

ความสัมพันธ์ระหว่างกำกับดูแลกิจการการปฏิบัติงานด้าน ESG
กับการจัดลำดับความน่าเชื่อถือของบริษัทที่ยื่นขอของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship Between Corporate Governance, ESG Performance, and Sustainable
Firms' Credit Ratings on The Stock Exchange of Thailand

นิวัฒน์ บุญหล้า¹ และ สัมฤทธิ์ ศิริคะเนรัตน์²

Niwat Bunla¹ and Samrith Sirikanerat²

หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยภาคตะวันออกเฉียงเหนือ

Master of Accountancy Program Faculty of Business Administration, North Eastern University, Thailand

Corresponding Author, E-mail: ¹Nwatacc2538@gmail.com

Received February 20, 2025; Revised March 11, 2025; Accepted March 25, 2025

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหาร และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ 2) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ 3) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการปฏิบัติงานด้าน ESG และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ที่ได้รับคัดเลือกเป็นหุ้นยั่งยืน THSI เข้าประเมิน ESG Rating จำนวน 177 บริษัท และเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นข้อมูลทุติยภูมิจาก SET Market Analysis and Reporting Tool: (SETSMART) ย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 2564-2566 รวมระยะเวลา 3 ปี มีจำนวนข้อมูลทั้งหมด 432 ข้อมูล สถิติที่ใช้ ได้แก่ การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) และการวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผลการศึกษาพบว่า 1) ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหาร และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามในระดับต่ำ 2) การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันในระดับสูง 3) การปฏิบัติงานด้าน ESG และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันในระดับต่ำมาก ซึ่งผลลัพธ์จากการศึกษา

นักวิจัยควรศึกษาในปัจจัยอื่น ๆ เพิ่มเติมส่วนระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการปฏิบัติงานด้าน ESG มีผลต่อการจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น

คำสำคัญ: โครงสร้างผู้ถือหุ้น; การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ; การปฏิบัติงานด้าน ESG; การกำกับดูแลกิจการ; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This study aimed to 1) examine the relationship between executive shareholding structure and credit rating 2) investigate the relationship between good corporate governance and credit rating; and 3) explore the relationship between ESG performance and credit rating. This research employed a quantitative methodology, utilizing a sample of 177 companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) within the SET 100 index, which were also selected as Thailand Sustainability Investment (THSI) stocks and assessed for ESG ratings. Secondary data was collected from the SET Market Analysis and Reporting Tool (SETSMART) for the period of 2021–2023, resulting in a total of 432 data points. Statistical analyses included Pearson's Correlation Coefficient and Multiple Regression Analysis.

The findings revealed that 1) there is a low, inverse relationship between executive shareholding structure and credit rating; 2) there is a strong, positive relationship between good corporate governance and credit rating; and 3) there is a very low, positive relationship between ESG performance and credit rating. The results suggest that researchers should consider additional factors to further explain credit rating. Furthermore, higher scores in good corporate governance and ESG performance were found to positively influence credit ratings.

Keywords: Ownership Structure; Credit Ratings; ESG performance; Corporate Governance; The Stock Exchange of Thailand

บทนำ

บริษัทที่มีนโยบายมุ่งเน้นการปฏิบัติงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการจะมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ และได้รับประโยชน์จากการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทที่สูงกว่าบริษัทอื่น ๆ ซึ่งผลของการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมาจากการตรวจสอบของหน่วยงาน

หรือสถาบันที่ทำหน้าที่เกี่ยวกับการจัดความน่าเชื่อถือ และความสามารถในการชำระหนี้ของแต่ละบริษัท (S & P Global Ratings, 2024) ซึ่งในปัจจุบันสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับการรับรองจากสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ในประเทศไทยมี 2 แห่ง คือ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด และบริษัท พิทช์เรตติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด ทั้งนี้ การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทมีผลกระทบต่อบริษัทในการซื้อขายหุ้นของบริษัท มีผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในการประเมินความเสี่ยงเพราะการกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพสามารถทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทต่ำลง ทำให้เจ้าหน้าที่ซื้อหุ้นสูญเสียความน่าเชื่อถือที่จะขาดทุน (Ratings, 2004) การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทที่ถูกจัดโดยบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือเริ่มจากการประเมินการพิจารณาปัจจัยต่าง ๆ ปัจจุบันการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ขับเคลื่อนให้บริษัทจดทะเบียนให้ดำเนินธุรกิจ โดยคำนึงถึงผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านการกำกับดูแล (ESG) ดังนั้น เกณฑ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือจึงได้รับการตรวจสอบมากขึ้น เนื่องจากการปฏิบัติงานด้าน ESG ของบริษัทจะเกี่ยวข้องกับการลดความเสี่ยงลง และมุ่งหวังผลกำไรระยะยาวการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยสถาบันที่จัดลำดับเครดิตจะพิจารณาประสิทธิภาพของการปฏิบัติงานด้าน ESG เข้าไปด้วย ซึ่งการพิจารณาจะมองถึงแนวทางในการบูรณาการปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับ ESG ในกระบวนการตัดสินใจด้านการขายหุ้น หรือพันธบัตร หรือการให้สินเชื่อ โดยประกันด้านความเสี่ยงที่ลดลง และสร้างโอกาสในทางธุรกิจที่ยั่งยืน

