ทั้งหมด สรุปผลได้ดังตารางต่อไปนี้

ตาราง 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis
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
ESG (คะแนน)	25.9632	81.4003	57.1040	11.5696	0.170	-0.543
TBQ (เท่า)	0.3820	3.7128	1.3826	0.6311	1.389	1.560
ROA (เท่า)	-7.9784	24.7199	5.9204	4.8897	0.764	0.761
ROE (เท่า)	-16.1227	40.24203	8.2477	8.4482	0.831	1.285
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

จากตาราง 2 เมื่อพิจารณาค่าความเบ้ และค่าความโด่ง ของข้อมูล พบว่าทุกตัวแปรมีความเบ้อยู่ในช่วง +/- 3 และค่าความโด่งอยู่ในช่วง +/- 10 แสดงว่าข้อมูลมีความสมมาตรและไม่ผิดปกติ ผลการวิเคราะห์พบว่า ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 45.4209 คะแนน ด้านสังคม (SOC) มีค่าเฉลี่ย 40.6775 คะแนน ด้านบรรษัทภิบาล (GOV) มีค่าเฉลี่ย 85.2978 คะแนน และภาพรวมคะแนนการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) มีค่าเฉลี่ย 57.1040 คะแนน มูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q มีค่าเฉลี่ย 1.3826 เท่า ประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานของบริษัทที่วัดด้วยผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ย 5.9204 เท่า ประสิทธิภาพด้านการเงินของบริษัทที่วัดด้วยผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ย 8.2477 เท่า ความเสี่ยงทางการเงินที่วัดด้วยหนี้สินหารส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) มีค่าเฉลี่ย 0.5261 เท่า และขนาดของบริษัทที่วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (SIZE) มีค่าเฉลี่ย 17.9943 เท่า

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรในสมการการวิจัย ทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ด้วยค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) แสดงในตาราง 3

ตาราง 3 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และค่า VIF ของตัวแปรอิสระ

	TBQ	ROA	ROE	ENV	SOC	GOV	LEV	SIZE	VIF
TBQ	1	0.432**	0.144*	-0.206**	-0.150*	-0.175**	-0.250**	-0.441**	-
ROA		1	0.126*	-0.113	-0.145*	-0.094	-0.319**	-0.340**	-
ROE			1	0.073	0.120	0.074	-0.108	-0.075	-
ENV				1	0.737**	0.294**	0.080	0.568**	3.178
SOC					1	0.377**	0.156*	0.522**	2.602
GOV						1	0.169**	0.266**	1.223
LEV							1	0.435**	1.391
SIZE								1	2.047

หมายเหตุ: ข้อมูลประกอบด้วย 250 ข้อมูล *p value < 0.05, ** p value < 0.01

โดยที่ ENV คือ คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม, SOC คือ คะแนนด้านสังคม, GOV คือ คะแนนด้านบรรษัทภิบาล, LEV คือ ความเสี่ยงทางการเงิน และ SIZE คือ ขนาดของกิจการ

จากตาราง 3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน พบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) และด้านบรรษัทภิบาล (SOC) มีความสัมพันธ์ผกผันกับมูลค่ากิจการ (TBQ) ที่ระดับ p-value < 0.01 ส่วนด้านสังคม (SOC) มีความสัมพันธ์ผกผันกับมูลค่ากิจการ (TBQ) ที่ระดับ p-value < 0.05 คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (SOC) มีความสัมพันธ์ผกผันกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ที่ระดับ p-value < 0.05

นอกจากนี้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ (TBQ) ที่ระดับ p-value < 0.01 และ p-value < 0.05 ตามลำดับ และ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับ p-value < 0.05

ทั้งนี้ ในภาพรวมการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันในตาราง 3 ค่าสหสัมพันธ์สูงสุดระหว่างตัวแปรอิสระ คือ คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) กับด้านบรรษัทภิบาล (SOC) เท่ากับ 0.737 ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่คำนวณได้มีค่าไม่เกิน 0.80 และค่า VIF มีค่าไม่เกิน 10 กล่าวคือ ข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้ตัวแปรเป็นอิสระต่อกันและไม่เกิดปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) (Stevens, 2009)

