ต้นทุนของหนี้สิน ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Influence of the Debt Cost and Environmental, Social, and Governance (ESG) Responsibilities on Firm Value of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

มรุต กลัดเจริญ[1] และ ชุรีพร เมืองจันทร์[2*]
Marut Kludcharoen[1] and Chureeporn Mueanjun[2*]

Article History
Receive: December 31, 2025
Revised: March 23, 2026
Accepted: March 23, 2026

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมมาภิบาลของบริษัท และเพื่อศึกษาความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อมสังคม และธรรมมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัท กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จากฐานข้อมูล Bloomberg ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565 ถึงปี พ.ศ. 2567 รวมทั้งสิ้น 750 รายปีรายบริษัท (Firm-year) การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้าง (SEM) ด้วยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ซึ่งใช้หลักการประมาณค่าด้วยความเป็นไปได้สูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง และผลการตรวจสอบความสอดคล้องของรูปแบบมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ มีความสอดคล้องกันตามเงื่อนไข CMIN = 268.639, CMIN/DF = 2.398, CFI= 0.971, GFI = 0.965, AGFI = 0.948, TLI = 0.962, SRMR= 0.02, RMSEA= 0.031 ผลการวิจัยพบว่า 1) ต้นทุนของหนี้สินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล และ 2) ความรับผิดชอบต่อสังคม ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ ธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการบริหารต้นทุนของหนี้สินอย่างเหมาะสม สามารถสนับสนุนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร ซึ่งมีส่วนช่วยเสริมสร้างมูลค่ากิจการในระยะยาว และเป็นแนวทางสำคัญในการพัฒนากลยุทธ์ทางการเงินควบกับการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

คำสำคัญ : ต้นทุนของหนี้สิน; สิ่งแวดล้อม; สังคม; บรรษัทภิบาล; มูลค่ากิจการ

[1] ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพระนครศรีอยุธยา, Assistant Professor, Faculty of Management Science, Phranakhon Si Ayutthaya Rajabhat University

[2] อาจารย์ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยพระนครศรีราชภัฏอยุธยา, Lecturer, Faculty of Management Science, Phranakhon Si Ayutthaya Rajabhat University

*Corresponding author Email: chureeporn.ao@gmail.com

NPU JOURNAL

ABSTRACT

This study investigates the influence of the cost of debt on corporate environmental, social, and governance (ESG) responsibility, as well as the impact of ESG responsibility on firm value. The sample comprises companies listed on the Stock Exchange of Thailand, with data collected from annual reports, the annual registration statement (Form 56-1), and ESG disclosure scores from the Bloomberg database, covering 750 firm-year observations from 2022 to 2024. Structural Equation Modeling (SEM) with Path Analysis was used employing the Maximum Likelihood (ML) estimation method. The model exhibited good fit with the empirical data (CMIN = 268.639, CMIN/DF = 2.398, CFI = 0.971, GFI = 0.965, AGFI = 0.948, TLI = 0.962, SRMR = 0.02, RMSEA = 0.031). Results indicate that (1) the cost of debt positively influences corporate ESG responsibility, and (2) ESG responsibility positively affects firm value. These findings suggest that effective debt cost management can promote ESG practices, thereby enhancing firm value in the long term. This provides valuable insights for integrating financial strategies with sustainable business practices.

Keywords : Cost of Debt; Environmental; Social; Governance; Firm Value

บทนำ

ในบริบทของเศรษฐกิจโลกที่เผชิญกับความไม่แน่นอนจากการเปลี่ยนแปลงด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และโครงสร้างของตลาดทุน องค์กรธุรกิจถูกคาดหวังให้ดำเนินกิจการโดยคำนึงถึงความยั่งยืนควบคู่ไปกับการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจในระยะยาว แนวคิดความยั่งยืนขององค์กร (Corporate Sustainability) จึงสะท้อนถึงความสามารถของบริษัทในการสร้างสมดุลระหว่างมูลค่ากิจการทางการเงิน ความรับผิดชอบต่อสังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี ภายใต้กรอบแนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) ซึ่งเป็นเครื่องมือสำคัญในการประเมินคุณภาพการดำเนินงานขององค์กรในมิติที่ครอบคลุมมากกว่ามูลค่ากิจการทางการเงินเพียงด้านเดียวการดำเนินธุรกิจ โดยให้ความสำคัญกับปัจจัยด้าน ESG สอดคล้องกับแนวคิดผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) และแนวคิดความชอบธรรมขององค์กร (Legitimacy Theory) ซึ่งอธิบายว่าองค์กรที่แสดงความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอย่างเหมาะสมย่อมได้รับการยอมรับจากสังคม ลดความขัดแย้งกับผู้มีส่วนได้เสีย และสามารถสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันในระยะยาว ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา นักลงทุนให้ความสำคัญกับข้อมูลด้าน ESG เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยนำมาใช้ประกอบการวิเคราะห์ทางการเงินเพื่อประเมินมูลค่าและศักยภาพของกิจการ (Promlao, 2021) สำหรับบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หน่วยงานกำกับดูแลและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างเป็นรูปธรรม เพื่อยกระดับความโปร่งใสและความยั่งยืนของตลาดทุนไทย อาทิ การจัดทำรายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 และการพัฒนาระบบการประเมินความยั่งยืนในรูปแบบ SET ESG Ratings ในปี พ.ศ. 2566 เพื่อสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนของผู้มีส่วนได้เสีย (Stock Exchange of Thailand, 2023a) อย่างไรก็ตาม ระดับและคุณภาพของการดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนยังคงมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างบริษัท นอกเหนือจากมิติด้านความยั่งยืนแล้ว การบริหารจัดการทางการเงินยังคงเป็นปัจจัยพื้นฐานที่มีบทบาทสำคัญต่อเสถียรภาพและมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของแหล่งเงินทุน ต้นทุนของหนี้สินถือเป็นตัวสะท้อนการรับรู้ความเสี่ยงของเจ้าหนี้ต่อกิจการ และมีอิทธิพลโดยตรงต่อมูลค่ากิจการในระยะยาว งานศึกษาที่ผ่านมา เช่น Parkatt et al. (2021) ชี้ให้เห็นว่า แม้การใช้หนี้สินในระดับสูงอาจสร้างประโยชน์ในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้น แต่ก็เพิ่มความเสี่ยงต่อเสถียรภาพทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้ โดยเฉพาะในภาวะ

ที่รายได้ผันผวนหรือต้นทุนทางการเงินเพิ่มสูงขึ้น งานวิจัยส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตามยังพบช่องว่างเชิงทฤษฎีและเชิงประจักษ์ ในการอธิบายบทบาทของปัจจัยทางการเงิน โดยเฉพาะต้นทุนของหนี้สินที่อาจมีอิทธิพลต่อความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล นอกจากนี้งานวิจัยที่ผ่านมาศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวในลักษณะแยกส่วนส่งผลให้ยังขาดกรอบแนวคิดเชิงบูรณาการที่สามารถอธิบายการความเชื่อมโยงระหว่างต้นทุนของหนี้สิน ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล และมูลค่ากิจการได้อย่างชัดเจนอีกทั้งหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับบทบาทของ ESG ในฐานะตัวแปรสื่อกลางที่มีผลกระทบของต้นทุนของหนี้สินไปสู่มูลค่ากิจการ ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งพัฒนาแบบจำลองเชิงบูรณาการเพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของต้นทุนของหนี้สินที่มีต่อความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีต่อมูลค่ากิจการจะช่วยขยายองค์ความรู้ด้านการเงินองค์กร และการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนในบริบทของธุรกิจร่วมสมัย

ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของต้นทุนของหนี้สินและความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาคาดว่าจะมีส่วนช่วยขยายองค์ความรู้ด้านการเงินองค์กรและการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน โดยเฉพาะการอธิบายบทบาทของต้นทุนของหนี้สินและความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล นอกจากนี้ ข้อค้นพบจากการวิจัยยังสามารถใช้เป็นแนวทางสำหรับผู้บริหารในการกำหนดกลยุทธ์ทางการเงินที่สนับสนุนการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน สนับสนุนการตัดสินใจลงทุนในมิติ ESG และเป็นข้อมูลประกอบการกำหนดนโยบายเพื่อส่งเสริมการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างมั่นคงและยั่งยืนในระยะยาว

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อมสังคม และธรรมมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีรากฐานมาจากแนวคิดของ Barnard (1938) ซึ่งเสนอว่าผู้บริหารควรมีบทบาทเชิงสร้างสรรค์ในการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร โดยมององค์กรเป็นระบบความร่วมมือระหว่างกลุ่มบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องหลากหลายต่อมา Freeman (1984) ได้พัฒนาแนวคิดดังกล่าวโดยชี้ให้เห็นว่าการบริหารองค์กรไม่ควรมุ่งตอบสนองเฉพาะผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเท่านั้น หากแต่ควรคำนึงถึงความต้องการและความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม เช่น พนักงาน ลูกค้า ซัพพลายเออร์ และชุมชนท้องถิ่น ซึ่งมีอิทธิพลต่อความสำเร็จและความอยู่รอดขององค์กร การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทอย่างครบถ้วน โปร่งใส และสามารถตรวจสอบได้ จึงถือเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นในการตัดสินใจของนักลงทุน ควบคู่ไปกับการเสริมสร้างความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อความสามารถในการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัท (Lee & Isa, 2023) ด้วยเหตุนี้การเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความจำเป็นเพื่อยกระดับความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือในการดำเนินธุรกิจ ทั้งนี้การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ไม่เพียงช่วยเพิ่มข้อมูลเชิงลึกให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนเท่านั้น หากยังสามารถดึงดูดผู้ลงทุนที่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนของธุรกิจ ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มความตั้งใจในการลงทุน และการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัทในระยะยาว (Tahmid et al., 2022)

NPU JOURNAL

แนวคิดต้นทุนของหนี้สิน

แนวคิดสำคัญในการประเมินความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ เนื่องจากต้นทุนของหนี้สินสะท้อนถึงระดับความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้และความสามารถในการสร้างผลกำไรของกิจการ โดยกิจการที่มีต้นทุนของหนี้สินอยู่ในระดับสูงมักเผชิญกับภาระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการทางการเงิน งานวิจัยของ Santosuosso (2024) พบว่า ต้นทุนของหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยกิจการที่มีต้นทุนของหนี้สินสูงมีแนวโน้มที่จะมีผลกำไรลดลง นอกจากนี้ Baule (2023) ได้เสนอแบบจำลองการคำนวณต้นทุนของหนี้สินที่คำนึงถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ โดยใช้ข้อมูลจากอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ร่วมกับอัตราการฟื้นตัวของเจ้าหนี้ในกรณีที่กิจการผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งช่วยให้การประเมินต้นทุนของหนี้สินมีความแม่นยำและสะท้อนความเสี่ยงที่แท้จริงมากยิ่งขึ้น จากข้อค้นพบดังกล่าว การวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินจึงถือเป็นเครื่องมือสำคัญในการตัดสินใจทางการเงินและการบริหารความเสี่ยงขององค์กร ในมิติของโครงสร้างเงินทุน การวิเคราะห์อัตราส่วนหนี้สินเป็นเครื่องมือที่ใช้ประเมินเสถียรภาพทางการเงินของกิจการ โดยเฉพาะอัตราส่วนที่สะท้อนระดับการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอก อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Long-Term Debt to Total Asset Ratio) แสดงถึงสัดส่วนของสินทรัพย์ที่ได้รับการสนับสนุน จากหนี้สินระยะยาวขณะที่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Long-Term Debt to Equity Ratio) ใช้ประเมินความสมดุลระหว่างเงินทุนจากเจ้าหนี้ระยะยาวและเงินทุนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Total Debt to Total Asset Ratio) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Total Debt to Equity Ratio) ยังใช้เป็นตัวชี้วัดระดับความเสี่ยงทางการเงินโดยรวมของกิจการ หากอัตราส่วนดังกล่าวอยู่ในระดับสูง อาจสะท้อนถึงความเปราะบางต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและภาระผูกพันทางการเงินในอนาคต งานวิจัยของ Uyar et al. (2023) กล่าวว่า บริษัทในประเทศกำลังพัฒนามีลักษณะแตกต่างจากประเทศพัฒนา ทั้งในด้านอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงความต้องการเงินทุนที่มากขึ้น ตลอดจนสภาพแวดล้อมทางสถาบันและอำนาจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่ค่อนข้างอ่อนแอ ดังนั้นการบริหารโครงสร้างเงินทุนผ่านการควบคุมสัดส่วนหนี้สินในแต่ละมิติอย่างเหมาะสมจึงเป็นกลยุทธ์สำคัญในการรักษาต้นทุนของหนี้สินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม และเสริมสร้างความมั่นคงทางการเงินขององค์กรในระยะยาวอย่างยั่งยืน

การประเมินคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล

ในปัจจุบันมีหน่วยงานทั้งในประเทศและต่างประเทศที่ทำหน้าที่ประเมินและจัดทำดัชนีด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) เพื่อสะท้อนระดับการเปิดเผยข้อมูลและการดำเนินงานของบริษัท โดยอาศัยข้อมูลจากผู้ประเมินผล (Raters) และผู้จัดทำดัชนี (Index Providers) สำหรับคัดเลือกบริษัทที่มีความโดดเด่นด้าน ESG ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความร่วมมือกับผู้ให้บริการข้อมูล ESG ระดับสากลในการสนับสนุนการประเมิน (Saengpao et al., 2025) การวิจัยครั้งนี้เลือกใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG (ESG Score) จากฐานข้อมูล Bloomberg ซึ่งทำการประเมินแยกตาม 3 มิติ ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล โดยให้ความสำคัญกับแต่ละมิติในสัดส่วนที่เท่าเทียมกัน และนำคะแนนมาคำนวณเป็นค่าคะแนนรวมแบบถ่วงน้ำหนัก ฐานข้อมูล Bloomberg โดยมีคะแนนตั้งแต่ 0 สำหรับบริษัทที่ไม่เปิดเผยข้อมูล ESG เลย ไปจนถึง 100 คะแนนสำหรับ บริษัทที่เปิดเผยข้อมูลครอบคลุมในทุกจุด คะแนนของ Bloomberg นี้เป็นคะแนนที่เรียบง่าย แสดงถึงความโปร่งใสและระดับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ได้รับการยอมรับในระดับนานาชาติด้านความน่าเชื่อถือ จากงานวิจัยของ Habib & Mourad (2024) การศึกษาการวิเคราะห์ผลของแนวปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ทั้งในภาพรวมและรายมิติ รวมถึงผลกระทบของวิกฤตโคโรนาไวรัสต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในสหรัฐอเมริกา พบว่า บริษัทที่มีเปิดผลข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ในระดับสูงมีมูลค่ากิจการที่ดีกว่าขณะที่วิกฤตโคโรนาไวรัสส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการของบริษัท และทำให้เกิดความแตกต่างของมูลค่ากิจการระหว่างช่วงเวลาก่อนและระหว่างวิกฤต งานวิจัยนี้สะท้อนให้เห็นถึงความสำคัญของการดำเนินงานด้าน ESG ต่อการเสริมสร้างความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท และเป็นข้อมูลเชิงประจักษ์ที่เป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารและผู้ลงทุนในการกำหนด

