

โมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ: 21 กรกฎาคม 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 29 สิงหาคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 13 มกราคม 2569

นภลัย บุญทิม* และ

พรรณทิพย์ อย่างกลิ่น

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ทดสอบความสอดคล้องของโมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 204 บริษัท เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย คือ แบบบันทึกข้อมูล เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ ตั้งแต่ปี 2561-2565 วิเคราะห์ข้อมูลโดยสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (SEM)

ผลการวิจัย พบว่า 1) การทดสอบความสอดคล้องของโมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ มีค่าดัชนีความกลมกลืนผ่านเกณฑ์ความสอดคล้องทุกตัว ได้แก่ CMIN/DF = 2.204, GFI = 0.979, AGFI = 0.915, CFI = 0.988, RMSEA = 0.077, IFI = 0.988, TLI = 0.964 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสัมพันธ์กลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ 2) การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ในขณะที่การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน และโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ: การเปิดเผยข้อมูล ESG โครงสร้างเงินทุน มูลค่ากิจการ

วิธีการอ้างอิง:

นภลัย บุญทิม และพรรณทิพย์ อย่างกลิ่น. (2569). โมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิทยาการจัดการมหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม, 8(2), 35-49.

*ผู้ประสานงานหลัก: nbacc2020@gmail.com

Structure Equation Model of ESG Disclosure and Capital Structure Affecting Firm Value of Companies Listed in The Stock Exchange of Thailand

Received: July 21, 2025

Revised: August 29, 2025

Accepted: January 13, 2026

Napalai Boontim and*

Phanthip Yangklan

School of Accountancy, Sripatum University

Abstract

This research aims to study 1) test the consistency of structural equation model of ESG disclosure and capital structure affecting the firm value of listed company on The Stock Exchange of Thailand, and 2) examine the impact of ESG disclosure and capital structure on the firm value of listed company in the Stock Exchange of Thailand. The sample group consisted of 204 companies listed company on the Stock Exchange of Thailand. The research instrument was data recording form. Secondary data were collected from 2018-2022 and subsequently analyzed using descriptive statistics and structure equation analysis (SEM).

The results showed that 1) the structural equation model of ESG disclosure and capital structure affecting firm value had a goodness of fit in empirical data: $CMIN/DF = 2.204$, $GFI = 0.979$, $AGFI = 0.915$, $CFI = 0.988$, $TLI = 0.964$, which indicating that the model has a good relationship with the empirical data, and 2) ESG disclosure has a significant positive impact on firm value, while ESG disclosure has no effect on capital structure, and capital structure has no effect on firm value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand.

Keywords: ESG Disclosure, Capital Structure, Firm Value

Cite this article as:

Boontim, N. & Yangklan, P. (2026). Structure Equation Model of ESG Disclosure and Capital Structure Affecting Firm Value of Companies Listed in The Stock Exchange of Thailand. *Journal of Management Science Pibulsongkram Rajabhat University*, 8(2), 35-49.

*Corresponding Author: nbacc2020@gmail.com

บทนำ

ข้อมูลด้านความยั่งยืน (Sustainability Information) เป็นข้อมูลที่แสดงถึงนโยบาย ผลกระทบ และผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมของธุรกิจ ภายใต้ระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี การที่บริษัทประกอบธุรกิจโดยคำนึงถึงการพัฒนาสิ่งแวดล้อม (Environmental) สังคม (Social) และการกำกับดูแลหรือบรรษัทภิบาล (Governance) (ESG) หรือที่เรียกว่าข้อมูล ESG ควบคู่ไปกับผลการดำเนินงานทางการเงินของธุรกิจ ซึ่งได้รับความนิยมจากนักลงทุนทั่วโลก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565) การเปิดเผยข้อมูล ESG จะช่วยให้ผู้ลงทุนและผู้ใช้ข้อมูลได้เห็นถึงมุมมองการดำเนินธุรกิจในมิติที่กว้างกว่าข้อมูลทางการเงิน ซึ่งจะทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อองค์กรด้านความสามารถในการจัดการธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ การเปิดเผยข้อมูลของธุรกิจเป็นกลไกสำคัญที่กระตุ้นใจเพื่อการลงทุน โดยธุรกิจที่มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ถูกต้อง และครบถ้วนก็จะมีสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียและดึงดูดให้ผู้ลงทุนเกิดความสนใจ การลงทุนที่คำนึงถึง ESG เป็นโอกาสของธุรกิจที่มีพื้นฐานเรื่องความยั่งยืนเพื่อช่วยสร้างความมั่นใจให้แก่กลุ่มทุนว่าบริษัทก้าวขึ้นมาเป็นผู้นำด้านนี้ในอนาคต (วิฑูรย์ วงศ์แหลมสิงห์, 2565)