ตาราง 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลภาพรวมที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

Independent Variables	สมการ (1) Tobin's Q		สมการ (3) ROA		สมการ (5) ROE	
	b	ค่าสถิติ t	b	ค่าสถิติ t	b	ค่าสถิติ t
Constant	4.180	9.418**	28.258	8.181**	8.496	1.335
ESG	0.012	3.091**	0.065	2.121*	0.122	2.147*
SIZE	-0.188	-6.063**	-1.053	-4.353**	-0.678	-1.522
LEV	-0.329	-1.430	-6.784	-3.790**	-3.296	-1.000
AGR	-0.074	-0.505	-3.475	-3.026**	0.122	0.058
TEC	0.493	3.542**	-0.299	-0.276	6.536	3.279**
RES	0.006	0.061	-0.121	-0.166	0.585	0.436
SER	0.549	6.155**	-0.412	-0.593	0.181	0.141
IND	-0.077	-0.537	-0.764	-0.686	1.229	0.599
CON	0.917	3.407**	4.437	2.118*	1.704	0.442
Y65	-0.060	-0.740	-3.929	-6.204**	8.194	7.025**
Y66	-0.236	-2.932**	-5.040	-8.044**	8.672	7.514**
F-Value	13.387**		13.068**		8.897**	
R-Squared	0.382		0.377		0.291	
Adjusted R2	0.354		0.348		0.259	
Durbin-Watson	1.696		2.115		1.830	

หมายเหตุ: ข้อมูลประกอบด้วย 250 ข้อมูล *p value < 0.05, ** p value < 0.01

จากตาราง 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณตามสมการที่ (1) (3) และ (5) พบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG ภาพรวมมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีผลกระทบเชิงบวกต่อ

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า ESG disclosure มีส่วนช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท จึงยอมรับสมมติฐานที่ (1) (3) และ (5) นอกจากนี้ ขนาดบริษัท (SIZE) มีผลกระทบเชิงลบต่อ Tobin's Q และ ROA อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 และความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มีผลกระทบเชิงลบต่อ ROA อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ตาราง 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลรายด้านที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

Independent Variables	สมการ (2) Tobin's Q		สมการ (4) ROA		สมการ (6) ROE	
	b	ค่าสถิติ t	b	ค่าสถิติ t	b	ค่าสถิติ t
Constant	5.209	8.408**	29.068	5.950**	2.729	0.305
ENV	0.006	2.087*	0.026	1.195	-0.018	-0.451
SOC	0.006	1.586	0.018	0.622	0.104	1.962*
GOV	-0.008	-1.452	0.014	0.318	0.088	1.133
SIZE	-0.199	-6.393**	-1.065	-4.328**	-0.548	-1.217
LEV	-0.244	-1.052	-6.678	-3.657**	-4.156	-1.242
AGR	-0.085	-0.577	-3.459	-2.994**	-0.055	-0.026
TEC	0.456	3.284**	-0.323	-0.295	6.616	3.299**
RES	-0.021	-0.227	-0.144	-0.196	0.605	0.449
SER	0.556	6.144**	-0.381	-0.534	-0.265	-0.202
IND	-0.123	-0.844	-0.826	-0.722	2.004	0.956
CON	0.932	3.480**	4.419	2.093*	2.108	0.545
Y65	-0.057	-0.707	-3.920	-6.167**	8.190	7.034**
Y66	-0.233	-2.928	-5.027	-7.999**	8.663	7.525**
F-Value	12.036**		10.979**		7.761**	
R-Squared	0.399		0.377		0.299	
Adjusted R2	0.366		0.343		0.261	
Durbin-Watson	1.667		2.114		1.842	