เนื่องจากในบริบทประเทศไทยมีการศึกษาในประเด็นดังกล่าวค่อนข้างน้อย โดยเฉพาะกลุ่มบริษัท SET ESG Ratings การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยจึงมุ่งเน้นศึกษาในประเด็นผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี การดำเนินงานด้าน ESG และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยในประเด็นสำคัญ โดยเฉพาะลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่สำคัญ ภาพรวมของการกำกับดูแลที่ดีของบริษัท โดยลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีของการกำกับดูแลกิจการโดยภาพรวม นอกจากนี้ ยังศึกษาประสิทธิภาพของการปฏิบัติงานด้าน ESG เพื่อส่งเสริมการตัดสินใจที่มีประสิทธิภาพ และลดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างบริษัท และผู้ให้กู้

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหาร และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการปฏิบัติงานด้าน ESG และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น

สมมติฐานที่ 2 สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศเพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น

สมมติฐานที่ 3 สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันเพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น

สมมติฐานที่ 4 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวเพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น

สมมติฐานที่ 5 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น

สมมติฐานที่ 6 การปฏิบัติงานด้าน ESG มีผลต่อการจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น

การทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนเป็นทฤษฎีเกิดจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) มองวิธีการป้องกันปัญหาที่เกิดขึ้นจากการบริหารธุรกิจสมัยใหม่ที่เจ้าของกิจการไม่ได้มีอำนาจบริหารโดยตรง เนื่องจากเจ้าของกิจการอาจมีการขายหุ้นทุนเพื่อให้บุคคลภายนอก หรือผู้ถือหุ้น ซึ่งผู้ถือหุ้นต้องการผลกำไรสูงสุดเพื่อที่จะได้รับเงินปันผลประจำปีจึงคาดหวังว่าผู้บริหารของบริษัทจะบริหารงานโดยเต็มศักยภาพ แต่เนื่องจากอาจมีปัจจัยหลาย ๆ ประการทำให้เกิดปัญหาต่อผู้ถือหุ้น ดังนั้น เพื่อป้องกันปัญหาผู้ถือหุ้นจึงจำเป็นต้องมีวิธีการที่จะติดตามดูแล และตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร โดยใช้กลไกการกำกับดูแลกิจการ

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ด้านทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงการบริหารบริษัทโดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อสร้างความพึงพอใจให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัททั้งหมด Freeman (1994) อธิบายว่า ทฤษฎีตัวแทนที่มุ่งเน้นให้ความสำคัญเฉพาะนักลงทุนกิจกรรม ESG ของบริษัทเป็นแนวปฏิบัติ เพื่อให้สอดคล้องกับแนวคิดสามารถนำไปสู่ผลการดำเนินงานของบริษัทได้ นอกจากนี้ การมีส่วนร่วมใน ESG อาจช่วยลดความเสี่ยงต่อการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ปัจจัย ESG มีผลต่อกระแสเงินสดของผู้กู้ และการประเมินความน่าจะเป็นใน

การผิณัดชำระหนี้ของบริษัท (Devalle, 2017) ดังนั้น ประสิทธิภาพด้าน ESG อาจมีผลกระทบเชิงบวกต่ออันดับเครดิตของบริษัทในแง่ประสิทธิภาพที่ดีอาจนำไปสู่อันดับเครดิตที่สูงขึ้น

โครงสร้างของผู้ถือหุ้น (The structure of ownership)

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นเป็นการแยกความเป็นเจ้าของและการควบคุมในบริษัทออกจากกันโดยการถือหุ้นสามัญ กล่าวคือ ความเป็นเจ้าของจะขึ้นอยู่กับสัดส่วนการถือหุ้น และการควบคุมในบริษัทจะเป็นหน้าที่ผู้บริหารสูงสุด การแยกความเป็นเจ้าของออกจากการควบคุมก่อให้เกิดสภาพที่ผลประโยชน์ของเจ้าของและผู้บริหารสูงสุดซึ่งอาจไม่ตรงกัน โดยมีมุมมองตามทฤษฎีตัวแทนโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีบทบาทต่อบริษัทอาจแบ่งออกได้หลายประเภท ดังนี้