สำหรับการตัดสินใจของนักลงทุนไม่เพียงแต่พิจารณาข้อมูลจากผลการดำเนินงานทางการเงินเท่านั้น ยังให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีแนวทางการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงความยั่งยืนทั้งของกิจการและสังคมโดยรวมมากขึ้น เพราะทุก ๆ การตัดสินใจสะท้อนให้เห็นถึง วิสัยทัศน์ของผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบ และแสวงหาผลตอบแทนที่ไม่ใช่อยู่ในรูปของผลกำไรเพียงอย่างเดียว แต่คำนึงถึงปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของกิจการด้วย (ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, 2565) ดังนั้น การดำเนินธุรกิจควรเปิดเผยข้อมูล ESG เพื่อให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลเพียงพอสำหรับการพิจารณาลงทุน โดยเชื่อว่าจะช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนและสามารถสร้างผลตอบแทนได้สม่าเสมอ ควบคู่ไปกับการสร้างผลลัพธ์ที่ดีต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมในภาพรวม และมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นด้วย นอกจากนี้ การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเป็นหนึ่งในการตัดสินใจทางการเงินที่สำคัญของบริษัทซึ่งประกอบด้วยการกำหนดส่วนผสมที่เหมาะสมที่สุดในส่วนของทุนและหนี้สินสำหรับบริษัทที่ต้องการลดต้นทุนของเงินทุน โครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดของบริษัทจะต้องหาจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้และต้นทุนจากความเสี่ยงที่จะล้มละลาย ซึ่งจะสามารถทำให้มูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้น (สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต และดวงกมล นีรพัฒน์กุล, 2560) โครงสร้างเงินทุนที่มาจากการก่อหนี้มากเกินไปจะทำให้บริษัทต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่จะขาดสภาพคล่องหรือไม่สามารถชำระหนี้ได้ (วิชชุณี วงศ์ธนสารสิน และนงนิตย์ จันทร์จรัส, 2564) นอกจากนี้ การเลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและการลดต้นทุนถือเป็นการตัดสินใจทางการเงินที่สำคัญที่สุดของบริษัท (Ould Daoud Ellili, 2020) อีกทั้งยังมีความสำคัญในการบรรลุเป้าหมายผลการดำเนินงานทางการเงินและการเพิ่มมูลค่ากิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Asad, Iftikhar, & Jafary, 2019)

จากข้อมูลข้างต้นแสดงให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นเรื่องที่น่าสนใจแต่ไม่มีผลที่แน่ชัดว่าส่งผลกระทบต่อตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนหรือไม่อย่างไร งานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่ที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผย ESG มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นงานวิจัยที่มีเพียงส่วนใดส่วนหนึ่งเท่านั้น แต่ยังไม่เคยมีการศึกษาความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของทั้งสามประเด็นดังกล่าว ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาเกี่ยวกับโมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของงานวิจัย เรื่อง ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการเปิดเผยข้อมูล ESG นวัตกรรมสีเขียว โครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน ผลการดำเนินงานทางการเงิน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษางานวิจัยนี้

โมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เพื่อประโยชน์ต่อผู้บริหาร และผู้ลงทุนในการวางแผนเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน ESG การบริหารโครงสร้างเงินทุน เพื่อส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น และช่วยให้ผลการดำเนินงานของธุรกิจบรรลุเป้าหมายตามที่วางแผนไว้ เพื่อส่งผลให้เกิดความได้เปรียบทางการแข่งขันในอนาคต

วัตถุประสงค์ในการวิจัย

1. เพื่อทดสอบความสอดคล้องของโมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตของการวิจัย

ด้านเนื้อหา สามารถอธิบายขอบเขตด้านเนื้อหาได้ดังนี้

1. การเปิดเผยข้อมูล ESG (ESG Disclosure) ประกอบด้วย ข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) ข้อมูลด้านสังคม (Social) และข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล (Governance)
2. โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total Asset Ratio: DTA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: DE)
3. มูลค่ากิจการ (Firm Value) ประกอบด้วย การวัดค่าจาก Tobin's Q และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio)

ด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ขอบเขตด้านประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลในปี 2565 จำนวนทั้งสิ้น 602 บริษัท (โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน) และกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลตัวแปรครบถ้วน มีจำนวนเท่ากับ 204 บริษัท โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทางการเงินของบริษัทปี พ.ศ. 2561 – 2565 เป็นระยะเวลา 5 ปี

ด้านเวลา

ผู้วิจัยดำเนินการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เก็บรวบรวมข้อมูลและจัดทำรายงานผลการวิจัยตั้งแต่ พ.ศ. 2565 - 2568

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย

1. เพื่อทราบถึงความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูล และโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการ และช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน ผู้ถือหุ้น และผู้ที่เกี่ยวข้องสำหรับการตัดสินใจในการลงทุน
2. ได้ข้อค้นพบเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล ESG เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการดำเนินธุรกิจในการพัฒนากลยุทธ์ แผนการดำเนินธุรกิจ และการจัดทำรายงานความยั่งยืน
3. นักลงทุนสามารถนำข้อมูลในงานวิจัยนี้ไปเป็นแนวทางประกอบการพิจารณาในการตัดสินใจลงทุนในธุรกิจ เพื่อให้ได้รับผลประโยชน์มากที่สุด

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล ESG

การเปิดเผยข้อมูล ESG คือ การที่กิจการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental: E) สังคม (Social: S) และการกำกับดูแลหรือบรรษัทภิบาล (Governance: G) หรือที่เรียกว่า ESG ภายใต้แนวคิดเกี่ยวกับการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืน (Sustainability) ควบคู่ไปกับผลการดำเนินงานทางการเงินของธุรกิจ ซึ่งได้รับความนิยมจากนักลงทุนทั่วโลก ESG เป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ประกอบการพิจารณาลงทุน (วิฑูรย์ วงศ์แหลมสิงห์, 2565) ดังนั้น ผลการดำเนินงาน ESG ถือเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจทางธุรกิจ และสามารถสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันธุรกิจในสถานการณ์ปัจจุบันอีกด้วย

แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) หมายถึง ส่วนผสมของแหล่งเงินลงทุนระยะยาวของกิจการ ซึ่งอยู่ในรูปของหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้น โดยโครงสร้างเงินทุนมีวัตถุประสงค์เพื่อการลงทุนในระยะยาวของกิจการ ประกอบด้วยทุนของตราสารหนี้และทุนของผู้ถือหุ้น เงินทุนจึงถือเป็นปัจจัยสำคัญขององค์กร (ปริยดา สุขเจริญสิน, 2561) โดยทั่วไปการวัดความเหมาะสมของโครงสร้างทางการเงินและโครงสร้างเงินทุนมักใช้อัตราส่วนแสดงความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage Ratio) อัตราส่วนเหล่านี้เป็นการวัดโครงสร้างทางการเงินของกิจการว่ามีสัดส่วนหนี้สินเป็นกี่เท่าของทุน การมีหนี้สินมากเกินไปจะเป็นภาระเรื่องดอกเบี้ยและมีความเสี่ยงที่อาจขาดสภาพคล่องได้ทำให้กิจการไม่มั่นคง กิจการใดที่มีหนี้สินมากเกินไปจะทำให้ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารประสบปัญหาในการหมุนเงิน (กรมส่งเสริมอุตสาหกรรม, 2566)

แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ

มูลค่ากิจการ (Firm Value) หมายถึง มูลค่าองค์กรที่แสดงถึงความมั่งคั่งสะสมและมูลค่าในอนาคตขององค์กรธุรกิจ (Wang & Sun, 2022) รวมทั้งการรับรู้ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยเฉพะานักลงทุนที่เกี่ยวข้องกับราคาในตลาดหุ้นของบริษัท (Agustia, Sawarjuwono, & Dianawati, 2019) โดยแสดงถึงผลรวมของมูลค่าหนี้สินและมูลค่าในส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้น ไม่ว่ากิจการจะจัดสรรสัดส่วนระหว่างหนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างไร จะไม่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการโดยรวม (ปริยดา สุขเจริญสิน, 2561) มูลค่าของบริษัทสามารถสะท้อนผ่านราคาหุ้นของบริษัท มูลค่ากิจการที่สูงสามารถให้ความมั่นใจแก่ตลาดว่าไม่เพียงแต่ผลประกอบการของบริษัทในปัจจุบันเท่านั้น แต่ยังรวมถึงผลประกอบการที่ดีในอนาคตอีกด้วย (Khusnah, Anugraini, & Fabiola, 2021; Khusnah, Mardiyah Anugraini, & Putra, 2021) ยิ่งราคาหุ้นสูง มูลค่ากิจการก็จะยิ่งสูงขึ้น แสดงให้เห็นถึง ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นที่สูงเช่นกัน ไม่ว่าบริษัทใดก็มีเป้าหมาย คือ การเพิ่มมูลค่าของกิจการให้สูงสุด

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) โดย Spence (1973) อธิบายว่า ผู้บริหารย่อมมีข้อมูลข่าวสารมากกว่าผู้ลงทุน การตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ลงทุนรู้ว่าผู้บริหารมีความเห็นอย่างไรต่อทิศทางของบริษัทในอนาคต (ธกานต์ ชาตวงศ์, 2560) สำหรับการศึกษาของ Miller and Rock (1985) อธิบายว่า ผู้บริหารมีข้อมูลข่าวสารที่มากกว่าผู้ลงทุน ดังนั้นการตัดสินใจต่าง ๆ จะเป็นการส่งสัญญาณให้กับผู้ลงทุนให้ได้ทราบถึงผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อสะท้อนถึงทิศทางของกิจการในอนาคต (ณัฐพล มะลิซ้อน, อริชัย รักธรรม และทรงพร หาญสันติ, 2563) นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่า ผู้มีส่วนได้เสียใช้ประเด็นต่าง ๆ ที่บริษัทเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (อรุณี ยศบุตร, 2566)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การเปิดเผยข้อมูล ESG ถือเป็นองค์ประกอบที่สำคัญและสามารถบูรณาการในการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน ความสามารถในการใช้เงินทุน และโครงสร้างเงินทุนของกิจการได้อย่างดี ประเทศต่าง ๆ ในอาเซียนกำลังขับเคลื่อนเป้าหมายด้านความยั่งยืน โดยครอบคลุมผลการดำเนินงาน ESG ซึ่งพบว่า มีทั้งผลกระทบเชิงบวกและเชิงลบต่อความสามารถในการใช้เงินทุนของกิจการ ซึ่งเกิดจากการทดแทนโครงสร้างหนี้สิน การเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก ชิดจำกัดความยืดหยุ่นทางการเงิน และต้นทุนทางการเงิน (Adeneye, Kammoun, & Ab Wahab, 2022) ในขณะที่ Delvia, Efni and Haryetti (2022) พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน แต่ Adeneye, Kammoun and Ab Wahab (2022) อธิบายว่าความสัมพันธ์ระหว่างปัญหาด้านสิ่งแวดล้อมและต้นทุนของตราสารทุนและหนี้สินของบริษัทก่อให้เกิดปัจจัยภายนอกด้านสิ่งแวดล้อมส่งผลให้ส่วนของเงินทุนและต้นทุนของหนี้สินที่สูงขึ้น จากข้อมูลดังกล่าวจึงกำหนดสมมติฐานได้ดังนี้

