



ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และ ธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยที่จัดอยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

Relationship between Environmental, Social and Governance Disclosure and Financial Performance of SET ESG Rating Listed Company

วีระวรรณ ศิริพงษ์^{1*} รจนา ขุนแก้ว¹ นริศรา ศรีจุใจ¹ เปรมกมล ค้อชากุล¹ พรสุภา แซ่โล¹ ธร แนนเนีย¹ วชิร จูญวงศ์¹
Weerawan Siripong^{1*} Rojana Khunkaew¹ Naritsara Sirujee¹ Pramekamol Khochakul¹ Pronsupa Khaeso¹
Torn Nabnien¹ Watcharee Jaroonwong¹

¹ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

¹ Faculty of Management Sciences, Prince of Songkla University

E-mail: weerawan.si@psu.ac.th

Received: 17 เมษายน 2568

Revised: 24 ธันวาคม 2568

Accepted: 6 กุมภาพันธ์ 2569

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ระดับการเปิดเผยข้อมูลของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล และทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings โดยประชากรและกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ที่มีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI และรายชื่อหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ระหว่างปี พ.ศ. 2564-2566 จำนวน 324 ข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings มีการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปี และรายงานความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมากที่สุด รองลงมาคือ ด้านสังคม และด้านที่มีการเปิดเผยน้อยที่สุดคือ ด้านธรรมาภิบาล ซึ่งมีแนวโน้มการเปิดเผยเพิ่มขึ้นในทุกๆ ปี นอกจากนี้ ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับ ROA และความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับ ROE ผลการศึกษานี้ให้ประโยชน์ และเป็นข้อมูลสำหรับนักลงทุน และผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องใช้ในการตัดสินใจเลือกลงทุน โดยผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นสามารถชักจูงให้บริษัทต่างๆ ให้ความสนใจกับการเปิดเผย

* Corresponding Author



ข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลเพิ่มขึ้น เพื่อเป็นการดึงดูดนักลงทุนในการลงทุนในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เพิ่มมากขึ้น

คำสำคัญ: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล, ผลการดำเนินงานทางการเงิน, SET ESG Ratings

Abstract

This study aims to analyze the level of Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure and examine the relationship between ESG disclosure and firm performance among companies included in the SET ESG Ratings, which represent sustainable stocks in Thailand. The population and sample comprised companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (mai) that were included in the Thailand Sustainability Investment (THSI) list and the SET ESG Ratings between 2021 and 2023, totaling 324 firm-year observations. The data were analyzed using descriptive statistics and multiple regression analysis. The study found that companies in the sustainable stock group under the SET ESG Ratings disclosed the most information on environmental aspects, followed by social aspects, while governance aspects were the least disclosed. However, the levels of disclosure across all ESG dimensions showed an increasing trend over the years. Furthermore, significant positive relationships were identified between ESG disclosure and ROA and between ESG disclosure and ROE. The results of this study provide useful information for investors and stakeholders when making investment decisions. These findings could encourage companies to place greater emphasis on ESG disclosure as a means of attracting greater investment in sustainable stocks included in the SET ESG Ratings.

Keywords: Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure, Financial Performance, SET ESG Ratings

บทนำ

ปัจจุบันความต้องการของผู้ลงทุนที่มีต่อข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน ไม่จำกัดอยู่เพียงข้อมูลทางการเงินเท่านั้น ผู้ลงทุนได้ให้ความสำคัญกับข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงินเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งก็คือ นโยบายในด้านความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม การพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development) จึงกลายเป็นคำตอบที่ถูกนำมาใช้เพื่อแก้ปัญหาและวิกฤตโลกที่เกิดขึ้น ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) เป็นเรื่องที่สำคัญสามารถสร้างสมดุลให้กับกิจการสามารถรักษาเป้าหมายระยะสั้น และประสบความสำเร็จกับเป้าหมายระยะยาวควบคู่ไปกับการสร้างผลกระทบเชิงบวกต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และผู้มีส่วนได้เสีย ทำให้บริษัทสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว และมีความรับผิดชอบต่อสังคมไปพร้อมๆ กัน การดำเนินงาน



ด้านความยั่งยืนจึงเป็นการส่งเสริมให้ธุรกิจบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจและสังคม (Dahiya & Singh, 2020) ดังนั้นข้อมูลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ที่องค์กรจัดทำขึ้นก็เพื่อสะท้อนข้อมูลผลประกอบการโดยรวมให้แก่ ผู้ถือหุ้น ลูกค้า ชุมชน และผู้มีส่วนได้เสียอื่นได้ทราบถึงกิจกรรมต่างๆ ที่องค์กรได้ดำเนินงานทั้งที่ส่งผลกระทบทั้งด้านบวก และด้านลบต่อเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม บริษัทที่มีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีหรือมีข่าวในด้านลบมีผลทำให้มูลค่าตลาดของบริษัทลดลง การดำเนินงานด้าน ESG ยังส่งผลต่อการรับรู้ และมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนด้วยเช่นกัน (Capelle-Blancard & Petit, 2019; Wu, Chen, Li, Xu, Liu, & Wu, 2025) นอกจากนี้ข้อมูลรายงานความยั่งยืนยังส่งผลต่อปฏิภณตลาดหุ้น และส่งผลต่อผลการดำเนินงานขององค์กร องค์กรที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน และมูลค่าที่เพิ่มขึ้นขององค์กร (Fatemi, Glaum, & Kaiser, 2018) บริษัทที่มีการดำเนินงาน ESG ที่ดีทำให้บริษัทลดความเสี่ยงทางธุรกิจ มีภาพลักษณ์ที่ดี สร้างความมั่นใจและความเชื่อใจให้กับนักลงทุน ไม่เพียงแต่ส่งผลทำให้องค์กรมีมูลค่าเพิ่มขึ้น การดำเนินการด้านความยั่งยืนยังเป็นการเพิ่มค่าใช้จ่ายให้กับองค์กรเช่นเดียวกัน (Bahadori, Kaymak, & Seraj, 2021) การเปิดเผยข้อมูล ESG ทำให้เกิดต้นทุน และลดประสิทธิภาพการทำงานขององค์กร ซึ่งส่งผลกระทบในทางลบต่อปฏิภณของนักลงทุน (Kirkerud & Tran, 2019) จากงานวิจัยที่ผ่านมายังไม่สามารถชี้ชัดทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนกับปฏิภณตลาด หรือความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานความยั่งยืนกับผลการดำเนินงาน แม้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับ ROA หรือ ROE มาก่อนในต่างประเทศ แต่ยังไม่มียานวิจัยใดเน้นเฉพาะบริษัทใน SET ESG Ratings กลุ่มอุตสาหกรรมไทยในช่วงปี 2564-2566

ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืนในปี พ.ศ. 2564 ถึงปี พ.ศ. 2566 เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศที่ให้ความสำคัญกับการรายงาน ESG ยืนยันได้จากการได้รับการจัดอันดับให้เป็นอันดับ 1 ติดต่อกัน 4 ปี ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2562- พ.ศ. 2565 ในฐานะประเทศที่มีการพัฒนาอย่างยั่งยืนประจำปีพ.ศ. 2565 ใน Sustainable Development Report 2022 เมื่อเทียบกับประเทศสมาชิกอาเซียน และเป็นอันดับ 3 ในเอเชีย เป็นอันดับ 44 จาก 163 ประเทศทั่วโลก (Sustainable Development Report, n.d.) ดังนั้นเพื่อประเมินสถานการณ์ในบริบทประเทศไทยว่าการรายงานข้อมูลด้านความยั่งยืนเชิงปริมาณที่มีคุณภาพสูง โดยมีการเปิดเผยในระดับที่ดีสามารถช่วยให้บุคคลภายนอกประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่แท้จริงของบริษัทได้ โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดอยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืนทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากเป็นกลุ่มบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลสูง ซึ่งจะสามารถสะท้อนถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานของกิจการ และเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน เพราะนักลงทุนควรนำข้อมูลการเปิดเผย ESG มาพิจารณาประกอบการตัดสินใจก่อนลงทุน เนื่องจากการลงทุนในบริษัทที่ทำธุรกิจอย่างมีคุณธรรมตามหลัก ESG ย่อมสามารถเพิ่มโอกาสสร้างผลตอบแทนที่ดีอย่างสม่ำเสมอในระยะยาว



คำถามการวิจัย

1. การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อย่างไร
2. การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างไร