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหาร Mili & Aladli (2023) ศึกษาคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มอันดับเครดิตของสถาบันการเงินโดยใช้หลักฐานจากโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างคณะกรรมการหลักฐานจากกลุ่มประเทศอาหรับ 97 ธนาคาร ในปี ค.ศ. 2010–2019 พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหารกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในทิศทางลบ ในขณะที่ Baig & Ellahi (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการจัดลำดับเครดิตในกรณีธนาคารอิสลามในกลุ่มประเทศอาเซียน จำนวน 22 ธนาคาร ในปี ค.ศ. 2006–2018 พบว่า สัดส่วนโครงสร้างคณะกรรมการบริหารที่สูงขึ้นมีส่วนทำให้การจัดอันดับเครดิตดีขึ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศ Hu et al (2020) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในประเทศจีนในปี ค.ศ. 2008–2017 พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดลำดับความน่าเชื่อถือเช่นเดียวกัน ในขณะที่ Salman et al (2022) ได้ทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารอิสลามในประเทศปากีสถานในปี ค.ศ. 2007–2014 พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดลำดับเครดิต

โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน AlHares & Ntim (2017) ศึกษาบริษัทข้ามประเทศเกี่ยวกับผลกระทบโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 10 อันดับบริษัทมหาชนใหญ่จากทำเนียบ Global ในปี ค.ศ. 2010–2014 พบว่า สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดลำดับเครดิต ในขณะที่ Driss et al (2021) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันการกำกับดูแลและการประเมินอันดับเครดิต จาก 57 ประเทศ ในปี ค.ศ. 2000–2016 พบว่า สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินอันดับเครดิต

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว Utama et al (2016) ศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย จำนวน 117 บริษัท ในปี ค.ศ. 2004–2006 พบว่า สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นครอบครัว

มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ ในขณะที่ Jiang et al. (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริหารของธุรกิจครอบครัวและการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศจีนจาก 2,472 ตัวอย่าง ในปี ค.ศ. 2008–2021 พบว่า สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance)

การกำกับดูแลกิจการเป็นแนวทางในการจัดการและควบคุมสั่งการรวมถึงการกระจายความเป็นเจ้าของ การจัดสรรทุน โครงสร้างแรงจูงใจของผู้บริหาร การเข้าซื้อกิจการ การจัดองค์ประกอบของคณะกรรมการ อิทธิพลจากนักลงทุนสถาบัน การแข่งขันในตลาดสินค้าและแรงงาน และสถาปัตยกรรมขององค์กร การกำหนดวิธีที่ผู้บริหารระดับสูงจัดการสัญญา การรับประกันผลตอบแทนจากการลงทุนสำหรับนักลงทุนในบริษัท ปัจจุบันการประเมินประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะประเมินในรูปแบบ CG Rating โดย Lin et al. (2020) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดลำดับความน่าเชื่อถือในบทบาทของความรับผิดชอบต่อสังคมในประเทศสหรัฐอเมริกา กลุ่มตัวอย่าง 305 บริษัท ในปี ค.ศ. 1996–2006 พบว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีแนวการปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้รับประโยชน์จากการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูงขึ้น สอดคล้องกับ Salman et al. (2022) ศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารในประเทศปากีสถานในปี ค.ศ. 2007–2014 พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะนำไปสู่การจัดอันดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น ในขณะที่ Bhattacharya & Sharma (2019) ศึกษาความสัมพันธ์สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย พบว่า คะแนนการกำกับดูแลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดอันดับเครดิต

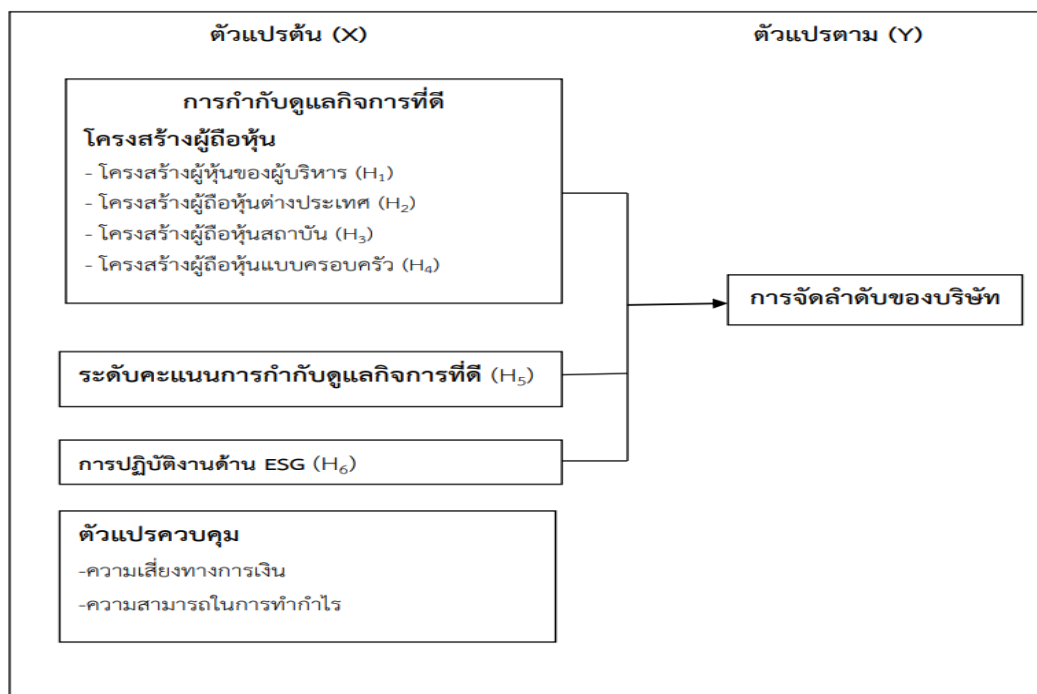
การปฏิบัติงานด้าน ESG (ESG performance)

