

ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ที่ส่งผลต่อความสามารถ
ในการทำกำไรอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance on Sustainable Profitability: Evidence from Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

สุพาณี หาญชนะ^{1*}, นวลปรังค์ แจบไธสง² และสมใจ บุญหมื่นไวย²
Supanee Hanachana^{1*}, Nualprang Chaepthaisong² and Somjai Boonmuenwai²

Received: January 18, 2026; Revised: July 03, 2026; Accepted: July 07, 2026

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบอิทธิพลของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (วัดผลผ่านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์: ROA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่างเจาะจง รวมจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 786 ข้อมูล ครอบคลุมระยะเวลา 2 รอบบัญชี คือ พ.ศ. 2566 ถึง พ.ศ. 2567 กำหนดเกณฑ์การคัดเลือกไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากลักษณะการประกอบธุรกิจ กฎหมายที่เกี่ยวข้อง และหลักเกณฑ์มีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น และไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ และสถิติเชิงพรรณนา ซึ่งผลการวิจัยพบว่า ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อพิจารณาตามมิติพบว่า มิติด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROA อย่างมีนัยสำคัญมากที่สุด ($\beta = 0.364, p < 0.01$) โดยการบริหารจัดการทรัพยากรพลังงานและเชื้อเพลิงอย่างมีประสิทธิภาพช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไร มิติด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROA อย่างมีนัยสำคัญ ($\beta = 0.110, p < 0.01$) ซึ่งการลงทุนในทรัพยากรมนุษย์ผ่านค่าตอบแทนและสวัสดิการที่เหมาะสมส่งผลโดยตรงต่อผลิตภาพของกิจการและมิติด้านธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROA อย่างมีนัยสำคัญ ($\beta = 0.104, p < 0.01$) ระบบการกำกับดูแลที่แข็งแกร่งช่วยลดต้นทุนตัวแทนและสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุน ข้อค้นพบนี้สะท้อนให้เห็นว่าการดำเนินงานด้าน ESG ไม่ได้เป็นเพียงภาระต้นทุน แต่เป็น "กลไกเชิงกลยุทธ์" ที่ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพ การใช้สินทรัพย์และขับเคลื่อนความสามารถในการทำกำไรให้เติบโตไปพร้อมกับความยั่งยืนขององค์กรในระยะยาว

คำสำคัญ: ความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน ธรรมาภิบาล สังคม สิ่งแวดล้อม

¹ หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี วิทยาเขตนครราชสีมา, Master of Accountancy Program, Rajamangala University of Technology Ratchasima Campus Isan Ratchasima Campus

² คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี วิทยาเขตนครราชสีมา, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan Nakhon Ratchasima Campus

*Corresponding author e-mail: supanee.ha@rmuti.ac.th

Abstract

This study aimed to examine the influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) performance on the sustainable profitability of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). Purposive sampling was used to select 393 listed companies across two consecutive fiscal years (2023–2024), yielding a total of 786 firm-year observations. Financial sector companies and firms with incomplete data were excluded. Data were analyzed using descriptive statistics and multiple linear regression analysis. The findings showed that ESG performance had a statistically significant positive influence on Return on Assets (ROA). Examining each dimension, environmental performance had the strongest positive effect on ROA ($\beta = 0.364$, $p < .01$), reflecting the contribution of efficient energy and fuel resource management to profitability. Social performance also had a significant positive effect on ROA ($\beta = 0.110$, $p < .01$), indicating that investment in human capital through appropriate compensation and employee benefits directly enhances corporate productivity. Governance performance likewise had a significant positive effect on ROA ($\beta = 0.104$, $p < .01$), as robust corporate governance mechanisms reduce agency costs and strengthen investor confidence. These findings suggest that ESG performance should not be regarded merely as a cost burden but as a strategic mechanism that optimizes asset utilization and drives sustainable profitability in the long term.

Keywords: Sustainable Profitability, Governance, Society, Environment

บทนำ

ในทศวรรษที่ผ่านมาบริบทของการดำเนินธุรกิจทั่วโลกได้เปลี่ยนแปลงไปจากการมุ่งเน้นเพียงผลกำไรในระยะสั้น (Profit Maximization) ไปสู่การสร้างคุณค่าอย่างยั่งยืนในระยะยาวภายใต้แนวคิดสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ซึ่งแนวคิดดังกล่าวได้กลายเป็นมาตรฐานสำคัญที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียใช้ในการประเมินศักยภาพและความเสี่ยงขององค์กรนอกเหนือจากข้อมูลในงบการเงิน ปัจจุบันการดำเนินงานด้าน ESG ในระดับสากลได้รับแรงขับเคลื่อนที่สำคัญจากข้อกำหนดทางกฎหมายที่เข้มงวด เช่น มาตรฐาน Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) ของสหภาพยุโรป และกรอบการรายงานระดับโลกภายใต้ International Sustainability Standards Board (ISSB) เพื่อยกระดับการรายงานข้อมูลความยั่งยืนให้มีความน่าเชื่อถือเทียบเท่ากับรายงานทางการเงิน (European Parliament, 2022) สอดรับกับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้ผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงาน 56-1 One Report และเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนอย่างเป็นระบบ ตลอดจนเตรียมยกระดับสู่มาตรฐานสากลด้วยการเปลี่ยนผ่านระบบการประเมินจาก SET ESG Ratings ไปสู่โมเดล FTSE Russell ESG Scores ซึ่งจะเริ่มใช้อย่างเต็มรูปแบบ เพื่อดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจากผู้ลงทุนสถาบันทั่วโลก (Stock Exchange of Thailand, 2024)

ในมิติของการบัญชีและการบริหารจัดการทางการเงิน ปัญหาสำคัญที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มักเผชิญคือความคลุมเครือในการประเมินความคุ้มค่าของค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) เนื่องจากรายการเหล่านี้มักถูกบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายในงวดปัจจุบัน ซึ่งอาจส่งผลกระทบเชิงลบต่อกำไรสุทธิ และตัวชี้วัดประสิทธิภาพทางการเงินระยะสั้น ส่งผลให้ผู้บริหารบางส่วนยังคงมีทัศนคติว่าการลงทุนในด้าน ESG เป็นภาระต้นทุนที่บั่นทอนขีดความสามารถในการทำกำไรมากกว่าจะเป็นการสร้างประโยชน์เชิงเศรษฐกิจ ปรากฏการณ์ดังกล่าวสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งชี้ให้เห็นถึงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร โดยผู้บริหาร (Agents) มักมีแนวโน้มตัดสินใจเลือกการดำเนินงานที่สร้างผลตอบแทนทางการเงินในระยะสั้นเพื่อประโยชน์ส่วนตน และมองว่าการจัดสรรทรัพยากรไปกับโครงการความยั่งยืนระยะยาวเป็นภาระเชิงต้นทุน ดังนั้น การบูรณาการกลไก ESG โดยเฉพาะในมิติ ด้านธรรมาภิบาล (Governance) จึงทำหน้าที่เป็นเครื่องมือควบคุมสอดส่องและตรวจสอบที่เข้มแข็ง