กลยุทธ์และการตัดสินใจภายใต้ภาวะความไม่แน่นอน และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Behl et al. (2022) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการ กรณีศึกษาภาคพลังงานของอินเดีย มีความเชื่อมโยงกับมูลค่ากิจการมีความแตกต่างกันตามบริบททางเศรษฐกิจ พบว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่เป็นแบบสองทิศทางและผลของการพยากรณ์ในตัวเองมีลักษณะเปลี่ยนจากเชิงลบในระยะแรกเป็นเชิงบวกในระยะหลัง ซึ่งให้ข้อค้นพบที่เป็นประโยชน์ต่อการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนด้าน ESG เพื่อสร้างมูลค่าในระยะยาว

แนวคิดการวัดมูลค่ากิจการของบริษัท

ตามแนวคิดอัตราส่วน Tobin’s Q Ratio ซึ่งเป็นอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม เป็นแนวทางในการวัดมูลค่ากิจการที่นำเสนอโดย James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale โดยอาศัยการผสมผสานข้อมูลทางบัญชีจากงบการเงินเข้ากับข้อมูลทางตลาดเพื่อสะท้อนมูลค่ากิจการในมุมมองของผู้ลงทุน โดย Tobin’s Q คำนวณจากการนำมูลค่าตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์บริษัท หารด้วยต้นทุนการทดแทน (Replacement Cost) ของสินทรัพย์ดังกล่าว ซึ่งมูลค่าตลาดของสินทรัพย์วัดจากมูลค่าตลาดของหุ้นที่ผู้ถือหุ้นถือครองรวมกับมูลค่าหนี้สินของบริษัท (Tobin, 1969) ต่อมา Chung & Pruitt (1994) ได้เสนอสูตรการคำนวณ Tobin’s Q ในรูปแบบที่ง่ายและสามารถนำไปใช้ได้จริงมากขึ้น โดยคำนวณจากการนำมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญรวมกับมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวม แล้วหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม แทนการใช้ต้นทุนการทดแทนของสินทรัพย์โดยตรง ทั้งนี้ เมื่อทำการทดสอบค่า Tobin’s Q ที่ได้จากสูตรทั้งสองวิธี พบว่ามีค่าใกล้เคียงกันสูงถึงร้อยละ 96.60 จึงทำให้สูตรที่ปรับปรุงโดย Oh & Kim (2025) ได้รับการยอมรับและถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายในการประเมินมูลค่ากิจการ

ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ต้นทุนของหนี้สินเป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่สะท้อนระดับความเสี่ยงและความน่าเชื่อถือของกิจการจากมุมมองของผู้ให้กู้และนักลงทุน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยหรือค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการกู้ยืมถูกกำหนดตามความสามารถของบริษัทในการบริหารความเสี่ยงและรักษาเสถียรภาพทางการเงิน ในช่วงที่ผ่านมาแนวคิดเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรในมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและถูกนำมาใช้เป็นเกณฑ์สำคัญในการประเมินความยั่งยืนและความน่าเชื่อถือขององค์กรธุรกิจที่ให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูล ESG ได้รับความไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย รวมถึงนักลงทุนและสถาบันการเงิน เนื่องจากการดำเนินงานดังกล่าวสะท้อนถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดี ความโปร่งใสในการดำเนินงาน และความสามารถในการจัดการความเสี่ยงขององค์กร ดังนั้น ต้นทุนของหนี้สินจึงอาจมีความเชื่อมโยงกับระดับการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งต้องให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูล ความรับผิดชอบต่อสังคมและการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในระยะยาว ซึ่งจากงานวิจัยการศึกษาของ Thaneerananon (2024) ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings พบว่า ต้นทุนของหนี้สินโดยโครงสร้างหนี้สิน มีอิทธิพลต่อระดับความยั่งยืนในมิติ ESG ต้นทุนของหนี้สินส่งผลเชิงบวกต่อมิติสิ่งแวดล้อมและสังคม ต้นทุนของหนี้สินส่งผลเชิงลบต่อมิติสังคม ต้นทุนของหนี้สินส่งผลเชิงบวกต่อมิติธรรมาภิบาล สะท้อนว่าต้นทุนหนี้สินที่สมดุลช่วยเสริมสร้างความยั่งยืนในมิติสิ่งแวดล้อมและสังคม โดยการใช้หนี้สินระยะยาวสามารถสนับสนุนการลงทุนในกิจกรรมที่มีความรับผิดชอบ ขณะที่การมีหนี้สินในระดับที่สูงเกินไปอาจเพิ่มความเสี่ยงและกระทบต่อธรรมาภิบาล การบริหารหนี้ที่ดีส่งเสริมความโปร่งใส และการควบคุมภายในที่มีประสิทธิภาพช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับธุรกิจในระยะยาว สอดคล้องกับ Tawfiq et al. (2024) พบว่า ระดับหนี้สินรวมที่สูงส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม เนื่องจากภาระหนี้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้น ส่งผลให้ผู้ให้กู้ประเมินความเสี่ยงในการปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้น และทำให้ต้นทุนของหนี้สินสูงขึ้น ส่งผลให้องค์กรอาจจำกัดการลงทุนใน

NPU JOURNAL

โครงการที่ไม่ได้สร้างรายได้โดยตรง ในทำนองเดียวกัน Cucari et al. (2020) พบว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมสูงมักได้รับคะแนน ด้านสิ่งแวดล้อมต่ำกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนที่มั่นคง เนื่องจากภาระหนี้อาจจำกัดทรัพยากรในการดำเนินกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมและสะท้อนถึงการจัดการความเสี่ยงที่ไม่เพียงพอ นอกจากนี้ Jiang et al. (2025) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) มีความสัมพันธ์กับคะแนนความยั่งยืนด้านสังคม (Social Score) ซึ่งสะท้อนว่า ระดับหนี้สินที่สูงอาจลดความสามารถขององค์กรในการดำเนินกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคม และอาจส่งผลต่อความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่อความยั่งยืนขององค์กร ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าเปิดผลข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล สามารถสร้างประโยชน์เชิงการเงินแก่กิจการผ่านการลดต้นทุนการกู้ยืมในตลาดพันธบัตร และสนับสนุนบทบาทของ ESG ในการสร้างคุณค่าอย่างยั่งยืนในระยะยาว สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kaewot et al. (2025) ซึ่งศึกษาธุรกิจภาคการท่องเที่ยวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูล ESG ควบคู่กับการบริหารจัดการสินทรัพย์และโครงสร้างหนี้อย่างมีประสิทธิภาพ สามารถช่วยเสริมสร้างโอกาสในการสร้างรายได้และการเติบโตของธุรกิจอย่างยั่งยืนในระยะยาว

สมมติฐานที่ 1 ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความรับผิดชอบเชิงบวกต่อด้านสิ่งแวดล้อม

สมมติฐานที่ 2 ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความรับผิดชอบเชิงบวกต่อด้านสังคม

สมมติฐานที่ 3 ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความรับผิดชอบเชิงบวกต่อด้านธรรมาภิบาล

ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อมสังคม และธรรมมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Delvina & Hidayah, 2023) โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมที่มีแรงกดดันจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียสูง เช่น อุตสาหกรรมบริการ สินค้าอุปโภคบริโภค และธุรกิจการเงิน ซึ่งองค์กรในอุตสาหกรรมให้ความสำคัญกับภาพลักษณ์ ความรับผิดชอบต่อสังคม และความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งปัจจุบันนักลงทุนไม่ได้พิจารณาเพียงข้อมูลมูลค่ากิจการทางการเงินเท่านั้นแต่ยังให้ความสำคัญกับข้อมูลที่สะท้อนความรับผิดชอบต่อสังคม การบริหารจัดการสิ่งแวดล้อม และคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้บริษัทที่มีการดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูล ESG ในระดับที่สูงมักได้รับการประเมินว่ามีความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการและมีแนวโน้มที่จะมีมูลค่ากิจการที่ดีกว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญกับประเด็นดังกล่าวในระดับต่ำ (Aydoğmuş et al., 2022) จากงานวิจัยของ Khunthong & Racharak (2023) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มีบทบาทสำคัญในการเสริมสร้างความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือขององค์กร ซึ่งส่งผลต่อการรับรู้ของนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย จากงานวิจัยของ Suttipun & Yordudom (2022) ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลต่อการตอบสนองของตลาด: หลักฐานจาก 50 บริษัท พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ในระดับที่สูงขึ้นในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาการเปิดเผยข้อมูล ESG พบมากที่สุด คือ การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมตาม ด้านธรรมาภิบาลและสิ่งแวดล้อม และมีระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมที่แตกต่างกันของบริษัทจดทะเบียน 50 อันดับแรกระหว่างอุตสาหกรรมที่มีโปรไฟล์สูงและต่ำ แต่ไม่พบความแตกต่างของระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและธรรมาภิบาลระหว่างอุตสาหกรรมที่มีโปรไฟล์สูงและต่ำสุด นอกจากนี้ นักลงทุนยังให้ความสำคัญกับการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมของบริษัทเนื่องจากกิจกรรมดังกล่าวสามารถช่วยลดความเสี่ยงจากการปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงของราคาหลักทรัพย์ (Stock Price Crash Risk) ได้ ในทางตรงกันข้ามการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลที่เพิ่มขึ้นกลับพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของบริษัท ผลการศึกษาดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าการบังคับให้มีการเปิดเผยข้อมูลด้านบรรษัทภิบาลอาจไม่ได้ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าของบริษัทในทุกกรณี นอกจากนี้ ยังพบว่าปัจจัยด้านลักษณะของกิจการ ได้แก่ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท และประเภทของอุตสาหกรรม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Yangklan &

Sincharoonsak (2021) อิทธิพลของการรายงานตามความรับผิดชอบต่อสังคมต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การรายงานตามความรับผิดชอบต่อสังคมในด้านสิ่งแวดล้อม ด้านพลังงาน ด้านพนักงานและลูกจ้าง ด้านชุมชน และด้านความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการตามตัววัดค่าของ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

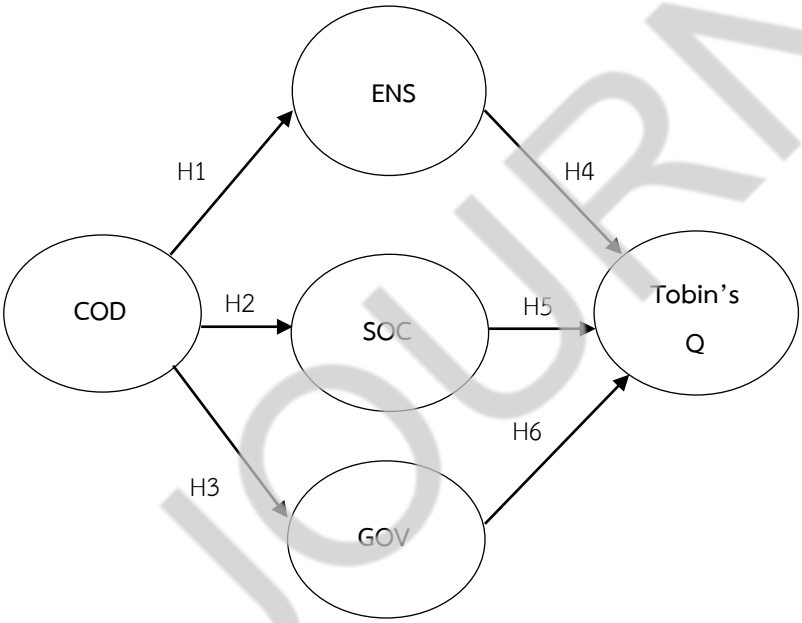
สมมติฐานที่ 4 ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อมที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 5 ความรับผิดชอบต่อด้านสังคมที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 6 ความรับผิดชอบต่อด้านธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากเอกสารและงานวิจัยในอดีต ต้นทุนของหนี้สิน ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม

สมมติฐานที่ 2 ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความรับผิดชอบต่อด้านสังคม

สมมติฐานที่ 3 ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความรับผิดชอบต่อด้านธรรมาภิบาล

สมมติฐานที่ 4 ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อมที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 5 ความรับผิดชอบต่อด้านสังคมที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 6 ความรับผิดชอบต่อด้านธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2565 - 2567 จำนวน 1,828 บริษัท

NPU JOURNAL

กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างตัดกลุ่มบริษัทธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานเนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีรูปแบบงบการเงินที่ไม่เหมือนกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น อาจทำให้ข้อมูลที่เก็บได้ไม่สอดคล้องกับงบการเงินของกลุ่มธุรกิจอื่นพร้อมทั้งบริษัทที่ข้อมูลไม่ครบถ้วน จึงเหลือจำนวนบริษัททั้งหมด จำนวน 750 บริษัท ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	2565	2566	2567	รวม
จำนวนบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	590	610	628	1,828
หัก กลุ่มการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการ ดำเนินงาน	(58)	(61)	(67)	(186)
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(288)	(313)	(291)	(892)
ข้อมูลทั้งหมดที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง	**244**	**236**	**270**	**750**

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิได้แก่ งบการเงินประจำปี จากเว็บไซต์ www.setsmart.com และข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีจากเว็บไซต์ www.set.or.th และ www.sec.or.th จากนั้นเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีข้อมูลทางด้านการเงินที่ครบถ้วนสมบูรณ์ ตามที่ต้องการศึกษาทั้งหมดและมีรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม เพื่อควบคุมความแตกต่างทางด้านเวลา และเพื่อให้ข้อมูลที่ได้รับสามารถนำมาใช้ในการเปรียบเทียบกันได้ทำให้คงเหลือจำนวนกลุ่มตัวอย่างสุทธิ 750 ตัวอย่าง (บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2565 - 2567)

ความหมายตัวแปรและการวัดค่า ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ตัวแปร การคำนวณ แหล่งอ้างอิง

ตัวแปร (สัญลักษณ์)	การคำนวณ	แหล่งอ้างอิง
ต้นทุนของหนี้สิน (COD)	จำนวนเงินดอกเบี้ยจะต้องชำระ / ด้วยยอดการกู้ยืมหรือจำนวนเงินสุทธิที่ได้จากการกู้ยืม	(Baule, 2023)
คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG)	คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ตามฐานข้อมูล Bloomberg	(Meeprom et al., 2024) ; (Khanchel et al., 2023)
มูลค่ากิจการ (Tobin's Q)	มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม	(Meeprom et al., 2024) ; (Chung & Pruitt, 1994)

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยนี้เก็บข้อมูลจากงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงินในระหว่างปี พ.ศ. 2565 - 2567 (3 ปี) จำนวนข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์รวมเป็น 750 รายปีรายบริษัท (Firm-year) โดยเก็บรวบรวม คะแนนการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Scores) จากฐานของ Bloomberg Terminal โดยแบ่งเป็น 3 ด้านหลัก

