

อิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนต่อประสิทธิภาพทางการเงินและต้นทุนขาย:
หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
The Influence of ESG Disclosure on Financial Performance and Cost of Goods
Sold: Empirical Evidence from Companies Listed
on the Stock Exchange of Thailand

เบญจวรรณ ศุภภัทรพร¹ กฤษฎีศศิธร เสรเสนา^{2*} ณัฐชลิษา เหวชัยภูมิ³ บัณฑิตา พึ่งตน⁴ กัญฐิกา แสนกุดเลาะ⁵
ธิดารัตน์ โพธิ์⁶ พรนภัส นนท์ตรี⁷ และ รังสรรค์ บุวงศ์ทวาย⁸
(Benjawan Supapattarapohn¹, Krisadith Tarasena^{2*}, Nutchalida Haewchaiyapoom³
Banthita Phuengton⁴, Kanthika Saenkutloh⁵, Thidarat Photin⁶, Phonnaphat Nonti⁷
and Rungsun Buwongtawai⁸)

¹⁻² อาจารย์ประจำภาควิชาการบัญชีและการเงิน คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตเฉลิมพระเกียรติ จังหวัดสกลนคร

¹⁻² Lecturer of the Department of Accounting and Finance, Faculty of Liberal Arts and Management
Science, Kasetsart University, Chalermphrakiet Sakon Nakhon Campus, Sakon Nakhon, Thailand

³⁻⁸ นิสิตภาควิชาการบัญชีและการเงิน คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตเฉลิมพระเกียรติ จังหวัดสกลนคร

³⁻⁸ Student of the Department of Accounting and Finance, Faculty of Liberal Arts and Management
Science, Kasetsart University, Chalermphrakiet Sakon Nakhon Campus, Sakon Nakhon, Thailand

* Corresponding author: krisadith@gmail.com

Article history:

Received 24 October 2025

Revised 25 February 2026

Accepted 27 February 2026

SIMILARITY INDEX = 3.94 %

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนต่อประสิทธิภาพทางการเงินและต้นทุนขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมุ่งวิเคราะห์การเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืน (ESG Disclosure) ที่วัดจากระดับผลการประเมิน SET ESG Ratings ได้แก่ ระดับ AAA, AA, A, BBB และกลุ่มที่ไม่มีผลการประเมิน ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้แปลงระดับผลการประเมินดังกล่าวให้อยู่ในรูปค่าปริมาณ (Quantification) เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ทางสถิติในรูปแบบมาตรวัดอันดับ (Ordinal Scale) จำนวน 5 ระดับ (คะแนน 0-4) ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ผลการดำเนินงานของบริษัท 3 ด้าน ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และต้นทุนขาย (Cost of Goods Sold) งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 458 บริษัท ครอบคลุมระยะเวลา 2 ปี (พ.ศ. 2566-2567) รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 916 รายการ และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.774 และแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของ ROA ได้ร้อยละ 29.1 ($R^2 = 0.291$) นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืนยังมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.018 ในขณะเดียวกัน การเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อต้นทุนขาย (Cost of Goods Sold) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า การดำเนินงานตามแนวทางความยั่งยืนอาจก่อให้เกิดภาระต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในกระบวนการผลิตและการดำเนินงานที่รับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืนสามารถยกระดับผลการดำเนินงานทางการเงินและมูลค่ากิจการได้ในระยะยาว

คำสำคัญ : การเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืน ผลการประเมินหุ้นยั่งยืน

ผลการดำเนินงานทางการเงิน ต้นทุนขาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This study aims to examine the influence of sustainability disclosure on financial performance and the cost of goods sold of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The analysis focuses on sustainability management disclosure (ESG Disclosure), measured using the SET ESG Ratings, which are classified into five categories: AAA, AA, A, BBB, and companies without ratings. These rating levels were transformed into quantitative values for statistical analysis using a five-level ordinal scale ranging from 0 to 4. The dependent variables consist of three dimensions of corporate performance: return on assets (ROA), firm value measured by Tobin's Q, and cost of goods sold (COGS). Secondary data were obtained from 458 companies listed on the Stock Exchange of Thailand over a two-year period (2023–2024), yielding a total of 916 observations. The data were analyzed using multiple regression analysis.

The empirical results indicate that sustainability management disclosure has a statistically significant positive effect on return on assets (ROA) at the 0.01 significance level, with a regression coefficient of 0.774. The regression model explains 29.1 percent of the variance in ROA ($R^2 = 0.291$). In addition, sustainability management disclosure exhibits a statistically significant positive influence on firm value, as measured by Tobin's Q, at the 0.05 significance level, with a regression coefficient of 0.018. At the same time, sustainability management disclosure is found to have a statistically significant positive effect on the cost of goods sold at the 0.01 significance level. These findings suggest that while sustainability-oriented practices may increase production and operational costs due to investments in environmentally and socially responsible activities, such practices contribute to improved financial performance and enhanced firm value in the long run.

Keywords: Sustainability Management Disclosure, SET ESG Ratings, Financial Performance, Cost of Goods Sold, Stock Exchange of Thailand

1. บทนำ

ท่ามกลางความเปลี่ยนแปลงของบริบทธุรกิจในปัจจุบัน การดำเนินงานที่คำนึงถึงการเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืน (Environmental, Social and Governance: ESG Disclosure) ได้ยกระดับสู่การเป็นแนวทางกระแสหลัก “เมกะเทรนด์” ที่องค์กรขนาดใหญ่ทั่วโลกให้ความสำคัญมากขึ้น เนื่องจากนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียต่างนำปัจจัยด้าน ESG มาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนควบคู่กับตัวชี้วัดทางการเงิน โดยตั้งอยู่บนฐานความเชื่อว่าบริษัทที่บูรณาการแนวคิดความยั่งยืนเข้ากับกลยุทธ์ทางธุรกิจจะสามารถเสริมสร้างขีดความสามารถในการแข่งขัน ลดความเสี่ยง และสนับสนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว (ชาญชัย ชัยประสิทธิ์, 2564)

สำหรับประเทศไทยวิกฤตการณ์ความเสี่ยงด้านความยั่งยืนเป็นประเด็นสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องปรับตัวเพื่อสร้างภูมิคุ้มกันทางธุรกิจผ่านการปรับโมเดลธุรกิจและการพัฒนานวัตกรรมเพื่อให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2568b) อย่างไรก็ตาม จากการทบทวนงานวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่าผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงินยังไม่สามารถสรุปทิศทางได้อย่างชัดเจน โดยงานวิจัยส่วนใหญ่มีมุมมองเน้นตัวชี้วัดปลายทาง เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และ Tobin's Q ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของธนจรรย์กร อภิวัฒน์โกคินกุล(2565) พบว่า ESG ช่วยเสริมภาพลักษณ์และมูลค่ากิจการในสายตานักลงทุน (Tobin's Q) แต่ไม่มีอิทธิพลต่อ ROA ในขณะที่ ธัญชนก ธีระภาพ (2565) และ Huang L. (2025) กลับพบประเด็นที่น่าสนใจว่าการดำเนินกิจกรรมด้าน ESG ที่เข้มข้นอาจกลายเป็นภาระเนื่องจากก่อให้เกิดต้นทุนส่วนเพิ่มในการจัดการด้านความยั่งยืน