ซึ่งช่วยลดปัญหาข้อมูลไม่สมมาตร (Information Asymmetry) ป้องกันการทุจริตคอร์รัปชัน และลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) เพื่อรักษาผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ลงทุนและมูลค่าของกิจการไม่ให้เกิดลงอย่างรวดเร็ว นั่นจึงอาจเป็นประเด็นปัญหาที่สำคัญว่า การทุ่มเททรัพยากรไปกับการดำเนินงานด้าน ESG นั้น ส่งผลสะท้อนต่อประสิทธิภาพผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนในลักษณะใด ซึ่งในหลายบริษัทอาจมองว่าการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อม (E) หรือสังคม (S) เป็นภาระต้นทุนที่ลดกำไรในระยะสั้น (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997) ในขณะที่มุมมองของทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) การบริหารจัดการตามแนวคิด ESG ถือเป็นกลยุทธ์สำคัญในการสร้างเกราะป้องกันเพื่อลดความเสี่ยงที่อาจกระทบต่อความมั่นคงของกิจการใน 3 ด้านหลักคือ ประเด็นแรก มิติด้านสิ่งแวดล้อมช่วยลดโอกาสการเกิดอุบัติเหตุทางมลพิษอันนำไปสู่ค่าปรับเชิงกฎหมาย ประเด็นที่สอง มิติด้านสังคมช่วยรักษาบุคลากรที่มีศักยภาพสูงและลดความขัดแย้งกับชุมชนรอบข้าง (Almeida & Darmansyah, 2019) และประเด็นสุดท้าย มิติด้านธรรมาภิบาลจะเป็นฐานรากในการสร้างความไว้วางใจ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนที่มีมูลค่าสูงในการดึงดูดเม็ดเงินลงทุน พัฒนาผลผลิตภาพของบุคลากร (Sharma et al., 2020) ข้อโต้แย้ง และความเชื่อมโยงทางทฤษฎีเหล่านี้จึงนำไปสู่ความต้องการศึกษาเชิงประจักษ์ว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ในแต่ละมิติ ส่งผลสะท้อนต่อผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน และความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี (ROA) ขององค์กรในระยะยาวในลักษณะใดอย่างแท้จริง และการบริหารจัดการความเสี่ยงด้าน ESG อย่างเป็นระบบ จึงเป็นกลไกสร้างความไว้วางใจ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนในการดึงดูดเงินทุน พัฒนาผลผลิตภาพของบุคลากร และขับเคลื่อนความสามารถในการทำกำไรในระยะยาว (Velte, 2017)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่า แม้จะมีงานวิจัยจำนวนมากศึกษาอิทธิพลระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงิน แต่ส่วนใหญ่มักเป็นการศึกษาในบริบทของตลาดทุนพัฒนาแล้วที่มีสภาพแวดล้อมทางกฎหมายและโครงสร้างพื้นฐานด้านความยั่งยืนที่แตกต่างจากตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ยิ่งไปกว่านั้น งานวิจัยในประเทศไทยส่วนใหญ่มักประเมินผลกระทบของคะแนน ESG ในภาพรวม (Aggregate Score) โดยไม่ได้แยกแยะให้เห็นเด่นชัดว่าเมื่อพิจารณาจำแนกรายมิติแล้ว ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม หรือธรรมาภิบาล มิติใดที่มีอิทธิพลต่อมาตรวัดผลตอบแทนทางบัญชีอย่างอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญมากกว่ากัน ท่ามกลางบริบทที่ตลาดทุนไทยกำลังเปลี่ยนผ่านเกณฑ์การประเมินมาตรฐานสากล จึงยังคงมีช่องว่างความรู้เชิงประจักษ์เกี่ยวกับการทดสอบว่าการทุ่มเททรัพยากรในแต่ละมิติของ ESG ส่งผลสะท้อนต่อความสามารถในการทำกำไรขององค์กรในลักษณะใดอย่างแท้จริง

ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงมุ่งลดช่องว่างดังกล่าวด้วยการศึกษาเชิงประจักษ์เพื่อทดสอบอิทธิพลของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วัดผลผ่านค่า ROA) โดยควบคุมปัจจัยด้านขนาดของกิจการ ผลการวิจัยครั้งนี้ไม่เพียงแต่จะช่วยอุดช่องว่างทางวิชาการในบริบทตลาดทุนไทย แต่ยังให้ข้อค้นพบเชิงนโยบายที่สำคัญแก่ผู้บริหารและนักลงทุนในการจัดสรรทรัพยากรด้านความยั่งยืนให้เป็น "กลไกเชิงกลยุทธ์" ที่ขับเคลื่อนมูลค่าทางเศรษฐกิจและการเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กรในระยะยาวอย่างแท้จริง (Khan, 2022; Whelan et al., 2021)

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อทดสอบอิทธิพลของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (วัดผลผ่านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ROA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทบทวนวรรณกรรม

แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ถือเป็นเกณฑ์การดำเนินธุรกิจยุคใหม่ที่มุ่งเน้นการสร้างที่ยั่งยืนในระยะยาวมากกว่าการแสวงหาผลกำไรเพียงอย่างเดียว โดยสามารถจำแนกออกเป็น 3 มิติหลักที่เกี่ยวพันซึ่งกันและกัน ประการแรกคือ มิติด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental - E) ที่ให้ความสำคัญกับการจัดการทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และการลดผลกระทบต่อธรรมชาติ อาทิ การบริหารจัดการค่าใช้จ่ายการใช้ไฟฟ้ารวม รวมถึงค่าใช้จ่ายค่าน้ำและเชื้อเพลิงรวม ซึ่งการจัดการที่ดีจะช่วยลดความเสี่ยงจากผลกระทบของภัยธรรมชาติ กฎหมายด้านสิ่งแวดล้อม และลดภาระต้นทุนจากค่าปรับด้านมลพิษ ต่อมาคือ มิติด้านสังคม (Social - S) ที่มุ่งเน้นการสร้างอิทธิพลที่ดีให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ตั้งแต่พนักงาน ลูกค้า ไปจนถึงชุมชน โดยครอบคลุมถึงการบริหารจัดการค่าตอบแทนพนักงาน การสมทบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และการลงทุนในค่าใช้จ่ายเพื่อการฝึกอบรมและพัฒนาบุคลากร การดำเนินงานด้านสังคมที่โดดเด่นจึงเป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ในการสร้างชื่อเสียง ความเชื่อมั่น และลดความเสี่ยงจากการละเมิดสิทธิมนุษยชน ประการสุดท้ายคือ มิติด้านธรรมาภิบาล (Governance - G) ซึ่งเป็นรากฐานสำคัญในการกำกับดูแลกิจการให้มีความโปร่งใสและสามารถตรวจสอบได้ โดยใช้ระดับคะแนนตามการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลเป็นตัววัดผลธรรมาภิบาลที่เข้มแข็งจะช่วยลดปัญหาตัวแทนและความเสี่ยงจากการทุจริต รวมถึงป้องกันการตัดสินใจที่ผิดพลาดของผู้บริหาร ความสำคัญของแนวคิด ESG จึงไม่ได้จำกัดอยู่เพียงการทำประโยชน์เพื่อสังคมเท่านั้น แต่เป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน การบริหารจัดการตามแนวคิดนี้ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการปรับตัวต่อวิกฤตการณ์และสร้างความไว้วางใจให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างยั่งยืน ซึ่งผลการวิจัยเชิงประจักษ์ในบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET พบว่าผลการดำเนินงานทั้ง 3 มิติ มีอิทธิพลเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ (Bassen et al., 2019; Velte, 2017) สิ่งนี้สะท้อนให้เห็นอย่างชัดเจนว่าความยั่งยืน และความสามารถในการทำกำไรสามารถเติบโตไปพร้อมกันได้ โดยการจัดสรรทรัพยากรเพื่อ ESG ถือเป็นกลไกสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์และสร้างผลตอบแทนทางบัญชีที่ดีกว่าในอนาคต (Khan, 2022; Whelan et al., 2021)

1. ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย Freeman (1984) ถือเป็นรากฐานสำคัญในการอธิบายเหตุผลที่องค์กรต้องดำเนินกิจกรรมด้าน ESG โดยทฤษฎีนี้เสนอว่า ความสำเร็จและความยั่งยืนของธุรกิจไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนความต้องการของผู้ถือหุ้น (Shareholders) แต่เพียงกลุ่มเดียว แต่ต้องคำนึงถึงบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่มีส่วนได้เสียทั้งทางตรงและทางอ้อม (Stakeholders) อันประกอบด้วย พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชน ตลอดจนสิ่งแวดล้อมในบริบทของการบัญชีเพื่อความยั่งยืน ทฤษฎีนี้อธิบายว่าการที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จัดสรรทรัพยากรเพื่อดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (E) และสังคม (S) เป็นการสร้างความสมดุลระหว่างความคาดหวังของสังคมและวัตถุประสงค์ขององค์กร เมื่อบริษัทสามารถตอบสนองต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้อย่างเหมาะสม จะช่วยลดความเสี่ยงจากการต่อต้านหรือข้อพิพาททางกฎหมาย ส่งผลให้ภาพลักษณ์และชื่อเสียงของกิจการดีขึ้น ซึ่งจะย้อนกลับมาส่งเสริมผลการดำเนินงานทางการเงินในรูปของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ที่มั่นคงในระยะยาว สอดคล้องกับ Lawrence and Weber (2010) ได้กล่าวถึงผู้มีส่วนได้เสียคือบุคคล หรือกลุ่ม ซึ่งมีผลกระทบหรือได้รับผลกระทบจากการตัดสินใจ นโยบาย และการปฏิบัติขององค์กร ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ขยายความเข้าใจถึงธรรมชาติของบริษัท ที่ควรพิจารณาผู้มีส่วนได้เสียใหม่ในมุมมองที่กว้างกว่าเดิม โดยบริษัทได้รับการคาดหวังให้มีความรับผิดชอบต่อสังคม ดูแลผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมากขึ้น โดยเฉพาะการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียซึ่งมีผลกระทบต่อ การดำเนินธุรกิจ เพื่อที่จะตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม และเพื่อให้กิจการสามารถ

ดำเนินธุรกิจควบคู่กับการอยู่ร่วมกันได้ทั้งธุรกิจ สังคมและชุมชนอย่างยั่งยืน Lertsapanan (2022) นำไปสู่ความร่วมมือเพื่อขับเคลื่อน การลงทุนเพื่อสังคม และภาคประชาชน มีความตื่นตัวและมีความต้องการที่จะมีส่วนร่วมในการแก้ไขปัญหาทางสังคม เพื่อให้เกิดผลกระทบทางบวกต่อสังคมอย่างเป็นรูปธรรม ตลอดจนตรวจสอบข้อมูลดังกล่าวจากรายงานที่เผยแพร่ต่อ สาธารณะ

2. การดำเนินงานวัดด้วย ROA

ผลการดำเนินงาน (Firm Performance / Operational Efficiency) ภายใต้ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย จึงเป็นเครื่องสะท้อนความสามารถขององค์กรในการจัดสรรและบริหารทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัด ทั้งในรูปแบบของสินทรัพย์ที่มีตัวตนและไม่มีตัวตน ให้สามารถตอบสนองต่อความต้องการของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มได้อย่างสมดุล โดยเกิดความสูญเสียน้อยที่สุด (Thongkhachok, 2013) ซึ่งครอบคลุมตั้งแต่ประสิทธิภาพในการควบคุมค่าใช้จ่ายด้านพลังงานในมิติด้านสิ่งแวดล้อม (E) ประสิทธิภาพในการบริหารจัดการต้นทุนมนุษย์ผ่านค่าตอบแทน และการฝึกอบรมเพื่อเพิ่มผลิตภาพแรงงานในมิติด้านสังคม (S) ตลอดจนการยกระดับความโปร่งใสในมิติด้านธรรมาภิบาล (G) ซึ่งระดับของผลการดำเนินงานในแต่ละด้านนี้จะรวมกันเป็นรากฐานสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพและขีดความสามารถในการแข่งขันของกิจการในระยะยาว (Sharma et al., 2020)

3. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนเสนอโดย Jensen and Meckling (1976) เป็นทฤษฎีที่ใช้อธิบายอิทธิพลเชิงสัญญาะหว่าง "ผู้มอบหมายงาน" (Principal) หรือผู้ถือหุ้น กับ "ตัวแทน" (Agent) หรือผู้บริหาร โดยปัญหาตัวแทน (Agency Problem) มักเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารมีข้อมูลมากกว่าผู้ถือหุ้น (Information Asymmetry) และอาจตัดสินใจในลักษณะที่มุ่งเน้นผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าประโยชน์สูงสุดขององค์กร โดยมีความเกี่ยวข้องกับมิติด้าน ธรรมาภิบาล (G) ในงานวิจัยนี้จึงทำหน้าที่เป็นกลไกในการควบคุมและกำกับดูแลพฤติกรรมของผู้บริหาร การมีระบบธรรมาภิบาลที่เข้มแข็งและการเปิดเผยข้อมูล ESG อย่างโปร่งใส จะช่วยลดความเหลื่อมล้ำของข้อมูลและลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) เมื่อผู้บริหารได้รับการกำกับดูแลที่ดี การจัดสรรสินทรัพย์ของกิจการจะเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด ไม่มีการนำสินทรัพย์ไปใช้ในทางที่ผิดหรือการลงทุนที่ไร้ประสิทธิภาพ ส่งผลให้สะท้อนออกมาเป็นผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีคุณภาพและโปร่งใสในสายตานักลงทุน (Shleifer & Vishny, 1997; Velte, 2017)

4. ผลการดำเนินงาน

ผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Financial Performance Measured by ROA) จึงทำหน้าที่เป็นมาตรวัดทางบัญชีเชิงประจักษ์ที่สะท้อนถึงผลลัพธ์สุดท้ายของการควบคุมและกำกับดูแลกิจการ (Jensen & Meckling, 1976) โดยตัวชี้วัด ROA จะเป็นเครื่องมือพิสูจน์ว่าการลงทุนในระบบธรรมาภิบาล และการบริหารจัดการความเสี่ยงด้าน ESG สามารถเปลี่ยนผ่านสินทรัพย์รวมขององค์กร (Total Assets) ให้กลายเป็นกำไรสุทธิได้อย่างมีประสิทธิภาพเพียงใด การมีผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดด้วย ROA ในระดับสูงและสม่ำเสมอ ย่อมเป็นสัญญาณยืนยันว่าผู้บริหาร (Agents) ได้ทำหน้าที่จัดสรรทรัพยากรอย่างโปร่งใส มีประสิทธิภาพ และสร้างผลตอบแทนทางบัญชีที่พึงประเมินที่คุ้มค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Principals) โดยปราศจากปัญหาด้านทุนตัวแทน และการบิดเบือนข้อมูลทางการเงิน (Velte, 2017)

5. ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมกับกับความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับมิติด้านสิ่งแวดล้อม (E) ซึ่งเป็นหนึ่งในองค์ประกอบหลักของ ESG ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการระยะยาว โดยงานวิจัยของ Friede et al. (2015) พบว่าองค์กรที่มีการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมอย่างจริงจัง สามารถสร้างผลตอบแทนทางการเงินระยะยาวได้ดีกว่าองค์กรทั่วไป สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kurniawan (2023) ที่ชี้ให้เห็นว่าประสิทธิภาพของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม มีอิทธิพลเชิงบวก

ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยวัดจากการใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) นอกจากนี้ Lertsabanant (2023) พบว่าการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อม มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความยั่งยืนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้มูลค่าตลาดของกิจการ (Tobin's Q) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น อีกทั้งงานวิจัย Yothachan et al. (2020) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลรายงานด้านสิ่งแวดล้อม มีอิทธิพลเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

จากผลการวิจัยเชิงประจักษ์ข้างต้น ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H1 ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA)

6. ผลการดำเนินงานด้านสังคมกับความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับมิติด้านสังคม (S) ซึ่งเป็นหนึ่งในองค์ประกอบหลักของ ESG อิทธิพลระหว่างการดำเนินงานด้านสังคม กับผลการดำเนินงานโดยงานวิจัยของ (Phuadin et al., 2018; Yothachan et al., 2020) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ในงานวิจัยในประเทศ นอกจากนี้ในส่วนงานวิจัยต่างประเทศของ Ihsani and Kurniawan (2023) ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าประสิทธิภาพของการดำเนินงานด้านสังคม มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยวัดจากการใช้ ROA

จากผลการวิจัยเชิงประจักษ์ข้างต้น ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H2 ผลการดำเนินงานด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA)

7. ผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลกับความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับมิติด้านธรรมาภิบาล (G) ซึ่งเป็นหนึ่งในองค์ประกอบหลักของ ESG ถือเป็นรากฐานสำคัญที่กำกับธรรมาภิบาลซึ่งการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน โดยงานวิจัยของ Alareeni and Hamdan (2020) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลธรรมาภิบาลส่งผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานขององค์กร ส่วนงานวิจัยของ Sharma et al. (2020) ที่ได้ศึกษาการเปิดเผยปัจจัยด้านธรรมาภิบาล ผลการศึกษาพบว่าการดำเนินงานธรรมาภิบาลของบริษัทมีอิทธิพลเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร โดยการวัดจากผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ส่วนงานวิจัยของ Piyadsadarat (2020) ที่ได้ศึกษาในบริษัทอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว กรณีศึกษาในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยบริษัทที่มีผลกำไรมากขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Sawatdikun et al. (2022) ได้ศึกษาเรื่อง ผลกระทบของคะแนนธรรมาภิบาลต่อผลลัพธ์ขององค์กรของบริษัทจดทะเบียนจาก IMT-GT ผลการศึกษาพบว่า คะแนนธรรมาภิบาล มีผลกระทบเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และมีประโยชน์ ผลประกอบการทางการเงินของบริษัทดีขึ้น

จากผลการวิจัยเชิงประจักษ์ข้างต้น ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H3 ผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA)

8. การดำเนินงานอย่างยั่งยืน

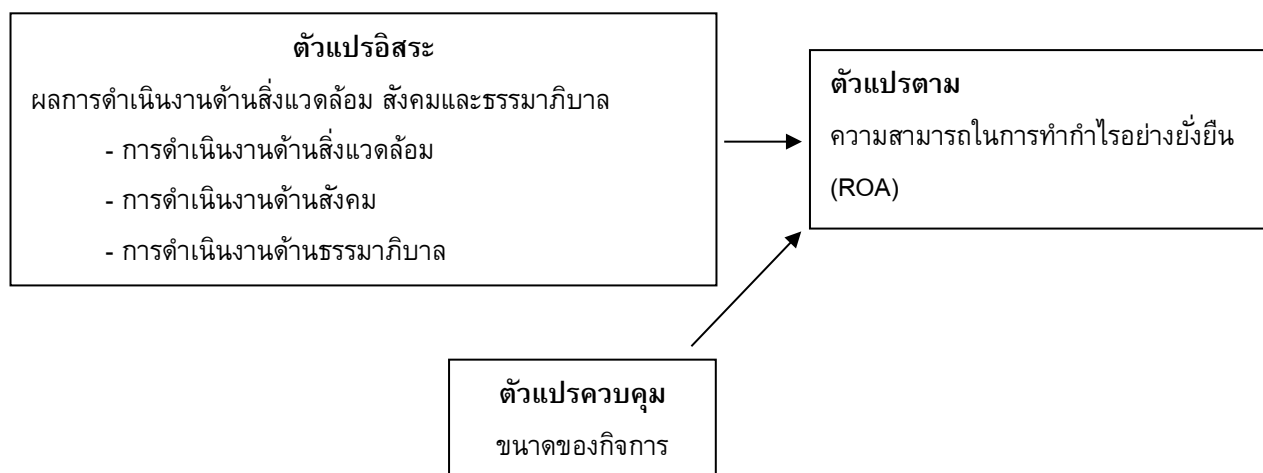
จากมติดังกล่าวข้างต้น การดำเนินงานอย่างยั่งยืน (Sustainable Operations) ในบริบทของภาคธุรกิจ จึงมิได้หมายถึงเพียงการรักษาสิ่งแวดล้อมหรือการดำเนินกิจกรรมเชิงสังคมในลักษณะการกุศลเท่านั้น หากแต่หมายถึง กระบวนการบริหารจัดการและดำเนินกิจกรรมเชิงกลยุทธ์ขององค์กรในระยะยาวที่มีความทนทานต่อวิกฤตการณ์ (Resilience) โดยเป็นการบูรณาการปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลเข้าเป็นส่วนหนึ่งของโมเดลธุรกิจ เพื่อลดความเสี่ยงเชิงปฏิบัติการ (Operational Risks) ซึ่งการดำเนินงานอย่างยั่งยืนนี้จะทำหน้าที่เป็นแกนหลัก

ในการสร้างคุณค่าร่วม (Shared Value) ระหว่างองค์กรและสาธารณชน เพื่อผลักดันให้กิจการสามารถเติบโตและดำรงอยู่ได้อย่างมั่นคงในอนาคต (Almeyda & Darmansyah, 2019; Lertsapanan, 2022)

โดยสรุป ผลการดำเนินงานด้าน ESG จึงไม่ได้เป็นเพียงการทำความดีเพื่อสังคม แต่เป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนประสิทธิภาพการทำการค้าและมูลค่ากิจการบริษัทที่สามารถบูรณาการความยั่งยืนเข้ากับกลยุทธ์ทางธุรกิจจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่าและมีความสามารถในการปรับตัวต่อวิกฤตการณ์ต่าง ๆ ได้ดีกว่าบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการที่ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น เพื่อเป็นพื้นฐานและแนวทางในการศึกษา จึงได้กำหนดกรอบแนวคิดในการวิจัยดังนี้



รูปที่ 1 : กรอบแนวคิดการวิจัย

กรอบแนวคิดการวิจัยในรูปที่ 1 สันเคราะห์อย่างเป็นระบบจากวรรณกรรม ทฤษฎี และงานวิจัย เชิงประจักษ์ เพื่อวิเคราะห์หือทธิพลเชิงสาเหตุของผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนสู่สมรรถนะทางบัญชี โดยอิงทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ในการจัดสรรทรัพยากร มิติด้านสิ่งแวดล้อม (E) และสังคม (S) และทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ในกลไกธรรมาภิบาล (G) เพื่อลดความไม่สมมาตรของข้อมูลและต้นทุนตัวแทน ทั้งนี้ แบบจำลองและตัวแปรควบคุมขนาดกิจการ ที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA) ได้รับการรับรองตามแนวทางของ (Jensen & Meckling, 1976; Lertsabanant, 2023; Sawatdikun et al., 2022; Sharma et al., 2020; Velte, 2017)

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีผลการดำเนินงานตั้งแต่ปี พ.ศ. 2566 - 2567 รวมจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 786 ข้อมูล ซึ่งข้อมูลรายปี (Firm Year) การคัดเลือกตัวอย่างใช้วิธีเจาะจง (Purposive Sampling) โดยกำหนดเกณฑ์การคัดเลือกดังนี้ 1) ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจาก ลักษณะการประกอบธุรกิจ กฎหมายที่เกี่ยวข้อง และหลักเกณฑ์อื่น ๆ

มีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น อาจส่งผลให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีความคลาดเคลื่อนได้ 2) ไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน

2. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาเชิงปริมาณโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เป็นหลัก ผู้วิจัยได้ดำเนินการรวบรวมข้อมูลรายปี (Firm-Year Data) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ผ่านฐานข้อมูล SETSMART โดยครอบคลุมระยะเวลาการดำเนินงานทั้งสิ้น 2 รอบปีบัญชี คือ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2566 ถึง พ.ศ. 2567

3. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษานี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณโดยข้อมูลทุติยภูมิ รวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำการคำนวณหาอัตราส่วนตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือประสิทธิภาพผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โดยมีตัวชี้วัดสิ่งแวดล้อม (E) วัดจากค่าใช้จ่ายไฟฟ้าและน้ำมันเชื้อเพลิงรวม มีตัวชี้วัดสังคม (S) วัดจากค่าตอบแทนรวม เงินสมทบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพและค่าใช้จ่ายฝึกอบรมพนักงาน ซึ่งการใช้มูลค่าเงินทางบัญชีนี้ทำหน้าที่เป็นตัวแทน (Proxy) ที่สะท้อนการจัดสรรทรัพยากรและความมุ่งมั่นขององค์กรที่แท้จริงตามแนวคิดของ Bassen et al. (2019), Clarkson et al. (2008), และ Sharma et al. (2020) ที่ชี้ว่าการลงทุนในพลังงาน และทุนมนุษย์จะช่วยลดความเสี่ยงเชิงรุกและเพิ่มผลิตภาพให้แก่กิจการ (Edmans, 2011) สำหรับมิติด้านธรรมาภิบาล (G) วัดจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) ซึ่งตามทฤษฎีตัวแทนระบุว่า กลไกธรรมาภิบาลที่แข็งแกร่งจะช่วยลดต้นทุนตัวแทน ป้องกันการใช้สินทรัพย์ที่ไร้ประสิทธิภาพ และทำให้นโยบายค่าใช้จ่ายด้าน E และ S ได้รับการจัดสรรอย่างสมเหตุสมผลเพื่อขับเคลื่อนอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อย่างโปร่งใส (Jo & Harjoto, 2011; Velte, 2017)