NPU JOURNAL

ที่มีค่าน้ำหนักเท่ากัน ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) ด้านสังคม (Social) และด้านบรรษัทภิบาล (Governance) กำหนดคะแนนตั้งแต่ 0 คะแนน สำหรับบริษัทที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลเลยไปจนถึง 100 คะแนน สำหรับบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลอย่างครอบคลุมและต่อเนื่อง (Stock Exchange of Thailand, 2023b)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลที่รวบรวมได้จากจากเว็บไซต์ www.setsmart.com และข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีจากเว็บไซต์ www.set.or.th และ www.sec.or.th ด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูป และทดสอบความสัมพันธ์และผลกระทบของต้นทุนของหนี้สิน ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ

1. การวิเคราะห์สถิติพื้นฐานและการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ผู้วิจัยนำมาใช้ในการอธิบายหรือบรรยายผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

2. การวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ด้วยเทคนิคการใช้หลักการค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางด้วยโปรแกรม AMOS

ค่าสถิติและเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองผ่านเกณฑ์แสดงว่าแบบจำลองสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 The Model Fit of the Structural Equation Model

Goodness of Fit	Recommended Values
CMIN/DF	1.0 - 3.0 (Diamantopoulos & Siguaw, 2000)
CFI	≥0.90 (Kelloway, 2015)
GFI	≥0.90 (Kelloway, 2015)
AGFI	≥0.90 (Kelloway, 2015)
TLI	≥0.90 (Schumacker & Lomax, 2010)
SRMR	≤ 0.08 (Diamantopoulos & Siguaw, 2000)
RMSEA	≤0.08 (Schumacker & Lomax, 2010)

ผลการวิจัยและอภิปรายผลการวิจัย

ผลการทดสอบข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติพรรณา ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าเบ้ ค่าโด่ง และวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ด้วย Pearson Correlation ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	Min	Max	Mean	S.D.	Skewness	Kurtosis
COD	0.03	0.96	0.58	0.20	1.29	2.54
ENS	0.00	1.00	0.26	0.44	1.07	2.17

NPU JOURNAL

ตารางที่ 4 (ต่อ)

ตัวแปร	Min	Max	Mean	S.D.	Skewness	Kurtosis
SOC	0.00	1.00	0.22	0.42	1.09	2.10
GOV	0.00	1.00	0.21	0.44	1.27	2.13
Tobin’s Q	-0.20	25.11	1.57	1.81	2.14	4.90

จากตารางที่ 4 พบว่า ตัวแปรผล ต้นทุนของหนี้สิน (COD) ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม (ENS) สังคม (SOC) ธรรมาภิบาล (GOV) มูลค่ากิจการของบริษัท (Tobin’s Q) มีค่าเฉลี่ย 0.58 0.26 0.22 0.21 และ 1.57 ตามลำดับ ค่าความเบ้อยู่ระหว่าง 1.07 ถึง 2.14 และค่าความโด่งอยู่ระหว่าง 2.10 ถึง 4.90 ซึ่งสอดคล้องตามเกณฑ์ของ Kline (2023) ที่ค่าความเบ้ (Skewness) ต้องมีค่าอยู่ในช่วง -3 ถึง 3 และความโด่งต้องมีค่าอยู่ในช่วง -10 ถึง 10 จึงถือว่าข้อมูลมีการกระจายแบบปกติ

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) เพื่อศึกษาต้นทุนของหนี้สิน (COD) ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมสังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และมูลค่ากิจการของบริษัท (Tobin’s Q) ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

ตัวแปร	COD	ENS	SOC	GOV	Tobin’s Q
COD	1				
ENS	0.21*	1			
SOC	0.19**	0.21*	1		
GOV	0.18**	0.18**	0.17*	1	
Tobin’s Q	0.20*	0.19*	0.19**	0.16*	1

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

**มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 5 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นสังเกตได้จากทุกคู่ในภาพรวม พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของทุกคู่ตัวแปรมีค่าไม่เกิน ±0.80 แสดงว่า ไม่มีปัญหา Multicollinearity ทำให้สามารถใช้ในการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณได้อย่างเหมาะสม (Hair et al., 2014) ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวยืนยันว่า ต้นทุนของหนี้สิน ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม ธรรมาภิบาล และมูลค่ากิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการตัดสินใจลงทุนและค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากผลการทดสอบอยู่ในช่วงต่ำสุด 0.21 และสูงสุด 0.16 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์น้อยกว่า ±0.80 ซึ่งเป็นค่าที่ยอมรับได้จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

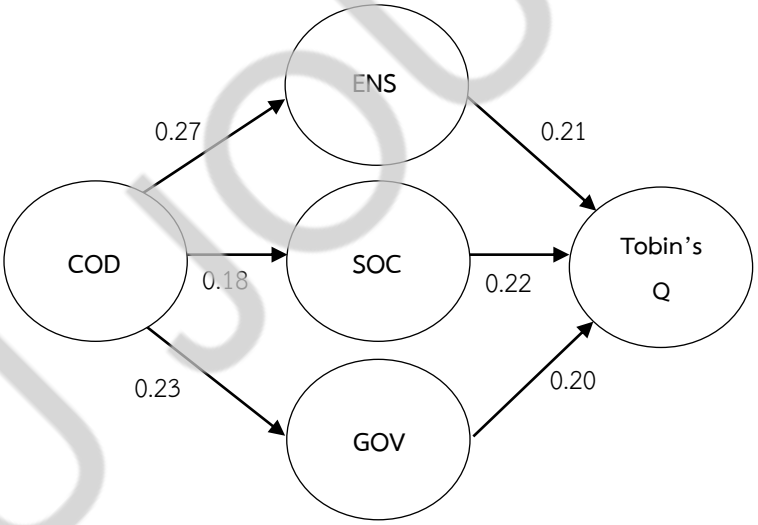
การทดสอบ Variance Inflation Factors (VIFs) ซึ่งเป็นอีกการทดสอบที่สามารถใช้ชี้วัดขนาดความรุนแรงของปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง ไม่พบว่ามีตัวแปรใดที่มีค่า VIF มากกว่า 5 และ Tolerance น้อยกว่า 0.10 ดังนั้นจึงสามารถตีความได้ว่า สมการถดถอยที่ใช้ในการวิจัยไม่มีปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง จึงไม่จำเป็นที่จะต้องตัดตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งออกจากแบบจำลอง (Studenmund & Cassidy, 1992) ดังตารางที่ 6

NPU JOURNAL

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบ Variance Inflation Factors (VIFs)

ตัวแปร	VIF	Tolerance
COD	2.53	0.44
ENS	2.31	0.39
SOC	1.68	0.33
GOV	1.55	0.42
Tobin's Q	1.83	0.37
Mean VIF	**1.98**	

ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพล (Path Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของตัวแปรในแบบจำลองโครงสร้าง (Structural Model) เพื่อหาขนาดอิทธิพลที่ปรากฏในความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นและทำการตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลอง (Goodness of Fit Measures) เพื่อศึกษาภาพรวมของแบบจำลองว่ามีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และผลการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ พบว่าโมเดลตามสมมติฐาน มีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์โดยค่า CMIN = 268.64, CMIN/DF = 2.39, CFI= 0.97, GFI = 0.96, AGFI = 0.94, TLI = 0.96, SRMR= 0.02, RMSEA= 0.03 ซึ่งผ่านเกณฑ์ทุกค่า (Chancharat & Kumpamool, 2022) ดังภาพที่ 2