H1: การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างของเงินทุน

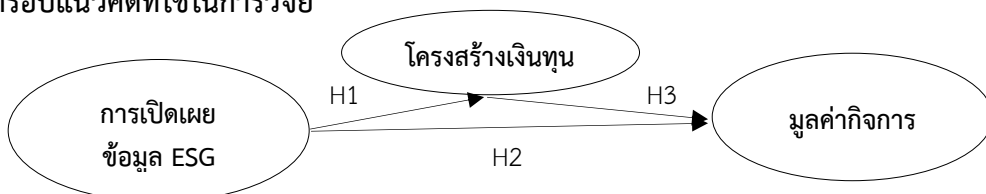
นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูล ESG จะช่วยให้กิจการได้รับการยอมรับทางสังคม และส่งเสริมการพัฒนาที่ยั่งยืน มาตรการป้องกันสิ่งแวดล้อม สถานะความรับผิดชอบต่อสังคมและธรรมาภิบาลขององค์กรส่งผลโดยตรงต่อการประเมิน ESG และการปรับปรุงการประเมินดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อการเพิ่มกิจการ ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับมูลค่ากิจการ จะช่วยให้มีการปรับปรุงมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล ESG เพื่อให้เกิดความโปร่งใส รวมถึงพัฒนาความยั่งยืนและหลักธรรมาภิบาล (Stiadi, 2023) มูลค่ากิจการมีโอกาสดำเนินการตามความเข้มแข็งและลดลงตามความกังวลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ได้ (Sadiq, Singh, Raza, & Mohamad, 2020) แสดงให้เห็นว่า หากธุรกิจให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูล ESG มากขึ้น จะช่วยเพิ่มมูลค่าขององค์กรได้มากขึ้นด้วย (Wu, Li, Du & Li, 2022) จากข้อมูลดังกล่าวจึงกำหนดสมมติฐานได้ดังนี้

H2: การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

สำหรับแนวคิดของ Modigliani and Miller (1963) ได้อธิบายว่า มูลค่าของบริษัทจะเพิ่มขึ้นพร้อมกับการทางการเงินที่สูงขึ้น โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะแสดงถึงระดับของความสามารถในการใช้เงินทุนของกิจการ ช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการให้สูงสุดและลดต้นทุนของเงินทุนให้น้อยที่สุดในเวลาเดียวกัน เพื่อสร้างสมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน (Ayange, Emmanuel, Rosemary, Ndudi & Samuel, 2021) การกำหนดนโยบายทางการเงิน โดยกำหนดตำแหน่งของโครงสร้างเงินทุนอยู่ในจุดที่เหมาะสม การเพิ่มสินเชื่อทุกครั้งจะเพิ่มมูลค่าของบริษัท ในทางกลับกัน หากโครงสร้างเงินทุนอยู่เหนือจุดที่เหมาะสม การเพิ่มสินเชื่อทุกครั้งจะทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง (Rahmawati, 2020) จากข้อมูลดังกล่าวจึงกำหนดสมมติฐานได้ดังนี้

H3: โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

กรอบแนวคิดที่ใช้ในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวความคิดที่ใช้ในการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้วิธีการดำเนินการวิจัย ดังนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลในปีพ.ศ. 2565 จำนวนทั้งสิ้น 680 บริษัท โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน จำนวน 68 บริษัท ดังนั้น ประชากรที่ใช้ในงานวิจัยนี้มีจำนวนคงเหลือเท่ากับ 602 บริษัท

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยยกเว้นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน, บริษัทที่ถูกเพิกถอน และบริษัทที่มีรายงานข้อมูลงบการเงินไม่ครบถ้วน จากนั้นเลือกการสุ่มกลุ่มตัวอย่างอย่างง่าย (Simple random sampling) บริษัทที่มีข้อมูลตัวแปรครบถ้วน จำนวน 204 บริษัท

2. เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา คือ แบบบันทึกข้อมูล โดยแบ่งออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

2.1 การเปิดเผยข้อมูล ESG (ESG Disclosure) ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) ด้านสังคม (Social) และด้านบรรษัทภิบาล (Governance) เก็บข้อมูลโดยใช้วิธีการนับจำนวนตามเกณฑ์และวัดระดับค่าคะแนนจากการเปิดเผยข้อมูล

2.2 โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total Asset Ratio) และอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio)

2.3 มูลค่ากิจการ (Firm Value) ได้แก่ Tobin' Q และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio)

3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Sources) จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี รายงานความยั่งยืน และงบการเงินที่เผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 – 2565 เป็นระยะเวลา 5 ปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนและสอดคล้องกัน

4. สถิติที่ใช้ในการวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลของงานวิจัยโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน เพื่อทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์สถิติพหุตัวแปรโมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM)

ผลการวิจัย

1. ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปร การเปิดเผยข้อมูล ESG โครงสร้างเงินทุน และมูลค่ากิจการ แสดงได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน

ตัวแปร(Variables)	n	MIN	Max	$\bar{X}$	S.D.
การเปิดเผยข้อมูล ESG (ESG)					
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENV)	204	0.430	5.000	3.782	1.116
ด้านสังคม (SOC)	204	1.060	3.990	3.117	0.431
ด้านบรรษัทภิบาล (GOV)	204	1.030	5.000	3.694	0.907

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ตัวแปร(Variables)	n	MIN	Max	$\bar{X}$	S.D.
โครงสร้างเงินทุน (CS)					
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DTA)	204	0.060	1.260	0.479	0.193
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (DE)	204	-0.550	12.120	1.133	1.250
มูลค่ากิจการ (FV)					
Tobin's Q (TOQ)	204	0.470	5.53	1.399	0.868
อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV)	204	-0.050	9.250	1.989	1.733

จากตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของตัวแปร พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ประกอบด้วย การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.430 ค่าสูงสุดเท่ากับ 5.000 มีค่าเฉลี่ยมากที่สุด ($\bar{X} = 3.782$, S.D. = 1.116) รองลงมาเป็น การเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาล มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.030 ค่าสูงสุดเท่ากับ 5.000 ($\bar{X} = 13.694$, S.D. = 0.907) และการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.060 ค่าสูงสุดเท่ากับ 3.990 ($\bar{X} = 3.117$, S.D. = 0.431)

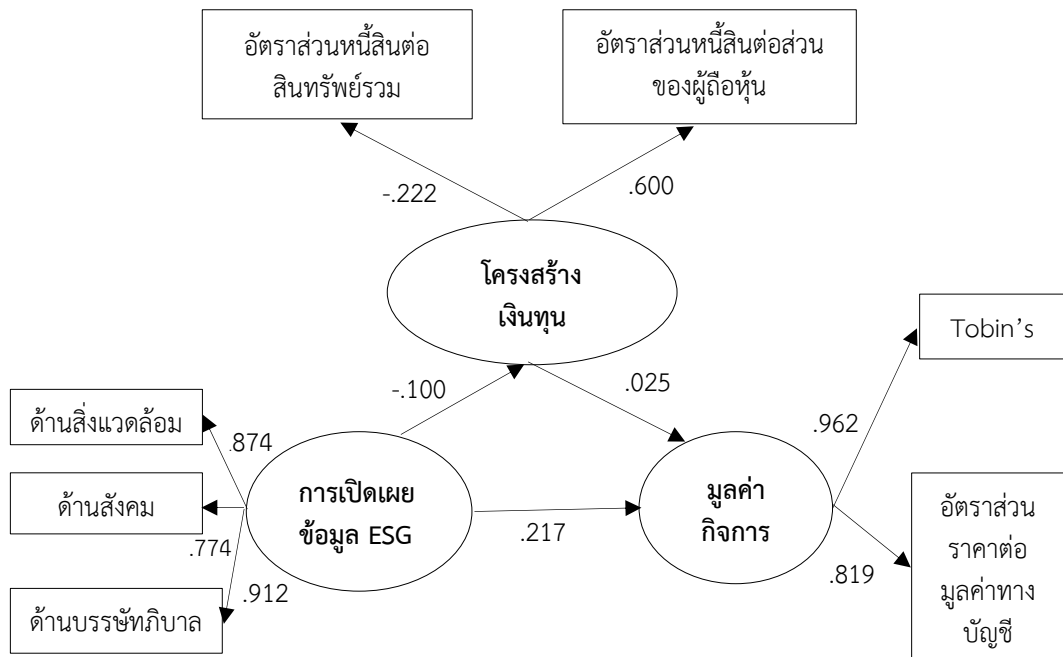
โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.060 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.260 ($\bar{X} = 0.479$, S.D. = 0.193) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.550 ค่าสูงสุดเท่ากับ 12.120 ($\bar{X} = 1.133$, S.D. = 1.250)

มูลค่ากิจการ ประกอบด้วย Tobin's Q มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.470 ค่าสูงสุดเท่ากับ 5.530 ($\bar{X} = 1.399$, S.D. = 0.868) และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.050 ค่าสูงสุดเท่ากับ 9.250 ($\bar{X} = 1.989$, S.D. = 1.733)

2. ผลการทดสอบความสอดคล้องของโมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีรายละเอียดดังนี้

2.1 องค์ประกอบเชิงยืนยันโมเดล เพื่อทดสอบความเที่ยงตรงของตัวแปรแฝง (Latent Variable) ซึ่งมีจำนวน 3 ตัวแปร ได้แก่ การเปิดเผยข้อมูล ESG มีตัวแปรสังเกตได้ (Observable Variable) ประกอบด้วย ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล โครงสร้างเงินทุน มีตัวแปรสังเกตได้ ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม และมูลค่ากิจการ มีตัวแปรสังเกตได้ ประกอบด้วย Tobin's Q และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันโมเดล พบว่า ค่าดัชนีความกลมกลืน CMIN/DF, RMSEA, GFI และ CFI เป็นไปตามเกณฑ์ และค่าน้ำหนักองค์ประกอบแต่ละเส้นมีค่าแตกต่างจาก 0 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัว แสดงว่า ตัวแปรแฝงทั้ง 3 ตัวแปรมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์

2.2 โมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลังจากปรับแก้โมเดลด้วยการปรับค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร โมเดลมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ดังภาพที่ 2 และตารางที่ 2



CMIN/DF = 2.204, GFI = 0.979, AGFI = 0.915, CFI = .988, RMSEA = 0.077, IFI = 0.988, TLI = 0.964

ภาพที่ 2 โมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความสอดคล้องของโมเดลสมการโครงสร้างหลังจากปรับแก้โมเดล

ค่าดัชนีความกลมกลืน	เกณฑ์	ค่าดัชนีที่วัดได้	ผลการพิจารณา
CMIN/df	$\chi^2 / df \leq 3$	2.204	ผ่านเกณฑ์
GFI	> 0.95	0.979	ผ่านเกณฑ์
AGFI	> 0.90	0.915	ผ่านเกณฑ์
CFI	> 0.95	0.988	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.08	0.077	ผ่านเกณฑ์
IFI	> 0.95	0.988	ผ่านเกณฑ์
TLI	> 0.95	0.964	ผ่านเกณฑ์

ที่มา: เกณฑ์การประเมิน (อภิญา อิงอาจ, 2565)