หมายเหตุ: ข้อมูลประกอบด้วย 250 ข้อมูล *p value < 0.05, ** p value < 0.01

จากตาราง 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณตามสมการที่ (2), (4) และ (6) พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 และการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม (SOC) มีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2.1 และ 6.2 ตามลำดับ ขณะเดียวกัน ขนาดบริษัท (SIZE) มีผลกระทบเชิงลบต่อ Tobin's Q และ ROA อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 และความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มีผลกระทบเชิงลบต่อ ROA อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาไม่พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ด้านบรรษัทภิบาล (GOV) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่อย่างใด

สัญญาของ บริษัทที่มีการบริหารจัดการที่มั่นคงและยั่งยืน ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่นใจในการลงทุน เพราะเชื่อมั่นว่าบริษัทจะสามารถสร้างผลตอบแทนระยะยาวได้โดยไม่เสี่ยงต่อความเสียหายจากประเด็นทางจริยธรรมหรือกฎหมาย ส่งผลเชิงบวกต่อผลประกอบการทางการเงิน โดยเฉพาะในแง่ของ ROE ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาศึกษาของ Alareeni and Hamdan (2020) และ Alamsyah and Muljo (2023) แต่เมื่อพิจารณาแยกตามรายด้าน พบว่า มีเพียงมิติด้านสังคมเท่านั้นที่ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม เช่น สภาพการทำงานที่ดีและความปลอดภัยของพนักงานจะดึงดูดนักลงทุนจำนวนมากเนื่องจากสภาพการทำงานที่ดีสามารถเพิ่มประสิทธิภาพการทำงาน หรือการสนับสนุนสิทธิมนุษยชนจะดึงดูดนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจอย่างรับผิดชอบ อันจะเพิ่มเงินทุนของบริษัทในที่สุด ยิ่งบริษัทได้รับเงินทุนมากเท่าใด การดำเนินงานของบริษัทก็จะยิ่งเพิ่มขึ้นเท่านั้น และสะท้อนกลับมาด้วยการเพิ่มขึ้นของผลกำไรของบริษัทด้วย สอดคล้องกับผลการศึกษาศึกษาของ Shobhwani and Lodha (2024) ในทางกลับกัน ข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและบรรษัทภิบาลไม่พบผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญสอดคล้องกับงานของ Cahyaningtyas et al. (2024) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมไม่ส่งผลกระทบต่อ ROE เนื่องจากไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัท และผลการศึกษาศึกษาของ Sirathavornvong et al. (2024) ซึ่งไม่พบผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลต่อ ROE สะท้อนว่าประเด็นบรรษัทภิบาลอาจมีบทบาทในระยะยาวมากกว่าการสร้างผลตอบแทนเชิงการเงินทันที ตาม Stakeholder Theory ที่ชี้ว่าบริษัทอาจเน้นการตอบสนองผู้มีส่วนได้เสียมากกว่าผลกำไรระยะสั้น

ดังนั้น งานวิจัยนี้พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ในภาพรวม ส่งผลกระทบต่อทั้งมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งสามารถอธิบายได้ตามทฤษฎีตัวแทน ที่มองว่า ESG disclosure ช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ที่อธิบายว่าการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียจะสร้างความไว้วางใจและเพิ่มประสิทธิภาพทางการเงินในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ผลวิจัยด้านนี้ให้ถึงความแตกต่าง โดยมิติสิ่งแวดล้อมส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q ขณะที่มิติสังคมส่งผลกระทบต่อ ROE ส่วนมิติด้านบรรษัทภิบาลยังไม่สะท้อนผลกระทบต่อผลการเงินในระยะสั้น งานวิจัยนี้จึงได้เติมเต็ม literature gap โดยการนำเสนอหลักฐานเชิงประจักษ์จากบริบทของประเทศไทยในช่วงเปลี่ยนผ่านของการบังคับใช้ One Report (พ.ศ. 2564–2566) ซึ่งยังมีงานวิจัยน้อย และขยายความเข้าใจว่าผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG แต่ละมิติอาจไม่เหมือนกันเสมอไป ผลลัพธ์นี้ช่วยต่อยุ่การพัฒนาระบบด้าน ESG และ firm performance ว่าการวิเคราะห์ควรพิจารณาจากมิติ ไม่ใช่เฉพาะภาพรวม อีกทั้งยังให้ข้อมูลเชิงนโยบายที่สำคัญต่อผู้กำหนดมาตรฐานและนักลงทุน โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่อย่างประเทศไทย

8. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคตและประโยชน์ของการวิจัย

8.1 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

1. ศึกษาจากตัวอย่างในตลาดอื่น ๆ หรือในอุตสาหกรรมที่หลากหลาย จากฐานข้อมูลอื่นนอกจาก Bloomberg Terminal เช่น Refinitiv, Thomson Reuters Eikon, หรือ MSCI ESG Ratings เพื่อให้ได้ตัวแทนประชากรของบริษัทที่เปิดเผยมูลค่าการดำเนินงานด้าน ESG อย่างครอบคลุม

2. ขยายระยะเวลาในการศึกษาให้เพียงพอต่อการวิเคราะห์ผลกระทบระยะยาวของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่าบริษัทและผลตอบแทนต่าง ๆ เพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่แม่นยำและครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

3. ออกแบบวิธีการดำเนินงานวิจัยให้ครอบคลุมปัจจัยภายนอกอื่น ๆ เช่น สถานการณ์เศรษฐกิจหรือการเมืองที่อาจมีผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท เพื่อให้สามารถสรุปได้ว่าผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นเป็นผลจากการเปิดเผยข้อมูล ESG เพียงอย่างเดียว

4. บูรณาการรูปแบบการวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative research) ร่วมด้วยเพื่อสะท้อนถึงภาพรวมของการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับ ESG ได้อย่างครบถ้วน โดยอาจเลือกใช้วิธีสัมภาษณ์กึ่งโครงสร้าง (semi-structured interview) กับ

ผู้ให้ข้อมูลสำคัญ เช่น CFO, กรรมการบริษัท, หรือนักลงทุนสถาบัน รวมถึงการทำกรณีศึกษาเชิงลึกในอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงด้าน ESG สูง

5. ศึกษาในลักษณะเฉพาะเจาะจงในแต่ละอุตสาหกรรม และเปรียบเทียบความแตกต่างกันภายใน และระหว่างอุตสาหกรรมที่บริษัทดำเนินงานอยู่ เพื่อให้ได้ข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือและเหมาะสมมากยิ่งขึ้น

8.2 ประโยชน์ของการวิจัย

1. จากผลการศึกษาชี้ให้เห็นถึงผลกระทบเชิงบวกของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ที่สามารถช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้นั้น บริษัทควรให้ความสำคัญในการเปิดเผยข้อมูลเหล่านี้ให้ครอบคลุมและชัดเจน เพื่อดึงดูดความสนใจจากนักลงทุนที่มองหาการลงทุนที่ยั่งยืนและโปร่งใส ซึ่งจะช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นในตลาดการเงินได้

2. ผลการศึกษาชี้ว่าการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและประสิทธิภาพทางการเงิน บริษัทจึงสามารถวางแผนการจัดการต้นทุนด้าน ESG ได้อย่างรอบคอบ แม้การลงทุนอาจมีต้นทุนระยะสั้นที่กระทบผลกำไรบ้าง แต่หากบริหารจัดการอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การใช้เทคโนโลยีที่ยั่งยืนและการปรับปรุงกระบวนการภายใน ก็จะช่วยสร้างประโยชน์ทางการเงินระยะยาว

3. นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูล ESG เป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจลงทุนได้ ซึ่งผลการศึกษาสะท้อนให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานเกี่ยวกับ ESG ด้านใดให้ผลตอบแทนในระยะสั้น และด้านใดสร้างความมั่นคงและศักยภาพในการเติบโตของบริษัทในระยะยาว