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน ซึ่งวัดมูลค่าเชิงปฏิบัติการผ่านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) โดยคำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม ณ สิ้นงวด เพื่อสะท้อนประสิทธิภาพขององค์กรในการแปรเปลี่ยนทรัพยากรและสินทรัพย์ทั้งหมดให้เป็นผลกำไรทางบัญชี การเลือกใช้ ROA เป็นตัวแทนวัดความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืนสอดคล้องกับงานวิจัยระดับสากลของ Velte (2017), Baraibar-Diez and Reguero-Alvarado (2018) รวมถึง Khan (2022) ซึ่งระบุว่าเกณฑ์ประสิทธิภาพจะเกิดขึ้นเมื่อองค์กรสามารถยกระดับค่า ROA ให้สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องและมีความผันผวนต่ำในแง่ความเชื่อมโยงของแบบจำลอง การนำค่าตัวแปรต้นที่เป็นมูลค่าเม็ดเงินค่าใช้จ่ายด้านสิ่งแวดล้อม (E) และสังคม (S) มาทดสอบร่วมกับ ROA นั้น มีพื้นฐานจากแนวคิดที่ว่า การจัดสรรเงินทุนเพื่อควบคุมพลังงานและพัฒนาทุนมนุษย์จะช่วยลดความเสี่ยงเชิงปฏิบัติการและเพิ่มผลิตภาพแรงงาน (Sharma et al., 2020) ซึ่งผลลัพธ์ดังกล่าวจะส่งผลสะท้อนโดยตรงย้อนกลับมาในระบบบัญชี โดยช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์รวมและผลักดันให้อัตรากำไรสุทธิ (ROA) เติบโตอย่างมั่นคงและโปร่งใสในระยะยาวภายใต้กลไกธรรมาภิบาล (G) ที่แข็งแกร่ง (Jensen & Meckling, 1976)

ตัวแปรควบคุม (Control Variable) คือ ขนาดของกิจการ (Firm Size) ซึ่งวัดมูลค่าเชิงปฏิบัติการทางบัญชีจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (ln Total Assets) ณ สิ้นงวดบัญชี การเลือกควบคุมปัจจัยด้านขนาดขององค์กรมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันปัญหาความลำเอียงจากการละเลยตัวแปรสำคัญ (Omitted Variable Bias) ในแบบจำลองสถิติถดถอยพหุคูณ เนื่องจากในทางทฤษฎีการเงินและการบัญชี ขนาดของกิจการเป็นปัจจัยพื้นฐานที่มีอิทธิพลรุนแรงที่สุดต่อการจัดสรรงบประมาณด้านความยั่งยืนและความสามารถในการทำกำไร (ROA) โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่ย่อมมีความพร้อมของทรัพยากรและขีดความสามารถในการประหยัดต่อขนาด (Economies of Scale)

ที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก การนำตัวแปรควบคุมนี้เข้ามาทดสอบจึงช่วยลดความคลาดเคลื่อนและตัดอิทธิพลแทรกซ้อนของขนาดองค์กรออกไป ทำให้สามารถประมาณค่าอิทธิพลที่แท้จริงของผลการดำเนินงานด้าน ESG รายมิติที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรได้อย่างเที่ยงตรงและปราศจากความลำเอียง สอดคล้องกับระเบียบวิธีวิจัยสากลของ Velte (2017), Baraibar-Diez and Reguero-Alvarado (2018) รวมถึง Khan (2022) ที่เลือกใช้ข้อสมมตินี้ในการควบคุมความแปรปรวนของแบบจำลองเชิงประจักษ์ในลักษณะเดียวกัน

4. การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูปเพื่อการคำนวณทางสถิติโดยแบ่ง การวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

4.1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ของตัวแปรต่าง ๆ โดยนำเสนอในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum)

4.2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statics) การวิจัยครั้งนี้ทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยใช้ การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการศึกษาผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ส่งผลต่อการดำเนินงานอย่างยั่งยืน

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

1. ผลการวิจัย

1.1 การวิเคราะห์ข้อมูลของสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปร ได้แก่ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ศึกษา

ตัวแปรที่ศึกษา	ค่าต่ำสุด (Minimum)	ค่าสูงสุด (Maximum)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Std. Deviation)
การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม	115,593.08	255,813,797,930.00	1,102,674,441.28	12,504,780,674.86
การดำเนินงานด้านสังคม	181,190.36	47,142,208,898.00	978,063,015.35	3,192,850,320.92
การดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล	1.00	5.00	2.64	1.84
ขนาดกิจการ	3,385,845.00	3,490,000,000.00	42,091,763.56	192,360,841.30
ความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA)	-97.605	693.491	6.25	31.77

จากตารางที่ 1 แสดงให้เห็นผลการวิเคราะห์ข้อมูลของสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (X1) มีค่าสูงสุด เท่ากับ 255,813,797,930.00 บาท มีค่าเฉลี่ย 1,102,674,441.28 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 12,504,780,674.86 บาท

การดำเนินงานด้านสังคม (X2) มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 181,190.36 บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 47,142,208,898.00 บาท มีค่าเฉลี่ย 978,063,015.35 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 3,192,850,320.92 บาท

การดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล (X3) มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 1.00 คะแนน ค่าสูงสุด เท่ากับ 5.00 คะแนน มีค่าเฉลี่ย 2.64 คะแนน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 1.84 คะแนน

1.2 การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุมาน

ก่อนการทดสอบสมมติฐานการวิจัยดำเนินการทดสอบความสัมพันธ์เบื้องต้นโดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlations Coefficient) ดังนี้

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlations Coefficient)

ตัวแปรที่ศึกษา	X1	X2	X3	Y1	Collinearity Statistics	
					Tolerance	VIF
X1=การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม	1.000				0.975	1.025
X2=การดำเนินงานด้านสังคม	0.138**	1.000			0.879	1.138
X3=การดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล	0.091**	0.127**	1.000		0.977	1.023
ขนาดกิจการ	-	-	-	-	0.903	1.107
Y1=ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	0.386**	0.150**	0.149**	1.000	-	-

** ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีนัยสำคัญที่ระดับ < 0.05

จากตารางที่ 2 ผลแสดงให้เห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ศึกษามีค่าอยู่ระหว่าง 0.091 ถึง 0.386 โดยพบว่าการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (X1) มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ ($r=0.386$, $p>0.05$) กับความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA) (Y)

การดำเนินงานด้านสังคมทั้งหมด (X2) มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ ($r=0.150$, $p>0.05$) กับความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA) (Y)

การดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล (X3) มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ ($r=0.149$, $p>0.05$) กับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA) (Y)

นอกจากนี้เพื่อป้องกันปัญหาการมีอิทธิพลร่วมกันจากอิทธิพลระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบค่า VIF และค่า Tolerance โดยพบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระทั้งหมดอยู่ระหว่าง 1.023 – 1.138 และค่า Tolerance อยู่ระหว่าง 0.879 – 0.977 ซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนดของค่า VIF ที่สามารถนำข้อมูลไปวิเคราะห์ได้อย่างน่าเชื่อถือ โดยจะต้องมีค่าน้อยกว่า 10 และค่า Tolerance จะต้องมีความมากกว่า 0.10 ซึ่งจากผลการทดสอบนี้แสดงให้เห็นว่าข้อมูลไม่เกิดปัญหา Multicollinearity จึงสามารถนำไปวิเคราะห์ได้ (Hair et al., 2019)