จากภาพประกอบที่ 2 และตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความสอดคล้องของโมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า แบบจำลองโมเดลสมการโครงสร้างมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งพิจารณาจากดัชนีความกลมกลืน (Fix Index) ประกอบด้วย ค่าไค-สแควร์สัมพัทธ์ (CMIN/df = 2.204) ผ่านเกณฑ์ตามที่กำหนดเพราะมีค่าน้อยกว่า 3 ดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI=0.979) ผ่านเกณฑ์ตามที่กำหนดเพราะมีค่ามากกว่า 0.95 ดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI=0.915) ผ่านเกณฑ์ตามที่กำหนด

โมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เพราะมีค่ามากกว่า 0.90 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนเปรียบเทียบ (CFI=0.988) ผ่านเกณฑ์ตามที่กำหนด เพราะมีค่ามากกว่า 0.95 ค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของความคลาดเคลื่อน (RMSEA=0.077) ผ่านเกณฑ์ตามที่กำหนดเพราะมีค่าน้อยกว่า 0.08 ค่าดัชนีวัดความกลมกลืนที่เพิ่มขึ้น (IFI=0.988) ผ่านเกณฑ์ตามที่กำหนดเพราะมีค่ามากกว่า 0.95 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนของ Tucker-Lewits (TLI=0.964) ผ่านเกณฑ์ตามที่กำหนดเพราะมีค่ามากกว่า 0.95

3. ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการวิเคราะห์ตามการทดสอบสมมติฐานได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์ผลกระทบตามการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐาน	Beta (β)	P	นัยสำคัญทางสถิติ	ผลการทดสอบ
H1: การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างของเงินทุน	-.100	0.410	ไม่มี	ปฏิเสธ
H2: การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ	0.221	0.009**	มี เชิงบวก	ยอมรับ
H3: โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ	0.025	0.835	ไม่มี	ปฏิเสธ

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 3 การวิเคราะห์ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งตามสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1: การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างของเงินทุน พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่มีผลกระทบต่อโครงสร้างของเงินทุน ($P=0.410$) ดังนั้น ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 1

สมมติฐานที่ 2: การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ($P=0.009$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ดังนั้น ยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 2

สมมติฐานที่ 3: โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ พบว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ($P = 0.835$) ดังนั้น ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 3

อภิปรายผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ สามารถอภิปรายผลตามสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

1. การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน สอดคล้องกับ Koundouri, Pittis and Plataniotis (2022) ระบุว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม กล่าวคือ การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่ใช่ปัจจัยสำคัญต่อประสิทธิภาพโครงสร้างเงินทุนหรือความสามารถในการระดมทุนของบริษัท บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่แข็งแกร่ง โดยทั่วไปจะ

มีอัตรากำไรที่มากกว่า แต่ผลการศึกษาก็ไม่ได้สอดคล้องกับทุกอุตสาหกรรม เนื่องจากระดับหนี้สินที่เหมาะสมจะแตกต่างกันไปในแต่ละภาคส่วน การเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถทำให้บริษัทเปลี่ยนระดับหนี้สินให้เหมาะสม และดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นด้วยเงินทุนที่ถูกกว่า อีกทั้งยังช่วยผู้บริหารในการเพิ่มมูลค่าบริษัท และมีส่วนช่วยในการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนของธุรกิจได้ ในขณะที่ผลการวิจัยนี้ไม่สอดคล้องกับ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ระบุว่าบริษัทเปิดเผยข้อมูลเชิงบวกต่อบุคคลภายนอกจะได้รับผลตอบแทนเชิงบวกเช่นกัน (Delvia, Efni & Haryetti, 2022) ดังนั้น การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่สามารถรับประกันได้ว่า บริษัทจะก่อหนี้สินเพิ่มขึ้นหรือลดลง รวมถึงไม่ได้ยืนยันว่าข้อมูลดังกล่าวจะสามารถลดการผิดนัดชำระหนี้ได้ เนื่องจากการเพิ่ม/ลดโครงสร้างเงินทุนของแต่ละธุรกิจอาจเกิดจากหลายปัจจัยทั้งภายในและภายนอกกิจการ ในงานวิจัยนี้บริษัทส่วนใหญ่อยู่ในช่วงเริ่มต้นวางแผนที่จะพัฒนาด้าน ESG เนื่องจากการส่งเสริมจากตลาดหลักทรัพย์ฯ แต่เป็นไปด้วยความสมัครใจ อีกทั้ง ช่วงเวลาดังกล่าวประเทศไทยประสบปัญหาโรคระบาดโควิด 19 ส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจ ทำให้การลงทุนหลาย ๆ โครงการที่เกี่ยวกับ ESG ชะลอหรืออาจจะต้องหยุดไป ก่อน จากสถานการณ์ดังกล่าว อาจเป็นสาเหตุให้การเปิดเผยข้อมูล ESG จึงไม่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน

2. การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สอดคล้องกับ Aydogmus, Gulay and Ergun (2022) และ Grishunin, Naumova, Burova, Suloeva and Nekrasova (2022) ซึ่งพบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และสอดคล้องตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) การส่งเสริมแนวปฏิบัติด้านความยั่งยืนจะช่วยลดต้นทุนทางการเงินและเพิ่มการใช้หนี้ ซึ่งถือเป็นแนวทางในการช่วยเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้อย่างยั่งยืน (Adeneye, Kammoun, & Ab Wahab, 2022) อธิบายได้ว่า ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีต่อมูลค่ากิจการ จะช่วยให้มีการปรับปรุงมาตรฐาน ESG เพื่อให้เกิดความโปร่ง รวมถึงพัฒนาความยั่งยืนและหลักธรรมาภิบาล (Stiadi, 2023) มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นตามความเข้มแข็งและลดลงตามความกังวลในการเปิดเผยข้อมูล ESG ได้ (Sadiq et al., 2020) อีกทั้งยังช่วยสร้างความมั่นใจให้กับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งการเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นการให้ข้อมูลเชิงลึกแก่ผู้ถือหุ้น และเพิ่มมูลค่าของบริษัท (Mohamad, 2020) นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูล ESG ยังมีส่วนช่วยสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันที่ยั่งยืนของธุรกิจในอนาคต

3. โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา พบว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากเกิดสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลต่อมูลค่ากิจการในภาคธุรกิจทั่วโลก สอดคล้องกับ สุรีย์ เข้มทอง และกัลยาณี ภาคออต (2565) พบว่า โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจ และสอดคล้องกับ ชุติพร วณิชชานนท์ (2565) พบว่า โครงสร้างเงินทุนของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในช่วงระหว่างการแพร่ระบาดของโควิด-19 ซึ่งข้อมูลที่เก็บรวบรวมในงานวิจัยนี้เป็นช่วงเวลาในประเทศไทยและทั่วโลกต้องเผชิญกับสถานการณ์โรคระบาดโควิด-19 ผลการวิจัยจึงแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ต้องประสบปัญหาขาดทุนและต้องจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อใช้หมุนเวียนในกิจการ และนักลงทุนลดการลงทุนลงเนื่องจากมีความเสี่ยงในการตัดสินใจลงทุนจากสถานการณ์ดังกล่าวอีกด้วย ซึ่งหากในสถานการณ์ก่อนช่วงเกิดโรคระบาด การกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัท ดังนั้น หากโครงสร้างเงินทุนอยู่ในจุดที่

โมเดลสมการโครงสร้างของการเปิดเผยข้อมูล ESG และโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เหมาะสมจะเป็นประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท การตัดสินใจที่สำคัญที่สุดของบริษัท จึงเกี่ยวข้องกับการกำหนดสัดส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นเพื่อลดต้นทุนของเงินทุน และเพิ่มมูลค่าสูงสุดให้กิจการ

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะทั่วไป

1.1 จากผลการวิจัย พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น บริษัทควรรายงานผลการดำเนินงานทางการเงินควบคู่ไปกับการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน โดยเฉพาะการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) เป็นการแสดงศักยภาพของธุรกิจ ในการพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงาน ลดความเสี่ยง ลดต้นทุนในการดำเนินงาน สร้างภาพลักษณ์ที่ดีแก่ธุรกิจ ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นในอนาคต และสร้างข้อได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืนในอนาคต

1.2 สำหรับนักลงทุน การตัดสินใจลงทุนไม่ได้ใช้เพียงข้อมูลผลการดำเนินงาน โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และมูลค่าของกิจการเท่านั้น แต่จะพิจารณาจากข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน ได้แก่ การเปิดเผยข้อมูล ESG ประกอบการตัดสินใจอีกด้วย เนื่องจากมีส่วนช่วยกระตุ้นให้นักลงทุนตัดสินใจลงทุนในธุรกิจได้มากขึ้น ดังนั้น บริษัทควรวางแผนกลยุทธ์โดยการกำหนดแนวทางการปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) พร้อมทั้งจัดทำรายงานการพัฒนาย่างยั่งยืนซึ่งจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ

1.3 หน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรพัฒนาการรายงานข้อมูล ESG ให้มีรูปแบบและรายละเอียดของข้อมูลที่เหมาะสม เพียงพอต่อการนำไปใช้ในการวางแผน ควบคุม และประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและประสิทธิผล เพื่อสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน และสามารถดำเนินธุรกิจในสภาพเศรษฐกิจที่เป็นอยู่ในปัจจุบันและในอนาคต

2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 ควรเพิ่มตัวแปรอื่น ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของตัวแปร เช่น ความสามารถในการทำกำไร การกำกับดูแลกิจการ หรือขนาดของกิจการ เป็นต้น เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท และสามารถนำไปใช้ในการกำหนดกลยุทธ์การดำเนินงานเกี่ยวกับด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทในอนาคต

2.2 ควรวิเคราะห์ผลกระทบการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน และมูลค่ากิจการแยกตามแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อสะท้อนผลการวิจัยว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลในอุตสาหกรรมใดบ้าง หรือดำเนินการศึกษาในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน กล่าวคือ ศึกษาเปรียบเทียบผลการศึกษาระหว่างสถานการณ์ที่เกิดโรคระบาด COVID-19 กับสถานการณ์ปกติ เพื่อประโยชน์ต่อการวางแผนการดำเนินงานของบริษัท

เอกสารอ้างอิง

- กรมส่งเสริมอุตสาหกรรม. (2566). *โครงสร้างทางการเงินและเงินทุนที่เหมาะสมกับกิจการ*. สืบค้น 29 มกราคม 2566, จาก https://www.dip.go.th/uploadcontent/MSA/O14/028_handbook_o14.pdf
- ชลธิพร วนิชขานนท์. (2565). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการในช่วงก่อนและระหว่างการแพร่ระบาดของโควิด-19 กรณีศึกษาของอุตสาหกรรมบริการในประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