ภาพที่ 2 แสดงเส้นทางความสัมพันธ์ของโมเดลที่มีอิทธิพลและไม่มีอิทธิพล

จากภาพที่ 2 พบว่า การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างการวิเคราะห์ SEM ได้ดำเนินการเพื่อตรวจสอบต้นทุนของหนี้สิน ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่าแบบจำลองสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ CMIN = 268.64, CMIN/DF = 2.39, CFI = 0.97, GFI = 0.96, AGFI = 0.94, TLI = 0.96, SRMR = 0.02, RMSEA = 0.03 สรุปได้ว่า แบบจำลองสมการโครงสร้างของต้นทุน ของหนี้สิน ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

ผลการทดสอบสมมติฐาน ต้นทุนของหนี้สิน ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ดังตารางที่ 7

NPU JOURNAL

ตารางที่ 7 ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง และการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐาน	ทดสอบสมมติฐาน	Beta	T-values	P-values	ผลการวิจัย
H1	COD--> ENS	0.29	2.07	0.04	ยอมรับ
H2	COD--> SOC	0.61	2.34	0.02	ยอมรับ
H3	COD-->GOV	0.37	2.39	0.04	ยอมรับ
H4	ENS-->Tobin's Q	0.29	2.384	0.03	ยอมรับ
H5	SOC-->Tobin's Q	0.23	2.41	0.03	ยอมรับ
H6	GOV-->Tobin's Q	0.24	2.34	0.04	ยอมรับ

จากตารางที่ 7 นำเสนอสรุปผลการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับต้นทุนของหนี้สิน ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประการแรก พบว่า ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัท (H1: $\beta = 0.29$, $p < 0.05$) ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความรับผิดชอบต่อด้านสังคมของบริษัท (H2: $\beta = 0.61$, $p < 0.05$) ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความรับผิดชอบต่อด้านธรรมาภิบาลของบริษัท (H3: $\beta = 0.37$, $p < 0.05$) ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อมที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (H4: $\beta = 0.29$, $p < 0.05$) ความรับผิดชอบต่อด้านสังคมที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (H5: $\beta = 0.23$, $p < 0.05$) และความรับผิดชอบต่อด้านธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (H6: $\beta = 0.24$, $p < 0.05$)

การตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พบว่า ค่าสถิติและเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลอง และผลจากการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแบบความสัมพันธ์ ดังนี้

การคำนวณอิทธิพลทางตรง (Direct effect) จากโมเดลเส้นทางความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ผ่านการตกแต่งหรือปรับโมเดลแล้วพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมีความสัมพันธ์ที่ดีที่สุดแล้ว จึงนำโมเดลความสัมพันธ์ดังกล่าวมาหาอิทธิพลทางตรง (Direct Effect: DE) ดังตารางที่ 8

ตารางที่ 8 แสดงผลการประมาณค่า Standardized Direct Effects, Indirect Effects

Hypotheses	Path Relationship	DE	t-values	P-values	IDE	t-values	P-values	VAF
H1	COD--> ENS	0.27	2.07	0.04	-	-	-	0.53
H2	COD--> SOC	0.18	2.34	0.02	-	-	-	0.42
H3	COD-->GOV	0.23	2.39	0.04	-	-	-	0.37
H4	ENS-->Tobin's Q	0.21	2.38	0.03	-	-	-	0.48
H5	SOC-->Tobin's Q	0.22	2.41	0.03	-	-	-	0.56
H6	GOV-->Tobin's Q	0.19	2.34	0.04	-	-	-	0.54

หมายเหตุ = $p < 0.05$; DE = Direct Effect, IDE = Indirect Effect, VAF = Variance Accounted For = IDE/IDE+DE

NPU JOURNAL

ผลจากการวิเคราะห์อิทธิพลของต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม ด้านธรรมาภิบาลของบริษัท โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.27 0.18 และ 0.23 ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม ด้านธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการโดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.21 0.22 และ 0.19

1. ต้นทุนของหนี้สินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ของบริษัท โดยการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมอาจสะท้อนถึงการตัดสินใจทางการเงินเชิงกลยุทธ์ในการใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สิน เพื่อสนับสนุนการลงทุนหรือกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อม ซึ่งแสดงให้เห็นถึงแนวทางการบริหารโครงสร้างเงินทุนที่บูรณาการเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมเข้ากับการเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กร ผลดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดต้นทุนของหนี้สิน ที่มองว่าโครงสร้างเงินทุนสะท้อนการเลือกใช้หนี้สินเป็นแหล่งเงินทุนเชิงกลยุทธ์ โดยเฉพาะหนี้สินระยะยาว ที่สามารถเจรจาอัตราดอกเบี้ยในระดับเหมาะสม ซึ่งช่วยให้องค์กรมีเงินทุนสำหรับการลงทุน ด้านสิ่งแวดล้อมโดยไม่กระทบต่อสภาพคล่อง นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับงานของ Thaneerananon (2023) ที่ชี้ให้เห็นว่า การบริหารต้นทุนทางการเงินและทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพส่งผลเชิงบวกต่อศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนขององค์กรและสามารถเชื่อมโยงกับการใช้หนี้สิน เพื่อสนับสนุนกิจกรรมด้านความยั่งยืนที่สร้างคุณค่าทางเศรษฐกิจและสิ่งแวดล้อมควบคู่กันตามแนวคิด ESG ที่มุ่งเน้นการสร้างคุณค่าร่วมในระยะยาวอย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวม ต่อสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลเชิงลบต่อคะแนนความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (Environment Score) กล่าวคือ เมื่อสัดส่วนหนี้สินรวมเพิ่มขึ้นระดับความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมมีแนวโน้มลดลง ซึ่งสอดคล้องกับ Tawfiq et al. (2024) พบว่า ภาระหนี้สินรวมในระดับสูงส่งผลเสียต่อความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม เนื่องจากความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้ต้นทุนหนี้สูงขึ้นและจำกัดความสามารถขององค์กรในการลงทุนในโครงการที่ไม่สร้างรายได้โดยตรง ในทำนองเดียวกัน Lee & Isa (2023) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) อย่างมีคุณภาพ ช่วยเสริมสร้างความน่าเชื่อถือของบริษัทในมุมมองของผู้มีส่วนได้เสีย อีกทั้งเอื้อให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมในมิติต่าง ๆ เพื่อใช้ประกอบการประเมินมูลค่าการลงทุนได้อย่างเหมาะสม ซึ่งนำไปสู่การปรับปรุงมูลค่ากิจการของบริษัท และส่งเสริมการเพิ่มมูลค่ากิจการในระยะยาว

2. ความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยงานวิจัยของ Kuutha et al. (2025) พบว่า การแสดงความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งวัดจากการที่บริษัทได้รับการคัดเลือกให้อยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Dow Jones Sustainability Index) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ วัดด้วย Tobin’s Q ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในดัชนีดังกล่าวเป็นกลุ่มที่ผ่านการประเมินประสิทธิภาพด้านความยั่งยืนตามมาตรฐานสากลที่ได้รับการยอมรับในระดับนานาชาติ และมีความโปร่งใสในการดำเนินงาน ส่งผลให้บริษัทถูกมองว่ามีความมั่นคงทางธุรกิจสามารถดึงดูดบุคลากรที่มีคุณภาพ นักลงทุน และเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น เมื่อบริษัทมีเงินทุนเพียงพอ ย่อมเอื้อต่อการขยายกิจการการสร้าง การจ้างงาน และการเพิ่มมูลค่าทางการตลาดในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่อธิบายว่าการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียจะช่วยเสริมสร้างคุณค่าโดยรวมขององค์กร อย่างไรก็ตามผลการศึกษาของ Tahmid et al. (2022) พบว่า การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ไม่เพียงช่วยเพิ่มข้อมูลเชิงลึกให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนเท่านั้น หากยังสามารถดึงดูดความสนใจจากผู้ลงทุนที่ให้ความสำคัญกับธุรกิจที่มีความยั่งยืน ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าของบริษัทในระยะยาว จากหลักฐานดังกล่าวบริษัทจึงควรบูรณาการการดำเนินงาน ตามหลัก ESG เข้ากับกลยุทธ์องค์กร เพื่อส่งเสริมความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจ และตอบสนองต่อความคาดหวังของสังคมและนักลงทุนในยุคปัจจุบันที่ให้ความสำคัญกับแนวทางการลงทุนอย่างยั่งยืน และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Aydoğmuş et al. (2022) ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่าบริษัทและความสามารถในการทำกำไร พบว่า คะแนนรวม ESG โดยรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อมูลค่าของบริษัท คะแนนด้านสังคมและธรรมาภิบาลแต่ละด้าน มีความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญ ในขณะที่คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมไม่มีความสัมพันธ์

