

ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG รายมิติกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท

จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between ESG Pillar Scores and Financial Performance of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

ณัฐดา เชื้อนุ่น^{1*} และ วรณรพี บานชื่นวิจิตร²Nattida Chernoon ^{1*} and Wanrapee Banchuenvijit ²

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG รวม 2) คะแนน ESG รายมิติหลัก ได้แก่ มิติสิ่งแวดล้อม มิติสังคม และมิติธรรมาภิบาล กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พร้อมทั้งเปรียบเทียบบทบาทของคะแนน ESG รวมและคะแนน ESG รายมิติในการอธิบายผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยใช้ตัวชี้วัด ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q การศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 23 บริษัท ครอบคลุมช่วงปี พ.ศ. 2558–2567 รวม 230 หน่วยข้อมูล วิเคราะห์ด้วยแบบจำลองข้อมูลพาแนล โดยควบคุมอิทธิพลของขนาดกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ การเติบโตของยอดขาย และสถานการณ์โรคโควิด-19 ผลการศึกษาพบว่า 1) คะแนน ESG รวมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท 2) เมื่อวิเคราะห์ในระดับรายมิติ พบว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 3) คะแนนด้านธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 4) คะแนนด้านสังคมไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ข้อค้นพบนี้สะท้อนว่า การประเมิน ESG ในภาพรวมอาจไม่สามารถอธิบายผลลัพธ์ทางการเงินได้ชัดเจนเท่ากับการวิเคราะห์รายมิติ โดยเฉพาะมิติด้านสิ่งแวดล้อมและธรรมาภิบาล ซึ่งอาจเป็นองค์ประกอบสำคัญของการสร้างมูลค่าและความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว

คำสำคัญ : ESG Combined Score, ESG Pillar Scores, ผลการดำเนินงานทางการเงิน, บริษัทจดทะเบียน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹ นักศึกษาปริญญาโท สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

¹ Master of Business Administration Student, Finance Program, Faculty of Business Administration, University of the Thai Chamber of Commerce

² อาจารย์ประจำ สาขาการเงินและการลงทุน คณะบริหารธุรกิจ

² Full-time Lecturer, Department of Finance and Investment, Business School, University of the Thai Chamber of Commerce

* ผู้ประสานงานนิพนธ์ e-mail : ch.nattida.s@gmail.com ; wanrapee_ban@utcc.ac.th

Abstract

This study aims to examine the relationship between the ESG Combined Score and the financial performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. It also examines the relationship between the three ESG pillar scores Environmental, Social, and Governance and financial performance, and compares the roles of the ESG Combined Score and ESG pillar scores in explaining firms' financial performance. Financial performance is measured by Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), and Tobin's Q. This study employs secondary data from 23 listed companies over the period 2015–2024, comprising 230 firm-year observations. The data are analyzed using panel data regression, while controlling for firm size, debt-to-asset ratio, sales growth, and the COVID-19 situation. The findings reveal that the ESG Combined Score has no statistically significant relationship with firms' financial performance. However, when ESG is examined at the pillar level, the Environmental score has a statistically significant negative relationship with Tobin's Q, whereas the Governance score has a statistically significant positive relationship with Tobin's Q. The Social score has no statistically significant relationship with any financial performance indicator. These findings suggest that aggregate ESG measures may not explain financial outcomes as clearly as pillar-level analysis. In particular, the environmental and governance dimensions may represent key components in enhancing firm value and long-term sustainability.

Keywords: ESG Combined Score, ESG Pillar Scores, Financial Performance, Listed Companies, Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล หรือ ESG ได้กลายเป็นองค์ประกอบสำคัญของการดำเนินธุรกิจและการตัดสินใจลงทุนในตลาดทุนทั่วโลก ภายใต้แรงกดดันจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ ความคาดหวังของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และการยกระดับมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน องค์กรธุรกิจจึงจำเป็นต้องแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารจัดการประเด็น ESG อย่างเป็นรูปธรรม ทั้งในด้านการใช้ทรัพยากรและสิ่งแวดล้อม การดูแลแรงงานและสังคม ตลอดจนการกำกับดูแลกิจการที่โปร่งใสและมีประสิทธิภาพ ด้วยเหตุนี้ ESG จึงมิได้มีความสำคัญเพียงในเชิงภาพลักษณ์หรือความรับผิดชอบต่อสังคมเท่านั้น แต่ยังเชื่อมโยงกับการประเมินคุณภาพกิจการ ความสามารถในการแข่งขัน และศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนทางการเงินในระยะยาว ในบริบทของ

ความยั่งยืนและความสามารถในการแข่งขันของภาคธุรกิจ ESG มีความเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานของบริษัทผ่านหลายกลไก มิติด้านสิ่งแวดล้อมสะท้อนประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรและการควบคุมต้นทุน รวมถึงความสามารถในการปรับตัวต่อข้อกำหนดด้านสิ่งแวดล้อมที่เข้มงวดขึ้น มิติด้านสังคมสะท้อนคุณภาพความสัมพันธ์กับพนักงาน ลูกค้า และชุมชน ซึ่งอาจมีผลต่อชื่อเสียง ความน่าเชื่อถือ และความต่อเนื่องของธุรกิจ ส่วนมิติด้านธรรมาภิบาลสะท้อนคุณภาพของการกำกับดูแล ความโปร่งใส และประสิทธิภาพในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ขององค์กร ปัจจัยเหล่านี้ล้วนมีศักยภาพในการส่งผลต่อทั้งผลการดำเนินงานทางบัญชีและมูลค่ากิจการในตลาดทุน

อย่างไรก็ตาม แม้งานวิจัยจำนวนมากได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงิน แต่ผลการศึกษายังไม่เป็นเอกฉันท์ โดยบางการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวก ขณะที่บางการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หรือพบว่าผลกระทบแตกต่างกันไปในแต่ละมิติของ ESG ความแตกต่างดังกล่าวสะท้อนว่า การใช้คะแนน ESG แบบรวมอาจไม่สามารถอธิบายผลลัพธ์ทางการเงินของกิจการได้อย่างชัดเจนในทุกกรณี เนื่องจากองค์ประกอบแต่ละมิติอาจส่งผลผ่านกลไกที่แตกต่างกัน และเมื่อนำหนักต่อผลการดำเนินงานไม่เท่ากัน สำหรับบริบทของประเทศไทย ความสำคัญของ ESG ในตลาดทุนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งจากการผลักดันด้านนโยบายของภาครัฐ การส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน และความสนใจของนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับปัจจัย ESG มากขึ้น อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในบริบทตลาดหลักทรัพย์ไทยยังมีข้อค้นพบที่หลากหลาย และยังมีข้อจำกัดในด้านการเปรียบเทียบบทบาทของคะแนน ESG รวมกับคะแนน ESG รายมิติหลักภายใต้กรอบการวิเคราะห์เดียวกัน โดยเฉพาะในมุมมองของผลการดำเนินงานทางการเงิน

ด้วยเหตุนี้ การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG รวม และคะแนน ESG รายมิติหลัก ได้แก่ มิติสิ่งแวดล้อม มิติสังคม และมิติด้านธรรมาภิบาล กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงิน ได้แก่ ROA, ROE และ Tobin's Q พร้อมทั้งเปรียบเทียบบทบาทของคะแนน ESG รวมและคะแนน ESG รายมิติหลักในการอธิบายผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท ผลการศึกษาคาดว่าจะช่วยเติมเต็มช่องว่างองค์ความรู้ในบริบทตลาดทุนไทย และเป็นข้อมูลประกอบสำหรับผู้บริหาร นักลงทุน และผู้กำหนดนโยบายในการทำความเข้าใจว่ามิติใดของ ESG มีความสำคัญต่อผลลัพธ์ทางการเงินของกิจการมากกว่ากัน

บททวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

แนวคิด ESG และโครงสร้างคะแนนของ LSEG

แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ได้รับความสำคัญเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในฐานะกรอบประเมินคุณภาพการดำเนินงานด้านความยั่งยืนขององค์กร โดยเฉพาะในตลาดทุนที่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียใช้ข้อมูล ESG เพื่อประเมินความเสี่ยง คุณภาพการบริหารจัดการ และศักยภาพในการสร้างมูลค่าในระยะยาว (Behl et al., 2022; Narula et al., 2024)

การศึกษาครั้งนี้ใช้คะแนน ESG จาก LSEG ซึ่งมีโครงสร้างแบบลำดับขั้น ตั้งแต่ระดับหมวดหมู่ย่อย ระดับมิติหลัก ไปจนถึงระดับคะแนนรวม ช่วยให้สามารถวิเคราะห์ผลการดำเนินงานด้าน ESG ได้อย่างเป็นระบบ โดยประมวลผลจากตัวชี้วัดมากกว่า 870 รายการ (LSEG, 2024) อย่างไรก็ตาม การใช้คะแนน ESG รวมเพียงตัวเดียวมีข้อจำกัดสำคัญ เนื่องจากคะแนนรวมเป็นผลจากการถ่วงเฉลี่ยองค์ประกอบหลายด้านที่อาจมีทิศทางผลกระทบแตกต่างกัน จนอาจเกิดปรากฏการณ์ masking effect ที่บดบังผลของแต่ละมิติ ทำให้ไม่สามารถระบุได้อย่างชัดเจนว่าองค์ประกอบใดเป็นตัวขับเคลื่อนผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างแท้จริง (LSEG, 2024) การวิเคราะห์ในระดับรายมิติจึงมีความสำคัญต่อการทำความเข้าใจกลไกดังกล่าว และเป็นแนวทางที่การศึกษาครั้งนี้ยึดถือเป็นกรอบหลักในการวิเคราะห์

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG ทั้งในระดับคะแนนรวมและคะแนนรายมิติหลักกับผลการดำเนินงานทางการเงินสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ (Resource-Based View Theory) ซึ่งเสนอว่าทรัพยากรและความสามารถที่มีคุณค่า หายาก และเลียนแบบได้ยาก เป็นแหล่งสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันอย่างยั่งยืน ในบริบทของ ESG ความสามารถด้านการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ถือเป็นทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ที่เสริมสร้างประสิทธิภาพการดำเนินงานและเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีขึ้นได้ (Abubakr et al., 2026; Detthamrong et al., 2026)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) อธิบายว่าการดำเนินธุรกิจที่ยั่งยืนไม่ได้มุ่งเน้นเพียงการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ต้องตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ทั้งพนักงาน ลูกค้า ชุมชน และภาครัฐ ในบริบทของ ESG มิติด้านสังคมสะท้อนคุณภาพความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเหล่านี้ โดยบริษัทที่ดำเนินงานด้านสังคมได้อย่างมีประสิทธิภาพจะสามารถสร้างความไว้วางใจ ความผูกพัน และชื่อเสียงที่ดี ซึ่งเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีขึ้นในระยะยาว (Behl et al., 2022; Narula et al., 2024)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) อธิบายถึงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการและผู้บริหารในฐานะตัวแทน ซึ่งอาจนำไปสู่การตัดสินใจที่ไม่สอดคล้องกับการเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น ในบริบทของ ESG ธรรมาภิบาลที่เข้มแข็งทำหน้าที่เป็นกลไกลดปัญหาตัวแทน ผ่านความโปร่งใส โครงสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ และการปกป้องสิทธิผู้ถือหุ้น ส่งผลให้การตัดสินใจเชิงกลยุทธ์มีคุณภาพสูงขึ้นและสะท้อนออกมาในมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นในสายตลาด (Abubakr et al., 2026)

ทฤษฎีการจัดการความเสี่ยง (Risk Management Theory) อธิบายว่า ESG ทำหน้าที่เป็นกรอบลดความเสี่ยงขององค์กรในหลายมิติ ได้แก่ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ และความเสี่ยงด้านชื่อเสียง โดยเฉพาะการควบคุมผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและการดูแลผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างรับผิดชอบ ซึ่งช่วยเพิ่มเสถียรภาพทางการเงินและลดต้นทุนจากความไม่แน่นอนได้ (Broadstock et al., 2021; ปาณมน จันทบุตร, 2565) นอกจากนี้ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ระบุว่า การ

ดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูล ESG ทำหน้าที่เป็นสัญญาณให้ผู้ลงทุนรับรู้ถึงคุณภาพการบริหารจัดการ และศักยภาพของกิจการในระยะยาว โดยเฉพาะธรรมาภิบาลที่เข้มแข็งซึ่งสะท้อนออกมาในมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น แม้ในระยะสั้นกิจการอาจต้องเผชิญกับภาระต้นทุนที่สูงขึ้นก็ตาม (Behl et al., 2022; จิราวัฒน์ แสงเป่า และคณะ , 2568)

ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงิน

วรรณกรรมทางการเงินแสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงิน มีความซับซ้อนและขึ้นอยู่กับบริบทของตลาด โดยงานวิจัยในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคะแนน ESG กับตัวชี้วัดทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็น ROA ROE หรือ Tobin's Q สะท้อนว่าการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีช่วยลดต้นทุนเงินทุน เพิ่มความน่าเชื่อถือของกิจการ และสร้างมูลค่าในระยะยาว (Alareeni & Hamdan, 2020; De Lucia et al., 2020) อย่างไรก็ตาม ขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์ มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญตามบริบทของตลาดและวิธีการวัด Narula et al. (2024) ศึกษาบริษัทในตลาดเกิดใหม่และพบว่าคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ และ Behl et al. (2022) ยืนยันว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนและสะท้อนออกมาในมูลค่าตลาดของกิจการ สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่ระบุว่าบริษัทซึ่งตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่ายจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าในระยะยาว

ในบริบทของตลาดทุนไทย ประพนธ์ โยธาจันทร์ และคณะ (2563) พบว่าการเปิดเผยข้อมูล รายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA และ Tobin's Q ของบริษัทในกลุ่ม ESG100 แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับ ROE ซึ่งชี้ให้เห็นว่าข้อมูล ESG ในตลาดทุนไทยสะท้อนผลตอบแทนต่อมูลค่ากิจการตามการประเมินของตลาดมากกว่าตัวชี้วัดทางบัญชี

มิติสิ่งแวดล้อม (Environmental) กับผลการดำเนินงานทางการเงิน

การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมสะท้อนผ่านตัวชี้วัดการจัดการพลังงาน น้ำ วัสดุทิ้ง และการบริหารจัดการของเสียให้เกิดประโยชน์สูงสุด วรรณกรรมที่เกี่ยวข้องชี้ให้เห็นว่า การลงทุนด้านสิ่งแวดล้อมส่งผลผ่านผลกระทบทางการเงินผ่าน 2 ช่องทาง ได้แก่ ช่องทางการลดต้นทุนโดยตรง (cost reduction channel) จากการประหยัดพลังงานและวัสดุทิ้ง และช่องทางการลดความเสี่ยง (risk mitigation channel) จากการลดความผันผวนของต้นทุนที่ขึ้นอยู่กับราคาทรัพยากรในตลาดโลก ซึ่งผลของทั้งสองช่องทางมีศักยภาพสะท้อนออกมาในตัวชี้วัดทางการเงินได้ทั้งในระดับผลการดำเนินงานทางบัญชีและมูลค่ากิจการ (Narula et al., 2024) อย่างไรก็ตาม Czerny & Letmathe (2024) พบ productivity paradox ในบริษัทที่ใช้คาร์บอนเข้มข้น กล่าวคือการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อมในระยะแรกมักสร้างต้นทุนก่อนที่จะผลตอบแทนจะปรากฏ สอดคล้องกับ Detthamrong et al. (2026) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง ESG กับ ROA ในระยะสั้นในบริบทตลาดทุนไทย ผลดังกล่าวสะท้อนว่าการประเมินผลกระทบทางการเงินของมิติสิ่งแวดล้อมต้องพิจารณาระยะเวลาในการส่งผ่านผลควบคู่ไปด้วยเสมอ