ประเด็นที่เป็นช่องว่างทางงานวิจัย (Research Gap) คือการขาดการพิจารณาด้าน "ต้นทุน" อย่างเป็นระบบ โดยเฉพาะมิติของต้นทุนขาย (Cost of Goods Sold) ซึ่งเปรียบเสมือนเหรียญสองด้านที่มีความขัดแย้งกันระหว่างทฤษฎีและแนวปฏิบัติ ในเชิงทฤษฎีการมีธรรมาภิบาลที่ดีและการเปิดเผยข้อมูล ESG ควรช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) (Jensen & Meckling, 1976) และลดปัญหาข้อมูลอสมมาตร ซึ่งส่งผลต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงาน อย่างไรก็ตามในทางปฏิบัติ การยกระดับสู่มาตรฐาน SET ESG Ratings จำเป็นต้องมีการลงทุนเพิ่มในกระบวนการผลิต เช่น การใช้วัตถุดิบที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม การพัฒนามาตรฐานแรงงาน และการควบคุมคุณภาพที่เข้มงวดขึ้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้มักสะท้อนออกมาในรูปแบบของต้นทุนขายที่สูงขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bamel et al. (2025) ที่ชี้ให้เห็นว่า ESG disclosure เชื่อมโยงกับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการดำเนินงานขององค์กรอย่างมีนัยสำคัญ

ความขัดแย้ง (Trade-off) ระหว่าง "ประสิทธิภาพที่คาดหวัง" กับ "ต้นทุนที่เกิดขึ้นจริง" นี้เอง คือจุดสำคัญที่ยังไม่ได้รับการอธิบายอย่างชัดเจนในบริบทของประเทศไทย หากบริษัทมีต้นทุนขายที่เพิ่มสูงขึ้นจากการดำเนินกิจกรรมด้านความยั่งยืนจนเกินขีดความสามารถที่จะสร้างประโยชน์ทางการเงินกลับคืนมาย่อมส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนขององค์กรในที่สุด ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงมุ่งเน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนกับผลการดำเนินงานทางการเงินและต้นทุนขาย เพื่อพิสูจน์ว่า ESG เป็นกลไกในการลดต้นทุนตามทฤษฎี หรือเป็นปัจจัยที่สร้างภาระต้นทุนส่วนเพิ่มให้แก่กิจการกันแน่ ซึ่งผลการศึกษาจะเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารและนักลงทุนในการวางกลยุทธ์เพื่อสร้างสมดุลระหว่างการดำเนินงานด้าน ESG และการรักษาประสิทธิภาพของต้นทุนอย่างยั่งยืน

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืนกับผลการดำเนินงานทางการเงินและต้นทุนขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เพื่อให้การศึกษามีประสิทธิภาพของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนต่อประสิทธิภาพทางการเงินและต้นทุนขายมีความชัดเจน ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องเพื่อเป็นฐานในการกำหนดกรอบแนวคิดและสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลและรายงานด้านความยั่งยืน (Sustainability Disclosure and Reporting)

ข้อมูลด้านความยั่งยืน (Sustainability Information) หมายถึงข้อมูลที่สะท้อนถึงนโยบาย ผลกระทบ และผลการดำเนินงานขององค์กรในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (Environmental, Social and Governance : ESG) ภายใต้หลักธรรมาภิบาล (Good Corporate Governance) การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวช่วยให้ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียประเมินผลการดำเนินงานขององค์กรได้ครอบคลุมมากกว่าข้อมูลทางการเงินเพียงอย่างเดียว โดยเป็นกลไกที่สะท้อนประสิทธิภาพ ความโปร่งใส ชัดความสามารถในการแข่งขัน และความสามารถในการสร้างคุณค่าในระยะยาว แนวทางการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนประกอบด้วย รายงานประจำปี รายงานความยั่งยืน และการสื่อสารผ่านเว็บไซต์องค์กร ซึ่งสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนควบคู่กับข้อมูลทางการเงิน การเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วน และโปร่งใสช่วยเสริมความน่าเชื่อถือขององค์กร และเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความสนใจของผู้ลงทุน ทั้งนี้ การเปิดเผยควรครอบคลุมการดำเนินงานและการบริหารความเสี่ยงด้าน ESG เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2568a)

รายงาน Impact of ESG Disclosure ของ KPMG (KPMG International, 2019) กล่าวว่า ผู้ลงทุนสถาบันระดับโลก เช่น BlackRock และ Vanguard ใช้ข้อมูล ESG ในการประเมินศักยภาพทางธุรกิจและความยั่งยืนในระยะยาว เช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุนและความเสี่ยงจากการพึ่งพาพลังงาน รวมถึงการใช้ ESG เป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจลงทุนหรือพัฒนาผลิตภัณฑ์การลงทุน เช่น กองทุนรวมและกองทุน ETFs แนวโน้มดังกล่าวสะท้อนความเชื่อว่าการดำเนินธุรกิจตามหลัก ESG ไม่เพียงลดความเสี่ยงจากการลงทุน แต่ยังสนับสนุนการสร้างผลตอบแทนที่ยั่งยืนและก่อให้เกิดผลลัพธ์เชิงบวกต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2568c)

2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เป็นกรอบแนวคิดที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) โดยตัวการเป็นผู้มอบอำนาจให้ตัวแทนดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจและการเงินแทนตน อย่างไรก็ตามความแตกต่างด้านแรงจูงใจและเป้าหมายระหว่างทั้งสองฝ่ายอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์หรือปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เนื่องจากตัวแทนอาจให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าการสร้างคุณค่าให้แก่ตัวการ (Wienclaw, 2021) นอกจากนี้ Jensen และ Meckling (1976) อธิบายว่า ความสัมพันธ์เชิงตัวแทนก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ซึ่งเป็นต้นทุนที่องค์กรต้องแบกรับเพื่อควบคุม ติดตาม และลดพฤติกรรมที่ไม่สอดคล้องกับเป้าหมายของผู้ถือหุ้น โดยปัญหาดังกล่าว

พบได้ชัดเจนในความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร รวมถึงบริบททางธุรกิจอื่น ๆ ที่มีการมอบอำนาจในการตัดสินใจ

เพื่อลดปัญหาตัวแทน องค์กรจำเป็นต้องออกแบบกลไกกำกับดูแลและระบบแรงจูงใจที่เหมาะสม เช่น การกำหนดสัญญาที่ชัดเจน การผูกค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงาน และการใช้กลไกการตรวจสอบจากภายนอก ทั้งนี้ การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ถือเป็นเครื่องมือสำคัญในการลดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ซึ่งช่วยเพิ่มความโปร่งใส ลดความคลุมเครือของข้อมูล และลดต้นทุนตัวแทนโดยรวม (Chairani & Siregar, 2021)

ภายใต้กรอบทฤษฎีตัวแทน การที่องค์กรได้รับ ESG Ratings ในระดับสูง (เช่น AAA หรือ AA) สามารถทำหน้าที่เป็นกลไกการตรวจสอบ (Monitoring Mechanism) ที่มีประสิทธิภาพ ช่วยลดปัญหาข้อมูลสมมาตร และลดโอกาสที่ผู้บริหารจะใช้ทรัพยากรในกิจกรรมที่ไม่ก่อให้เกิดมูลค่า ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนด้านทุน (Agency Costs of Equity) ลดลง ซึ่งมีแนวโน้มสนับสนุนประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทที่สะท้อนผ่านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และเพิ่มมูลค่ากิจการในมุมมองของตลาดทุนผ่าน Tobin's Q