การปฏิบัติงานด้าน ESG เป็นหลักการลงทุนโดยให้ความสำคัญด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการในปัจจุบันแนวคิดการปฏิบัติงานด้าน ESG ของบริษัทเป็นที่สนใจของนักลงทุน เนื่องจากนักลงทุนต้องนำมาพิจารณาร่วมกันกับการตัดสินใจลงทุน และช่วยสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่บริษัท โดยการสะท้อนบทบาทของธุรกิจที่มีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดของบริษัท โดย Michalski & Low (2024) ศึกษาปัจจัยในการกำหนดอันดับความน่าเชื่อถือเกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานด้าน ESG ของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาและบริษัทโลก พบว่า การปฏิบัติงานด้าน ESG เป็นปัจจัยสำคัญในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ สอดคล้องกับ Hajek et al (2024) ศึกษาหัวข้อการพยากรณ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากรายงาน ESG ของบริษัทขนาดใหญ่ในปี ค.ศ. 2019–2022 ประเทศเยอรมัน พบว่า ปัจจัยด้านการปฏิบัติงาน ESG สามารถนำไปสู่การคาดการณ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้แสดงให้เห็นว่าการ

ปฏิบัติงานด้าน ESG มีผลกระทบในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยวงกว้างสำหรับนักลงทุน ผู้ออกนโยบาย

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของผู้วิจัยได้กำหนดกรอบแนวคิดการวิจัย ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ที่ได้รับคัดเลือกเป็นหุ้นยั่งยืน THSI เข้าประเมิน ESG Ratings ณ 6 พฤศจิกายน 2566 จำนวน 177 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นข้อมูลทุติยภูมิจาก SET Market Analysis and Reporting Tool (SETSMART) ในปี พ.ศ. 2564–2566 รวมระยะเวลา 3 ปี จำนวนทั้งหมด 432 ข้อมูล

ขอบเขตด้านเนื้อ ได้แก่ ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลการบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอยู่ในรูปแบบแบบรายงานข้อมูลประจำปี 56–1 และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตด้านตัวแปร ได้แก่ ตัวแปรต้น ประกอบด้วย 1) ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น 2) การกำกับดูแลกิจการ 3) การปฏิบัติตาม ESG ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ความเสี่ยงทางการเงิน ความเสี่ยงการดำเนินงาน กำไร และตัวแปรตาม คือ การจัดลำดับความน่าเชื่อถือของบริษัท

การเก็บรวบรวมข้อมูล ได้แก่ ข้อมูลของบริษัททริสเรตติ้งเครดิต ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563–2566 โดยศึกษาเฉพาะอันดับเครดิตในกลุ่ม Investment Grade (ตั้งแต่ AAA จนถึง BBB-) ยกเว้นบริษัทที่ประกอบธุรกิจการเงิน

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ แบบตรวจสอบรายการ (check list) โดยแบ่งออกเป็น 5 ส่วน ดังนี้ ส่วนที่ 1 แบบตรวจสอบรายการที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น ส่วนที่ 2 แบบตรวจสอบรายการที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ ส่วนที่ 3 แบบตรวจสอบรายการที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานด้าน ESG ส่วนที่ 4 แบบตรวจสอบรายการที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงาน ส่วนที่ 5 แบบตรวจสอบรายการที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรควบคุม

สถิติที่ใช้วิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา ประกอบด้วย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด การแจกแจงความถี่ ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน การวัดแนวโน้มเข้าสู่ส่วนกลาง การวิเคราะห์การกระจายของข้อมูล และสถิติเชิงอนุมาน ประกอบด้วย การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยกำหนดสัญลักษณ์ตามตัวแปร ดังนี้ Credit rating หมายถึง การจัดลำดับความน่าเชื่อถือ, MAO หมายถึง โครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหาร, FORO หมายถึง โครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศ, INO หมายถึง โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน, FMO หมายถึง โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว, GC rating หมายถึง การกำกับดูแลกิจการ, ESG rating หมายถึง การปฏิบัติงานด้าน ESG, LEV หมายถึง ความเสี่ยงทางการเงิน, ROA หมายถึง ความสามารถในการทำกำไร