มิติสังคม (Social) กับผลการดำเนินงานทางการเงิน

การดำเนินงานด้านสังคมสะท้อนคุณภาพความสัมพันธ์ขององค์กรกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ครอบคลุม การดูแลพนักงานอย่างเป็นธรรม ความปลอดภัยในการทำงาน การเคารพสิทธิมนุษยชน และความรับผิดชอบต่อชุมชน บริษัทที่มีทุนมนุษย์ที่แข็งแกร่งและบริหารความสัมพันธ์กับพนักงานได้ดีจะสามารถสร้างความผูกพัน ลดการสูญเสียบุคลากรที่มีคุณภาพ และยกระดับประสิทธิภาพการดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง ซึ่งเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีขึ้นในระยะยาว (Broadstock et al., 2021) นอกจากนี้ หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทในตลาดทุนไทยพบว่า คะแนนมิติสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนว่าการบริหารทุนมนุษย์และความรับผิดชอบต่อสังคมที่ดีสามารถสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ (วรรณรพี บานชื่นวิจิตร, 2568) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยบางส่วนพบว่ามิติสังคมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับตัวชี้วัดทางบัญชีในระยะสั้น เนื่องจากผลของมิติสังคมส่งผ่านกลไกทางอ้อม เช่น ชื่อเสียงและความไว้วางใจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งต้องใช้เวลาในการสะสมและสะท้อนออกมาในตัวชี้วัดทางการเงิน (ศศิกานต์ ลัทธิตรรณ, 2567; เจนิสตา มะละกา และคณะ, 2567)

มิติธรรมาภิบาล (Governance) กับผลการดำเนินงานทางการเงิน

การดำเนินงานด้านธรรมาภิบาลสะท้อนคุณภาพของกลไกกำกับดูแลภายในองค์กร ประกอบด้วย ความโปร่งใสของคณะกรรมการ ความเป็นอิสระ นโยบายค่าตอบแทนผู้บริหาร และการคุ้มครองสิทธิผู้ถือหุ้น บริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่เข้มแข็งจะสามารถลดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพิ่มคุณภาพการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ และสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุน ซึ่งสะท้อนออกมาในมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นในสายตลาด (Abubakr et al., 2026) หลักฐานเชิงประจักษ์ในบริษัทในตลาดทุนไทยสนับสนุนแนวคิดดังกล่าวอย่างชัดเจน โดย Abubakr et al. (2026) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนใน SET จำนวน 75 แห่งและพบว่าธรรมาภิบาลที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA ROE และ Tobin's Q สอดคล้องกับ วรรณรพี บานชื่นวิจิตร (2568) ที่ยืนยันว่า Governance Pillar มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในดัชนี DJSI และสอดคล้องกับจิราวัฒน์ แสงเป่า และคณะ (2568) ที่พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านธรรมาภิบาลมีบทบาทในการปรับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน ทั้งนี้ ขนาดของผลกระทบที่พบในมิติธรรมาภิบาลมีแนวโน้มชัดเจนกว่ามิติอื่นในบริษัทในตลาดทุนไทย สะท้อนว่าตลาดให้คุณค่ากับสัญญาณด้านธรรมาภิบาลมากกว่าการลงทุนด้าน ESG ในมิติอื่นในระยะสั้น

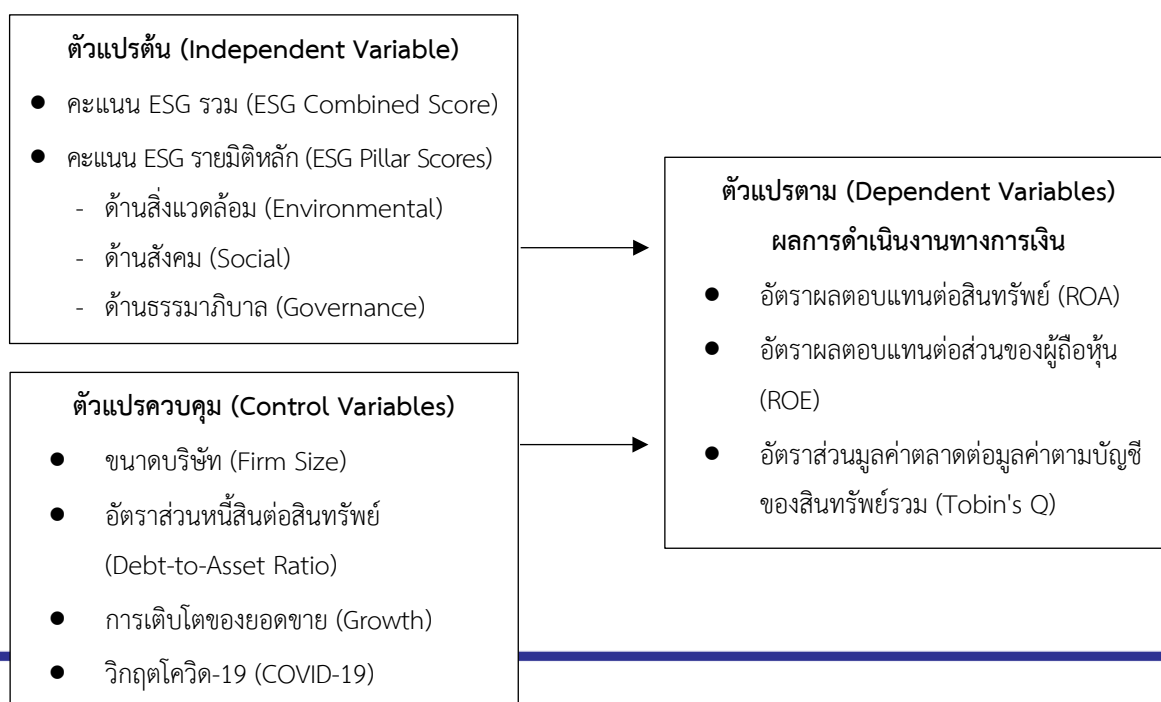
ESG ในบริษัทตลาดทุนไทยและช่องว่างงานวิจัย

ตลาดทุนไทยมีสภาพแวดล้อมเชิงสถาบันที่โดดเด่นสำหรับการศึกษา ESG โดย SET ได้ส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG ผ่านระบบ SET ESG Ratings และพัฒนามาตรฐานการรายงานความยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนไทยยังไม่มีข้อสรุปที่สอดคล้องกัน วรรณรพี บานชื่นวิจิตร (2568) พบว่าคะแนน ESG

รวมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ แต่การวิเคราะห์แยกองค์ประกอบ โดยเฉพาะมิติธรรมาภิบาล ให้ผลที่ชัดเจนกว่า และประเภทอุตสาหกรรมมีบทบาทในการปรับ (moderate) ผลกระทบดังกล่าว ขณะที่ประណอม โยธำจันทร์ และคณะ (2563) พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA และ Tobin's Q แต่ไม่กับ ROE ซึ่งบ่งชี้ว่าตลาดทุนไทยอาจตอบสนองต่อสัญญาณ ESG ผ่านมูลค่าตลาดมากกว่าตัวชี้วัดทางบัญชี ภูฏินิ ชัยขวัญ และ ภูฏินิภัทร์ นิธิโรจน์ธน์ (2567) พบว่าความโดดเด่นด้าน ESG ในภาพรวมไม่มีอิทธิพลส่งผ่านอย่างมีนัยสำคัญต่อประสิทธิภาพการลงทุน ซึ่งให้เห็นว่าการมอง ESG เป็นตัวชี้วัดเดียวอาจยังไม่เพียงพอในการอธิบายผลลัพธ์ทางการเงินที่เป็นรูปธรรม ช่องว่างองค์ความรู้ที่สำคัญคืองานวิจัยที่เปรียบเทียบบทบาทของคะแนน ESG รวมกับคะแนน ESG รายมิติหลักภายใต้กรอบการวิเคราะห์เดียวกันในบริบทตลาดทุนไทยยังมีจำนวนจำกัด การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว ดังที่แสดงในกรอบแนวคิดการวิจัย