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์ระดับการเปิดเผยข้อมูลของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings
2. เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

การทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย โดย Barnard มีแนวคิดว่า ผู้บริหารไม่ควรใส่ใจเพียงผู้มีส่วนได้เสียภายในองค์กรเท่านั้น แต่ควรให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียภายนอกโดยการสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคม และได้ขยายผู้มีส่วนได้เสียในมุมมองของบริษัทที่กว้างออกไปเป็นผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่นที่ไม่ได้มีสิทธิหรือมีเสียงในการดำเนินการหรือบุคคลที่มีอิทธิพลต่อผลลัพธ์ของบริษัททั้งพนักงาน ลูกค้า ผู้ขายปัจจัยการผลิต ชุมชนในท้องถิ่น และรัฐบาล Freeman and Reed (1983) สนับสนุนแนวคิดนี้เนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอาจมีผลต่อหรือได้รับผลกระทบจากการบรรลุเป้าหมายของบริษัท ซึ่งเชื่อว่าบุคคลที่มีผลกระทบหรือได้รับผลกระทบจากความสำเร็จตามภารกิจขององค์กร ทั้งจากการตัดสินใจในเชิงนโยบายและการปฏิบัติขององค์กร ซึ่งการที่ผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานขององค์กรจะรับรู้ได้จากรายงานผลการดำเนินงานขององค์กร ดังนั้นรายงานความยั่งยืนจึงเป็นเครื่องมือในการสื่อสารถึงผลการดำเนินงานขององค์กรไปยังผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง ซึ่ง Wasara and Ganda (2019) ได้สรุปว่ารูปแบบของการสื่อสารไปยังผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง คือรายงานที่นำเสนอผลการดำเนินงานที่ส่งผลกระทบทั้งด้านบวกและด้านลบต่อเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม เนื่องจากเป็นวิธีที่เป็นทางการในการแจ้งให้ผู้มีส่วนได้เสียทราบเกี่ยวกับแนวปฏิบัติและประเด็นทางสังคมและสิ่งแวดล้อม

บริษัทในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings และการเปิดเผยข้อมูล ESG

ตั้งแต่ปี 2558 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำ “รายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI (Thailand Sustainability Investment)” ซึ่งเป็นหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม มีความรับผิดชอบต่อสังคม และมีการบริหารงานตามหลักธรรมาภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) เพื่อเป็นอีกทางเลือกหนึ่งให้นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน ในปี 2566 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้เปลี่ยนชื่อ “รายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI (Thailand Sustainability Investment)” เป็น “หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings” พร้อมประกาศผลประเมินในรูปแบบ ESG Ratings เป็นปีแรก เพื่อส่งเสริมให้นักลงทุนมีข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน SET ESG



Ratings ด้วยการประเมินจากบริษัทจดทะเบียนที่สมัครใจเข้าร่วมตอบแบบประเมินความยั่งยืนที่จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ การประเมินจะครอบคลุมคำถามในทุกมิติ ESG ซึ่งจะมีการทบทวนแบบประเมินทุกปีให้สอดคล้องกับบริบทและแนวโน้มด้านความยั่งยืน (Sustainability Trends) ที่มีการเปลี่ยนแปลงทั้งในระดับสากลและระดับประเทศ บริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประกาศผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เป็นบริษัทที่มีการนำแนวคิดด้านความยั่งยืนเข้าเป็นส่วนหนึ่งในกระบวนการดำเนินงานธุรกิจ โดยคำนึงถึงการบริหารความเสี่ยงและเตรียมพร้อมรับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นใหม่ (Emerging Risks) พร้อมรับมือกับปัจจัยการเปลี่ยนแปลงด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม เพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน และให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วน (The Stock Exchange of Thailand, 2023)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดทำกรอบการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน เป็นเครื่องมือเพื่อการพัฒนากระบวนการบริหารจัดการองค์กรให้มีประสิทธิภาพ ช่วยเสริมสร้างความสามารถในการแข่งขันและสร้างความอยู่รอดขององค์กรในระยะยาว ขณะเดียวกันก็เป็นเครื่องมือช่วยสร้างผลเชิงบวกต่อสังคม สิ่งแวดล้อมและผู้มีส่วนได้เสียด้วยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้พัฒนาแบบประเมินความยั่งยืนและจัดให้มีการประเมินดังกล่าวอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2558 เป็นต้นมา โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนที่เข้าร่วมการประเมินได้ทราบว่าการดำเนินการบริหารจัดการธุรกิจยังสามารถพัฒนาปรับปรุงประเด็นใดเพิ่มเติมได้ รวมถึงได้เห็นแนวโน้มด้านความยั่งยืน (Sustainability Trends) ที่มีการเปลี่ยนแปลงทั้งในระดับสากลและในประเทศ บริษัทจดทะเบียนที่เข้าร่วมการประเมินฯ จะได้รับผลคะแนนและข้อเสนอแนะเพื่อนำไปพัฒนากระบวนการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท สำหรับบริษัทที่มีคะแนนการประเมินถึงเกณฑ์ที่กำหนดและผ่านการคัดกรองด้านคุณสมบัตินั้นมีโอกาสได้รับการคัดเลือกเป็น “หุ้นยั่งยืน” หรือ Thailand Sustainability Investment (THSI) รวมถึงเป็นหุ้นในดัชนีด้านความยั่งยืน (SETTHSI Index) ซึ่งปัจจุบันได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนสถาบันที่นำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้บริษัทยังมีโอกาสได้รับรางวัล SET Awards ประเภทรางวัลบริษัทจดทะเบียนด้านความยั่งยืน (Sustainability Excellence) ซึ่งเป็นรางวัลสำหรับบริษัทจดทะเบียน “ต้นแบบด้านความยั่งยืน” (The Stock Exchange of Thailand, 2023)

โดยทั่วไปธุรกิจควรเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนให้ครอบคลุมทุกประเด็นภายใต้มิติ 3 ด้านของสิ่งแวดล้อมสังคม และธรรมาภิบาล การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ประกอบด้วย 5 ด้าน 1) นโยบายและการปฏิบัติตามมาตรฐานการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม 2) การจัดการพลังงาน 3) การจัดการน้ำ 4) การจัดการขยะและของเสีย และ 5) การจัดการก๊าซเรือนกระจก สำหรับการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม ประกอบด้วย 4 ด้าน 1) สิทธิมนุษยชน 2) การปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม 3) ความรับผิดชอบต่อลูกค้า/ ผู้บริโภค และ 4) ความรับผิดชอบต่อชุมชน/ สังคม และการเปิดเผยข้อมูลด้านธรรมาภิบาล ประกอบด้วย 5 ด้าน ดังนี้ 1) นโยบาย โครงสร้างและระบบกำกับดูแลกิจการ 2) นโยบายกลยุทธ์ความยั่งยืน 3) การบริหารความเสี่ยงด้านความยั่งยืน 4) การจัดการห่วงโซ่อุปทานอย่างยั่งยืน และ 5) การพัฒนานวัตกรรม (Sustainable Capital Market Development, n.d.)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียระบุว่าบริษัทที่มีการจัดการความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้ดี ส่งผลให้บริษัทประสบความสำเร็จ ซึ่งให้เห็นว่าความสำเร็จที่แท้จริงของบริษัทอยู่ที่การทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียพึงพอใจ ไม่ใช่เฉพาะผู้ถือหุ้นเท่านั้น ตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย กิจกรรม ESG สามารถถ่ายทอดหรือประสานเข้ากับประสิทธิภาพทางการตลาดของบริษัทได้ ตัวอย่างเช่น พนักงานที่พึงพอใจและมีความสุขจะมีแรงจูงใจในการทำงานมากขึ้น ลูกค้าที่พึงพอใจจะส่งเสริมความภักดี ชักพลาเยอร์ที่พึงพอใจจะให้ส่วนลด และอื่นๆ ซึ่งจะช่วยเพิ่มชื่อเสียงของบริษัท และ