2.1.3 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) เป็นกรอบแนวคิดที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรกับกลุ่มผู้มีส่วนเกี่ยวข้องหรือได้รับผลกระทบจากการดำเนินงาน โดยเสนอว่าองค์กรควรมุ่งสร้างคุณค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ไม่ใช่เฉพาะผู้ถือหุ้น (Stacy, 2024) ทั้งนี้ Freeman (1994) ชี้ว่าการบริหารความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียอย่างเหมาะสมช่วยสร้างสมดุลระหว่างเป้าหมายทางเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม ซึ่งเป็นพื้นฐานของการพัฒนาที่ยั่งยืน แนวคิดดังกล่าวสอดคล้องกับการดำเนินงานตามหลัก ESG ที่สามารถเพิ่มความพึงพอใจ ความเชื่อมั่น และชื่อเสียงขององค์กร อันนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าตลาดในระยะยาว (Freeman, 1994; Aydogmus et al., 2022) การที่บริษัทดำเนินกิจกรรมด้าน ESG และเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ไม่ได้เป็นเพียงการปฏิบัติตามความรับผิดชอบต่อสังคมเท่านั้น แต่ยังเป็นการลงทุนเชิงกลยุทธ์ที่ช่วยสร้างคุณค่าระยะยาว การตอบสนองต่อผู้มีส่วนได้เสีย เช่น การใช้วัตถุดิบที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม แม้จะส่งผลให้ต้นทุนขาย (COGS) เพิ่มขึ้นในระยะสั้น แต่จะส่งผลบวกต่อชื่อเสียงและประสิทธิภาพทางการเงิน (ROA) ในระยะยาว เนื่องจากช่วยลดความเสี่ยงจากการถูกต่อต้านและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้บริโภค

2.1.4 ทฤษฎีเกี่ยวกับความชอบธรรม (Legitimacy Theory)

ทฤษฎีความชอบธรรมเป็นกรอบแนวคิดที่ใช้อธิบายแรงจูงใจขององค์กรในการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม (Social and Environmental Accounting and Reporting : SEAR) โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าองค์กรจะสามารถดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่องก็ต่อเมื่อได้รับการยอมรับจากสังคมว่าการดำเนินงานสอดคล้องกับบรรทัดฐาน ค่านิยม และความคาดหวังของสังคม (Suchman, 1995) งานศึกษาของ De Villiers และ Van Staden (2006) ชี้ว่าการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวเป็นกลไกในการสร้างและรักษาความชอบธรรม โดยเฉพาะในกรณีที่กิจกรรมขององค์กรอาจก่อให้เกิดผลกระทบเชิงลบต่อสังคมหรือสิ่งแวดล้อม ทั้งนี้ ในบริบทธุรกิจปัจจุบัน การเปิดเผยข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมถือเป็นแนวปฏิบัติที่จำเป็นในการลดความเสี่ยงด้านความชอบธรรมและสนับสนุนความยั่งยืนของกิจการ (อรพรรณ ไบตัน, 2558)

ภายใต้บริบทของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) องค์กรจึงใช้การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นเครื่องมือสำคัญในการเสริมสร้างความชอบธรรมและการยอมรับจากสังคม อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีความชอบธรรมชี้ให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวอาจมุ่งเน้นการสร้างภาพลักษณ์มากกว่าการปรับปรุงผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนอย่างแท้จริง ซึ่งอาจนำไปสู่พฤติกรรมการฟอกเขียว

(Greenwashing) และสะท้อนถึงความจำเป็นของกลไกกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ (Gonçalves & Basso, 2024)

เมื่อพิจารณาทฤษฎีความชอบธรรมร่วมกับผลการดำเนินงานทางการเงิน การเปิดเผยข้อมูล ESG ตามเกณฑ์ SET ESG Ratings สามารถมองได้ว่าเป็นความพยายามขององค์กรในการสร้างใบอนุญาตทางสังคม (Social License to Operate) เพื่อลดความเสี่ยงด้านชื่อเสียงและความเสี่ยงเชิงระบบ ซึ่งอาจส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่สะท้อนผ่าน Tobin's Q อย่างไรก็ดีตาม การรักษาความชอบธรรมดังกล่าวต้องแลกมาด้วยต้นทุนที่เพิ่มขึ้น เช่น ต้นทุนด้านการดำเนินงานและต้นทุนจากการปรับปรุงกระบวนการผลิตและมาตรฐานการดำเนินงาน ซึ่งอาจส่งผลกดดันต่อความสามารถในการทำกำไรในระยะสั้นและสะท้อนผ่านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ดังนั้น ภายใต้กรอบทฤษฎีความชอบธรรม การเปิดเผยข้อมูล ESG จึงสามารถมองได้ทั้งในฐานะกลไกการบริหารความเสี่ยงและการลงทุนเชิงกลยุทธ์ที่อาจเพิ่มต้นทุนขายและลด ROA ในระยะสั้น แต่มีศักยภาพในการสนับสนุนความเชื่อมั่นของนักลงทุนและการคงอยู่ของมูลค่ากิจการในระยะยาว ซึ่งสะท้อนผ่าน Tobin's Q

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีต พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงินยังมีความแตกต่างกันตามบริบทของพื้นที่และช่วงเวลา ดังนี้

ด้านอิทธิพลต่อประสิทธิภาพทางการเงิน งานวิจัยส่วนใหญ่ เช่น Shaikh (2022) และ ชนจรรยกร อภิวัฒน์โกคินกุล (2565) พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) เนื่องจากนักลงทุนให้ค่าพรีเมียมกับบริษัทที่มีธรรมาภิบาล อย่างไรก็ดีตาม ในด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ผลการศึกษายังขัดแย้งกัน โดยงานวิจัยของ ธัญชนก ชีระภาพ (2565) ชี้ให้เห็นว่าในบางกรณีกิจกรรม ESG อาจไม่ส่งผลต่อกำไรสุทธิเนื่องจากภาระต้นทุนส่วนเพิ่มที่เกิดขึ้น

ด้านอิทธิพลต่อต้นทุนขายคือจุดเชื่อมโยงที่สำคัญและเป็นช่องว่างของการวิจัย งานวิจัยของ Huang L. (2025) และ Bamel et al. (2025) เริ่มให้ความสนใจกับต้นทุนที่แฝงอยู่ในการทำ ESG โดยพบว่าบริษัทที่ยกระดับมาตรฐานความยั่งยืนมักจะมีต้นทุนขายเพิ่มขึ้นจากการปรับเปลี่ยนกระบวนการผลิต (Supply Chain Transformation) เช่น การเปลี่ยนไปใช้พลังงานสะอาดหรือการจ้างแรงงานที่เป็นธรรม ซึ่งเป็นประเด็นที่ผู้วิจัยต้องการพิสูจน์ในบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.3 กรอบแนวคิดและสมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ผู้วิจัยได้กำหนดสมมติฐานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการประเมินความยั่งยืน (SET ESG Ratings) กับตัวแปรต่าง ๆ ดังนี้:

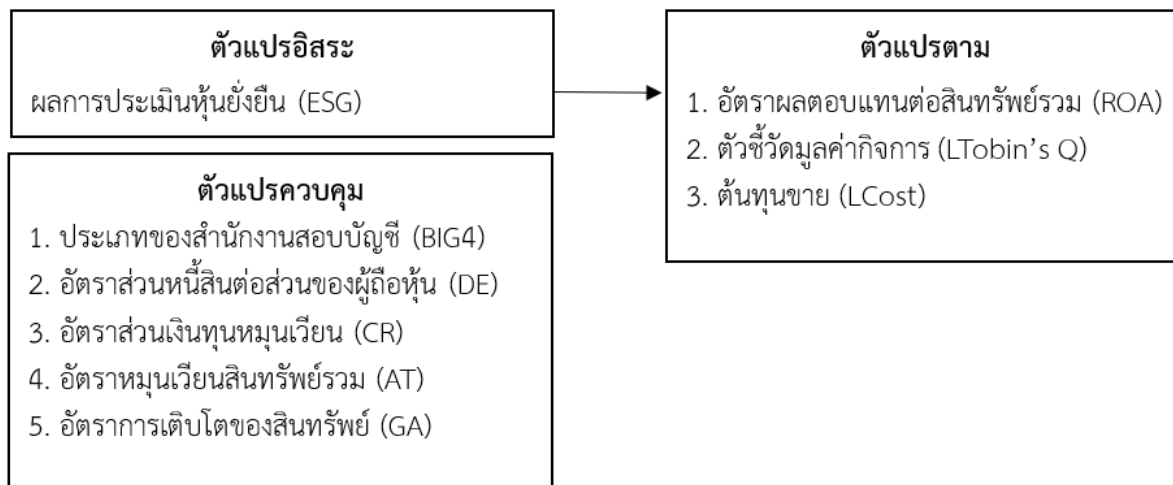
สมมติฐานที่ 1 (H1): การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

สมมติฐานที่ 2 (H2): การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

สมมติฐานที่ 3 (H3): การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อต้นทุนขาย (COGS)

กรอบแนวคิดของงานวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมผู้วิจัยนำมาสร้างเป็นกรอบแนวคิดได้ดังนี้



แผนภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

3. วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ทั้งในส่วน of ตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม เพื่อนำมาทดสอบสมมติฐานและพิสูจน์แนวคิดทางทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ครอบคลุมระยะเวลา 2 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2566 – 2567

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยได้มาจากการคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนดังกล่าว โดยมีเกณฑ์การคัดออก ดังนี้

1. ตัดบริษัทที่อยู่ในหมวดธุรกิจการเงินและกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REITs) เนื่องจากมีลักษณะทางการเงินและรูปแบบการดำเนินธุรกิจที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งอาจส่งผลให้ข้อมูลไม่สามารถเปรียบเทียบกันได้อย่างเหมาะสม
2. ตัดบริษัทที่ไม่ได้ปิดงบ 31 ธันวาคม
3. ตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ในช่วงระยะเวลาที่กำหนด

จากเกณฑ์ดังกล่าว ส่งผลให้กลุ่มตัวอย่างคงเหลือจำนวนทั้งสิ้น 458 บริษัท รวมจำนวน 916 ข้อมูล

3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ โดยผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลที่นำมาใช้ประกอบด้วย ข้อมูลทางการเงินและข้อมูลทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ งบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ ข้อมูลการเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืน ผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (SET ESG Ratings) ราคาหลักทรัพย์ รวมทั้งข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องตามตัวแปรในการศึกษา ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้ดำเนินการตรวจสอบความครบถ้วนและความถูกต้องของข้อมูลก่อนนำไปวิเคราะห์เชิงสถิติ

3.3 การวัดคุณลักษณะของตัวแปร

3.3.1 ตัวแปรอิสระ

ผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (SET ESG Ratings) คือ ระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน อ้างอิงจากผลการประเมิน SET ESG Ratings ที่ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) (ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.) โดยระดับการประเมินดังกล่าวพิจารณาจากคะแนนแบบสอบถามความยั่งยืนในมิติสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ผู้วิจัยทำการแทนค่าเชิงปริมาณ (Quantification) เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ทางสถิติในรูปแบบมาตรวัดอันดับ (Ordinal Scale) 5 ระดับ ดังนี้ ระดับ AAA = 4 คะแนน, AA = 3 คะแนน, A = 2 คะแนน, BBB = 1 คะแนน และบริษัทที่ไม่ได้รับการประเมิน/ไม่ผ่านเกณฑ์ = 0 คะแนน

3.3.2 ตัวแปรตาม

1) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset : ROA) คือ อัตราส่วนที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างกำไรอย่างมีประสิทธิภาพหรือน้อยเพียงใด หากอัตรานี้มีมูลค่าสูงแสดงถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างผลตอบแทนได้อย่างมีประสิทธิภาพ (ทวีชัย เวชคุณานุกุล และคณะ, 2561) โดยคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}} \times 100$$

2) ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q : LTobin's Q) คือ เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อนมูลค่าตลาดของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ โดยพิจารณาทั้งข้อมูลในอดีตและการคาดการณ์ในอนาคต (เจณิสตา มะละกา และคณะ, 2567) ใช้ลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) โดยคำนวณได้จาก

$$\text{ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ} = \frac{\ln(\text{ผลรวมมูลค่าตามราคาตลาดของหุ้น} + \text{มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวม})}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม}}$$

3) ต้นทุนขาย (Cost of Goods Sold : LCost) คือ รายจ่ายหลักทางบัญชีจากการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ ซึ่งในงานวิจัยนี้ถูกนำมาใช้เป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพการดำเนินงาน เพื่อสะท้อนถึงผลลัพธ์ทางธุรกิจที่เกี่ยวข้องเนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน (ESG Disclosure) ตามแนวทางของ Bamel et al. (2025) โดยผู้วิจัยทำการแปลงค่าข้อมูลให้อยู่ในรูปของลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm: ln) เพื่อลดความเบ้ของข้อมูล

3.3.3 ตัวแปรควบคุม

1) ประเภทของสำนักงานสอบบัญชี (BIG4) คือ การกำหนดค่าเป็นตัวแปรดัมมี่ (Dummy Variable) คือ บริษัทที่เลือกรับบริการของสำนักงานตรวจสอบบัญชี (BIG4) เท่ากับ 1 และ บริษัทที่เลือกรับบริการสำนักงานสอบบัญชีอื่น เท่ากับ 0 (ณัฐชาพรรณ วงศ์ชัย และคณะ, 2567)

2) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio : DE) คือ อัตราที่ใช้เพื่อการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทว่าใช้เงินทุนจากภายนอกในสัดส่วนเท่าใดเมื่อเปรียบเทียบกับเงินทุนภายในของบริษัท ซึ่งจะส่งผลต่อความมั่นคงทางการเงินของบริษัท ดังนั้นหากอัตราส่วนนี้ต่ำแสดงว่ากิจการมีความมั่นคงทางการเงินสูงและมีความเสี่ยงต่ำ (ทวีชัย เวชคุณานุกุล และคณะ, 2561) ใช้ลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) โดยคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \ln(\text{หนี้สินรวม} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น})$$

3) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio : CR) คือ อัตราที่ใช้วิเคราะห์ความสามารถของบริษัทในการชำระหนี้สินหมุนเวียนด้วยสินทรัพย์หมุนเวียน ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าสูงแสดงว่าบริษัทมีสภาพคล่องมาก แต่หากอัตราส่วนนี้สูงเกินไปอาจจะไม่ได้แสดงถึงประสิทธิภาพของบริษัท (ทวิชัย เวชคุณานุกุล และคณะ, 2561) ใช้ลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) โดยคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน} = \ln (\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} / \text{หนี้สินหมุนเวียน})$$

4) อัตราหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover : AT) คือ อัตราที่แสดงถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทเพื่อให้เกิดรายได้ หากอัตราส่วนมีค่าสูง แสดงถึงการใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ (ชวลัทพร หอมหวานทิพย์, 2563) ใช้ลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) โดยคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราหมุนเวียนสินทรัพย์รวม} = \ln (\text{ขายสุทธิ} / \text{สินทรัพย์ทั้งหมดเฉลี่ย})$$

5) อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (Asset Growth Rate : GA) คือ อัตราที่แสดงถึงการเติบโตของสินทรัพย์ของบริษัทภายในกรอบเวลาที่กำหนด หากอัตรานี้มีมูลค่าเป็นผลบวกแสดงถึงการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ที่บ่งชี้ว่ามีการขายธุรกิจหรือการเพิ่มการลงทุน (พนิดา คำภาเมือง และภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ, 2567) ใช้ลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) โดยคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราการเติบโตของสินทรัพย์} = \frac{\ln (\text{สินทรัพย์รวมปีล่าสุด} - \text{สินทรัพย์รวมปีก่อน})}{\text{สินทรัพย์รวมปีก่อน}} \times 100$$

3.4 สถิติที่ใช้ในการวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ เพื่อหาความสัมพันธ์และทดสอบสมมติฐาน โดยใช้สถิติหลักดังต่อไปนี้

3.4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ใช้เพื่ออธิบายคุณลักษณะพื้นฐานของข้อมูลตัวแปรที่ศึกษา โดยคำนวณค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

3.4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

ใช้เพื่อทดสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยใช้การวิเคราะห์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation) หากค่าสหสัมพันธ์มีค่าสูงมากกว่า 0.80 จะถือว่าอาจก่อให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นพหุคูณ (Hair et al., 2010)

3.4.3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ใช้เพื่อทดสอบผลกระทบของผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) ต่อผลการดำเนินงานและอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสมการถดถอยเชิงเส้นที่ใช้ในการวิเคราะห์สามารถเขียนเป็นสมการได้ ดังนี้

$$\text{ROA} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{BIG4} + \beta_3 \text{LDE} + \beta_4 \text{LCR} + \beta_5 \text{LAT} + \beta_6 \text{LGA} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{LTobin's Q} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{BIG4} + \beta_3 \text{LDE} + \beta_4 \text{LCR} + \beta_5 \text{LAT} + \beta_6 \text{LGA} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{LCost} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{BIG4} + \beta_3 \text{LDE} + \beta_4 \text{LCR} + \beta_5 \text{LAT} + \beta_6 \text{LGA} + \varepsilon \quad (3)$$

โดย	
ROA	คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม
LTobin's Q	คือ ลอการิทึมธรรมชาติ (ln) ของตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ
LCost	คือ ลอการิทึมธรรมชาติ (ln) ของต้นทุนขาย
ESG	คือ ผลการประเมินหุ้นยั่งยืน
BIG4	คือ ประเภทของสำนักงานสอบบัญชี (Big4= 1, อื่น ๆ = 0)
LDE	คือ ลอการิทึมธรรมชาติ (ln) ของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
LCR	คือ ลอการิทึมธรรมชาติ (ln) ของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน
LAT	คือ ลอการิทึมธรรมชาติ (ln) ของอัตราหมุนเวียนสินทรัพย์รวม
LGA	คือ ลอการิทึมธรรมชาติ (ln) ของอัตราการเติบโตของสินทรัพย์
β_0	คือ ค่าคงที่ของสมการถดถอย
β_j	คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย โดยที่ $j = 1 - 6$
ε	คือ ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

4. ผลการวิจัย

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

4.1.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	จำนวนข้อมูล N	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum	ค่าเฉลี่ย Mean	ส่วนเบี่ยงเบน Std. Deviation
ESG	916	0	4.000	0.892	1.387
BIG4	916	0	1.000	0.654	0.476
LDE	916	0.011	3.711	0.660	0.465
LCR	916	0.049	4.438	1.072	0.578
LAT	916	0.010	1.798	0.523	0.311
LGA	916	0.658	5.578	4.055	0.201
ROA	916	-59.380	40.580	5.034	8.998
LTobinQ	916	0.223	3.355	0.756	0.306
LCost	916	9.607	21.741	14.961	1.741

จากตารางที่ 1 สามารถสรุปผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาได้ดังนี้ ผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) มีค่าอยู่ในช่วง 0-4 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.892 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.387 ประเภทของสำนักงานสอบบัญชี (BIG4) มีค่าอยู่ระหว่าง 0-1 โดยมีค่าเฉลี่ย 0.654 และส่วนเบี่ยงเบน

มาตรฐาน 0.476 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LDE) มีค่าต่ำสุด 0.011 และค่าสูงสุด 3.711 โดยมีค่าเฉลี่ย 0.660 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.465 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (LCR) มีค่าต่ำสุด 0.049 และค่าสูงสุด 4.438 โดยมีค่าเฉลี่ย 1.072 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.578 อัตราหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (LAT) มีค่าต่ำสุด 0.010 และค่าสูงสุด 1.798 โดยมีค่าเฉลี่ย 0.523 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.311 อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (LGA) มีค่าต่ำสุด 0.658 และค่าสูงสุด 5.578 โดยมีค่าเฉลี่ย 4.055 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.201 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าต่ำสุด -59.380 และค่าสูงสุด 40.580 โดยมีค่าเฉลี่ย 5.034 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 8.998 ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (LTobin's Q) มีค่าต่ำสุด 0.223 และค่าสูงสุด 3.355 โดยมีค่าเฉลี่ย 0.756 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.306 ต้นทุนขาย (LCost) มีค่าต่ำสุด 9.607 และค่าสูงสุด 21.741 โดยมีค่าเฉลี่ย 14.961 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.741

4.1.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สำหรับการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันระหว่างตัวแปรอิสระ

	ESG	BIG4	LDE	LCR	LAT	LGA	ROA	LTobinQ	LCost
ESG	1	.307**	.097**	-.137**	-0.030	.097**	.154**	.107**	.497**
BIG4		1	.110**	-.127**	.119**	-0.001	.149**	.145**	.365**
LDE			1	-.599**	-.074*	-.151**	-.297**	-0.032	.290**
LCR				1	0.039	0.061	.169**	-0.006	-.260**
LAT					1	.099**	.264**	.180**	.410**
LGA						1	.390**	0.056	.066*
ROA							1	.395**	.168**
LTobinQ								1	0.033
LCost									1

** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01

* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05

จากตารางที่ 2 พบว่าไม่มีคู่ตัวแปรใดที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงกว่า 0.80 โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.599 และสูงสุดเท่ากับ 0.497 ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่ยอมรับได้ (Hair et al., 2010) จึงสามารถสรุปได้ว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity และตัวแปรทั้งหมดสามารถนำเข้าสู่การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณได้อย่างเหมาะสม

4.1.3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

1. ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

	B	SE	Beta	t	sig	Tol	VIF
	-55.984	5.344		-10.476	0.000		
ESG	0.774	0.193	0.119	4.008	0.000	0.879	1.137
BIG4	2.241	0.563	0.119	3.978	0.000	0.878	1.139
LDE	-4.658	0.683	-0.241	-6.816	0.000	0.625	1.601
LCR	0.447	0.546	0.029	0.819	0.413	0.633	1.580
LAT	5.889	0.823	0.203	7.156	0.000	0.965	1.036
LGA	14.395	1.282	0.321	11.232	0.000	0.955	1.047