กรอบแนวคิดการวิจัย

กรอบแนวคิดการวิจัยของการศึกษานี้กำหนดให้คะแนน ESG เป็นปัจจัยที่อาจมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท โดยอธิบายผ่านแนวคิดด้านทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทฤษฎีตัวแทน และการส่งสัญญาณ กล่าวคือ คะแนน ESG รวมสะท้อนภาพรวมการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของกิจการ ขณะที่คะแนน ESG รายมิติหลักอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานผ่านกลไกที่แตกต่างกัน โดยมีมิติสิ่งแวดล้อมเกี่ยวข้องกับการบริหารต้นทุนและความเสี่ยง มิติสังคมเกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และมิติธรรมาภิบาลเกี่ยวข้องกับความโปร่งใส การลดปัญหาตัวแทน และความเชื่อมั่นของนักลงทุน การศึกษานี้จึงกำหนดให้คะแนน ESG รวมและคะแนน ESG รายมิติหลักเป็นตัวแปรอิสระที่สัมพันธ์กับ ROA, ROE และ Tobin's Q โดยมีขนาดบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ การเติบโตของยอดขาย และสถานการณ์โควิด-19 เป็นตัวแปรควบคุม



วัตถุประสงค์

- 1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG รวมกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- 2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG รายมิติหลัก ได้แก่ มิติสิ่งแวดล้อม มิติสังคม และ มิติธรรมาภิบาล กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- 3) เพื่อเปรียบเทียบบทบาทของคะแนน ESG รวมและคะแนน ESG รายมิติหลักในการอธิบายผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐาน

- 1) คะแนน ESG รวม (ESG Combined Score) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA, ROE และ Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
- 2) คะแนน ESG รายมิติหลัก ได้แก่ คะแนนมิติสิ่งแวดล้อม (Environmental Pillar Score) คะแนนมิติสังคม (Social Pillar Score) และคะแนนมิติธรรมาภิบาล (Governance Pillar Score) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA, ROE และ Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นิยามศัพท์

1. คะแนน ESG ของ LSEG หมายถึง คะแนนเชิงเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรม (relative/peer-based assessment) ที่ใช้ประเมินผลการดำเนินงาน ความมุ่งมั่น และประสิทธิภาพด้าน ESG ของบริษัท โดยประมวลผลจากตัวชี้วัด ESG จำนวนมากกว่า 870 รายการ และจัดระดับเป็นคะแนนในระดับหมวดหมู่ย่อย ระดับมิติหลัก และระดับคะแนนสรุป เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบข้ามบริษัทได้อย่างเป็นระบบ (LSEG, 2024)
2. คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Score: E) ประเมินผลการดำเนินงานและนโยบายของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการจัดการผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การใช้พลังงาน การบริหารจัดการของเสีย การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติ และนวัตกรรมด้านสิ่งแวดล้อม ซึ่งบ่งบอกถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการลดความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและสร้างคุณค่าทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน (Refinitiv, 2023; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)
3. คะแนนด้านสังคม (Social Score: S) ประเมินผลการดำเนินงานและนโยบายของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทางสังคม ทั้งภายในและภายนอกองค์กร เช่น การปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเป็นธรรม การเคารพสิทธิมนุษยชน ความปลอดภัยในการทำงาน ความหลากหลายทางเพศ ความรับผิดชอบต่อชุมชน และคุณภาพของผลิตภัณฑ์หรือบริการ ซึ่งบ่งบอกถึงความสามารถขององค์กรใน

การสร้างควมไว้วางใจ ความผูกพัน และความยั่งยืนทางสังคม (Refinitiv, 2023; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

4. คะแนนด้านธรรมาภิบาล (Governance Score: G) ประเมินผลการดำเนินงานและนโยบายของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ เช่น ความโปร่งใสของคณะกรรมการ โครงสร้างคณะกรรมการและความเป็นอิสระ นโยบายค่าตอบแทนผู้บริหาร การปกป้องสิทธิผู้ถือหุ้น และการบริหารความเสี่ยงองค์กร ซึ่งบ่งบอกถึงคุณภาพของกลไกการกำกับดูแลภายในองค์กรและความสามารถในการสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Refinitiv, 2023; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

ขอบเขตการวิจัย

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 23 บริษัท ครอบคลุมช่วงปี พ.ศ. 2558–2567 รวมทั้งสิ้น 230 หน่วยข้อมูลในลักษณะข้อมูลพาแนลรายปี ทั้งนี้ได้ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและสถาบันการเงินออกจากการศึกษา เนื่องจากมีโครงสร้างธุรกิจรูปแบบรายได้ และลักษณะความเสี่ยงแตกต่างจากกลุ่มธุรกิจทั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ ข้อมูลคะแนน ESG รวบรวมจากฐานข้อมูล LSEG Workspace และข้อมูลทางการเงินจาก Datastream การกำหนดกลุ่มตัวอย่างจำนวน 23 บริษัท เป็นผลจากเกณฑ์การคัดเลือกบริษัทที่มีข้อมูลคะแนน ESG จากฐานข้อมูล LSEG Workspace และข้อมูลทางการเงินจาก Datastream ครบถ้วนต่อเนื่องตลอดช่วงปี พ.ศ. 2558–2567 เพื่อให้สามารถจัดทำข้อมูลพาแนลแบบสมดุล (balanced panel data) ได้อย่างเหมาะสม แม้จำนวนกลุ่มตัวอย่างจะมีข้อจำกัด แต่การใช้ข้อมูลต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 10 ปี รวม 230 หน่วยข้อมูล ช่วยให้สามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงินในลักษณะข้อมูลพาแนลได้อย่างเป็นระบบ

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิในรูปแบบข้อมูลพาแนลรายปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 23 บริษัท ครอบคลุมช่วงปี พ.ศ. 2558–2567 รวมทั้งสิ้น 230 หน่วยข้อมูล กำหนดตัวแปรอิสระในแบบจำลองที่ 1 เป็นคะแนน ESG รวม (ESG Combined Score) และในแบบจำลองที่ 2 เป็นคะแนน ESG รายมิติหลัก 3 มิติ ได้แก่ มิติสิ่งแวดล้อม (E Score) มิติสังคม (S Score) และมิติด้านธรรมาภิบาล (G Score) ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (Tobin's Q) ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดบริษัท (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) การเติบโตของยอดขาย (GROWTH) และสถานการณ์โรคโควิด-19 (COVID) รายละเอียดตัวแปรแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ชื่อย่อตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร
ตัวแปรต้น		
1. คะแนน ESG รวม (ESG Combined Score)	ESG Combines	ภาพรวมของผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของบริษัท โดยคะแนนมีค่าตั้งแต่ 0 ถึง 100
2. คะแนน ESG รายมิติหลัก (ESG Pillar Scores)		
Environmental Pillar Score	E Score	วัดประสิทธิภาพการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม โดยคะแนนมีค่าตั้งแต่ 0 ถึง 100
Social Pillar Score	S Score	วัดประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านสังคม โดยคะแนนมีค่าตั้งแต่ 0 ถึง 100
Governance Pillar Score	G Score	ประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านธรรมาภิบาล โดยคะแนนมีค่าตั้งแต่ 0 ถึง 100
ตัวแปรตาม		
1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ROA	สะท้อนประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ในการสร้างกำไร โดยค่า ROA ที่สูงบ่งชี้ประสิทธิภาพที่ดี ขณะที่ค่า ROA ที่ต่ำสะท้อนประสิทธิภาพที่ลดลง
2. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ROE	สะท้อนประสิทธิภาพการใช้เงินทุนของผู้ถือหุ้นในการสร้างกำไร โดยค่า ROE ที่สูงบ่งชี้ความสามารถในการสร้างผลตอบแทนได้อย่างมีประสิทธิภาพ
3. อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม	TQ	สะท้อนการประเมินมูลค่ากิจการโดยตลาดเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ โดยค่ามากกว่า 1 บ่งชี้ว่าตลาดประเมินมูลค่าสูงกว่า และค่าต่ำกว่า 1 บ่งชี้ว่าต่ำกว่า
ตัวแปรควบคุม		
1. ขนาดบริษัท	SIZE	วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม เพื่อสะท้อนขนาดกิจการ โดยค่าที่สูงบ่งชี้ว่ากิจการมีขนาดใหญ่กว่า
2. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	LEV	สะท้อนระดับการพึ่งพาเงินทุนจากหนี้ โดยค่า LEV ที่สูงบ่งชี้การใช้หนี้ในสัดส่วนสูง ขณะที่ค่า LEV ที่ต่ำบ่งชี้การใช้หนี้ในสัดส่วนต่ำ
3. การเติบโตของยอดขาย	GROWTH	สะท้อนอัตราการเติบโตของกิจการ โดยค่าที่สูงบ่งชี้การขยายตัวของกิจการ ขณะที่ค่าที่ต่ำหรือเป็นลบบ่งชี้การชะลอตัวหรือการหดตัวของกิจการ
4. วิกฤตโควิด 19	COVID	ตัวแปรหุ่นที่ใช้ควบคุมผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 โดยกำหนดค่าเท่ากับ 1 สำหรับปี พ.ศ.