ผลการวิจัย

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลความสัมพันธ์ระหว่างกำกับดูแลกิจการการปฏิบัติงานด้าน ESG กับการจัดลำดับความน่าเชื่อถือของบริษัทที่ยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีรายละเอียด ดังนี้

ตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทหุ้นยั่งยืน (THSI)

อันดับเครดิต	จำนวน	ร้อยละ
กลุ่ม 3 High Investment Grade	55	12.50
กลุ่ม 2 Moderate investment grade	121	27.70
กลุ่ม 1 Low-Investment Grade	256	59.80
รวม	432	100

จากตารางที่ 1 พบว่า กลุ่ม 1 Low-Investment ร้อยละ 59.80 รองลงมาเป็น กลุ่ม 2 Moderate investment grade ร้อยละ 27.70 และกลุ่ม 3 High Investment Grade ร้อยละ 12.50 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลของโครงสร้างผู้ถือหุ้น

ตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้น	$\bar{x}$	ต่ำสุด	สูงสุด	S.D.
โครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหาร	14.84	.00	88.20	19.37
โครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศ	14.73	.00	49.00	13.77
โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน	45.50	.00	94.21	26.92
โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว	20.99	.00	86.62	23.80

จากตารางที่ 2 พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว ร้อยละ 20.99 รองลงมาเป็น โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน ร้อยละ 45.50 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหาร ร้อยละ 14.84 และโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศ ร้อยละ 14.73 ตามลำดับ

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี

กลุ่มบริษัท	ผลระดับคะแนน	จำนวน	ร้อยละ
กลุ่ม 4 90-100	ดีเลิศ (Excellent)	428	99.30
กลุ่ม 3 80-89	ดีมาก (Very good)	0	.00
กลุ่ม 2 70-79	ดี (Good)	0	.00
กลุ่ม 1 60-50	ต่ำกว่ามาตรฐาน (Low Level)	4	.70
รวม		432	100

จากตารางที่ 3 พบว่า กลุ่มบริษัท 4 90-100 มีผลคะแนนอยู่ในระดับดีเลิศ (Excellent) ร้อยละ 99.30 กลุ่มบริษัท 1 60-50 ต่ำกว่ามาตรฐาน (Low Level) ร้อยละ .70 ตามลำดับ

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลของการปฏิบัติงานด้าน ESG

การปฏิบัติงานด้าน ESG	จำนวน	ร้อยละ
ถูกประเมินเป็นหุ้นยั่งยืน (ตัวแปร Dummy=1)	348	80.70
ไม่ถูกประเมินเป็นหุ้นยั่งยืน (ตัวแปร Dummy=0)	84	19.30
รวม	432	100

จากตารางที่ 4 พบว่า บริษัทกลุ่มตัวอย่างถูกประเมินเป็นหุ้นยั่งยืน (ตัวแปร Dummy=1) ร้อยละ 80.70 และไม่ถูกประเมินเป็นหุ้นยั่งยืน (ตัวแปร Dummy=0) ร้อยละ 19.30

ตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ความเสี่ยงทางการเงิน	3.79	.00	5.93	.59
ความสามารถในการทำกำไร	1.75	-3.91	1.75	.95

จากตารางที่ 5 พบว่า ความเสี่ยงทางการเงิน มีค่าเฉลี่ย 3.79 แสดงให้เห็นว่าบางบริษัทมีเงินลงทุนในสินทรัพย์มาจากแหล่งเงินทุนอื่นโดยไม่ใช้การกู้ยืมเงิน และความสามารถในการทำกำไร มีค่าเฉลี่ย 1.75

ตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)

ตัวแปร	Credit rating	MAO	FORO	FAO	CG rating	ESG rating	Lev	ROA
Credit rating	1							
MAO	-.278**	1						
FORO	.072	-.029	1					
FAO	-.431**	.664**	-.221**	1				
CG rating	.082	.006	-.058	.043	1			
ESG rating	.161**	-.085	.140**	-.099*	-.041	1		
Lev	.352**	-.099*	.091	-.139**	.182**	-.010	1	
ROA	.039	.094	-.019	.080	-.044	.011	-.104*	1

** หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01, * หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 6 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละคู่อยู่ในระดับไม่สูงมาก จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรทุกคู่มีค่าน้อยกว่า 0.7 แสดงให้เห็นว่ามีปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ

ตัวแปร	Unstandardized		Standardized	t	Sig.	Collinearity
	Coefficients		Coefficients			Statistics
	B	Std. Error	Beta			VIF
ค่าคงที่	.350	.770		.454	.650	
MAO	.000	.003	.008	.138	.891	1.864
FORO	-.001	.004	-.012	-.277	.782	1.104
INO	-.008	.003	-.197	-2.972	.003*	2.517
FAO	-.026	.003	-.563	-7.523	.000**	3.205
CG rating	.325	.186	.073	1.742	.082	1.018
ROA	.001	.007	.005	.114	.909	1.056
LEV	.007	.001	.230	5.344	.000**	1.059
Y = Credit rating, Sig F = .000**, F = 25.22, R ² = .264, Adj. R ² = .253, VIF = 3.205, N = 430						

** หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01, * หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตาราง 7 พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเท่ากับ .264 ($R^2 = .264$) ซึ่งสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทได้ร้อยละ 25.30 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 การทดสอบสมมติฐานสามารถสรุปได้ ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น ผลวิจัยพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหารและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือในทิศทางเดียวกัน อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐาน

สมมติฐานที่ 2 สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศเพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น ผลวิจัยพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางตรงกันข้ามอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐาน

สมมติฐานที่ 3 สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันเพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น ผลวิจัยพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน

สมมติฐานที่ 4 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวเพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น ผลวิจัยพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 จึงปฏิเสธสมมติฐาน

สมมติฐานที่ 5 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น ผลวิจัยพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 จึงยอมรับสมมติฐาน

ตารางที่ 8 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการปฏิบัติงานด้าน ESG และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ

ตัวแปร	Unstandardized		Standardized		t	Sig.	Collinearity
	Coefficients		Coefficients				Statistics
	B	Std. Error	Beta				VIF
ตัวแปร	.156	.153			1.024	.307	
ESG rating	.583	.128	.208		4.560	.000**	1.024
ROA	-.008	.007	-.049		-1.066	.287	1.022
LEV	.010	.001	.331		7.173	.000**	1.043

Y = Credit rating, Sig F = .000**, F= 21.38**, $R^2 = .131$, Adj. $R^2 = .125$, VIF = 1.043, N = 430

** หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01, * หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 8 พบว่า ตัวแปรควบคุมที่ส่งผลในทิศทางเดียวกันกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถืออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 คือ ด้านความเสี่ยงทางการเงิน ในขณะที่ด้านความสามารถในการทำกำไรส่งผลในทิศทางเดียวกันกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ความสัมพันธ์ระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างการปฏิบัติงานด้าน ESG และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ .131 ($R^2 = .131$) หมายความว่า ตัวแปรอิสระในสมการถดถอยอธิบายการเปลี่ยนแปลงของการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทได้ร้อยละ 12.50 ซึ่งสามารถสรุปสมมติฐานได้ ดังนี้

สมมติฐานที่ 6 การปฏิบัติงานด้าน ESG มีผลต่อการจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น ผลการวิจัยพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการปฏิบัติงานด้าน ESG และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 จึงยอมรับสมมติฐาน

อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกำกับดูแลกิจการ การปฏิบัติงานด้าน ESG กับการจัดลำดับความน่าเชื่อถือของบริษัทที่ถูกประเมินหุ้นยังยืนในประเทศไทย สามารถอภิปรายผลตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดังนี้

วัตถุประสงค์ข้อที่ 1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการจัดลำดับเครดิตพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหารและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางเดียวกันอย่างไม่มีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Baig & Ellahi (2024) พบว่า สัดส่วนโครงสร้างคณะกรรมการบริหารที่สูงขึ้นมีส่วนทำให้การจัดอันดับเครดิตดีขึ้นแสดงให้เห็นว่ากลุ่มธนาคารในเอเชียที่คณะกรรมการมีขนาดใหญ่จะช่วยให้เกิดความโปร่งใส ความรับผิดชอบ และการเข้าถึงทรัพยากรภายนอกมากขึ้น ซึ่งเป็นภาพรวมการประเมินการจัดอันดับดีขึ้นอย่างไม่มีนัยสำคัญอาจเกิดจากการตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารอาจยังไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ และอาจเกิดจากปัญหาที่ผู้บริหารไม่ทำหน้าที่ของตนเองถึงแม้ว่าคณะกรรมการบริหารจะถูกคัดเลือกโดยผู้ถือหุ้นให้เข้าไปทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการตรวจสอบ

สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศ พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางตรงกันข้ามอย่างไม่มีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Byun & Park (2022) พบว่า สัดส่วนโครงสร้างต่างประเทศมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ สอดคล้องกับ Hu et al (2020) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดลำดับความน่าเชื่อถือเช่นเดียวกัน กล่าวคือ สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศลดลงคุณภาพของการจัดอันดับความน่าเชื่อถือกลับดีขึ้น ทั้งนี้ อาจเกิดจากปัญหาที่ผู้ถือหุ้นต่างประเทศไม่ทำหน้าที่ของตนเอง หรือในบริบทของประเทศไทยมีสัดส่วนการถือหุ้นต่างประเทศน้อยจึงทำให้บทบาทในการติดตามกำกับดูแลน้อยลง ซึ่งอาจถูกครอบงำโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่อื่น ๆ

สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางตรงกันข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ AlHares & Ntim (2017) พบว่า สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดลำดับเครดิต แสดงให้เห็นว่าการถือหุ้นสถาบันในบริบทของบริษัทยังยืนในประเทศไทยที่สูงขึ้นจะทำให้การจัดลำดับความน่าเชื่อถือต่ำลง ทั้งนี้ อาจมีผลมาจากการถือหุ้นสถาบันในระยะเวลาสั้นซึ่งทำให้การกำกับดูแลกิจการลดลง นอกจากนี้ยังมีความต้องการทำไรเพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนเท่านั้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Utama et

al (2016) พบว่า สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ แสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวที่สูงไม่เอื้ออำนวยต่อการกำกับดูแลกิจการซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของการจัดลำดับเครดิต

วัตถุประสงค์ข้อที่ 2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดลำดับเครดิต พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Lin et al (2020) พบว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีแนวการปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้รับประโยชน์จากการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ สอดคล้องกับ Salman et al (2022) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะนำไปสู่การจัดอันดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น สอดคล้องกับ Bradford et al (2019) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีสะท้อนถึงการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งขัดแย้งกับ Bhattacharya & Sharma (2019) พบว่า คะแนนการกำกับดูแลมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างไม่มีนัยสำคัญกับการจัดอันดับเครดิต

วัตถุประสงค์ข้อที่ 3 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการปฏิบัติงานด้าน ESG และการจัดลำดับเครดิต พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการปฏิบัติงานด้าน ESG และการจัดลำดับความน่าเชื่อถือมีทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Michalski & Low (2024) พบว่า การปฏิบัติงานด้าน ESG เป็นปัจจัยสำคัญในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ สอดคล้องกับ Hajek et al. (2024) พบว่า ปัจจัยด้านการปฏิบัติงาน ESG สามารถนำไปสู่การคาดการณ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้แสดงให้เห็นว่าการปฏิบัติงานด้าน ESG มีผลกระทบในวงกว้างสำหรับนักลงทุน ผู้ออกนโยบาย และกลยุทธ์ของบริษัท สอดคล้องกับ Vortelinos et al (2024) พบว่า ความสัมพันธ์ทางสถิติและเชิงประจักษ์ระหว่างราคาหุ้น การจัดอันดับความน่าเชื่อถือและคะแนน ESG มีผลกระทบต่อการจัดอันดับความน่าเชื่อถือและราคาหุ้น สอดคล้องกับ Cao et al (2024) พบว่า นโยบายการจัดอันดับความน่าเชื่อถือด้านสิ่งแวดล้อมช่วยปรับปรุงประสิทธิภาพด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเกิดจากความโปร่งใสด้านสิ่งแวดล้อมส่งเสริมความแข็งแกร่งด้านกำกับดูแลกิจการที่ดีภายนอกทำให้เกิดการบรรเทาข้อจำกัดทางการเงิน

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

องค์ความรู้ใหม่ด้านวิชาการ การศึกษาวิจัยนี้เป็นการศึกษาเฉพาะกลุ่มบริษัทที่ยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์ในประเทศไทยประเทศไทยไม่ได้ศึกษาในภาพรวม มีข้อค้นพบว่าความสัมพันธ์ใหม่ทางตัวแปรในบริบทของประเทศไทยจะแตกต่างจากงานวิจัยของต่างประเทศ โดย ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหาร สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศกับการจัดลำดับความน่าเชื่อถือไม่มีนัยสำคัญ แต่สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์กับ

การจัดลำดับความน่าเชื่อถือเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลลัพธ์นี้นักวิจัย ควรศึกษาในปัจจัยอื่น ๆ เพิ่มเติม ส่วนระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการปฏิบัติงานด้าน ESG มีผลต่อการจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น

องค์ความรู้ใหม่ด้านการนำไปใช้ ผลลัพธ์จากการวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหารสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศกับการจัดลำดับความน่าเชื่อถือไม่มีนัยสำคัญ แต่สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์กับการจัดลำดับความน่าเชื่อถือเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการปฏิบัติงานด้าน ESG มีผลต่อการจัดลำดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น ซึ่งโครงสร้างของผู้ถือหุ้นเหล่านี้ถือว่าเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยเฉพาะบริษัทที่มีนโยบายด้านความยั่งยืน และมีมุมมองนำเสนอการสร้างมูลค่าระยะยาวของกิจการแก่ผู้มีส่วนได้เสีย ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นยังขาดประสิทธิภาพในการติดตาม เพื่อสอดคล้องกับนโยบายหลักของการปฏิบัติงานด้าน ESG ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแลกิจการควรสร้างกลไกในการควบคุมดูแล หรือสร้างความตระหนัก การรับรู้ และผลกระทบต่อคณะผู้บริหารแต่ละกลุ่ม