นำไปสู่ประสิทธิภาพทางการเงินที่ดีขึ้นและความยั่งยืน El Ghoul, Guedhami and Kim (2017) พบว่าการมีส่วนร่วมของ ESG ส่งผลในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากกิจกรรม ESG สามารถแก้ไขข้อขัดแย้งระหว่างผู้จัดการและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย หมายความว่านโยบายของการริเริ่ม ESG ที่ใช้งานอยู่นั้นเป็นเครื่องมือในการปกป้องผลกำไรตลอดจนการเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น บริษัทที่มีการดำเนินกิจกรรมที่ยั่งยืนทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Wardhani and Hamidah (2019) พบว่า รางวัลรายงานความยั่งยืนส่งผลกระทบเชิงบวกกับผลการดำเนินงาน ดังนั้นนักลงทุนจึงให้ความสนใจลงทุนในบริษัทที่ได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนเพิ่มขึ้น Alareeni and Hamdan (2020) ยังพบว่าการเปิดเผย ESG ส่งผลดีต่อการวัดผลการปฏิบัติงานของบริษัทในกลุ่ม S&P 500 ของประเทศสหรัฐอเมริกา และ Buallay (2019) พบว่า ESG มีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อประสิทธิภาพการทำงาน ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม พบว่าส่งผลดีต่อให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ROA และข้อมูลการรายงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล เป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน เพราะนักลงทุนเชื่อว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญในเรื่องสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลย่อมส่งผลทำให้บริษัทสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว เช่นเดียวกับ Dahiya and Singh (2020); Do and Kim (2020); Shanaev and Ghimire (2022) ที่พบว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG สูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทน เนื่องจากนักลงทุนใช้ข้อมูลการรายงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล เป็นหนึ่งในข้อมูลการตัดสินใจลงทุน และยังช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) สามารถลดหรือปิดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างบริษัทและนักลงทุนได้ ดังนั้นนักลงทุนจะมีข้อมูลมากขึ้นในการตัดสินใจลงทุน (Muttanachai Suttipun & Thanyaorn Yordudom, 2022)

แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ถูกนำมาใช้เป็นกรอบในการประเมินความยั่งยืนขององค์กรอย่างแพร่หลายในงานวิจัยด้านการเงินและการจัดการ โดย ESG Ratings ทำหน้าที่เป็นตัวแทนเชิงปริมาณที่สะท้อนระดับการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท และช่วยให้สามารถเปรียบเทียบระหว่างบริษัทได้อย่างเป็นระบบ งานวิจัยจำนวนมากยอมรับการใช้ ESG Ratings จากหน่วยงานภายนอก เช่น MSCI, Refinitiv, Bloomberg และตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นข้อมูลที่ผ่านกระบวนการรวบรวม วิเคราะห์ และตรวจสอบอย่างเป็นมาตรฐาน (Weerawan Siripong, Pinprapa Sangchan, & Parichat Sinlapates, 2025) ESG ยังเป็นที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการวัดคะแนน ESG โดยงานวิจัยจำนวนมากชี้ให้เห็นว่า ESG Ratings ส่วนใหญ่พัฒนามาจากการเปิดเผยข้อมูล (ESG Disclosure) ผ่านรายงานประจำปี รายงานความยั่งยืน และแบบรายงานตามกรอบมาตรฐานสากล เช่น GRI, SASB และ TCFD (Christensen, Serafeim, & Sikochi, 2022) การวัด ESG ที่อิงการเปิดเผยข้อมูลมีความชอบธรรมทางวิชาการเนื่องจากลดปัญหาข้อมูลไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) เพิ่มความโปร่งใส และความสามารถในการตรวจสอบซ้ำ สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย โดยงานวิจัยพบว่าคุณภาพของ ESG Disclosure มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ผลการดำเนินงาน และต้นทุนเงินทุน (Albuquerque, Koskinen, Yang, & Zhang, 2020) ถึงแม้ว่า ESG Ratings จะได้รับความนิยมอย่างแพร่หลาย แต่งานวิจัยชี้ให้เห็นว่า ESG Scores จากผู้ให้บริการต่างกันมีความสอดคล้องกันค่อนข้างต่ำ (Berg, Kölbel, & Rigobon, 2022) โดยสาเหตุหลักมาจากความแตกต่างของตัวชี้วัด (Measurement Divergence) น้ำหนักคะแนน (Weighting Schemes) ขอบเขตของข้อมูลที่ใช้ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่เห็นพ้องว่า ESG Ratings ที่พัฒนามาบนพื้นฐาน ข้อมูลการเปิดเผยที่เป็นระบบและสม่ำเสมอ มีความเหมาะสมสำหรับการวิจัยเชิงปริมาณ เนื่องจากสะท้อนข้อมูลจริงที่บริษัทเลือกสื่อสารต่อผู้มีส่วนได้เสีย (Billio, Costola, Hristova,



Latino, & Pelizzon, 2021) SET ESG Ratings ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นระบบการประเมิน ESG ที่อิงข้อมูลจากแบบรายงาน 56-1 One Report รายงานความยั่งยืน การเปิดเผยข้อมูลสาธารณะของบริษัทจดทะเบียน แนวทางดังกล่าวสอดคล้องกับหลักการ ESG Disclosure-Based Measurement ที่ได้รับการยอมรับในงานวิจัยสากล และมีความเหมาะสมเชิงบริบทสำหรับการศึกษาบริษัทไทย (ฉันทนิก ริระภาพ, 2565)

ถึงแม้ว่า ESG Ratings ระดับสากล เช่น MSCI หรือ Refinitiv จะถูกออกแบบบนพื้นฐานแนวคิดการประเมินความเสี่ยงและโอกาสด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) เพื่อสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนในระดับนานาชาติ โดยอาศัยข้อมูลจากหลายแหล่ง และมีความหลากหลายในการวัดผลซึ่งอาจนำไปสู่ความแตกต่างของผลคะแนนระหว่างผู้ให้บริการ (Berg et al., 2022) ESG Ratings ดังกล่าวยังช่วยลดข้อมูลไม่สมมาตรท่ามกลางนักลงทุนทั่วโลก และสะท้อนมุมมองเชิงการเงินของ ESG Performance แต่ในบริบทตลาดทุนไทย SET ESG Ratings ถูกพัฒนาขึ้นเฉพาะสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทยโดยอาศัยข้อมูลการเปิดเผยจากแบบรายงาน 56-1 One Report และรายงานความยั่งยืนเป็นหลัก ซึ่งช่วยให้การวัดคะแนนมีความโปร่งใส สม่าเสมอ และตรวจสอบเข้าได้ภายใต้กรอบเกณฑ์เดียวกันสำหรับทุกบริษัทจดทะเบียนไทย (The Stock Exchange of Thailand, 2023) งานวิจัยล่าสุดยังพบว่า SET ESG Ratings ไม่เพียงถูกใช้เป็นตัวแปรในการศึกษาเชิงปัจจัยภายใน เช่น การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ SET ESG Ratings ในช่วงปี 2564-2566 แต่ยังมีผลเชิงประจักษ์ชี้ว่าคะแนน SET ESG Ratings ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ของบริษัทไทย และสามารถอธิบายพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า SET ESG Ratings เหมาะสมกับบริบทตลาดทุนไทยมากกว่า ESG Ratings สากลทั้งในด้านแนวคิด วิธีการวัด และความสัมพันธ์กับผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจของบริษัท โดยเฉพาะในตลาดที่ข้อมูลเชิงการเปิดเผยโดยบริษัทเป็นแหล่งข้อมูลหลักสำหรับการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้เสียภายในประเทศ (เปรมารักษ์ วิลาลัย และ อริสรา ธานีรัตนานนท์, 2568)

ในการวิจัยด้าน ESG การนับค่า หรือให้คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG ถูกใช้กันอย่างแพร่หลายเพราะเป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานด้าน ESG เนื่องจากวรรณกรรมทางวิชาการมองว่าการเปิดเผยข้อมูลมิได้เป็นเพียงการรายงานเชิงปริมาณ แต่สะท้อนระดับความโปร่งใส ความพร้อมในการรับการตรวจสอบ และความมุ่งมั่นเชิงกลยุทธ์ขององค์กรต่อประเด็นความยั่งยืน (Christensen, Hail, & Leuz, 2021) งานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมากชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างเป็นระบบและครอบคลุม มีแนวโน้มที่จะมีการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาลที่ดีกว่า เนื่องจากการเปิดเผยดังกล่าวก่อให้เกิดต้นทุนด้านชื่อเสียงและความเสี่ยงทางกฎหมายหากข้อมูลไม่สอดคล้องกับการปฏิบัติจริง (Tan, Tsang, Wang, & Zhang, 2019; Fahad & Busru, 2021) นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูล ESG ยังทำหน้าที่เป็นกลไกเชิงสถาบันที่เชื่อมโยงองค์กรกับผู้มีส่วนได้เสีย โดยสะท้อนถึงแรงกดดันจากภายนอกและความตั้งใจภายในองค์กรในการบูรณาการ ESG เข้าสู่กระบวนการดำเนินงาน (Mohammad, Osman, & Rani, 2023) ดังนั้น การใช้การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานด้าน ESG จึงมีความเหมาะสม โดยเฉพาะในบริบทตลาดทุนที่ข้อมูลการดำเนินงานเชิงลึกที่ไม่สามารถสังเกตได้โดยตรง และการเปิดเผยข้อมูลทำหน้าที่เป็นสัญญาณของความตั้งใจจริง และความต่อเนื่องในการดำเนินงานด้านความยั่งยืนขององค์กรมากกว่าการรายงานเพื่อปฏิบัติตามข้อกำหนดเพียงอย่างเดียว (Emeka-Nwokeji & Osioma, 2019)