ตัวแปร	ชื่อย่อตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร
		2563–2564 ซึ่งเป็นช่วงที่ประเทศไทยได้รับผลกระทบจากการระบาดอย่างมีนัยสำคัญ และกำหนดค่าเท่ากับ 0 สำหรับปีอื่นที่อยู่นอกช่วงเวลาดังกล่าว

โดยกำหนดสมการถดถอยข้อมูลพาแนล ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 ใช้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG รวมกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{Combined,it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 COVID_t + \varepsilon_{it}$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{Combined,it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 COVID_t + \varepsilon_{it}$$

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{Combined,it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 COVID_t + \varepsilon_{it}$$

แบบจำลองที่ 2 ใช้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG รายมิติกับผลการดำเนินงานทางการเงินของ

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{Score,it} + \beta_2 S_{Score,it} + \beta_3 G_{Score,it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 COVID_t + \varepsilon_{it}$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{Score,it} + \beta_2 S_{Score,it} + \beta_3 G_{Score,it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 COVID_t + \varepsilon_{it}$$

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{Score,it} + \beta_2 S_{Score,it} + \beta_3 G_{Score,it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 COVID_t + \varepsilon_{it}$$

การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์สมการถดถอยข้อมูลพาแนล (Panel Data Regression) โดยพิจารณาเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมระหว่างแบบจำลองพหุคูณรวม (Pooled OLS) แบบจำลองผลคงที่ (Fixed Effects) และแบบจำลองผลสุ่ม (Random Effects) ด้วยการทดสอบ Breusch–Pagan Lagrange Multiplier Test และ Hausman Test ทั้งนี้ การพิจารณาผลการทดสอบสมมติฐานใช้เกณฑ์นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (**) และ 0.01 (***)

ผลการวิจัย

ส่วนนี้นำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG รวม และคะแนน ESG รายมิติหลักกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วยผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร การเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม และผลการประมาณค่าสมการถดถอยข้อมูลพหุแนล

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ESG Combined Score	64.861	91.975	13.473	16.237
Environmental Pillar Score	63.603	97.314	0.000	23.667
Social Pillar Score	72.636	96.388	13.978	18.147
Governance Pillar Score	56.378	93.491	5.370	19.483
ROA	0.057	0.262	-0.082	0.054
ROE	0.144	0.823	-0.495	0.146
Tobin's Q	1.715	15.453	0.000	2.101
SIZE	26.037	28.872	22.943	1.217
LEV	0.584	0.891	0.158	0.167
GROWTH	0.081	2.650	-1.000	0.323
COVID-19	0.200	1.000	0.000	0.401

จากตารางที่ 2 พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีคะแนน ESG Combined Score เฉลี่ย 64.861 เมื่อพิจารณาเป็นรายมิติ พบว่า Social Pillar Score มีค่าเฉลี่ยสูงสุดที่ 72.636 รองลงมาคือ Environmental Pillar Score ที่ 63.603 และ Governance Pillar Score ที่ 56.378 สำหรับผลการดำเนินงานทางการเงิน ROA มีค่าเฉลี่ย 0.057 ROE เฉลี่ย 0.144 และ Tobin's Q เฉลี่ย 1.715 โดย Tobin's Q มีการกระจายตัวค่อนข้างสูง (SD = 2.101) สะท้อนความแตกต่างของมูลค่ากิจการระหว่างบริษัทในกลุ่มตัวอย่างอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ESG Combine Score	E Score	S Score	G Score	ROA	ROE	TQ	SIZE	LEV	GROWTH	COVID
ESG Combined	1.0000										
E Score	0.8542	1.0000									
S Score	0.8655	0.7854	1.0000								
G Score	0.6115	0.2847	0.3039	1.0000							
ROA	-0.1194	-0.1342	-0.1073	-0.0412	1.0000						
ROE	-0.1441	-0.1878	-0.1212	-0.0230	0.7572	1.0000					
TQ	-0.1638	-0.2183	-0.1392	-0.0506	0.6054	0.3127	1.0000				
SIZE	0.4179	0.4542	0.4840	0.1028	-0.3330	-0.1178	-0.4803	1.0000			
LEV	0.0733	0.0817	0.0542	0.0944	-0.4363	0.0719	-0.5154	0.4341	1.0000		

GROWTH	0.0727	0.0394	0.1011	0.0900	0.1607	0.1717	0.1058	0.0499	0.0354	1.0000	
COVID	0.1405	0.1121	0.1531	0.0040	-0.1919	-0.1542	0.0003	0.0400	0.0381	-0.1284	1.0000

จากตารางที่ 3 พบว่า คะแนน ESG รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกสูงกับคะแนนรายมิติ โดยเฉพาะมิติ สังคม (0.866) และมิติสิ่งแวดล้อม (0.854) ซึ่งเป็นเหตุผลสำคัญที่นำไปสู่การแยกวิเคราะห์เป็น 2 แบบจำลอง เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหา multicollinearity นอกจากนี้ คะแนน ESG ทุกมิติมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA, ROE และ Tobin's Q แม้จะอยู่ในระดับต่ำ สะท้อนให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงินในตลาดทุนไทยมีความซับซ้อนและควรวิเคราะห์อย่างละเอียดในระดับรายมิติ

ตารางที่ 4 ผลการเลือกแบบจำลองข้อมูลพาแนลที่เหมาะสม: แบบจำลองที่ 1

ตัวแปรตาม	Breusch-Pagan LM Test (p-value)	Hausman Test (p-value)	แบบจำลองที่เลือก
ROA	2.92795e-35	0.714348	Random Effects
ROE	9.35265e-56	0.090190	Random Effects
Tobin's Q	3.13146e-36	0.004027	Fixed Effects

จากตารางที่ 4 พบว่า ผลการทดสอบ Breusch-Pagan LM Test ของทุกแบบจำลองมีค่า p-value ต่ำกว่า 0.05 อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนว่าการประมาณค่าแบบข้อมูลพาแนลมีความเหมาะสมมากกว่า Pooled OLS เมื่อพิจารณาผล Hausman Test พบว่าแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับ ROA และ ROE คือ Random Effects ขณะที่ Tobin's Q เหมาะสมกับแบบจำลอง Fixed Effects

ตารางที่ 5 ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์ของแบบจำลองที่ 1 กับผลการดำเนินงานทางการเงิน