4. หน่วยงานกำกับดูแล อาทิ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถใช้ผลการศึกษาเป็นแนวทางในการออกแนวปฏิบัติเพื่อการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท และส่งเสริมให้บริษัทที่มีการบริหารจัดการที่มีความยั่งยืนและตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของตลาดได้ดียิ่งขึ้น พร้อมทั้งสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและสังคมโดยรวม

เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *รายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI (Thailand Sustainability Investment)*. ค้นเมื่อวันที่ 1 ธันวาคม 2565, จาก <https://www.setsustainability.com/libraries/710/item/thailand-sustainability-investment-lists>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *เอกสารแนะนำตัวชี้วัดด้านความยั่งยืน (ESG Metrics) ตามกลุ่มอุตสาหกรรม: กลุ่มทรัพยากร 2022*. ค้นเมื่อวันที่ 1 ธันวาคม 2565, จาก <https://setsustainability.com/download/a8ir6hc7vxm5spo>
- มนตรี พิริยะกุล, (2556). Panel data analysis. *วารสารรวมคำแห่ง สาขาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี*, 30(2), 41-54. จาก <http://www.research.ru.ac.th/>
- Alamsyah, S. A. L., & Muljo, H. H. (2023). *The Effect of ESG Dimensions on Banking Performance: An Empirical Investigation in Asia Pacific*. Paper presented at the The 5th International Conference of Biospheric Harmony Advanced Research.
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409-1428. Retrieved from <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>

- Balan, P., Antunes, J., Wanke, P., Tan, Y., & Gerged, A. M. (2025). The black-box of ESG scores from rating agencies: Do they genuinely reflect sustainability practices, or are they disproportionately shaped by financial performance? *International Journal of Finance & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.70043>
- Barnard, C. I. (1938). *The functions of the executive*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Britton, N. (2021). *What is ESG and why corporate tax departments should care*. Retrieved from <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/tax-and-accounting/esg-corporate-tax-departments/>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98-115. Retrieved from <https://doi.org/10.1108/MEQ-122017-0149>
- Cahyaningtyas, S. R., Muhsyaf, S. A., & Husnaini, W. (2024). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure and company performance: Empirical evidence in Indonesian banking. *Jurnal Ekonomi dan Akuntansi Manajemen (JEAM)*, 23(2), 134–153. <https://doi.org/10.19184/jeam.v23i2.47084>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23. doi:10.1002/smj.2131
- 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>
- Coakes, S. J., & Steed, L. G. (2003). *SPSS analysis without anguish version 11 for Windows*. Milton: John Wiley and Sons Australia Limited.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- Ge, W., & Liu, M. (2015). Corporate Social Responsibility and the cost of corporate bonds. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(6), 597–624. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.05.008>
- GRI. (2022). *GRI sustainability report 2022*. Retrieved from <https://www.globalreporting.org/media/3yfhjrjk/gri-sustainabilityreport2022-final.pdf>
- Grishunin, S., Naumova, E., Burova, E., Suloeva, S., & Nekrasova, T. (2022). The impact of sustainability disclosures on value of companies following digital transformation strategies. *International Journal of Technology*, 13(7), 1432–1441. <https://doi.org/10.14716/ijtech.v13i7.6194>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate Data Analysis* (7th ed.). New York: Pearson.
- 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>
- Jamsai, S., Boonmuenwai, S., & Jintawattanagul, S. (2024). Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance That Affects Sustainable Growth through the Profitability of Companies Listed on the Stock Exchange, Service Industry Group. *Journal of Business Administration and Accountancy*, 8(2), 59-74.
- 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)
- Kline, R. B. (2011). *Principles and Practice of Structural Equation Modeling*. Spring Street, NY.: Guilford publications.