งานวิจัยครั้งนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประกาศผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เพราะเป็นบริษัทที่มีการนำแนวคิดด้านความยั่งยืนเข้าเป็นส่วนหนึ่งในกระบวนการดำเนินธุรกิจ โดยคำนึงถึง



การบริหารความเสี่ยงและเตรียมพร้อมรับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นใหม่ (Emerging Risks) พร้อมรับมือกับปัจจัยการเปลี่ยนแปลงด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม เพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน และให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วน ซึ่งบริษัทที่ได้รับการประเมินเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน ได้เข้าระบบประเมินความยั่งยืนที่จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยใช้แบบสอบถามการประเมินเชิงรายละเอียด ร่วมกับการตรวจสอบข้อมูลเชิงลึก และให้คะแนนตามมิติ ESG เพื่อคัดเลือกเป็นหุ้นยั่งยืนของตลาดไทย หลังจากได้กลุ่มตัวอย่างแล้วจะเก็บข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โดยการนับจำนวนข้อในการเปิดเผยข้อมูล โดยการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมจะเก็บ 5 ด้านดังนี้ 1) นโยบายและการปฏิบัติตามมาตรฐานการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม 2) การจัดการพลังงาน 3) การจัดการน้ำ 4) การจัดการขยะและของเสีย และ 5) การจัดการก๊าซเรือนกระจก ด้านการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมประกอบ 4 ด้านดังนี้ 1) สิทธิมนุษยชน 2) การปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม 3) ความรับผิดชอบต่อลูกค้า/ ผู้บริโภค และ 4) ความรับผิดชอบต่อชุมชน/สังคม (Sustainable Capital Market Development, n.d.) และด้านการเปิดเผยข้อมูลด้านธรรมาภิบาล ประกอบด้วย 5 ด้านดังนี้ 1) นโยบาย โครงสร้างและระบบกำกับดูแลกิจการ 2) นโยบายกลยุทธ์ความยั่งยืน 3) การบริหารความเสี่ยงด้านความยั่งยืน 4) การจัดการห่วงโซ่อุปทานอย่างยั่งยืน 5) การพัฒนานวัตกรรม ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยที่เก็บจากคะแนน ESG เช่น คะแนน ESG จาก Refinitiv จะให้คะแนนระหว่าง 0-100 โดยค่า 0 แสดงถึงผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ต่ำที่สุด และ 100 แสดงถึงผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีที่สุด ในขณะที่ผลคะแนน ESG จาก MSCI ESG Rating จะมีลักษณะเป็นลำดับตัวอักษรตั้งแต่ AAA-CCC โดยที่ AAA แสดงถึงผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีที่สุด และ CCC สะท้อนผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่แย่ที่สุด

แนวคิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานทางการเงิน

อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) เป็นการวัดความสามารถขององค์กรในการหากำไรและควบคุมค่าใช้จ่าย ใช้ในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัท ประสิทธิภาพในการบริหารของฝ่ายบริหาร ความสามารถในการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อรายได้ (รัฐยา สงสุข และ ธนกร สังขะรัมย์, 2565) ประกอบไปด้วย 1) อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) 2) อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin) 3) อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) 4) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) และ 5) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) จากการศึกษาทฤษฎีที่ผ่านมา อัตราส่วนทางการเงินที่นิยมใช้ในการวัดผลตอบแทนทางการเงิน คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงใช้ ROA และ ROE เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงิน

1. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) เป็นสัดส่วนระหว่างกำไรสุทธิ (Net Profit) และสินทรัพย์รวม (Asset) ซึ่งวัดผลออกมาเป็นเปอร์เซ็นต์บ่งบอกว่าบริษัททำกำไรได้มากน้อยเท่าไรเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมของบริษัทนั้น (รัฐยา สงสุข และ ธนกร สังขะรัมย์, 2565) โดยมีสูตรในการคำนวณคือ

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}} \times 100 (\%)$$

บริษัทที่มีค่า ROA สูง แสดงว่าบริษัทได้นำสินทรัพย์ที่มีอยู่ไปใช้ในการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้ได้ผลตอบแทนรับผลตอบแทนสูง และบริษัทที่มีค่า ROA ต่ำ แสดงว่าบริษัทได้นำสินทรัพย์ที่มีอยู่ไปใช้ในการดำเนินงานได้อย่างไร้ประสิทธิภาพ ทำให้ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ไม่ดีเท่าที่ควร



2. อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) เป็นตัวชี้วัดที่บ่งบอกความสามารถในการทำกำไรของบริษัทต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยคำนวณจากการนำกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งค่าที่ได้นั้นจะออกมาในรูปของเปอร์เซ็นต์

$$\text{อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น} = \text{กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้น} \times 100 (\%)$$

บริษัทที่มีค่า ROE สูง แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูง และบริษัทที่มีค่า ROE ต่ำ แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ต่ำ

การรายงานความยั่งยืนขององค์กรยังเป็นเครื่องมือสำคัญในการเจรจาความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การรายงานผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ตัวเงินขององค์กร เป็นการรายงานผลการดำเนินงานที่ผู้มีส่วนได้เสียหรือผู้ที่เกี่ยวข้องกับองค์กรให้ความสนใจ เนื่องจากความสามารถในการทำกำไรเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอสำหรับการเติบโตในระยะยาวขององค์กร (Zahrasyawalinda & Subagyo, 2024; Do & Kim, 2020) Rapan, Banta, Manea, and Aridah (2022) พบว่าบริษัทที่มีการจัดอันดับให้เป็นกลุ่ม ESG ที่คะแนนสูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกอัตราผลตอบแทนเกินปกติในระยะสั้น เช่นเดียวกับ Shanaev and Ghimire (2022) และที่พบว่าบริษัทที่มีการปรับเพิ่มคะแนน ESG ให้สูงขึ้นส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น

สมมติฐานการวิจัย

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องในบางงานวิจัย พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เพราะการดำเนินกิจกรรมด้าน ESG ต้องมาจากการที่บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี (ศิรินันท์ ปิยะธวัชวรรัตน์, 2563) เช่นเดียวกันกับงานวิจัยของ ณัฐฐศิษฐ์ ศิริธัสสกุล (2566) ที่พบว่า ผลคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งทำให้บริษัทเกิดความได้เปรียบระยะยาวทางการแข่งขันในตลาดจากการให้ความสำคัญกับกิจกรรมด้าน ESG ขณะเดียวกันก็มีการศึกษาที่พบว่า ผลการประเมิน ESG มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยอาจเป็นผลมาจากต้นทุนที่สูงขึ้น (ธัญชนก ชีระภาพ, 2565) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของศิรินันท์ ปิยะธวัชวรรัตน์ (2563) ที่มีการกล่าวไว้ว่า การทำกิจกรรมด้าน ESG มักเกิดกับบริษัทขนาดใหญ่มากกว่า เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กอาจมีข้อจำกัดด้านเงินทุนที่ใช้ในการทำกิจกรรม อย่างไรก็ตามงานวิจัยบางงานพบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เนื่องจาก ROA ไม่ใช่เครื่องมือที่เกิดจากการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม และธรรมาภิบาล ซึ่งกิจกรรมส่วนใหญ่มักเป็นการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ให้เกิดประสิทธิภาพ และเป็นการลงทุนที่เพิ่มโอกาสในการสร้างผลตอบแทนระยะยาวมากกว่าการพิจารณาจากตัวเลขทางการเงิน (พิสิษฐ์ ภูริบุญญาพัชญ์, 2567)

การเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เกิดจากการที่นักลงทุนมีความมั่นใจในการลงทุนในบริษัทที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ซึ่งส่งผลให้ ROE มากกว่าหลักทรัพย์ที่ไม่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (ศิริรัตน์ พวงแสงสุข และ วันสิริ ประเสริฐทรัพย์, 2567) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Buallay (2019) พบการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE แสดงให้เห็นถึงการตระหนักรู้ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและการใช้กิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมมาใช้ตัดสินใจ



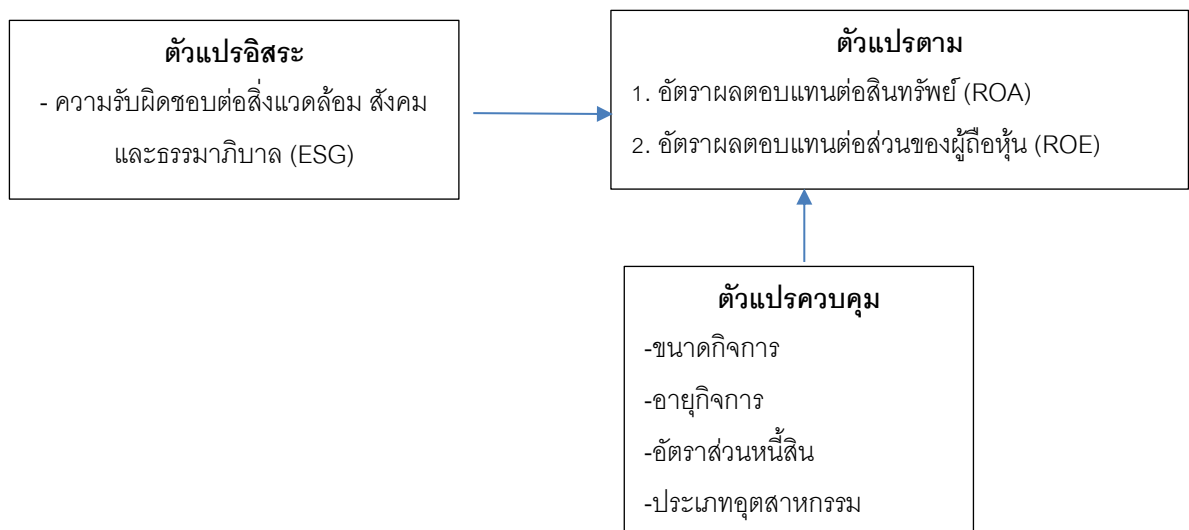
ลงทุน ในทางกลับกันผลการศึกษาของ Buallay (2019) ยังพบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและธรรมาภิบาล มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าเกิดจากการที่กรรมการบริหารทำเพื่อประโยชน์ส่วนตนมากกว่า เช่นเดียวกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROE จากค่าใช้จ่ายในการดำเนินกิจกรรมด้าน ESG ที่สูง และบางงานวิจัยกล่าวว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ไม่มีความสัมพันธ์กับ ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ธนจรรยกร อภิวัฒน์โคกนิกุล และ จูติมา ไชยะกุล, 2567) ดังนั้นการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จึงได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H1: การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลการตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

H2: การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล (ESG) ไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลการตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

กรอบแนวคิดในการวิจัย

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้นำแนวคิด ทฤษฎีตัวแทน และข้อมูลจากงบการเงิน และรายงานประจำปี เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่จัดอยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ดังนั้นการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จึงมีกรอบแนวคิดในการวิจัย ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย



ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดอยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564-2566 โดยมีจัดแบ่งตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม ทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย (1) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (2) สินค้าอุปโภคบริโภค (3) สินค้าอุตสาหกรรม (4) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (5) ทรัพยากร (6) บริการ (7) เทคโนโลยี ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินมีโครงสร้างเงินทุนและกฎระเบียบในการทำรายการทางการเงินที่แตกต่างไปจากกลุ่มธุรกิจอื่นๆ (สันติสุภา ลัดนาภิเศษฐ, ศิริลักษณ์ ศุทธชัย และ นภาพร ลิขิตวงศ์ขจร, 2562) ทำให้ได้จำนวนประชากรทั้งสิ้น 196 บริษัท ซึ่งบริษัทข้างต้นคณะผู้วิจัยทำการเลือกกลุ่มตัวอย่างจากประชากรเป้าหมาย โดยเลือกจากบริษัทที่มีรายชื่อในหุ้นยั่งยืนระหว่างปี พ.ศ. 2564-2566 อย่างต่อเนื่อง 3 ปี ซึ่งทำให้ได้จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 108 บริษัท ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

ลำดับ	ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวน	
		กลุ่มตัวอย่าง	ร้อยละ
1	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	14	12.96
2	สินค้าอุปโภคบริโภค	4	3.70
3	สินค้าอุตสาหกรรม	19	17.59
4	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	21	19.44
5	ทรัพยากร	21	19.44
6	บริการ	23	21.30
7	เทคโนโลยี	7	6.48
รวม		108	100

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้แบบเก็บข้อมูลเก็บข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ข้อมูลเกี่ยวกับข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล และการดำเนินงานของกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings จะเก็บข้อมูลจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ศูนย์พัฒนารูทกิจเพื่อความยั่งยืน เว็บไซต์หลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจากการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปี (56-1) และรายงานการพัฒนายั่งยืน ระหว่างปีพ.ศ. 2564-2566

ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

1. ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย ข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โดยการนับจำนวนข้อในการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งมีตัวชี้วัด ดังต่อไปนี้



1.1 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ประกอบด้วย 5 ด้านดังนี้ 1) นโยบายและการปฏิบัติตามมาตรฐานการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม 2) การจัดการพลังงาน 3) การจัดการน้ำ 4) การจัดการขยะและของเสีย และ 5) การจัดการก๊าซเรือนกระจก

1.2 การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม ประกอบด้วย 4 ด้านดังนี้ 1) สิทธิมนุษยชน 2) การปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม 3) ความรับผิดชอบต่อลูกค้า/ ผู้บริโภค และ 4) ความรับผิดชอบต่อชุมชน/สังคม (Sustainable Capital Market Development, n.d.)

1.3 การเปิดเผยข้อมูลด้านธรรมาภิบาล ประกอบด้วย 5 ด้านดังนี้ 1) นโยบาย โครงสร้างและระบบกำกับดูแลกิจการ 2) นโยบายกลยุทธ์ความยั่งยืน 3) การบริหารความเสี่ยงด้านความยั่งยืน 4) การจัดการห่วงโซ่อุปทานอย่างยั่งยืน 5) การพัฒนานวัตกรรม

2. ตัวแปรตาม ประกอบด้วย ผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งมีตัวชี้วัด ดังต่อไปนี้

2.1 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets; ROA) เป็นอัตราส่วนทางการเงินระหว่างกำไรสุทธิกับสินทรัพย์รวม เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกถึงความสามารถของกิจการที่จะนำสินทรัพย์ที่มีไปใช้ประโยชน์ในดำเนินการของกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)} = (\text{กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}) \times 100 (\%)$$

2.2 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity; ROE) เป็นอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรเทียบกับส่วนของเจ้าของ ซึ่งเป็นการประเมินค่าอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นในฐานะของเจ้าของกิจการจะได้รับ

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)} = (\text{กำไรสุทธิ/ส่วนของเจ้าของเฉลี่ย}) \times 100 (\%)$$

3. ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดของกิจการ วัดจากค่าลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์รวม อายุของกิจการ วัดจากระยะเวลา (ปี) ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราส่วนหนี้สิน วัดโดยใช้อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และประเภทอุตสาหกรรม โดยจัดเป็นกลุ่ม 1 เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่ม 2 สินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่ม 3 สินค้าอุตสาหกรรม กลุ่ม 4 อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่ม 5 ทรัพยากร กลุ่ม 6 บริการ และกลุ่ม 7 เทคโนโลยี (Aouadi & Marsat, 2018; Bernardi & Stark, 2018)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์คือ 1) เพื่อศึกษาระดับการเปิดเผยข้อมูลของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings และ 2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อ สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings การศึกษานี้ใช้



1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ จะใช้สถิติพรรณนาในการสรุปข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) เป็นต้น

2. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย ด้วยการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยการใช้การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression)

$$ROA_{i,t} = a + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 AGE_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 IND_{FE} + \varepsilon$$

$$ROE_{i,t} = a + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 AGE_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 IND_{FE} + \varepsilon$$

โดยที่;