ตัวแปร	ROA	ROE	Tobin's Q
ESG Combined Score	-0.000121 (0.6648)	-0.001440 (0.0686)	-0.002355 (0.8382)
ขนาดบริษัท (SIZE)	-0.004998 (0.4183)	-0.020810 (0.2760)	0.325046 (0.4123)
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV)	-0.158015*** (0.0000)	-0.122961 (0.2231)	-1.822530 (0.2723)
การเติบโตของยอดขาย (GROWTH)	0.030817*** (0.0001)	0.094202*** (0.0000)	0.462487 (0.0899)
COVID-19	-0.019052*** (0.0023)	-0.033923** (0.0449)	0.052161 (0.8115)
ค่าคงที่ (Constant)	0.288788** (0.0469)	0.849912 (0.0596)	-5.578450 (0.5544)
Hausman Test (p-value)	0.714348	0.090190	0.004027

ตัวแปร	ROA	ROE	Tobin's Q
แบบจำลองที่ใช้	Random Effects	Random Effects	Fixed Effects
จำนวนข้อมูล	230	230	230

หมายเหตุ: มีนัยสำคัญทางสถิติที่ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

จากตารางที่ 5 พบว่า ESG Combined Score ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานทางการเงินทั้งสามตัวชี้วัด ได้แก่ ROA ($\beta = -0.000121$, $p = 0.665$), ROE ($\beta = -0.001440$, $p = 0.069$) และ Tobin's Q ($\beta = -0.002355$, $p = 0.838$) ผลดังกล่าวบ่งชี้ว่าคะแนน ESG รวมไม่สามารถอธิบายผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนใน SET ได้อย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่สนับสนุน H1 สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า LEV มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 GROWTH มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA และ ROE อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 และสถานการณ์โควิด-19 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA และ ROE อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 6 ผลการเลือกแบบจำลองข้อมูลพาแนลที่เหมาะสม: แบบจำลองที่ 2

ตัวแปรตาม	Breusch-Pagan LM Test (p-value)	Hausman Test (p-value)	แบบจำลองที่เลือก
ROA	1.66797e-34	0.381847	Random Effects
ROE	3.84062e-54	0.184653	Random Effects
Tobin's Q	2.08630e-34	9.76394e-06	Fixed Effects

จากตารางที่ 6 พบว่า Breusch-Pagan LM Test ของทุกสมการมีค่า p-value ต่ำกว่า 0.05 อย่างมาก แสดงว่าแบบจำลองข้อมูลพาแนลมีความเหมาะสมมากกว่า Pooled OLS สำหรับทุกตัวแปรตาม เมื่อพิจารณาผล Hausman Test พบว่าแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับ ROA และ ROE คือ Random Effects เนื่องจากมีค่า p-value มากกว่า 0.05 ขณะที่ Tobin's Q เหมาะสมกับ Fixed Effects เนื่องจากมีค่า p-value ต่ำกว่า 0.05

ตารางที่ 7 ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์ของแบบจำลองที่ 2 กับผลการดำเนินงานทางการเงิน

ตัวแปร	ROA	ROE	Tobin's Q
Environmental Pillar Score	0.000076 (0.7308)	-0.000788 (0.1933)	-0.019048** (0.0162)
Social Pillar Score	-0.000524 (0.1101)	-0.000945 (0.2975)	-0.007864 (0.4971)
Governance Pillar Score	0.000313 (0.1571)	0.000482 (0.4375)	0.039360*** (0.0000)
ขนาดบริษัท (SIZE)	-0.001268 (0.8505)	-0.008814 (0.6682)	1.117340*** (0.0070)
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV)	-0.177511***	-0.166745	-4.032410**

	(0.0000)	(0.1109)	(0.0134)
การเติบโตของยอดขาย (GROWTH)	0.031347***	0.093936***	0.352168
	(0.0001)	(0.0000)	(0.1699)
COVID-19	-0.016764***	-0.031232	0.139026
	(0.0075)	(0.0662)	(0.5006)
ค่าคงที่ (Constant)	0.210288	0.562611	-25.513700***
	(0.1837)	(0.2499)	(0.0098)
Hausman Test (p-value)	0.381847	0.184653	9.76394e-06
แบบจำลองที่ใช้	Random Effects	Random Effects	Fixed Effects
จำนวนข้อมูล	230	230	230

หมายเหตุ: มีนัยสำคัญทางสถิติที่ ** p < 0.05 *** p < 0.01

จากตารางที่ 7 พบว่า เมื่อวิเคราะห์แบบรายมิติ Environmental Pillar Score มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($\beta = -0.019$, $p = 0.016$) ขณะที่ Governance Pillar Score มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ($\beta = 0.039$, $p < 0.001$) Social Pillar Score ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทางการเงินในทุกสมการ ทั้งนี้ ความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญของ E และ G ปรากฏเฉพาะกับ Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวชี้วัดมูลค่ากิจการตามการประเมินของตลาด ไม่พบกับ ROA หรือ ROE ซึ่งเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี

ตารางที่ 8 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

แบบจำลอง	ตัวแปรอิสระ	ROA	ROE	Tobin's Q
แบบจำลองที่ 1	ESG Combined Score	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ
แบบจำลองที่ 2	Environmental Pillar Score	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ยอมรับ (-)**
	Social Pillar Score	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ
	Governance Pillar Score	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ยอมรับ (+)***

หมายเหตุ: ยอมรับ (+) เชิงบวกมีนัยสำคัญทางสถิติ, ยอมรับ (-) เชิงลบมีนัยสำคัญทางสถิติ, ปฏิเสธ = ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ, ** p < 0.05 *** p < 0.01

จากตารางที่ 8 สรุปได้ว่า คะแนน ESG Combined Score ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานทางการเงินทั้ง ROA, ROE และ Tobin's Q จึงสะท้อนว่าการใช้คะแนน ESG รวมเพียงตัวเดียวอาจยังไม่สามารถอธิบายผลลัพธ์ทางการเงินของบริษัทได้อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาในระดับรายมิติ พบว่า Environmental Pillar Score มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ Governance Pillar Score มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ขณะที่ Social Pillar Score ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานทางการเงินในทุกสมการ ผลดังกล่าวยืนยันว่าคะแนน ESG รายมิติสามารถสะท้อนความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินได้ชัดเจนกว่าคะแนน ESG รวม

ตารางที่ 9 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

แบบจำลอง	ตัวแปรควบคุม	ROA	ROE	Tobin's Q
แบบจำลองที่ 1	ขนาดบริษัท (SIZE)	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ
	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV)	ยอมรับ (-)***	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ
	การเติบโตของยอดขาย (GROWTH)	ยอมรับ (+)***	ยอมรับ (+)***	ปฏิเสธ
	COVID-19	ยอมรับ (-)***	ยอมรับ (-)**	ปฏิเสธ
แบบจำลองที่ 2	ขนาดบริษัท (SIZE)	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ยอมรับ (+)***
	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV)	ยอมรับ (-)***	ปฏิเสธ	ยอมรับ (-)**
	การเติบโตของยอดขาย (GROWTH)	ยอมรับ (+)***	ยอมรับ (+)***	ปฏิเสธ
	COVID-19	ยอมรับ (-)***	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ

หมายเหตุ: ยอมรับ (+) เชิงบวกมีนัยสำคัญทางสถิติ, ยอมรับ (-) เชิงลบมีนัยสำคัญทางสถิติ, ปฏิเสธไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ, ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

จากตารางที่ 9 พบว่า ตัวแปรควบคุมมีบทบาทต่อผลการดำเนินงานทางการเงินแตกต่างกันในแต่ละแบบจำลอง LEV มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทั้งสองแบบจำลอง และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Tobin's Q ในแบบจำลองที่ 2 ขณะที่ GROWTH มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA และ ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติอย่างสม่ำเสมอ สะท้อนว่าการเติบโตของยอดขายเป็นปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท นอกจากนี้ COVID-19 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA ในทั้งสองแบบจำลอง แสดงให้เห็นถึงผลกระทบของสถานการณ์โรคระบาดต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ส่วน SIZE พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q เฉพาะในแบบจำลองที่ 2 เท่านั้น