R = 0.540 R² = 0.291 Adj. R² = 0.287 Std.Error = 7.59925

** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01

* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05

จากตารางที่ 3 พบว่า ผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (SET ESG Ratings) การได้รับการตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ 4 แห่ง (BIG4) มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะมีระบบการควบคุมภายในที่ดีและมีความน่าเชื่อถือในงบการเงินสูง ส่งผลให้ประสิทธิภาพการรายงานกำไรมีคุณภาพและความน่าเชื่อถือสูง ในส่วนของอัตราหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (LAT) และ อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (LGA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในทางตรงกันข้าม อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LDE) มีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 เนื่องจากภาระดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นจากการก่อหนี้ที่จะไปลดทอนกำไรสุทธิซึ่งส่งผลต่อการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ขณะที่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (LCR) ไม่พบอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

ผลการคำนวณค่า R² มีค่าเท่ากับ 0.291 แสดงว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดที่นำมาวิเคราะห์สามารถอธิบายความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ได้ร้อยละ 29.1 ส่วนค่า Adjusted R² มีค่าเท่ากับ 0.287 สะท้อนว่าเมื่อพิจารณาจำนวนตัวแปรอิสระในแบบจำลองแล้ว ความสามารถในการอธิบายของแบบจำลองลดลงเล็กน้อยเป็นร้อยละ 28.7 แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ยอมรับได้

สามารถเขียนสมการถดถอยเชิงเส้นพหุได้ดังนี้

$$ROA = -55.984 + 0.774(ESG) + 2.241(BIG4) - 4.658(LDE) + 0.447(LCR) + 5.889(LAT) + 14.395(LGA)$$

2. ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) กับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (LTobin's Q)

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (LTobin's Q)

	B	SE	Beta	t	sig	Tol	VIF
	0.478	0.210		2.280	0.023		
ESG	0.018	0.008	0.080	2.327	0.020	0.879	1.137
BIG4	0.066	0.022	0.103	3.001	0.003	0.878	1.139
LDE	-0.029	0.027	-0.044	-1.085	0.278	0.625	1.601
LCR	-0.009	0.021	-0.016	-0.399	0.690	0.633	1.580
LAT	0.162	0.032	0.165	5.025	0.000	0.965	1.036
LGA	0.040	0.050	0.026	0.796	0.427	0.955	1.047

R = 0.237 R² = 0.056 Adj. R² = 0.050 Std.Error = 0.29828

** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01

* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4 พบว่า ตัวแปรอัตราหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (LAT) และการได้รับการตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ 4 แห่ง (BIG4) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (LTobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วนผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (LTobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สามารถอธิบายได้ว่า ตลาดทุนให้มูลค่ากับบริษัทที่มีธรรมาภิบาลดีและมีการตรวจสอบบัญชีที่มีคุณภาพ โดยมองเป็นปัจจัยที่ช่วยลดความเสี่ยงของข้อมูลข่าวสาร ส่งผลให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นและให้มูลค่าแก่กิจการสูงขึ้น ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LDE) กับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (LCR) มีอิทธิพลเชิงลบต่อตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (LTobin's Q) แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (LGA) ไม่พบอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (LTobin's Q)

ผลการคำนวณค่า R² มีค่าเท่ากับ 0.056 แสดงว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดที่นำมาวิเคราะห์สามารถอธิบายความแปรปรวนของตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (LTobin's Q) ได้ร้อยละ 5.60 ซึ่งมีค่าที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับสมการอื่นอาจเป็นผลมาจากมูลค่าตลาดยังขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกอื่นๆ ที่ผู้วิจัยไม่ได้รวมเข้ามาเช่น ภาวะเศรษฐกิจหรือความเชื่อมั่นของนักลงทุนรายย่อย เป็นต้น ส่วนค่า Adjusted R² มีค่าเท่ากับ 0.050 สะท้อนว่า เมื่อพิจารณาจำนวนตัวแปรอิสระในแบบจำลองแล้ว ความสามารถในการอธิบายของแบบจำลองลดลงเล็กน้อย เป็นร้อยละ 5.00 แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ยอมรับได้

สามารถเขียนสมการถดถอยเชิงเส้นพหุได้ดังนี้

$$LTobin's Q = 0.478 + 0.018(ESG) + 0.066(BIG4) - 0.029(LDE) - 0.009(LCR) + 0.162(LAT) + 0.040(LGA)$$

3. ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยต้นทุนขาย (LCost)

จากตารางที่ 5 พบว่าผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อต้นทุนขาย (LCost) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Beta = 0.541) สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนสูงจะเพิ่มภาระต้นทุนรวมเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่

อธิบายว่าการตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียที่หลากหลายจำเป็นต้องมีการลงทุนในทรัพยากรส่วนเพิ่ม เช่น การจัดทำระบบรายงานที่เป็นมาตรฐานสากล และการปรับปรุงกระบวนการผลิตให้เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยต้นทุนขาย (LCost)

	B	SE	Beta	t	sig	Tol	VIF
	11.805	0.846		13.958	0.000		
ESG	0.541	0.031	0.431	17.688	0.000	0.879	1.137
BIG4	0.544	0.089	0.149	6.106	0.000	0.878	1.139
LDE	0.854	0.108	0.228	7.899	0.000	0.625	1.601
LCR	-0.191	0.086	-0.063	-2.209	0.027	0.633	1.580
LAT	2.367	0.130	0.423	18.174	0.000	0.965	1.036
LGA	0.178	0.203	0.020	0.876	0.381	0.955	1.047

$R = 0.725$ $R^2 = 0.526$ Adj. $R^2 = 0.523$ Std.Error = 1.20265

** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01

* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05

จากตารางที่ 5 พบว่าผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อต้นทุนขาย (LCost) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ($Beta = 0.541$) สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนสูงขึ้นจะมีภาระต้นทุนรวมเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่อธิบายว่าการตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียที่หลากหลายจำเป็นต้องมีการลงทุนในทรัพยากรส่วนเพิ่ม เช่น การจัดทำระบบรายงานที่เป็นมาตรฐานสากล และการปรับปรุงกระบวนการผลิตให้เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

สำหรับการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุม พบประเด็นสำคัญที่ช่วยยืนยันความสมเหตุสมผลของแบบจำลอง ดังนี้ การตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (BIG4) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อ LCost อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 เนื่องจากกลุ่มบริษัท BIG4 มีมาตรฐานการตรวจสอบที่เข้มงวดและมีค่าธรรมเนียมบริการ (Audit Fee) ที่สูงกว่าสำนักงานทั่วไป สำหรับโครงสร้างทางการเงินและประสิทธิภาพ (LDE และ LAT) ทั้งอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและอัตราหมุนเวียนสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อต้นทุนขายอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะ LAT ที่มีค่าสัมประสิทธิ์สูง ($B = 2.367$) สะท้อนว่าเมื่อบริษัทมีกิจกรรมการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างรายได้มาก ต้นทุนผันแปรจากการดำเนินงานย่อมปรับตัวสูงขึ้นตามสัดส่วนของกิจกรรมทางธุรกิจ ในทางตรงกันข้ามสภาพคล่อง อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (LCR) มีอิทธิพลเชิงลบต่อ LCost อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงสามารถบริหารจัดการต้นทุนและค่าใช้จ่ายดำเนินงานได้มีประสิทธิภาพมากกว่า

แบบจำลองนี้มีค่า R^2 สูงถึง 0.526 (ร้อยละ 52.60) ซึ่งสูงกว่าแบบจำลอง ROA และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ผู้วิจัยวิเคราะห์ว่าเนื่องจากตัวแปรตาม LCost เป็นค่าที่วัดจากต้นทุนทางบัญชีโดยตรง ซึ่งตัวแปรที่คัดเลือกมา ทั้งในมิติของการดำเนินงาน (ESG), การเงิน (LDE, LCR) และประสิทธิภาพ (LAT) ล้วนเป็น