ROA = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

ROE = อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

ESG = การเปิดเผยรายงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล

SIZE = ขนาดกิจการ

AGE = อายุของกิจการ

LEV = อัตราส่วนหนี้สิน

IND = ประเภทอุตสาหกรรม

ε = ค่าความผิดพลาด

ผลการศึกษา

การศึกษความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืนระหว่างปี พ.ศ.2564 ถึง พ.ศ.2566 มีวัตถุประสงค์ในการศึกษา คือ 1) เพื่อศึกษาระดับการเปิดเผยข้อมูลของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings และ 2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings จากการเก็บข้อมูลจากรายงานประจำปีและรายงานการพัฒนายั่งยืนประจำปี พ.ศ.2564 ถึง ปี พ.ศ.2566 ของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings จำนวน 108 บริษัท ทั้ง 7 อุตสาหกรรม ซึ่งไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน ที่ได้รับการจัดสรรให้อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืนต่อเนื่องเป็นเวลา 3 ปี รวมทั้งสิ้น 324 ตัวอย่าง มีการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยการใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อศึกษาค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) จำนวนความถี่ (Frequency) และจำนวนร้อยละ (Percentage) นำไปใช้ในการศึกษาลักษณะและแนวโน้มการเปิดเผยข้อมูลของข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมในรายงานประจำปีของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน และใช้การวิเคราะห์การถดถอย



เชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล กับผลการดำเนินงาน ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรอิสระมีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลโดยรวม มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 12.76 ข้อ (SD = 1.371) ซึ่งหากแยกตามแต่ละมิติจะพบว่า การเปิดเผยข้อมูลในมิติสิ่งแวดล้อมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 4.72 (SD = 0.706) การเปิดเผยข้อมูลในมิติสังคมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.67 (SD = 0.730) และการเปิดเผยข้อมูลด้านธรรมาภิบาลมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 4.37 (SD = 0.782) สำหรับตัวแปรตาม อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ย 7.1692 (SD = 7.73068) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ย 12.95002 (SD = 12.95002) และตัวแปรควบคุม อายุของกิจการมีค่าเฉลี่ย 32.90 (SD = 18.472) อัตราส่วนหนี้สินมีค่าเฉลี่ย 0.4910 (SD = 0.1779) และขนาดกิจการมีค่าเฉลี่ย 24.09 (SD = 1.82) ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG	324	8.000	14.000	12.760	1.371
มิติสิ่งแวดล้อม	324	1.000	5.000	4.720	0.706
มิติสังคม	324	1.000	4.000	3.670	0.730
มิติธรรมาภิบาล	324	3.000	5.000	4.370	0.782
ROA	324	-42.710	54.980	7.1692	7.731
ROE	324	-84.790	67.810	9.9746	12.950
อายุของกิจการ (ปี)	324	4.000	41.000	32.900	18.472
อัตราส่วนหนี้สิน	324	0.002	0.835	0.491	0.178
ขนาดกิจการ (ln)	324	20.240	28.870	24.090	1.820

ตารางที่ 3 ค่าความถี่ของระดับการเปิดเผยข้อมูลในแต่ละด้าน

จำนวนข้อในการเปิดเผย	ไม่เปิดเผย		เปิดเผย		รวม	
	ความถี่	เปอร์เซ็นต์	ความถี่	เปอร์เซ็นต์	ความถี่	เปอร์เซ็นต์
ด้านสิ่งแวดล้อม (E)	100	6.173	1,520	93.827	1,620	100
ด้านสังคม (S)	143	11.034	1,153	88.966	1,296	100
ด้านธรรมาภิบาล (G)	204	12.593	1,416	87.407	1,620	100
รวม	447	9.854	4,089	90.146	4,536	100

ตารางที่ 3 แสดงค่าความถี่ในการเปิดเผยข้อมูลแต่ละด้านของกลุ่มตัวอย่างทั้ง 324 ตัวอย่าง พบว่าหัวข้อที่มีการเปิดเผยข้อมูลมากที่สุดคือมิติสิ่งแวดล้อม ซึ่งมีการเปิดเผยข้อมูลทั้งหมด 1,520 ข้อ จาก 1,620 ข้อ โดยคิดเป็นร้อยละ 93.827 รองลงมาคือการเปิดเผยข้อมูลในมิติสังคม มีการเปิดเผยข้อมูลทั้งหมด 1,153 ข้อ จาก 1,296 ข้อ



คิดเป็นร้อยละ 88.966 และด้านที่มีการเปิดเผยข้อมูลน้อยที่สุดคือมิติธรรมาภิบาลและเศรษฐกิจที่มีการเปิดเผยข้อมูล 1,416 ข้อจาก 1,620 ข้อ คิดเป็นร้อยละ 87.407

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐาน H1 และ H2

ตัวแปร	ROA		ROE	
	B	t (sig.)	B	t (sig.)
ค่าคงที่	-8.750	-1.342 (0.180)	-26.632	-2.326 (0.021)
ESG	0.814	2.726 (0.007) ***	1.394	2.660 (0.008) ***
อายุของกิจการ	0.017	0.739 (0.460)	0.022	0.554 (0.580)
อัตราหนี้สิน	-9.964	-3.891 (<0.001) ***	-0.407	-0.091 (0.928)
ขนาดของกิจการ	0.409	1.617 (0.107)	0.802	1.805 (0.072) *
ประเภทอุตสาหกรรม				
กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	1.137	0.769 (0.442)	0.019	0.007 (0.994)
กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	6.803	2.953 (0.003) ***	8.804	2.176 (0.030) **
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.002	0.001 (0.999)	-0.705	-0.296 (0.767)
กลุ่มทรัพยากร	0.557	0.390 (0.697)	-2.721	-1.086 (0.278)
กลุ่มบริการ	-2.995	-2.177 (0.030) **	-4.823	-1.995 (0.047) **
กลุ่มเทคโนโลยี	1.987	1.076 (0.283)	4.576	1.410 (0.159)
R ²	0.165		0.082	
Adjusted R ²	0.139		0.053	
F-value (Sig)	6.194 (0.001)		2.799 (0.002)	
N	324		324	

***ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 **ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ *ระดับนัยสำคัญที่ 0.1

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบสมมติฐาน H1 และ H2 พบว่าระดับนัยสำคัญของการใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแปรตามมีค่าน้อยกว่า 0.001 และหากใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแปรตามจะมีระดับนัยสำคัญอยู่ที่ 0.004 โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ร้อยละ 16.5 และ 8.2 ตามลำดับ ในผลทดสอบที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นตัวแปรตาม พบความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 แสดงถึงการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เพราะการดำเนินกิจกรรมด้าน ESG ต้องมาจากการที่บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี (ศิริพันธ์ ปิยะธำรงรัตน์, 2563) โดยผลการศึกษาใน



ครั้งนี้คาดว่าเกิดจากการที่กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ซึ่งผ่านเกณฑ์การคัดเลือกของทางตลาดหลักทรัพย์จนได้มาอยู่ในดัชนีหุ้นยั่งยืน ทำให้สามารถการันตีได้ถึงคุณภาพในการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของแต่ละบริษัท ซึ่งแน่นอนว่าบริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกโดยส่วนใหญ่มักจะเป็นบริษัทที่มีผลตอบแทนดี สามารถดึงดูดนักลงทุนเข้ามาได้เรื่อยๆ และในด้านความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ พบความสัมพันธ์ของอัตราหนี้สินกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อกัน อีกทั้งยังพบว่าธุรกิจกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มากกว่ากลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรม 6.803 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และธุรกิจกลุ่มบริการมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์น้อยกว่ากลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรม 2.924 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลทดสอบที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแปรตาม พบความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงถึงการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของศิริรัตน์ พวงแสงสุข และ วันสิริ ประเสริฐทรัพย์ (2567) ที่พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยเกิดจากการที่นักลงทุนมีความมั่นใจในการลงทุนในบริษัทที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ซึ่งส่งผลให้ ROE มากกว่าหลักทรัพย์ที่ไม่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน โดยคณะผู้วิจัยก็ให้การสนับสนุนกับสาเหตุนี้ เพราะในปัจจุบันมีการตระหนักรู้ถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมากขึ้น ซึ่งนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียย่อมนำข้อมูลในส่วนนี้ไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน จึงทำให้บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ได้รับความไว้วางใจจากนักลงทุน รวมถึงการที่กลุ่มประชากรของการศึกษาในครั้งนี้เป็นบริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกมาแล้วต่อเนื่องถึง 3 ปี ยิ่งสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนที่ต้องการมาลงทุนมากขึ้น ทั้งนี้ยังพบความสัมพันธ์กับตัวแปรควบคุม พบความสัมพันธ์ของขนาดกิจการกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1 โดยมีความสัมพันธ์ต่อกันในเชิงบวก และธุรกิจกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่ากลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรม 2.176 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และธุรกิจกลุ่มบริการมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่ากลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรม 1.995 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1