ที่มีนัยสำคัญกับมูลค่าของบริษัท ในทางกลับกัน คะแนนรวม ESG รวมถึงคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มีความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าการลงทุนในประสิทธิภาพ ESG ที่สูง สามารถสร้างผลตอบแทนทางการเงินให้กับบริษัททั้งในด้านมูลค่าและความสามารถในการทำกำไร

สรุปผลการวิจัย

1. ต้นทุนของหนี้สินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของบริษัท พบว่าต้นทุนของหนี้สินมีอิทธิพลต่อระดับความรับผิดชอบด้าน ESG ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการดำเนินงานด้าน ESG สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทมีแนวโน้มใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินระยะยาวเพื่อสนับสนุนการลงทุนและการดำเนินกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืน ทั้งในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลขององค์กร ในขณะเดียวกัน ผลการศึกษาพบว่าเมื่อสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มสูงขึ้น ระดับความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทมีแนวโน้มลดลง ซึ่งอาจสะท้อนว่าการมีภาระหนี้สินในระดับสูงอาจเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินและส่งผลให้ความสามารถขององค์กรในการจัดสรรทรัพยากรสำหรับการดำเนินกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมในระยะยาวลดลง ดังนั้น ผลการวิจัยจึงชี้ให้เห็นว่า การบริหารโครงสร้างหนี้สินอย่างเหมาะสม โดยคำนึงถึงทั้งระดับและประเภทของหนี้สิน มีบทบาทสำคัญต่อการส่งเสริมการดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ขององค์กร อีกทั้งยังมีส่วนสนับสนุนการสร้างการเติบโตของบริษัทอย่างยั่งยืนในระยะยาว

2. ความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ พบว่า โดยบริษัทที่มีระดับการดำเนินงานด้าน ESG อยู่ในระดับสูงมีแนวโน้มที่จะมีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งสามารถสะท้อนได้จากตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ เช่น Tobin’s Q ทั้งนี้ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดี หรือได้รับการยอมรับให้อยู่ในดัชนีความยั่งยืนในระดับสากล มักได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียมากขึ้น เนื่องจากสะท้อนถึงความโปร่งใส ความน่าเชื่อถือและความมั่นคงในการดำเนินธุรกิจ นอกจากนี้ การดำเนินงานด้าน ESG ยังมีบทบาทสำคัญในการเสริมสร้างศักยภาพการแข่งขันขององค์กร โดยช่วยดึงดูดนักลงทุน บุคลากรที่มีคุณภาพ รวมถึงเพิ่มโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ซึ่งปัจจัยดังกล่าวล้วนเอื้อต่อการเติบโตของธุรกิจและการเพิ่มมูลค่ากิจการในระยะยาว ทั้งนี้ยังชี้ให้เห็นว่า คะแนน ESG โดยรวม รวมถึงมิติด้านสังคมและธรรมาภิบาล มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท อย่างไรก็ตาม ในบางบริบท มิติด้านสิ่งแวดล้อมอาจไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการโดยตรง ทั้งนี้ การบูรณาการแนวคิด ESG เข้ากับกลยุทธ์และการดำเนินงานขององค์กรยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยส่งเสริมความยั่งยืนของธุรกิจและสร้างผลตอบแทนทางการเงินในระยะยาว

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. ผลการวิจัยช่วยเติมเต็มองค์ความรู้ด้านการเงินและความยั่งยืน โดยอธิบายบทบาทของต้นทุนของหนี้สินและการดำเนินงานด้าน ESG ที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการในบริบทของตลาดทุนไทย อันเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนากรอบแนวคิดและงานวิจัยในอนาคต

2. สามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการกำหนดกลยุทธ์ทางการเงินและกลยุทธ์ด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนเพื่อบริหารต้นทุนของหนี้สินอย่างเหมาะสมและเสริมสร้างมูลค่ากิจการในระยะยาว

3. ผลการวิจัยเป็นข้อมูลสนับสนุนการตัดสินใจของนักลงทุนและเจ้าหนี้ในการประเมินความเสี่ยงและศักยภาพของกิจการจากมุมมอง ESG ควบคู่กับปัจจัยทางการเงิน ช่วยส่งเสริมการลงทุนที่มีความรับผิดชอบและยั่งยืน

NPU JOURNAL

ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัย

ข้อเสนอแนะเพื่อนำผลการวิจัยไปใช้

1. ผู้บริหารควรใช้หนี้สินระยะยาวอย่างเหมาะสมเพื่อสนับสนุนการลงทุนด้าน ESG ควบคู่กับการควบคุมระดับหนี้สินรวม เพื่อลดความเสี่ยงทางการเงินและเสริมสร้างความยั่งยืนในระยะยาว

2. นักลงทุนควรพิจารณาข้อมูลด้าน ESG ควบคู่กับข้อมูลโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของหนี้สิน เพื่อประเมินมูลค่าและศักยภาพการเติบโตของกิจการอย่างรอบด้าน

3. หน่วยงานกำกับดูแลควรส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้องอย่างโปร่งใสและเป็นมาตรฐานเดียวกัน เพื่อสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนและการพัฒนาอย่างยั่งยืนของภาคธุรกิจ

ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยครั้งต่อไป

1. การวิจัยในอนาคตควรศึกษาตัวแปรทางการเงินอื่นเพิ่มเติม เพื่อให้เข้าใจผลกระทบต่อการดำเนินงานด้าน ESG อย่างครอบคลุมยิ่งขึ้น

2. ขยายขอบเขตการศึกษาไปยังอุตสาหกรรมหรือประเทศที่หลากหลาย เพื่อเพิ่มความสามารถในการอธิบายและการประยุกต์ใช้ผลการวิจัย

3. นำระเบียบวิธีวิจัยเชิงคุณภาพหรือแบบผสมผสานมาใช้ เพื่อให้เข้าใจเชิงลึกถึงกระบวนการตัดสินใจขององค์กร

ข้อจำกัดการวิจัย

1. ระดับหนี้สินที่เหมาะสมในการสนับสนุนการลงทุนด้าน ESG แตกต่างกันตามลักษณะและขนาดของกิจการ

2. การวิเคราะห์อาศัยข้อมูลด้าน ESG และโครงสร้างเงินทุนเป็นหลัก อาจไม่ครอบคลุมปัจจัยอื่นที่มีผลต่อการเติบโตของกิจการ

3. ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งอาจมีข้อจำกัดด้านความครบถ้วนและความสม่ำเสมอ

References

Aydoğmuş, M., Gülay, G. & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review, 22,* S119-S127. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006

Barnard, C. I. (1938). *The functions of the executive*. Harvard University Press.

Baule, R. (2023). The cost of debt capital revisited. *Business Research, 16*(1), 1-25. https://doi.org/10.1007/s40685-018-0070-6.