เพื่อยืนยันความแข็งแกร่งของผลการศึกษา ผู้วิจัยได้ประมาณค่าแบบจำลองซ้ำโดยตัดปี ค.ศ. 2020–2021 หรือ พ.ศ. 2563–2564 ซึ่งเป็นช่วงที่กำหนดให้เป็นตัวแปรหุ่น COVID-19 ออกจากกลุ่มตัวอย่าง ผลการตรวจสอบพบว่า ข้อค้นพบหลักยังคงสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์เดิมในบางประเด็น โดยเฉพาะคะแนนมิติธรรมาภิบาลที่ยังคงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่คะแนน ESG รวมยังไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับ ROA และ Tobin's Q อย่างไรก็ตาม คะแนน ESG รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROE และคะแนนมิติสิ่งแวดล้อมมีทิศทางเชิงลบกับ Tobin's Q แต่ไม่ผ่านเกณฑ์นัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ผลดังกล่าวสะท้อนว่าผลการศึกษา มีความแข็งแกร่งในบางมิติ และควรตีความผลลัพธ์ภายใต้ข้อจำกัดของช่วงเวลาการศึกษาอย่างระมัดระวัง

ประโยชน์ที่ได้รับ

ผลการศึกษาครั้งนี้ช่วยให้เข้าใจบทบาทของคะแนน ESG รวมและคะแนน ESG รายมิติหลักต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ชัดเจนยิ่งขึ้น โดยแสดงให้เห็นว่าการใช้คะแนน ESG รวมเพียงตัวเดียวอาจไม่สามารถอธิบายผลลัพธ์ทางการเงินได้ชัดเจนเท่ากับการวิเคราะห์ในระดับรายมิติ ข้อค้นพบดังกล่าวเป็นประโยชน์ต่อสามกลุ่มหลัก ได้แก่ (1) ผู้บริหารองค์กร ในการกำหนดกลยุทธ์ด้านความยั่งยืนให้สอดคล้องกับเป้าหมายทางธุรกิจในระดับรายมิติ (2) นักลงทุน ในการใช้ข้อมูล ESG เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างรอบด้านและมีประสิทธิภาพมากขึ้น และ (3) หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ในการพัฒนากรอบการประเมินและการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนในบริบทตลาดทุนไทย

สรุปและอภิปรายผล

สรุป

ผลการศึกษาพบว่า คะแนน ESG รวมและคะแนน ESG รายมิติหลักมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินในลักษณะที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ คะแนน ESG รวมไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA, ROE และ Tobin's Q เมื่อวิเคราะห์ในระดับรายมิติ พบว่าคะแนนมิติสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่คะแนนมิติธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ และคะแนนมิติสังคมไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทุกสมการ ผลดังกล่าวยืนยันว่าการวิเคราะห์ ESG ในระดับรายมิติสามารถอธิบายความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินได้ชัดเจนกว่าการใช้คะแนน ESG รวมเพียงตัวเดียว

อภิปรายผล

การที่คะแนน ESG รวมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทางการเงินทั้งสามตัวชี้วัด สะท้อนข้อจำกัดของการใช้คะแนนเฉลี่ยภาพรวม เนื่องจากคะแนนรวมเป็นผลจากการถ่วงน้ำหนักองค์ประกอบหลายด้านที่มีทิศทางผลกระทบแตกต่างกัน ทำให้ผลของแต่ละมิติถูกกลบหรือหักล้างกันในกระบวนการรวมคะแนน ผลดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิด masking effect และยืนยันข้อสรุปของวรรณคดี บานชื่นวิจิตร (2568) ที่พบว่าการวิเคราะห์แยกองค์ประกอบให้คำอธิบายผลลัพธ์ได้ชัดเจนกว่าการพิจารณาคะแนนรวม

การที่คะแนนมิติสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ($\beta = -0.019$, $p < 0.05$) สะท้อนให้เห็นว่าตลาดประเมินต้นทุนของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมในระยะสั้นสูงกว่าผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่ที่บริษัทส่วนใหญ่อยู่ในช่วงเริ่มต้นการเปลี่ยนผ่านสู่ความยั่งยืน ผลดังกล่าวสอดคล้องกับ productivity paradox ของ Czerny & Letmathe (2024) ที่อธิบายว่าการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อมในระยะแรกมักสร้างต้นทุนก่อนที่ผลตอบแทนจะปรากฏ ทั้งนี้

ผลดังกล่าวมิได้หมายความว่า การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมเป็นการลงทุนที่ไม่คุ้มค่า หากแต่สะท้อนว่า ผลประโยชน์ในระยะยาวอาจยังไม่ถูกสะท้อนเต็มที่ในราคาตลาดในช่วงเวลาที่ศึกษา

ในทางกลับกัน คะแนนมิติธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ($\beta = 0.039, p < 0.001$) สนับสนุนมุมมองที่ว่าธรรมาภิบาลที่ดีช่วยเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุน เพิ่มความโปร่งใส ลดปัญหาตัวแทน และยกระดับคุณภาพการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ขององค์กร ซึ่งสะท้อนออกมาในมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นในสายตาตลาด ผลดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณและยืนยันข้อค้นพบของ Abubakr et al. (2026) วรรณพี บานชื่นวิจิตร (2568) และจิราวัฒน์ แสงเป่า และคณะ (2568) ขนาดสัมประสิทธิ์ที่มากกว่าสองเท่าเมื่อเปรียบเทียบกับมิติสิ่งแวดล้อม บ่งชี้ว่าตลาดทุนไทยให้คุณค่ากับสัญญาณด้านธรรมาภิบาลอย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับคะแนนมิติสังคมที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทุกสมการ อาจเนื่องจากผลของมิติสังคมต่อผลลัพธ์ทางการเงินส่งผ่านกลไกทางอ้อม เช่น ชื่อเสียงและความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย มากกว่าที่จะสะท้อนผ่านตัวชี้วัดทางการเงินโดยตรงในช่วงเวลาที่ศึกษา ซึ่งสอดคล้องกับ Broadstock et al. (2021) และศศิกันต์ ลัทธิดธรรม (2567) ที่ชี้ว่าผล ESG อาจต้องใช้เวลาในการส่งผ่านมากกว่าในช่วงเวลาการศึกษาในระยะสั้นจะสามารถตรวจจับได้ นอกจากนี้ ผลการศึกษาที่คะแนน ESG รวมไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ยังสอดคล้องกับข้อค้นพบของภักฎิณี ชัยขวัญ และ ภักฎิณัทธ นิธิโรจน์ธนัท (2567) ที่พบว่าความโดดเด่นด้าน ESG ในภาพรวมไม่มีอิทธิพลส่งผ่านอย่างมีนัยสำคัญต่อประสิทธิภาพการลงทุน ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการวัด ESG ในระดับภาพรวมและแบบสมัครใจยังมีข้อจำกัดในการอธิบายผลลัพธ์ทางการเงินที่เป็นรูปธรรม และยืนยันความสำคัญของการวิเคราะห์ในระดับรายมิติตามที่การศึกษานี้แนะนำเสนอ

ที่พึงสังเกตคือ ทั้งมิติสิ่งแวดล้อมและธรรมาภิบาลต่างมีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญเฉพาะกับ Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวชี้วัดมูลค่าตลาดของกิจการ ไม่พบกับ ROA หรือ ROE ซึ่งเป็นตัวชี้วัดทางบัญชี ผลดังกล่าวบ่งชี้ว่าตลาดทุนสามารถรับรู้และกำหนดราคาสัญญาณจาก ESG ได้ก่อนที่จะจะปรากฏในผลการดำเนินงานทางบัญชี สอดคล้องกับประนอม โยธจันทร์ และคณะ (2563) และ Narula et al. (2024)