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

1. ควรส่งเสริมบทบาทโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหาร โครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างประเทศ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว เนื่องจากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าตัวแปรเหล่านี้ไม่แสดงถึงบทบาทการควบคุมดูแลสิ่งการที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งอาจผลด้านความน่าเชื่อถือต่อนักลงทุน และผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ

2. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรพิจารณาหรือหาหลักเกณฑ์ในการเพื่อให้เกิดการรับรู้ และการแสดงถึงบทบาทอย่างเหมาะสมของกลุ่มผู้บริหาร

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

ควรจะมีการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อเปรียบเทียบตัวแบบโดยการศึกษาเฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีธุรกรรมซับซ้อน เช่น กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมการผลิต กลุ่มสถาบันการเงิน เพื่อยืนยันผลการวิจัย

References

AlHares, A., & Ntim, C. (2017). A cross-country study of the effect of institutional ownership on credit ratings. *International Journal of Business and Management*, 12(4), 80–99.

- Baig, M. M., Malik, Q. A., & Ellahi, N. (2024). Corporate governance and credit rating of Islamic banks: Moderating role of Shariah governance attributes. *Sage Journals*, 14(2), 1–17. <https://doi.org/10.1177/2158244024124738>
- Beaver, W., & Lambert, R. (1980). The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2(1), 3–28.
- Bhattacharya, S., & Sharma, D. (2019). Do environment, social and governance performance impact credit ratings: A study from India. *International Journal of Ethics and Systems*, 35(3), 466–484.
- Bradford, W., Chen, C., & Zhao, Y. (2019). The effect of corporate governance on credit ratings: Evidence from China's bond market. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(2), 113–144.
- Byun, J., & Park, J. (2022). The effect of ownership structure on credit quality. *The Academic Society of Global Business Administration*, 19(4), 42–64.
- Cao, Y., Tao, L., & Zhang, Y. (2024). Does environmental credit rating policy improve corporate ESG performance?. *Sustainable Development*, 32(5). <https://doi.org/10.1002/sd.2901>
- Devalle, A. (2017). The linkage between ESG performance and credit ratings: A firm-level perspective analysis. *International Journal of Business and Management*, 12(9), 53–65.
- Driss, H., Drobetz, W., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2021). Institutional investment horizons, corporate governance, and credit ratings: *International evidence*. *Journal of Corporate Finance*, 67. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101874>
- Freeman, R.E. (1994). The Politics of Stakeholder Theory. *Business Ethics Quarterly*, 4. 409–421. <https://doi.org/10.2307/3857340>
- Hajek, P., Sahut, J. M., & Myskova, R. (2024). Predicting corporate credit ratings using the content of ESG reports. *Annals of Operations Research*, 1–28. <https://doi.org/10.1007/s10479-024-06385-8>
- Hu, X., Shi, J., Wang, L., & Yu, J. (2020). Foreign ownership in the Chinese credit ratings industry: Information revelation or certification?. *Journal of Banking & Finance*, 118. 105891. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105891>
- Jiang, F., Wang, W., & Zheng, X. (2024). Board chair and credit rating of family firms: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 84. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2024.102298>

- Lin, C. M., Chen, C. C. S., Yang, S. Y., & Wang, W. R. (2020). The effects of corporate governance on credit ratings: The role of corporate social responsibility. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(5), 1093–1112. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1512486>
- M.C. Jensen, W.H. Meckling. (1976). Can the Corporation Survive?. *Financial Analysts Journal*, 31(1). 31–37. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.244155>
- Michalski, L., & Low, R. K. Y. (2024). Determinants of corporate credit ratings: Does ESG matter?. *International Review of Financial Analysis*, 94, 103228. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103228>
- Mili, M., & Alaali, Y. (2023). Does corporate governance quality improve credit ratings of financial institutions? Evidence from ownership and board structure. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(4), 867–887. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2022-0232>
- Ratings, F. (2004). *Bank rating methodology. Criteria report*. Fitch, London. CR Agencies.
- S&P Global Ratings. (2024). *Credit Ratings*. <https://www.spglobal.com/ratings/en/products-benefits/products/credit-ratings>
- Salman, A., Ayaz, M., Riaz, A., & Riaz, N. (2022). The influence of corporate governance on credit rating in Pakistan. *International Journal of Social Science & Entrepreneurship*, 2(2), 313–334. <https://doi.org/10.58661/ijssse.v2i2.63>
- The Stock Exchange of Thailand. (2567). *SET ESG Ratings*. <https://setsustainability.com/libraries/1258/item/set-esg-ratings>
- Utama, C. A., Utama, S., & Amin, A. M. (2016). The influence of corporate governance practices and ownership structure on credit ratings: Evidence from Indonesia. *Asian Journal of Business and Accounting*, 9(2), 41–72.
- Vortelinos, D., Menegaki, A. N., & Alexiou, S. (2024). The relationship between credit rating and environmental, social, and governance score in banking. *Economies*, 12(6), 152. <https://doi.org/10.3390/economies12060152>