1.3 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ

ตารางที่ 3 ผลวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ส่งผลต่อผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนระหว่างตัวแปรอิสระกับความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA)

Model		Unstandardized		Standardized	t	Sig
		Coefficients		Coefficients		
		β	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-0.050	1.813		-0.028	0.978
	การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม	9.256	0.000	0.364	11.066	0.000*
	การดำเนินงานด้านสังคม	1.097	0.000	0.110	3.178	0.002*
	การดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล	1.802	0.567	0.104	3.178	0.002*
	ขนาดของกิจการ	-1.321	0.000	-0.080	-2.351	0.019*

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากการศึกษาพบว่า จากตารางที่ 3 ผลวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยค่า F-Value เท่ากับ 41.993 และ ค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.171 โดยผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA) ($\beta=9.256$, $p<0.05$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 ที่ว่าอิทธิพลของค่าใช้จ่ายด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งยืนยันว่าประสิทธิภาพในการบริหารจัดการควบคุมต้นทุนพลังงานและเชื้อเพลิงสามารถส่งผลดีต่อสมรรถนะทางการเงิน

การดำเนินงานด้านสังคมมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ($\beta=1.097$, $p<0.05$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 ที่ว่าอิทธิพลของค่าใช้จ่ายด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสะท้อนว่ามูลค่าการลงทุนในทุนมนุษย์และสวัสดิการพนักงานย้อนกลับมาเพิ่มผลิตภาพเชิงบัญชีอย่างเป็นรูปธรรม

การดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ($\beta=1.802$, $p<0.05$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3 ที่ว่าอิทธิพลของค่าใช้จ่ายด้านธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงให้เห็นว่าระบบการกำกับดูแลที่ดีช่วยรักษาคูณค่าสินทรัพย์และกระตุ้นการกำกับดูแลที่รอบคอบแก่ผู้ถือหุ้น

ขนาดของกิจการพบว่า มีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราความสามารถในการทำกำไรอย่างยั่งยืน (ROA) ($\beta = -0.080$, $p < 0.05$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น ทางสถิติจึงยอมรับข้อสมมติพื้นฐานทางการเงินที่ว่าขนาดของกิจการ มีอิทธิพลเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งหมายความว่าเมื่อควบคุมอิทธิพลของการดำเนินงานด้าน ESG แล้ว บริษัทที่มีขนาดของสินทรัพย์รวมที่ใหญ่กว่าอาจมีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยที่ลดลงเล็กน้อยตามข้อจำกัดในการบริหารฐานสินทรัพย์ขนาดใหญ่ ทั้งนี้ การใส่ตัวแปรควบคุมดังกล่าวช่วยทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร ESG หลักมีความแม่นยำและปราศจากความลำเอียง (Unbiased)

อภิปรายผล

จากผลการศึกษาผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล ส่งผลต่อการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SETสามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

1. การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์

ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อความสามารถในการดำเนินงาน อาจเนื่องจาก หากบริษัทมีการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมที่ดีจะส่งผลต่อภาพลักษณ์ขององค์กร ทำให้เป็นที่รู้จักของผู้คนในสังคม ทำให้ผู้บริโภคให้ความสนใจเกิดการพึ่งพาอาศัยกัน ส่งผลต่อความสามารถในการดำเนินงานขององค์กรระยะยาว ซึ่งงานวิจัยของ Friede et al. (2015) พบว่าองค์กรที่มีการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมอย่างจริงจัง สามารถสร้างผลตอบแทนทางการเงินระยะยาวได้ดีกว่าองค์กรทั่วไป เช่นเดียวกับ Kurniawan (2023) และ Lertsabanant (2023) ที่พบว่าการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จากผลการศึกษาอิทธิพลระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) สามารถอธิบายได้อย่างลึกซึ้งผ่านกรอบแนวคิดทางทฤษฎีที่สำคัญ 3 ประการ โดยประการแรกตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ของ Freeman (1984) เสนอว่าการที่บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET ให้ความสำคัญกับการจัดการสิ่งแวดล้อม เช่น การควบคุมค่าใช้จ่ายด้านพลังงานและเชื้อเพลิงอย่างมีประสิทธิภาพ เป็นการตอบสนองต่อความคาดหวังของสังคมในวงกว้าง ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีและการได้รับความไว้วางใจจากผู้บริโภค นำไปสู่อิทธิพลแบบพึ่งพาอาศัยกันที่ช่วยสร้างฐานรายได้ที่มั่นคงและยั่งยืนในระยะยาว ในขณะเดียวกัน เมื่อพิจารณาผ่านทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมภายใต้การกำกับดูแลที่โปร่งใสยังช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตร ของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ทำให้การบริหารทรัพยากรเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ลดความเสี่ยงจากการตัดสินใจที่ผิดพลาดและลดต้นทุนแฝงจากการใช้ทรัพยากรอย่างสิ้นเปลือง ส่งผลให้สินทรัพย์ของกิจการถูกนำไปใช้สร้างมูลค่าได้อย่างคุ้มค่าที่สุด ซึ่งสะท้อนออกมาเป็นประสิทธิภาพการทำการกำไรที่สูงขึ้นอย่างชัดเจน ต่างยืนยันเป็นเสียงเดียวกันว่าการบริหารจัดการด้านความยั่งยืนและสิ่งแวดล้อมเป็นกลไกเชิงกลยุทธ์ที่ส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และสามารถสร้างผลตอบแทนทางการเงินในระยะยาวได้เหนือกว่าองค์กรทั่วไปอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2. การดำเนินงานด้านสังคมกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์

ผลการดำเนินงานด้านสังคมไม่ได้เป็นเพียงกิจกรรมเพื่อการกุศล แต่เป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ที่ช่วยสร้างชื่อเสียงและความเชื่อมั่น ซึ่งช่วยผลักดันให้ประสิทธิภาพทางการบัญชี (ROA) และมูลค่ากิจการโดยรวมสูงขึ้นอย่างยั่งยืน งานวิจัยต่างประเทศของ Almeyda and Darmansyah (2019), Chen et al. (2023), Ihsani and Kurniawan (2023) และ Sharma et al. (2020) ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าประสิทธิภาพของการดำเนินงานด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท การศึกษาวิจัยในมิติด้านสังคมสะท้อนให้เห็นอย่างชัดเจนว่าผลการดำเนินงานด้านสังคมในปัจจุบันไม่ได้มีสถานะเป็นเพียงกิจกรรมเพื่อการกุศลหรือภาระค่าใช้จ่ายของกิจการเท่านั้น แต่กลับเป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ที่มีนัยสำคัญต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มและส่งผลเชิงบวกต่อประสิทธิภาพทางการบัญชีหรืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) อย่างยั่งยืน โดยสามารถอธิบายผ่านกรอบแนวคิดทางทฤษฎีได้ในหลากหลายมิติ ประการแรก เมื่อพิจารณาผ่านทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ของ Freeman (1984) จะพบว่า การที่บริษัทให้ความสำคัญกับมิติด้านสังคม อาทิ การดูแลสวัสดิการพนักงาน การส่งมอบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และการลงทุนในค่าใช้จ่ายเพื่อการฝึกอบรมและพัฒนาบุคลากร เป็นการสร้างสมดุลและความพึงพอใจ ให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งภายใน และภายนอกองค์กร ซึ่งการมีบุคลากรที่มีคุณภาพและมีความผูกพันต่อองค์กร ย่อมส่งผลโดยตรงต่อผลิตภาพ