ข้อจำกัดของการศึกษา

การศึกษานี้มีข้อจำกัดบางประการ ประการแรก กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนจำนวน 23 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทที่มีข้อมูลคะแนน ESG และข้อมูลทางการเงินครบถ้วนต่อเนื่องตลอดช่วงระยะเวลาการศึกษา จึงอาจทำให้ผลการวิจัยยังไม่สามารถสะท้อนภาพรวมของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างสมบูรณ์ ประการที่สอง การวัดคะแนน ESG ในการศึกษาที่ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล LSEG Workspace เพียงแหล่งเดียว แม้ฐานข้อมูลดังกล่าวจะเป็นแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับและมีโครงสร้างการประเมิน ESG อย่างเป็นระบบ แต่คะแนน ESG จากแต่ละสถาบันอาจมีลักษณะ วิธีกำรถ่วงน้ำหนัก และ

ขอบเขตการประเมินที่แตกต่างกัน ดังนั้น ผลการศึกษาจึงควรตีความภายใต้บริบทของวิธีการประเมินคะแนน ESG ของ LSEG เป็นสำคัญ

ข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษาครั้งนี้มีนัยสำคัญต่อการพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันของภาคธุรกิจไทยในบริบทของความยั่งยืน การใช้คะแนน ESG รวมเพียงตัวเดียวอาจไม่เพียงพอในการอธิบายผลลัพธ์ทางการเงินของกิจการ ขณะที่การวิเคราะห์ในระดับรายมิติให้ข้อมูลที่ชัดเจนและเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจมากกว่า สำหรับผู้บริหารองค์กร ควรให้ความสำคัญกับการกำหนดกลยุทธ์ด้านความยั่งยืนในระดับรายมิติ โดยเฉพาะมิติด้านธรรมาภิบาลซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนว่าคุณภาพการกำกับดูแล ความโปร่งใส และประสิทธิภาพในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์เป็นปัจจัยที่ตลาดให้ความสำคัญ ขณะเดียวกัน การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมควรได้รับการวางแผนอย่างรอบคอบทั้งในด้านต้นทุน ระยะเวลาต้นทุน และการสื่อสารกับนักลงทุน

สำหรับนักลงทุน การนำข้อมูล ESG ไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนไม่ควรพิจารณาเพียงคะแนน ESG รวมเท่านั้น เนื่องจากคะแนน ESG รายมิติให้ข้อมูลเชิงลึกที่แตกต่างกันอย่างชัดเจน โดยเฉพาะมิติด้านสิ่งแวดล้อมและธรรมาภิบาลซึ่งให้ผลตอบแทนค่ากิจการในทิศทางตรงกันข้าม ดังนั้น การวิเคราะห์ในระดับ ESG Pillar Scores จะช่วยให้นักลงทุนประเมินคุณภาพกิจการและศักยภาพการสร้างมูลค่าได้รอบด้านยิ่งขึ้น

สำหรับหน่วยงานภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแล ควรส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูล ESG ในระดับรายมิติให้มีความชัดเจนและเปรียบเทียบได้มากขึ้น รวมทั้งสนับสนุนกลไกและมาตรการที่ช่วยให้การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมของภาคธุรกิจสามารถแปลงเป็นมูลค่าทางเศรษฐกิจได้ชัดเจนขึ้นในระยะยาว และส่งเสริมมาตรฐานด้านธรรมาภิบาลให้เข้มแข็งยิ่งขึ้น

สำหรับการวิจัยในอนาคต ควรพิจารณาขยายจำนวนกลุ่มตัวอย่างให้ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนมากขึ้น รวมถึงขยายช่วงเวลาการศึกษาเมื่อมีข้อมูล ESG ที่ครบถ้วนมากขึ้น นอกจากนี้ อาจพิจารณาใช้ตัวแปรหนึ่งช่วงเวลาเพื่อทดสอบผลกระทบของ ESG ในระยะยาว โดยเฉพาะในมิติด้านสิ่งแวดล้อมและมิติสังคม รวมทั้งเปรียบเทียบผลการศึกษาจากคะแนน ESG ของหลายแหล่งข้อมูล เช่น LSEG, Bloomberg, MSCI หรือ SET ESG Ratings เพื่อทดสอบว่าผลการวิจัยมีความสอดคล้องกันภายใต้วิธีการประเมิน ESG ที่แตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งจะช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งและความน่าเชื่อถือของผลการศึกษาในอนาคต

บรรณานุกรม

ปานมน จันทบุตร. (2565). ผลกระทบของความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อความเสี่ยงจากการล้มเหลวทางการเงินของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: บริบทของวิกฤตเศรษฐกิจ. วารสารวิชาชีพบัญชี, 18(59), 26–52.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). SET ESG ratings. สืบค้นเมื่อ 10 มกราคม 2568, จาก <https://setsustainability.com/ESG-ratings>

ประนอม โยธจันทร์ และคณะ. (2563). รูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของอัตราส่วนทางการเงินและผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน. วารสารการบัญชีและการจัดการ, 11(4), 160–173.

ภัญญินี ชัยขวัญ, และ กัญญิภักดิ์ นิธิโรจน์ธนัท. (2567). คุณภาพรายงานทางการเงิน และความโดดเด่นด้าน ESG กับความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น และประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารศิลปการจัดการ, 8(2), 112–133.

วรรณรพี บานชื่นวิจิตร. (2568). ประเภทอุตสาหกรรมมีบทบาทในการปรับผลกระทบของ ESG ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่อยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) หรือไม่. วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์, 19(31), 28–43. <https://doi.org/10.14456/kab.2025.8>

ศศิกานต์ ลัทธิธรรม. (2567). ผลกระทบของ ESG ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินในระยะยาวของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) [การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์].

เจณิสตา มะละกา, จิรัฐติกาล วุฒิพันธุ์, เดชนันต์ บังกิโล, และ ธนภณ วิมูลอาจ. (2567). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์การระบาดของโควิด-19. วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม, 16(2), 46–63.

จิราวัฒน์ แสงเป่า, ปิยะฉัตร จารุธีรสานต์, และ สุภา ทองคง. (2568). อิทธิพลกำกับของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารเครือข่ายส่งเสริมการวิจัยทางมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 8(2), 86–102.

Abubakr, A. A. M., Mahade, A., Musa, A. M. H., Hussin, Z. A. M., Ahmad, Z., & Abdalla, A. A. A. (2026). Impact of ESG performance on profitability and firm value: Experience of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. SAGE Open, 16(1), 1–15. <https://doi.org/10.1177/21582440261416260>

Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>

Behl, A., Kumari, P. S. 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>

Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>

Czerny, A., & Letmathe, P. (2024). The productivity paradox in carbon-intensive companies: How eco-innovation affects corporate environmental and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 33(6), 5900–5919. <https://doi.org/10.1002/bse.3776>

De Lucia, C., Pazienza, P., & Bartlett, M. (2020). Does good ESG lead to better financial performances by firms? Machine learning and logistic regression models of public enterprises in Europe. *Sustainability*, 12(13), 5317. <https://doi.org/10.3390/su12135317>

Detthamrong, U., Klangbunrueang, R., Chansanam, W., & Dasri, R. (2026). The impact of ESG performance on financial performance: Evidence from listed companies in Thailand. *Forecasting*, 8(1), 14. <https://doi.org/10.3390/forecast8010014>

LSEG Data & Analytics. (2024). Environmental, social and governance scores from LSEG. London Stock Exchange Group. https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf

LSEG. (2025). LSEG ESG scores methodology process (Sep-25). London Stock Exchange Group.

Narula, R., Rao, P., Kumar, S., & Matta, R. (2024). ESG scores and firm performance: Evidence from emerging market. *International Review of Economics & Finance*, 89(A), 1170–1184. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.08.024>

Refinitiv. (2023). Refinitiv ESG scoring methodology. LSEG.