ปัจจัยพื้นฐานที่มีความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง (Structural Relationship) กับต้นทุนขายขององค์กรมากกว่าตัวแปรด้านผลตอบแทนหรือมูลค่าตลาดที่มักมีความผันผวนจากปัจจัยภายนอกและกลไกราคาตลาด

สามารถเขียนสมการถดถอยเชิงเส้นพหุได้ดังนี้

$$L\text{Cost} = 1.1805 + 0.541(\text{ESG}) + 0.544(\text{BIG4}) + 0.854(\text{LDE}) - 0.191(\text{LCR}) + 2.367(\text{LAT}) + 0.178(\text{LGA})$$

จากข้อมูลในตารางที่ 3 – ตารางที่ 5 การตรวจสอบปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) พบว่า ค่า Tolerance อยู่ในช่วง 0.625–0.965 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่ 0.10 และค่า VIF อยู่ในช่วง 1.036–1.601 ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์สูงสุดที่ 10 ตามข้อเสนอของ Black (2006) จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองการถดถอยไม่พบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นพหุในระดับที่รุนแรง และสามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์ต่อไปได้อย่างเหมาะสม

5. สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุป และอภิปรายผล

ผลการศึกษาพบว่าผลการประเมินหุ้นยั่งยืน (ESG Ratings) สนับสนุนสมมติฐานที่ตั้งไว้ในทุกประเด็น โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนสูงสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและได้รับการประเมินมูลค่าจากตลาดทุนในระดับที่สูงขึ้น ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งเสนอว่าการเปิดเผยข้อมูลช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายจัดการ และสนับสนุนการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ (Jensen & Meckling, 1976; Wienclaw, 2021) นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่มองว่าการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียหลายกลุ่มสามารถลดความเสี่ยง สร้างโอกาสทางธุรกิจ และสนับสนุนผลการดำเนินงานขององค์กรในระยะยาว (Freeman, 1994; Stacy, 2024) รวมถึงทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ซึ่งอธิบายว่าการได้รับการประเมินด้านความยั่งยืนในระดับที่สูงช่วยเสริมสร้างความชอบธรรมและความไว้วางใจจากสังคม นักลงทุน และผู้บริโภค ส่งผลเชิงบวกต่อภาพลักษณ์ ราคาหลักทรัพย์ และมูลค่ากิจการ (Suchman, 1995; Shaikh, 2022; ธนจรรยกร อภิวัฒน์โกคินกุล, 2565)

ในส่วน of ต้นทุนขาย (COGS หรือ LCost) ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีการดำเนินงานด้าน ESG ในระดับสูงจำเป็นต้องแบกรับต้นทุนส่วนเพิ่ม (Incremental Costs) ที่เกิดขึ้นจริงในกระบวนการดำเนินงาน เช่น การเลือกใช้วัตถุดิบจากแหล่งที่รับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม การปรับปรุงกระบวนการผลิต และการยกระดับมาตรฐานแรงงาน ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Huang (2025) ที่ชี้ว่าความยั่งยืนต้องแลกมาด้วยการปรับโครงสร้างต้นทุนและห่วงโซ่อุปทาน ทั้งนี้ การเพิ่มขึ้นของต้นทุนขายในบริบทนี้ไม่ได้สะท้อนถึงความล้มเหลวในการลดต้นทุนตัวแทนตามทฤษฎีตัวแทน เนื่องจากต้นทุนตัวแทนเป็นต้นทุนเชิงพฤติกรรมที่ไม่สามารถสังเกตได้โดยตรงจากงบการเงิน แต่เป็นการสะท้อนทรัพยากรที่ถูกนำไปใช้จริงเพื่อยกระดับมาตรฐานการดำเนินงาน และตอบสนองต่อความคาดหวังของสังคมและผู้มีส่วนได้เสีย

เมื่อพิจารณาผลการวิจัยในภาพรวม จะเห็นถึงความสัมพันธ์ที่น่าสนใจ กล่าวคือ แม้การดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จะนำไปสู่ต้นทุนขายที่เพิ่มขึ้นในระยะสั้น แต่ในขณะเดียวกันบริษัทกลับสามารถสร้างประสิทธิภาพทางการเงิน (ROA) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ที่สูงขึ้นไปพร้อมกัน

ปรากฏการณ์ดังกล่าวสะท้อน “ความย้อนแย้งที่สมเหตุสมผล” หรือ Strategic Trade-off โดยต้นทุนส่วนเพิ่มที่เกิดจากการดำเนินงานด้านความยั่งยืนถูกชดเชยด้วยผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม เช่น ความสามารถในการตั้งราคาที่สูงขึ้น ความจงรักภักดีในตราสินค้า การลดความเสี่ยงด้านชื่อเสียง และการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำลง ดังนั้น ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการดำเนินงานด้าน ESG จึงไม่ใช่เพียงค่าใช้จ่ายที่บั่นทอนผลการดำเนินงาน แต่เป็นการลงทุนเชิงกลยุทธ์ที่สนับสนุนความสามารถในการแข่งขัน ความชอบธรรม และมูลค่ากิจการในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับกรอบแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย และทฤษฎีความชอบธรรมในการอธิบายพฤติกรรมและผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจขององค์กรในบริบทธุรกิจยุคใหม่

5.2 ข้อเสนอแนะในเชิงนโยบาย

1. ข้อเสนอแนะสำหรับผู้บริหารบริษัทจดทะเบียน ผู้บริหารควรตระหนักว่าการยกระดับการจัดการความยั่งยืนตามมาตรฐาน SET ESG Ratings จะส่งผลให้ต้นทุนขายมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะสั้น เนื่องจากการต้องมีการปรับกระบวนการผลิต เลือกใช้วัตถุดิบที่มีคุณภาพและเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมากขึ้น รวมถึงมีขั้นตอนการควบคุมคุณภาพที่เข้มงวด โดยผลการวิเคราะห์พบค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลเท่ากับ 0.541 ดังนั้น ผู้บริหารควรมีการวางแผนจัดการต้นทุนการผลิตให้เหมาะสม และหาวิธีเพิ่มประสิทธิภาพในกระบวนการทำงาน เพื่อลดผลกระทบต่อนักลงทุนในช่วงแรก ขณะเดียวกันควรสื่อสารให้ผู้มีส่วนได้เสียเข้าใจว่าต้นทุนที่เพิ่มขึ้นเป็นส่วนหนึ่งของการพัฒนาคุณภาพสินค้าและภาพลักษณ์ของบริษัท ซึ่งจะกลายเป็นขีดความสามารถในการแข่งขันที่ยั่งยืนและสร้างผลตอบแทนที่คุ้มค่าในระยะยาว

2. ข้อเสนอแนะสำหรับหน่วยงานกำกับดูแล (เช่น ตลาดหลักทรัพย์ฯ และสำนักงาน ก.ล.ต.) ควรมีแนวทางสนับสนุนบริษัทที่เริ่มปรับตัวด้าน ESG เพื่อบรรเทาภาระต้นทุนขายที่เพิ่มขึ้นในช่วงเปลี่ยนผ่าน โดยอาจพิจารณามาตรการจูงใจ เช่น การให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีสำหรับค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการปรับปรุงกระบวนการผลิตให้เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม หรือการส่งเสริมการเข้าถึงแหล่งเงินทุนสีเขียว (Green Finance) ที่มีต้นทุนทางการเงินต่ำกว่าปกติ นอกจากนี้ ควรจัดทำแนวปฏิบัติในการจัดการต้นทุนขายอย่างมีประสิทธิภาพควบคู่กับการทำ ESG เพื่อช่วยให้บริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดเล็กสามารถปรับตัวได้โดยไม่ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องทางการเงินจนเกินไป

3. ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน นักลงทุนไม่ควรพิจารณาเพียงแค่อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) เพียงอย่างเดียว แต่ควรประเมิน "คุณภาพของต้นทุน" (Quality of Costs) ร่วมด้วย การที่บริษัทมีต้นทุนขายเพิ่มขึ้นจากการดำเนินกิจกรรมด้าน ESG ไม่ควรถูกมองว่าเป็นสัญญาณลบในเชิงประสิทธิภาพเสมอไป เนื่องจากผลการวิจัยพิสูจน์แล้วว่าต้นทุนดังกล่าวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับทั้ง ROA และ Tobin's Q ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากิจการมีความสามารถในการบริหารจัดการต้นทุนเพื่อสร้างการเติบโตของมูลค่ากิจการ (Value Creation) ดังนั้นนักลงทุนควรให้น้ำหนักกับการเปิดเผยข้อมูล ESG ในฐานะตัวชี้วัดความยืดหยุ่น (Resilience) และศักยภาพในการทำกำไรอย่างยั่งยืนขององค์กรในอนาคต

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในครั้งต่อไป

1. ขยายช่วงเวลาการศึกษาจากเดิมที่ใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2566–2567 ซึ่งเป็นระยะเวลาสั้น อาจยังไม่สามารถสะท้อนผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนได้อย่างครบถ้วน ขยายเป็น 3-5 ปี การใช้ข้อมูลระยะยาวจะช่วยให้สามารถวิเคราะห์แนวโน้มและประเมินผลกระทบของ ESG ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

2. แยกการวิเคราะห์ตามประเภทอุตสาหกรรมเพื่อเปรียบเทียบผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการในแต่ละกลุ่มธุรกิจ เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะ โครงสร้างต้นทุน และระดับความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมแตกต่างกัน การวิเคราะห์ในลักษณะนี้จะช่วยให้เข้าใจกลไกของ ESG ต่อการสร้างมูลค่ากิจการในบริบทเฉพาะของแต่ละอุตสาหกรรมได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- เจนิสตา มะละกา จิรัฐติกาล วุฒิพันธุ์ เตชอนันต์ บังกิโล และ ธนภณ วิมูลอาจ. (2567). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์การระบาดของโควิด-19. **วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม**, 16(2), 46–63.
- ชาญชัย ชัยประสิทธิ์. (2564). ESG เมกะเทรนด์แห่งโลกการลงทุน. [ออนไลน์], ค้นเมื่อ 2 ตุลาคม 2568, จาก <https://www.pwc.com/th/en/pwc-thailand-blogs/blog-20211122.html>
- ชวัลพัชร หอมหวานทิพย์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราส่วนทางการเงิน กับราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์].
- ณัฐชาพรรณ วงศ์ชัย นันทิยา เผ่าอ้าย นวลสิริ หมั่นไร่ อาทร หนานสาม และ อรพรรณ เชื้อเมืองพาน. (2567). การเปิดเผยข้อมูลด้านการจัดการความยั่งยืนที่มีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **วารสารบัญชีปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย**, 9(1), 115–135.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568a). การเปิดเผยข้อมูลและรายงานด้านความยั่งยืน Sustainability Disclosure and Reporting. [ออนไลน์], ค้นเมื่อ 4 ตุลาคม 2568, จาก <https://setsustainability.com/page/disclosure>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568b). ทันกระแสธุรกิจยั่งยืน : ต้นแบบธุรกิจยั่งยืน ESG SHOWCASES. [ออนไลน์], ค้นเมื่อ 4 ตุลาคม 2568, จาก <https://setsustainability.com/libraries/1037/item/corporate-sustainability-covid-19>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568c). SUSTAINABILITY AT A GLANCE. [ออนไลน์], ค้นเมื่อ 4 ตุลาคม 2568, จาก <https://setsustainability.com/page/sustainability-at-a-glance>
- ทวีชัย เวชคุณานุกูล อรไท ชั่วเจริญ และ พรหมนัส สิริธรรงศรี. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหุ้นสามัญในธุรกิจหมวดพลังงานและสาธารณูปโภค ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏนครปฐม**, 5(2), 221–234.
- ธนจรรยกร อภิวัฒน์โกคินกุล. (2565). อิทธิพลของปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน. **วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์**, 10(1), 162–175.
- ธัญชนก ธีระภาพ. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการประเมิน ESG และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการบัญชีและการบริหารการเงิน, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์].

- พนิดา คำภาเมือง และ ภัทรณ์ชชา โชติคุณากิตติ. (2567). อิทธิพลของคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **เศรษฐศาสตร์และบริหารธุรกิจปริทัศน์**, 20(2), 56–75.
- ศูนย์พัฒนารูจกเพื่อควมยั่งยืน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.). **SET ESG Ratings**. [ออนไลน์], ค้นเมื่อ 22 ตุลาคม 2568, จาก <https://setsustainability.com//ESG-ratings>
- อรพรรณ ไบดิน. (2558). ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นองค์ประกอบของคณะกรรมการ และการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร:กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์].
- Aydogmus, M., Gulay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. **Borsa Istanbul Review**, 22, S119-S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Black, K. (2006). **Business statistics: For contemporary decision making**. US: John Wiley and Sons.
- Bamel, N., Khatri, K., Bamel, U., & Kumar, S. (2025). ESG disclosure and firm performance in global south economy: Does industry profile and board independence moderate the relationship. **International Review of Economics and Finance**, 100, 104093. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104093>
- Chairani, & Siregar, S. V. (2021). Disclosure of enterprise risk management in ASEAN 5: Sustainable development for green economy. **IOP Conference Series: Earth and Environmental Science**, 716 (1), 012101. <https://doi.org/10.1088/1755-1315/716/1/012101>
- De Villiers, C., & Van Staden, C. J. (2006). Can less environmental disclosure have a legitimizing effect? Evidence from Africa. **Accounting, Organizations and Society**, 31(8), 763-781. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2006.03.001>
- Goncalves, M. N., & Basso, L. F. C. (2024). **Legitimacy theory shaping corporate ESG practices and the challenges posed by greenwashing**. XXVI Engema, Brazil.
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. **Business Ethics Quarterly**, 4(4), 409-421. <https://doi.org/10.2307/3857340>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). **Multivariate data analysis**. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Huang, L. (2025). Corporate governance costs, social responsibilities and capital market performance: Evidence from China. **Journal of Multidisciplinary in Humanities and Social Sciences**, 8(1–2), 462–482.

- 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)
- KPMG International Cooperative. (2019). **Impact of ESG disclosures**. [Online], Retrieved October 4, 2025, from <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/09/impact-of-esg-disclosures.pdf>
- 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>
- Stacy, R. N. (2024). **Stakeholder theory**. [Online], Retrieved October 3, 2025, from <https://www.ebsco.com/research-starters/social-sciences-and-humanities/stakeholder-theory>
- Suchman, M. C. (1995, June). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. **Academy of Management Review**, 20(3), 571-610. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Wienclaw, R. A. (2021). **Agency theory and corporate governance**. [Online], Retrieved October 4, 2025, from <https://www.ebsco.com/research-starters/economics/agency-theory-and-corporate-governance>