(Productivity) และเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการสินทรัพย์ของกิจการ นำไปสู่การเพิ่มขึ้นของกำไรสุทธิ และสะท้อนออกมาในรูปของค่า ROA ที่สูงขึ้นในที่สุด ประการต่อมา ตามทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) การดำเนินงานด้านสังคมอย่างต่อเนื่องเปรียบเสมือนการได้รับ "สัญญาประชาคม" หรือความยอมรับจากสังคม ซึ่งมีส่วนสำคัญในการสร้างชื่อเสียงและความเชื่อมั่น (Reputation and Trust) ให้แก่กิจการ ชื่อเสียงที่ดีเหล่านี้ ถือเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนที่ช่วยดึงดูดทั้งกลุ่มลูกค้าและนักลงทุน ทำให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไร ที่เหนือกว่าคู่แข่งในระยะยาว ซึ่งผลการศึกษาที่มีความสอดคล้องกับงานวิจัย ในระดับสากลหลายฉบับ เช่น Almeyda and Darmansyah (2019), Chen et al. (2023), Ihsani and Kurniawan (2023) และ Sharma et al. (2020) ที่ต่างยืนยันว่าประสิทธิภาพของการดำเนินงานด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นการบูรณาการมิติด้านสังคมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ธุรกิจจึงถือเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนความสามารถในการทำกำไรที่แท้จริงและยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

3. การดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์

ผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลเปรียบเสมือนเกราะป้องกันและเข็มทิศขององค์กร โดยธรรมาภิบาลที่แข็งแกร่งช่วยลดความเสี่ยงจากการบริหารงานที่ผิดพลาดและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน ซึ่งเป็นปัจจัยผลักดันสำคัญที่ทำให้ประสิทธิภาพการทำกำไร ของบริษัทจดทะเบียนสูงกว่าบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลที่ดีอย่างชัดเจน โดยงานวิจัยของ Alareeni and Hamdan (2020) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลธรรมาภิบาลส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานขององค์กร ส่วนงานวิจัยของ Sharma et al. (2020) พบว่าการดำเนินงานธรรมาภิบาลบาลของ บริษัทมีอิทธิพลเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร ส่วนงานวิจัยของ Piyadsadarat (2020) พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Sawatdikun et al. (2022) พบว่า คณะกรรมการมีผลกระทบเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ผลการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลเปรียบเสมือนเกราะป้องกันและเข็มทิศนำทางที่สำคัญขององค์กร โดยธรรมาภิบาลที่แข็งแกร่งเป็นปัจจัยผลักดันสำคัญที่ทำให้ประสิทธิภาพการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนสูงกว่าบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลที่ดีอย่างชัดเจน ซึ่งสามารถอธิบายผ่านกรอบแนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายว่าโครงสร้างธรรมาภิบาลที่ดีจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหาร การมีกลไกการตรวจสอบที่โปร่งใสและระบบการควบคุมภายในที่มีประสิทธิภาพช่วยลดความเสี่ยงจากการบริหารงานที่ผิดพลาดหรือการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนของผู้บริหาร ส่งผลให้การบริหารจัดการสินทรัพย์ของบริษัทเป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดขององค์กร ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อย่างเป็นรูปธรรม ผลการศึกษานี้มีความสอดคล้องอย่างยิ่งกับงานวิจัยของ Alareeni and Hamdan (2020) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลธรรมาภิบาลส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานขององค์กร เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Sharma et al. (2020) ที่ชี้ให้เห็นว่าธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับบริบทของประเทศไทยในงานวิจัยของ Piyadsadarat (2020) และ Sawatdikun et al. (2022) ที่ยืนยันว่าคณะกรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

สรุปและข้อเสนอแนะ

1. สรุปผลการวิจัย

1.1 ข้อค้นพบมิติด้านสิ่งแวดล้อม การจัดสรรทรัพยากรเพื่อการจัดการสิ่งแวดล้อม โดยเฉพาะการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายด้านพลังงานและเชื้อเพลิงรวมอย่างมีประสิทธิภาพ เป็นปัจจัยเชิงบวกสำคัญที่ช่วยลดความเสี่ยงเชิงปฏิบัติการและเกื้อหนุนให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไร (ROA) สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

1.2 ข้อค้นพบมิติด้านสังคม การลงทุนในทุนมนุษย์และผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ผ่านการจ่ายค่าตอบแทนที่เหมาะสม การจัดสวัสดิการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และการลงทุนในค่าใช้จ่ายเพื่อการฝึกอบรมและพัฒนาบุคลากร ส่งผลกระทบบ่อยต่อการเพิ่มผลิตภาพ (Productivity) และยกระดับสมรรถนะทางบัญชีของกิจการในระยะยาว

1.3 ข้อค้นพบมิติด้านธรรมาภิบาล ระดับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Score) และระบบธรรมาภิบาลที่แข็งแกร่ง ทำหน้าที่เป็นกลไกควบคุมพฤติกรรมผู้บริหาร ซึ่งช่วยลดปัญหาตัวแทนและลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) พร้อมทั้งสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน ส่งผลบวกต่อประสิทธิภาพในการบริหารจัดการสินทรัพย์รวมอย่างชัดเจน

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบขนาดของอิทธิพล (Effect Size) จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ ผู้วิจัย ตั้งข้อสังเกตเชิงวิพากษ์เพื่อสะท้อนความหมายเชิงบริบทของข้อมูลว่า มิติด้านสิ่งแวดล้อมมีค่าสัมประสิทธิ์ที่สูงที่สุดอย่างมีนัยสำคัญ ($\beta = 0.364, p < 0.05$) ซึ่งส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพผลตอบแทนทางบัญชี (ROA) สูงกว่ามิติด้านสังคม ($\beta = 0.110$) และมิติด้านธรรมาภิบาล ($\beta = 0.104$) อย่างเด่นชัด ประเด็นนี้สะท้อนบริบทของตลาดทุนไทยว่ามาตรการด้านทุนด้านสิ่งแวดล้อมเป็นปัจจัยที่กระทบต่อโครงสร้างต้นทุนขายในระยะสั้นอย่างรวดเร็วที่สุด การจัดการสิ่งแวดล้อมที่ดีจึงแปรเปลี่ยนเป็นประสิทธิภาพผลตอบแทนทางบัญชี (ROA) ได้ทันทีในรอบปีบัญชี แตกต่างจากมิติด้านสังคมและธรรมาภิบาลที่เป็นการลงทุนเชิงโครงสร้างองค์กรซึ่งต้องอาศัยระยะเวลาในการสะสมผลกระทบ (Time-Lag Effect) จึงทำให้ขนาดของอิทธิพลแตกต่างกันในระยะสั้น ทั้งนี้ การใช้ตัวแปรตามเป็นอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ถือเป็นเครื่องชี้วัดขีดความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีอันเป็นรากฐานสำคัญที่จะเกื้อหนุนให้องค์กรขับเคลื่อนไปสู่ความยั่งยืนในระยะยาวต่อไป

2. ข้อเสนอแนะ

2.1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

2.1.1 การกำหนดมาตรการจูงใจทางภาษีและค่าธรรมเนียม (Financial Incentives) กระทรวงการคลังร่วมกับตลาดหลักทรัพย์ฯ ควรเปลี่ยนจากการขอความร่วมมือ มาเป็นการสร้างแรงจูงใจเชิงเศรษฐศาสตร์ที่จับต้องได้ เช่น การลดหย่อนภาษี (Corporate Income Tax) เพิ่มเติมอีก 0.5 - 1% สำหรับบริษัทที่มีคะแนน ESG ในระดับสูงสุด (เช่น ระดับ 5) หรือ การลดค่าธรรมเนียมแรกเข้าและค่าธรรมเนียมรายปีในตลาดทุน (Listing Fees) เพื่อลดกำแพงต้นทุนในการทำดี และดึงดูดให้บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมเล็งเห็นผลประโยชน์ตัวเงินในทันที

2.2.2. การจัดอันดับและเชื่อมโยงช่องทางการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ควรมีมาตรการเชิงนโยบายร่วมกับธนาคารพาณิชย์ในการใช้คะแนน ESG เพื่อลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (Green Loan Rate) ซึ่งเป็นกลไกรูปธรรมที่เชื่อมโยงผลการวิจัย ที่พบว่า ESG ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพสินทรัพย์ ROA ไปสู่การลดต้นทุนทางการเงิน (Cost of Capital) ของบริษัทโดยตรง