- Liu, Y.-Y., & Lee, P.-S. (2025). The effect of environmental, social, and governance (ESG) on the persistence of firm value: Evidence from survival analysis. *Accounting and Auditing*, 1(1), 4.
<https://doi.org/10.3390/accountaudit1010004>
- Machmuddah, Z., & Wardhani, A. (2020). Environmental, social, governance (ESG) disclosure score rating of Bloomberg. *Proceedings of the 1st International Conference on Science, Health, Economics, Education and Technology (ICoSHEET 2019)*, 48–52. Atlantis Press. <https://doi.org/10.2991/ahsr.k.200723.011>
- Matos, P. (2020). *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review* (ISBN 978-1-944960-97-1). Retrieved from
<https://ssrn.com/abstract=3668998> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3668998>
- 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>
- Nampoothiri, M. V., Entrop, O., & Annamalai, T. R. (2024). Effect of mandatory sustainability performance disclosures on firm value: Evidence from listed European firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(6), 5220–5235. John Wiley & Sons Ltd. <https://doi.org/10.1002/csr.2860>
- Nathania, R., & Ekawati, E. (2024). Banking on ESG: How ownership influences financial outcomes in 5-ASEAN countries. *Banks and Bank Systems*, 19(3), 121-132. [https://doi.org/10.21511/bbs.19\(3\).2024.11](https://doi.org/10.21511/bbs.19(3).2024.11)
- Nguyen, D. T., Hoan, T. G., & Tran, H. G. (2022). Help or Hurt? The Impact of ESG on Firm Performance in S&P 500 Non-Financial Firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(91-102). <https://doi.org/10.14453/aabfj.v16i2.7>
- Possebon, E. A. G., Cippiciani, F. A., Savoia, J. R. F., & Mariz, F. D. (2024). ESG Scores and Performance in Brazilian Public Companies. *Sustainability*, 16(5650), 1-18. <https://doi.org/10.3390/su16135650>
- Post, J. E., Lawrence, A. T., & Weber, J. (2002). *Business and society: Corporate strategy, public policy, ethics*. Boston, MA: McGraw-Hill.
- PRI Association, (2020). *What are the Principles for Responsible Investment?* : United Nations-supported Principles for Responsible Investment. Retrieved from <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
- 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>
- Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 718–804.
<https://doi.org/10.1177/0149206308330560>
- 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>

- Sahin, Ö., Bax, K., Czado, C., & Paterlini, S. (2022). Environmental, social, governance scores and the missing pillar— Why does missing information matter? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1782–1798. <https://doi.org/10.1002/csr.2326>
- Setiawati, A., & Hidayat, T. (2023). The influence of environmental, social, governance (ESG) disclosures on financial performance. *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Perbankan*, 9(3), 225–240. <https://doi.org/10.53640/jemb.v9i3>
- Shobhwani, K., & Lodha, S. (2024). Impact of ESG Disclosure Scores on Financial, Operating and Market-Based Performance: Evidence from NSE-100 Companies. *NMIMS Management Review*, 32(3), 211–223. <https://doi.org/10.1177/09711023241306219>
- Sirathavornvong, K., Sukcharoensin, P., & Tiyarattanachai, R. (2024). The Relationship between ESG and Financial Performance of The Companies Listed in SET50. *Development Economic Review*, 18(2), 75-93. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/NER/article/view/274953/185435>
- Stevens, J. P. (2009). *Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences* (5th Edition ed.). New York: Routledge.
- Strekalina, A., Zakirova, R., Shinkarenko, A., & Vatsaniuk, E. (2023). The Impact of ESG Ratings on Financial Performance of the Companies: Evidence from BRICS Countries. *Journal of Corporate Finance Research*, 17(4), 93-113. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.93-113>
- Tarawneh, A., Tayeh, M., Iskandrani, M., & Obeidat, M. (2024). The impact of ESG scores on corporate financial performance: A study of non-financial firms listed in the UK. *Asian Economic and Financial Review*, 14(11), 852-867. <https://doi.org/10.55493/5002.v14i11.5229>
- United Nations. (n.d.). *The 17 goals*. Retrieved from United Nations: <https://sdgs.un.org/goals>