Behl, A., Kumari, P. R., Makhija, H. & Sharma, D. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research, 313*(1), 231-256. https://doi.org/10.1007/s10479-021-04189-8

Chancharat, N. & Kumpamool, C. (2022). Working capital management, board structure and Tobin's q ratio of Thai listed firms. *Managerial Finance, 48*(4), 541-556. https://doi.org/10.1108/MF-08-2021-0361

Chung, K. H. & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management, 23*(3), 70-74. https://doi.org/10.2307/3665623

Cucari, N., D'Angelo, E. & Esposito De Falco, S. (2020). Corporate governance and environmental social governance disclosure: A metaanalytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 27*(2), 251-273. https://doi.org/10.1002/csr.1806

NPU JOURNAL

Delvina, E. M. & Hidayah, R. (2023). The effect of ESG (environmental, social and governance) performance on company value and company performance. *Management Studies and Entrepreneurship Journal, 4*(5), 5436-5444. https://doi.org/10.37385/msej.v4i5.2903

Diamantopoulos, A. & Siguaw, J. A. (2000). *Introducing LISREL*. Sage Publications, London.

Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.

Habib, A. M. & Mourad, N. (2024). The influence of environmental, social, and governance (ESG) practices on US firms' performance: Evidence from the coronavirus crisis. *Journal of theKnowledge Economy, 15*(1), 2549-2570. https://doi.org/10.1007/s13132-023-01278-w.

Hair, J. F., Gabriel, M. & Patel, V. (2014). AMOS covariance-based structural equation modeling (CB-SEM): Guidelines on its application as a marketing research tool. *Brazilian Journal of Marketing, 13*(2), 44-54. https://doi.org/10.5585/remark.v13i2.2718

Jiang, K., Zhang, J., Zhou, M. & Chen, Z. (2025). ESG disagreement and corporate debt maturity: Evidence from China. *Financial Innovation, 11,* (32), 1-39. https://doi.org/10.1186/s40854-024-00724-1

Kaewot, C. Suttapong, K. & Ayusuk, A. (2025). The Influence of ESG Management and Financial Ratios on Financial Performance in the Tourism Sector: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Economics Maejo University*, *5*(1), 69-94. https://so10.tci-thaijo.org/index.php/ECONMAEJO_JOURNAL/article/view/2729.

Kline, R. B. (2023). Principles and practice of structural equation modeling. *Guilford publications, 45*(3), 95-188. https://doi.org/10.25336/csp29418

Kelloway, E. K. (2015). *Using Mplus for structural equation modeling; A researcher's guide* (2nd ed.). Sage Publications.

Khanchel, I., Lassoued, N. & Baccar, I. (2023). Sustainability and firm performance: the role of environmental, social and governance disclosure and green innovation. *Management Decision, 61*(9), 2720-2739. https://doi.org/10.1108/MD-09-2021-1252

Khunthong, U. & Racharak, B. (2023). The Influence of Responsibility Disclosure on Environment, Societies and Corporate Governance on Firm Performance of Companies Listed inStock Exchange of Thailand. *Rajapark Journal, 17*(50), 278-294. https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ//article/view/261344.

Kuutha, W., Thanispong, K., Chayasat, H. & Lapromma, S. (2025). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value and Performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand, SET ESG Index. *Journal of Management Science Review, 27*(2), 171-185. https://so03.tci-thaijo.org/index.php/msaru/article/view/289834/190488

Lee, S.-P. & Isa, M. (2023). Environmental, social and governance (ESG) practices and financial performance of Shariah-compliant companies in Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research, 14*(2), 295-314. https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2020-0183.

Meeprom, S., Boonyanet, W. & Tongkong, S. (2024). Relationship of ESG scores on firmperformance: Moderating roles of board size and CEO duality. *Journal of Infrastructure,Policy and Development, 8*(7), 1-24. https://doi.org/10.24294/jipd.v8i7.4403.

NPU JOURNAL

Oh, C. H. & Kim, B. C. (2025). An Analysis of Factors Influencing Tobin's Q in Listed Broadcasting Media Firms in Korea. *International Journal of Internet, Broadcasting and Communication*, *17*(2), 36-45. http://dx.doi.org/10.7236/IJIBC.2025.17.2.36

Parkatt, G., Pamornmarst, C. & Thavikitikul, Y. (2021). The use of debt in the capital structure and firm value of listed companies in the market for alternative investment. *The Journal of Development Administration Research, 11*(4), 747-760. https://so01.tci-thaijo.org/index.php/JDAR/article/view/252824.

Promlao, K. (2021). *What is the ESG concept? Why is it so popular among investors today.* https://www.tris.co.th/wp-content/uploads/2021/05/2564_Article_250564.pdf.

Saengpao, C., Jarutirasarn, P. & Supa Tongkong, S. (2025). The Moderating Effects of Environmental, Social and Governance Information Disclosure Scores in Correlation Between the Capital Structure and the Performance of the Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Humanities and Social Science Research Promotion Network Journal*, *8*(2), 86-107. https://so06.tci-thaijo.org/index.php/hsrnj/article/view/284846.

Santosuosso, P. (2024). Cost of debt and corporate profitability: Evidence from Italian unlisted firms. *International Business Research, 17*(2), 13-25. https://doi.org/10.5539/ibr.v17n2p13.

Schumacker, R. E. & Lomax, R. G. (2010). *A beginner's guide to structural equation modeling* (3rd ed.). Lawrence Erlbaum Associate.

Stock Exchange of Thailand. (2023a). *Assessing the corporate governance and sustainability of listed companies.* http://setsustainability.com/page/cgr-thsi.

Stock Exchange of Thailand. (2023b). *Sustainable stocks -Thailand Sustainability Investment (THSI).* https://setsustainability. com/page/thsi-thailand-sustainability-investmen.

Studenmund, A. H. & Cassidy, H. J. (1992). *Using econometrics: A practical guide.* Addison-Wesley Educational Publishers.

Suttipun, M. & Yordudom, T. (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. https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2020-0377

Tahmid, T., Hoque, M. N., Said, J., Saona, P. & Azad, M. A. K. (2022). Does ESG initiatives yield greater firm value and performance? New evidence from European firms. *Cogent Business & Management, 9*(1), 1-16. https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2144098

Tawfiq, T. T., Tawaha, H., Tahtamouni, A. & Almasria, N. A. (2024). The influence of environmental, social, and governance disclosure on capital structure: an investigation of leverage and WACC. *Journal of Risk and Financial Management, 17*(12), 1-16. https://doi.org/10.3390/jrfm17120570.

Thaneerananon, A. (2023). Agency Costs and Asset Management Efficiency Influence the Profitability of Companies Listed on the Market for Alternative Investment (MAI). *Rajapark Journal, 18*(58), 491-502. https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/272889.

NPU JOURNAL

Thaneerananon, A. (2024). Agency Costs and Asset Management Efficiency Influence the Profitability of Companies Listed on the Market for Alternative Investment (MAI). *Rajapark Journal, 18*(58), 491-502. https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/272889

Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, *1*(1), 15-29. http://www.jstor.org/stable/1991374

Yangklan, P. & Sincharoonsak, T. (2021). Influence of reporting of corporate social responsibility and earning management affecting firm value of companies listed in the stock exchange of thailand. *Journal of Buddhist Anthropology, 6*(12), 318-329. https://so04.tci-thaijo.org/index.php/JSBA/article/view/252517

Uyar, A., Gerged, M.A., Kuzey, C. & Karaman, A.S. (2023). Do CSR performance and reporting facilitate access to debt financing in emerging markets? The role of asset structure and firm performance. *Review of Accounting and Finance, 23*(2), 157-185. https://www.emerald.com/insight/publication/issn/1475-7702.

NPU JOURNAL