2.2 ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้

2.2.1 การบูรณาการ ESG เข้ากับระบบงบประมาณและดัชนีชี้วัดผลงานหลัก (Key Performance Indicators: KPI) องค์กรธุรกิจต้องหยุดมองว่า ESG คือกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (Corporate Social Responsibility: CSR) ด้านนอก แต่ต้องทำการ "ฝัง (Embed)" บัญชี ESG เข้าไปในระบบงบประมาณหลักของบริษัท (Green Budgeting) และกำหนดเป็น ดัชนีชี้วัดผลงานหลัก (KPI) ของผู้บริหารระดับสูง เช่น ผู้อำนวยการฝ่ายจัดซื้อต้องมี KPI ด้านการลดคาร์บอนห่วงโซ่อุปทาน ซึ่งจะบังคับให้เกิดการแปรเปลี่ยนจากค่าใช้จ่ายส่วนสูญเสียไปสู่เครื่องมือควบคุมเชิงกลยุทธ์

2.2.2 การใช้เทคโนโลยีสนับสนุน (Digital ESG Reporting) องค์กรควรลงทุนในระบบซอฟต์แวร์จัดเก็บข้อมูลอัตโนมัติ (เช่น AI-Powered Carbon Accounting หรือ Cloud-Based ESG Data Management) เพื่อลด

ความผิดพลาดของมนุษย์ และเพิ่มความโปร่งใสในการตรวจสอบ ซึ่งเทคโนโลยีเหล่านี้จะช่วยลดต้นทุนการทำรายงานความยั่งยืนในระยะยาว และยกระดับสมรรถนะทางบัญชีให้แม่นยำยิ่งขึ้น

2.3 ข้อจำกัดเชิงวิธีวิจัย

2.3.1. ข้อจำกัดด้านมิติเวลาของข้อมูล งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจำกัดเพียง 2 ปีบัญชี (พ.ศ. 2567 - 2568) ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ค่อนข้างสั้น อาจยังไม่สามารถสะท้อนผลกระทบระยะยาวหรือผลสะสมข้ามเวลา (Lagged Effect) ของการลงทุนด้าน ESG ที่แท้จริงได้

2.3.2. ข้อจำกัดด้านตัวชี้วัดที่เป็นตัวแทน (Proxy Tools) ตัวแปรอิสระด้าน ESG ในงานวิจัยนี้ถูกวัดผ่านตัวชี้วัดลักษณะตัวแทน (Proxy) เช่น มูลค่าค่าใช้จ่ายหรือระดับคะแนน ซึ่งในความเป็นจริง ตัวชี้วัดเหล่านี้อาจยังไม่สามารถครอบคลุมมิติและพฤติกรรมการทำงานด้านความยั่งยืนที่แท้จริงในเชิงคุณภาพของแต่ละองค์กรได้ทั้งหมด

2.3.3. ข้อจำกัดด้านมิติของตัวแปรตาม การเลือกใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) สะท้อนเพียงประสิทธิภาพทางการเงินภายใน แต่ยังไม่ครอบคลุมมูลค่าตลาดจากมุมมองของนักลงทุนภายนอก

2.4 ข้อเสนอแนะในการศึกษาวิจัยครั้งต่อไป

2.4.1. การใช้แบบจำลองสถิติขั้นสูง (Panel Data Regression) ในการศึกษาครั้งต่อไป ควรขยายฐานข้อมูลมิติเวลาเป็น 5-10 ปี และหันมาเลือกใช้แบบจำลอง Panel Data Regression (Fixed Effect / Random Effect Model) เพื่อควบคุมผลกระทบของตัวแปรที่มองไม่เห็นซึ่งแปรผันตามเวลา (Time-Invariant Unobserved Heterogeneity) และช่วยทดสอบผลกระทบสะสมแบบข้ามเวลา (Lagged Effect)

2.4.2. การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผลและตัวแปรแฝง ควรระบุการใช้สถิติขั้นสูง เช่น Structural Equation Modeling (SEM) เพื่อสร้างตัวแปรแฝง (Latent Variables) ในการวัดมิติ ESG เชิงคุณภาพ และนำสถิติวิเคราะห์เชิงทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล (Endogeneity Test/Two-Stage Least Squares) มาช่วยเพิ่มความแม่นยำและยกระดับความน่าเชื่อถือทางวิชาการให้เป็นไปตามมาตรฐานสากล

เอกสารอ้างอิง

- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG Impact on Women's Participation on Boards of Directors and Corporate performance: Evidence from the Arab World. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3465-3481. <https://doi.org/10.1002/bse.2590>
- Almeyda, R., & Darmansyah, A. (2019). The Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure on Firm Financial Performance. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 9(12), 232-243. <https://repository.ipb.ac.id/handle/123456789/98765>
- Baraibar-Diez, E., & Reguero-Alvarado, N. (2018). The Mediating Effect of Transparency in the Relationship between Corporate Social Responsibility and Corporate Performance. *Sustainability*, 10(1), 86. <https://doi.org/10.3390/su10010086>
- Bassen, A., Busch, T., & Friede, G. (2019). Environmental, Social and Governance Disclosure and its Impact on Corporate Performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 9(3), 195-212.
- Chen, Z., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2023). ESG Performance and Corporate Efficiency: A Global Perspective. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(2), 945-968. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2100264>

- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5), 303-327. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>
- Edmans, A. (2011). Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621-640. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>
- European Parliament. (2022). *Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as Regards Corporate Sustainability Reporting*. Official Journal of the European Union.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2,000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). Cengage.
- Ihsani, A., & Kurniawan, R. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance and Firm Performance: Evidence from Southeast Asia. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 30(3), 185-201.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Role of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-3>
- Khan, M. (2022). ESG Performance and Firm Value: An Operating Efficiency Perspective. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102143.
- Kurniawan, R. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance and Firm Performance: Evidence from Southeast Asia. *Journal of East Asian Business*, 15(2), 204-219.
- Lawrence, A. T., & Weber, J. (2010). *Business and Society: Stakeholders, Ethics, Public Policy*. McGraw-Hill.
- Lertsapanan, P. (2022). Corporate Sustainability Reporting and Firm Value in Emerging Markets (in Thai). *Journal of Business Administration and Innovation*, 4(1), 12-25.
- Lertsabanant, P. (2023). Environmental Management and Financial Sustainability: Evidence from Thai Listed Firms (in Thai). *Journal of Sustainable Accounting*, 14(2), 112-128.

- Phuadin, P., Winaiprasert, P., & Thianchum, S. (2018). The Relationship Between Sustainability Disclosure and Financial Performance of Companies in the Stock Exchange of Thailand (in Thai). *Journal of Management and Development*, 14(2), 120- 135. <https://so01.tcithaijo.org/index.php/JMD/article/view/145890>
- Piyadsadarat, S. (2020). Corporate Governance Mechanisms and Operational Assets Profitability (in Thai). *Chulalongkorn Accounting Journal*, 42(1), 15-28.
- Sawatdikun, T., Rattananuwat, P., & Sooksai, N. (2022). The Impact of Corporate Governance Scores on Organizational Outcomes of Listed Companies in IMT-GT. *Journal of Business Administration*, 45(3), 78-95. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/TBS/article/view/256123>
- Sharma, P., Panday, P., & Dangwal, R. C. (2020). Determinants of Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) Disclosure: A Study of Indian Companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(4), 208–217. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00085-y>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Stock Exchange of Thailand. (2024). SET ESG Ratings List (in Thai). <https://www.set.or.th/th/ market/ information/securities-list/thaiesg>
- Thongkhachok, T. (2013). Corporate Social Responsibility and Accounting Profit Efficiency (in Thai). *Journal of Accounting and Management*, 5(2), 67-80.
- Velte, P. (2017). Does ESG Performance Have an Impact on Financial Performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). *ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000-Plus Studies Conducted Between 2015-2020*. NYU STERN Center for Sustainable Business.
- Yothachan, N., Boonmuenwai, S., & Chaepthaisong, N. (2020). Sustainability Report Disclosure and Its Relationship with Return on Assets. *Journal of Accounting and Management*, 10(3), 142-155. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/mbs/article/view>