อภิปรายผล

ผลการวิเคราะห์ พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดอยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings มีการเปิดเผยข้อมูลมากที่สุดในด้านสิ่งแวดล้อม ซึ่งมีการเปิดเผยข้อมูลทั้งหมด 1,520 ข้อ จาก 1,620 ข้อ โดยคิดเป็นร้อยละ 93.827 รองลงมา คือการเปิดเผยข้อมูลในด้านสังคม มีการเปิดเผยข้อมูลทั้งหมด 1,153 ข้อ จาก 1,296 ข้อ คิดเป็นร้อยละ 88.966 และด้านที่มีการเปิดเผยข้อมูลน้อยที่สุด คือ ด้านธรรมาภิบาล และเศรษฐกิจที่มีการเปิดเผยข้อมูล 1,416 ข้อ จาก 1,620 ข้อ คิดเป็นร้อยละ 87.407 แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดอยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ให้ความสำคัญกับการรายงานความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมเป็นอย่างยิ่ง และจากข้อมูลการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีและรายงานความยั่งยืนมีแนวโน้มการเปิดเผยข้อมูลที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง



ผลการวิจัยพบว่า การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งสามารถอธิบายได้ภายใต้ลักษณะเฉพาะของ SET ESG Ratings ที่เป็นการวัด ESG โดยอิงการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure-Based Measurement) เป็นหลัก โดยผลการทดสอบพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในรายชื่อหุ้น SET ESG Ratings สะท้อนว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลอย่างเป็นระบบมีแนวโน้มที่จะสามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ทำหน้าที่เป็นสัญญาณของความโปร่งใส และความมุ่งมั่นเชิงสถาบันต่อการดำเนินงานอย่างยั่งยืนมากกว่าการสะท้อนผลลัพธ์เชิงกายภาพของ ESG โดยตรง ทั้งนี้ การตระหนักรู้ของผู้บริโภค และนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนที่เพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างชัดเจนสามารถสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้มีส่วนได้เสีย และนำไปสู่การตัดสินใจซื้อสินค้า บริการ และการลงทุนในบริษัทดังกล่าว ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ญัณฐศิษฐ์ ศิริธสสกุล (2566); ธัญชนก ธีระภาพ (2565) นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับอัตราหนี้สิน ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทในกลุ่ม SET ESG Ratings ที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG มากขึ้นมีแนวโน้มที่จะมีโครงสร้างทางการเงินที่ระมัดระวังและมีเสถียรภาพมากขึ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนจุดแข็งของการวัดแบบ Disclosure-Based ของ SET ESG Ratings ในการจับภาพพฤติกรรมการบริหารจัดการและธรรมาภิบาลขององค์กร ซึ่งเชื่อมโยงกับการบริหารความเสี่ยงและการเข้าถึงแหล่งเงินทุน มากกว่าการวัดผลกระทบ ESG เชิงผลลัพธ์ในระยะสั้น

ผลการทดสอบเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีอิทธิพลต่อ ROE มากกว่า ROA ซึ่งอาจอธิบายได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลที่สะท้อนความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย ช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน และนำไปสู่ความสามารถในการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นที่สูงขึ้น โดยเฉพาะในกรณีของบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมในระดับสูง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Albuquerque et al. (2020); Sharon, Zakaria, Arumugam and Ismail (2023) โดยผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนลักษณะสำคัญของ SET ESG Ratings ที่เน้นการเปิดเผยข้อมูลในมิติที่ผู้มีส่วนได้เสียให้ความสำคัญในบริบทตลาดทุนไทย และช่วยอธิบายว่าขนาดกิจการที่ใหญ่ขึ้นเอื้อต่อการจัดทำ และเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างเป็นระบบ ส่งผลให้สามารถสร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้มากขึ้น อย่างไรก็ตามการวัดแบบ Disclosure-Based มีข้อจำกัดคือ คะแนน ESG อาจสะท้อนระดับความเข้มแข็งของการรายงาน และการสื่อสารข้อมูลมากกว่าประสิทธิภาพเชิงผลลัพธ์ของการดำเนินงานด้าน ESG โดยตรง ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยที่ใช้ ESG Scores จากต่างประเทศ เช่น MSCI หรือ Refinitiv ที่มักมุ่งประเมินความเสี่ยง ESG จากมุมมองนักลงทุนสากล และอาศัยข้อมูลจากแหล่งภายนอก และแบบจำลองการให้คะแนนเชิงวิเคราะห์ ดังนั้นความแตกต่างของผลลัพธ์ระหว่างงานวิจัยนี้กับงานวิจัยสากลอาจไม่ได้สะท้อนความขัดแย้งเชิงผลการศึกษา แต่สะท้อนความแตกต่างเชิงแนวคิด และวัตถุประสงค์ของการวัด ESG โดย SET ESG Ratings เหมาะสมกับการศึกษาบทบาทของการเปิดเผยข้อมูล ESG ในฐานะกลไกสร้างความชอบธรรม ความโปร่งใส และความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนได้เสียในบริบทตลาดทุนไทยมากกว่า

ดังนั้น ผลการวิจัยเรื่องการเปิดเผยข้อมูล ESG ครั้งนี้จึงสนับสนุนว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ภายใต้กรอบ SET ESG Ratings มีบทบาทสำคัญในการช่วยให้นักลงทุน และผู้มีส่วนได้เสียสามารถนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง ประกอบการประเมินมูลค่าองค์กร และใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน



ขณะเดียวกันผลการวิจัยยังเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแล ในการส่งเสริมและสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียน มีการเปิดเผยและรายงานข้อมูล ESG ทั้งในส่วนที่เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่เกี่ยวข้องและการเปิดเผยโดยสมัครใจ เพื่อยกระดับคุณภาพของตลาดทุนไทยในระยะยาว

สรุป และข้อเสนอแนะ

แนวโน้มความสนใจในเรื่อง ESG ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียและนักลงทุน หันมาให้ความสนใจกับการลงทุนในธุรกิจที่มีความสำคัญกับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ควบคู่ไปกับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของธุรกิจ เพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาวและสร้างผลกระทบเชิงบวกหรือลดผลกระทบเชิงลบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาระดับการเปิดเผยข้อมูลของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยังยื่น SET ESG Ratings และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมในหุ้นยังยื่น SET ESG Ratings ซึ่งผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นการสนับสนุนทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ที่แสดงให้เห็นว่าการที่บริษัทให้ความสำคัญในการดำเนินงานตามหลักและแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ย่อมส่งผลทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีด้วยเช่นกัน

ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

ผลการศึกษาในครั้งนี้ให้ประโยชน์และข้อมูลความรู้ต่อนักลงทุน และผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องใช้ในการตัดสินใจเลือกลงทุน โดยผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นสามารถชักจูงให้บริษัทต่างๆ ให้ความสนใจกับการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมากขึ้น เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มีผลทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นนักลงทุนและผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องจึงให้ความสนใจ และมองว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวเป็นบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือ

ข้อจำกัดในการศึกษา

การศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดจากกลุ่มตัวอย่างที่เป็นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดอยู่ในกลุ่มหุ้นยังยื่น SET ESG Ratings จึงอาจยังขาดการวิเคราะห์ที่สะท้อนถึงภาพรวมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด นอกจากนี้คณะผู้วิจัยได้มี การใช้การนับจำนวนข้อในการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG เพียงตัวชี้วัดเดียวในการศึกษา ซึ่งอาจมีข้อจำกัดเรื่องขอบเขตในการศึกษาที่อาจจะยังไม่ครอบคลุมข้อมูลอย่างครบถ้วนสมบูรณ์ และมีงานวิจัยรองรับในการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยการนับจำนวนข้อที่ค่อนข้างน้อย ทำให้อาจยังผลลัพธ์ได้ไม่มากนัก ซึ่งคณะผู้วิจัยหวังว่าการจัดทำวิจัยในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจศึกษาในรูปแบบเดียวกันในอนาคตต่อไป



ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ คณะผู้วิจัยศึกษาการเปิดเผยข้อมูลเรื่องความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและ
ธรรมาภิบาลของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่จัดอยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG
Ratings โดยมีข้อเสนอแนะสำหรับการทำวิจัยครั้งถัดไป ดังนี้

1. เพิ่มจำนวนกลุ่มตัวอย่างเป็นการศึกษาข้อมูลในกลุ่มของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด เพื่อเป็นการขยายขอบเขตการศึกษาให้มีความครอบคลุมมากยิ่งขึ้น
2. การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ผู้วิจัยทำการตัดกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทกลุ่มการเงินออก เนื่องจากมีความแตกต่าง
จากอุตสาหกรรมอื่น ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจมีการเจาะจงทำการวิจัยเฉพาะกลุ่มการเงิน เพื่อดูว่าสามารถให้ผลลัพธ์ที่
แตกต่างไปได้อีกหรือไม่
3. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลกระทบระยะยาวของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่าของบริษัท
4. การศึกษาในครั้งถัดไปอาจเพิ่มแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการเก็บข้อมูล นอกจากข้อมูลในรายงานประจำปี
(56-1) และรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน แล้วอาจเพิ่มเติมการเก็บข้อมูลจากบทความออนไลน์ เพื่อให้ได้ข้อมูลที่
ครบถ้วนมากยิ่งขึ้น

รายการอ้างอิง

- ณัฐศิษฐ์ ศิริธัสกุล. (2566). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงิน (Corporate Financial Performance) กับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Scores) รวมไปถึงคะแนนแยกตามหมวดหมู่ในแต่ละหมวด (Pillar Scores) ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี NASDAQ 100 ในประเทศสหรัฐอเมริกา. (สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยมหิดล, วิทยาลัยการจัดการ.
- ธนจรรย์กร อภิวัฒน์โกศลกุล และ สุติมา ไชยะกุล. (2567). อิทธิพลของปัจจัยด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน. วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์, 10(1), 162-175.
- ธัญชนก ธีระภาพ. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการประเมิน ESG และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- เปรมราช วิลาวัลย์ และ อริสรา ธานีรัตนานนท์. (2568). การเติบโตของกิจการ การถือครองเงินสด และผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มหุ้นยั่งยืน. วารสารสังคมศาสตร์และวัฒนธรรม, 9(6), 1-12.
- พิไลษฐ์ ภูริปัญญาพัชญ์. (2567). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานบริษัทที่อยู่ในหุ้นยั่งยืน. (สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยมหิดล, วิทยาลัยการจัดการ.
- วิจิตร สกฤษฎ์ และ ธนกร สังขะรัมย์. (2565). การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. Journal of Modern Learning Development, 7(6), 341-358.



- ศิรินันท์ ปิยะอัษฎารัตน์. (2563). การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ESG performance กับประสิทธิภาพทางการเงินในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industries) กรณีศึกษาในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป. (สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยมหิดล, วิทยาลัยการจัดการ.
- ศิริรัตน์ พวงแสงสุข และ วันสิริ ประเสริฐทรัพย์. (2567). ความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม และบรรษัทภิบาล ที่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่ม ESG100. *วารสารรัชตภาคย์*, 18(57), 171-187.
- สันติสุภา ลัคนาภิเศกขันธ์, ศิริลักษณ์ ศุภชัย และ นภาพร ลิขิตวงศ์ขจร. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิในการถือหุ้นที่ให้กับผู้บริหารกับความสามารถในการทำกำไร. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 15(47), 32-48.
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance*, 20(7), 1409-1428.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593-621.
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027-1047.
- Bahadori, N., Kaymak, T., & Seraj, M. (2021). Environmental, social, and governance factors in emerging markets: The impact on firm performance. *Business Strategy and Development*, 4(4), 411-422.
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344.
- Bernardi, C., & Stark, A. W. (2018). Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting and the accuracy of analyst forecasts. *The British Accounting Review*, 50(1), 16-31.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis) agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426-1445.
- 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.
- Capelle-Blancard, G., & Petit, A. (2019). Every little helps? ESG news and stock market reaction. *Journal of Business Ethics*, 157, 543-565.
- Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147-175.
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26, 1176-1248.
- Dahiya, M., & Singh, S. (2020). The linkage between CSR and cost of equity: An Indian perspective. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. 12(3), 499-521



- Do, Y., & Kim, S. (2020). Do higher-rated or enhancing ESG of firms enhance their long-term sustainability? Evidence from market returns in Korea. *Sustainability*, 12(7), DOI: 10.3390/su12072664
- El Ghoul, S., Guedhami, O., & Kim, Y. (2017). Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives. *Journal of International Business Studies*, 48, 360-385.
- Emeka-Nwokeji, N. A., & Osisioma, B. C. (2019). Sustainability disclosures and market value of firms in emerging economy: Evidence from Nigeria. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 7(3), 1-19.
- Fahad, P., & Busru, S. A. (2021). CSR disclosure and firm performance: Evidence from an emerging market. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(4), 553-568.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64.
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and Shareholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25, 88-106.
- Kirkerud, S., & Tran, K. T. (2019). *Value relevance of ESG: Is ESG performance value relevant for stock prices in Europe?* Retrieved 20 December 2024, from https://oda.oslomet.no/oda-xmlui/bitstream/handle/10642/7671/Kirkerud_Sina-Tran_KimTheresa.pdf?sequence=2
- Mohammad, W. M. W., Osman, M., & Rani, M. S. A. (2023). Corporate governance and environmental, social, and governance (ESG) disclosure and its effect on the cost of capital in emerging market. *Asian Journal of Business Ethics*, 12, 175-191.
- Muttanachai Suttipun, & Thanyaorn Yordudom. (2022). Impact of environmental, social and governance disclosures on market reaction: An evidence of Top50 companies listed from Thailand. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(3/4), 753-767.
- Rapan, C. M., Banta, V. C., Manea, A., Aridah, M. W. (2022). Value relevance of ESG scores: Evidence from European stock exchange markets. *Oblik I Finansii*, 2(96). 68-75.
- Shanaev, S., & Ghimire, B. (2022). When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns. *Finance Research Letters*, 46(Part A), DOI: 10.1016/j.frl.2021.102302
- Sharon, C. I. V., Zakaria, Z., Arumugam, V., & Ismail, M. R. (2023). The Impact of environmental, social, governance (ESG) disclosure on financial performance of listed healthcare companies in Bursa Malaysia: A panel data study. *International Journal of Business, Marketing and Communication*. 3(2), 1-11.
- Sustainable Capital Market Development. (n.d.). *Sustainability reporting guide for listed companies*. Retrieved 12 July 2025, from https://setsustainability.com/libraries/1119/item/SD_REPORTING



- Sustainable Development Report. (n.d.). *Rankings, The overall performance of all 193 UN Member States*. Retrieved 18 August 2022, from <https://dashboards.sdgindex.org/rankings>
- Tan, W., Tsang, A., Wang, W., & Zhang, W. (2020). Corporate social responsibility (CSR) disclosure and the choice between bank debt and public debt. *Accounting Horizons*, 34(1), 151-173.
- The Stock Exchange of Thailand. (2023). *Criteria and guideline corporate sustainability assessment 2023 for Thailand sustainability investment (THSI)*. Retrieved 23 November 2024, from <https://setsustainability.com/download/b3zk5xnjpwuh8rt>
- Wardhani, P. P. C., & Hamidah. (2019). The signalling of sustainability reporting award in Indonesia and its effects on financial performance and firm value. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 9(8), 14-32.
- Wasara, T. M., & Ganda, F. (2019). The relationship between corporate sustainability disclosure and firm financial performance in Johannesburg Stock Exchange (JSE) listed mining companies. *Sustainability*, 11(16), DOI: 10.3390/su11164496
- Weerawan Siripong, Pinprapa Sangchan, & Parichat Sinlapates. (2025). Do ESG scores conditional on family-owned business and information credibility matter to the market reaction? *Review of Integrative Business and Economics Research*, 14(4), 430-440.
- Wu, B., Chen, F., Li, L., Xu, L., Liu, Z., & Wu, Y. (2025). Institutional investor ESG activism and exploratory green innovation: Unpacking the heterogeneous responses of family firms across intergenerational contexts. *The British Accounting Review*, 57(4), DOI: 10.1016/j.bar.2024.101324
- Zahrasyawalinda, H., & Subagyo, H. (2024). Ownership structure, ESG, and financial performance. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 1(3), 151-167.