- ณัฐพล มะลิซ้อน, อริชัย รักธรรม และทรงพร หาญสันติ. (2563). ผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์: กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์*, 14(21), 15-32.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *การเปิดเผยข้อมูลและรายงานด้านความยั่งยืน Sustainability Disclosure and Reporting*. สืบค้น 9 กันยายน 2565, จาก <http://setsustainability.com/page/disclosure>.
- ธกานต์ ชาตวิวงศ์. (2560). ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี: จากอดีตถึงอนาคต. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจสมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทยในพระบรมราชูปถัมภ์ สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารี*, 6(2), 203-212.
- ปรีดา สุขเจริญสิน. (2561). *การตัดสินใจทางการเงินธุรกิจเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ*. กรุงเทพฯ: คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- ประสาร ไตรรัตน์วรกุล. (2565). ESG License to Grow. *จดหมายข่าวสภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์*, 102(2), 12-18.
- วิษุณี วงศ์ธนสารสิน และณงค์นิตย์ จันทร์จรัส. (2564). บทบาทของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Modern Learning Development*, 6(1), 1-15.
- วิฑูรย์ วงศ์แหลมสิงห์. (2565). Accounting and Reporting for ESG. *จดหมายข่าวสภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์*, 102(2), 6-8.
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต และดวงกมล นีรพัฒน์กุล. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 1(3), 1-17.
- สุรีย์ เข้มทอง และกัลยาณี ภาคออต. (2565). โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย. *วารสารรัชภาคย์*, 16(46), 445-464.
- อภิญา อิงอาจ. (2565). หลักการ ทฤษฎี และแนวปฏิบัติ การพัฒนาแบบจำลองสมการโครงสร้าง. กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อรุณี ยศบุตร. (2566). องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. *วารสารบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์ราชมงคลล้านนา*, 11(2), 73-92.
- Adeneye, Y., Kammoun, I. & Ab Wahab, S. N. A. (2022). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Emerald Group Publishing Limited, 14(5), 945-977,
- Agustia, D., Sawarjuwono, T., & Dianawati, W. (2019). The mediating effect of environmental management accounting on green innovation-firm's value relationship. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 9(2), 299-306.

-
- Asad, M., Iftikhar, K. I., & Jafary, A. Y. (2019). Relationship between capital structure and financial performance of textile sector companies. *Kashmir Economic Review*, 28(1), 39-51.
- Ayange, A., Emmanuel, N. C., Rosemary, I. H., Ndudi, U. C., & Samuel, U. E. (2021). Effect of capital structure on firm's performance in Nigeria. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(1), 15-23.
- Aydogmus, M., Gulay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(S2), S119-S1279.
- Delvia, S., Efni, Y., & Haryetti, H. (2022). Analysis of the Effect of Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosures on Capital Structure with Company Performance as an Intervening Variable (Empirical Study on Companies Listed in Sri-Kehati Index Stocks for the 2017-2019 Period). *INTERNATIONAL JOURNAL OF ECONOMICS, BUSINESS AND APPLICATIONS*, 7(1), 1-20.
- Grishunin, S., Naumova, E., Burova, E., Suloeva, S., & Nekrasova, T. (2022). The impact of sustainability disclosures on value of companies following digital transformation strategies. *International Journal of Technology*, 13(7), 1432-1441.
- Khusnah, H., Anugraini, M., & Fabiola, V. P. (2021). *Mediating Effect of Financial Performance on The Effect Green Innovation on Firm Value*. Retrieved June16, 2023, From <http://ieomsociety.org/proceedings/2021monterrey/293.pdf>.
- Khusnah, H., Mardiyah Anugraini, V. P. F., & Putra, R. S. (2021). Mediating Effect of Financial Performance on The Effect Green Innovation on Firm Value. In *Proceedings of the International Conference on Industrial Engineering and Operations Management Monterrey*, pp.1762-1769. Mexico: Mexico City.
- Koundouri, P., Pittis, N., & Plataniotis, A. (2022). The Impact of ESG Performance on the Financial Performance of European Area Companies: An Empirical Examination. *Environmental Sciences Proceedings*, 15(1), 1-11.
- Miller, M. H. & Rock, K. (1985) Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Mohamad, N. E. A. B. (2020). Do Environmental, Social, and Governance Practices (ESG) Signify firm Value? Evidence from FTSE4Good Bursa Malaysia (F4GBM). *Global Business and Management Research: An International Journal*, 12(4), 365-376.
- Rahmawati, C. H. (2020). The Profitability, Firm's Size, Dividend Payout Ratio and Firm's Value: Capital Structure Intervention. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Kewirausahaan (JEBIK)*, 9(3), 218-235.
-

-
- Ould Daoud Ellili, N. (2020). Environmental, social, and governance disclosure, ownership structure and cost of capital: Evidence from the UAE. *Sustainability*, 12(18), 7706.
- Sadiq, M., Singh, J., Raza, M., & Mohamad, S. (2020). The Impact of Environment, Social and Governance Index on Firm Value: Evidence from Malaysia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10(5), 555-562.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The quarterly journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Stiadi, D. (2023). Moderating Environmental, Social, and Governance (ESG) risk in the relationship between investment decision and firm value. In *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science, Volume 1177, 8th International Conference on Sustainable Agriculture, Food and Energy (SAFE-2020)*, pp.1-13. DOI: 10.1088/1755-1315/1177/1/012007
- Wang, F. & Sun, Z. (2022). Does the Environmental Regulation Intensity and ESG Performance Have a Substitution Effect on the Impact of Enterprise Green Innovation: Evidence from China. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 19(14), 8558.
- Wu, S., Li, X., Du, X. & Li, Z. (2022). The impact of ESG performance on firm value: The moderating role of ownership structure. *Sustainability*, 14(21), 1-22.