

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน และผลการดำเนินงาน : หลักฐานเชิงประจักษ์ จากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 20 กุมภาพันธ์ 2569

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 8 พฤษภาคม 2569

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 15 พฤษภาคม 2569

ณิชนันท์ เทพอุบล

นักวิชาการตรวจเงินแผ่นดินปฏิบัติการ

สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน

ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์

ดร.สมชาย สุภัทรกุล*

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

(* ผู้ประสานงานหลัก)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในดัชนี SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 ผลการทดสอบเชิงประจักษ์ พบว่า คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวก (ลบ) กับผลการดำเนินงานระยะยาว ซึ่งวัดโดย Tobin's Q (ผลการดำเนินงานระยะสั้น ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์หรือ ROA) นอกจากนี้ ผลการทดสอบเชิงประจักษ์สำหรับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนรายมิติ (มิติสิ่งแวดล้อม มิติสังคม และมิติบรรษัทภิบาล) พบว่า สำหรับผลการดำเนินงานระยะยาว เฉพาะมิติสังคมเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์ในมิติสิ่งแวดล้อมและมิติบรรษัทภิบาล และสำหรับผลการดำเนินงานระยะสั้น ไม่พบความสัมพันธ์ทั้ง 3 มิติ

งานวิจัยนี้เติมเต็มช่องว่างของงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน ซึ่งเพิ่มความสำคัญมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ผลการวิจัยนี้ช่วยให้บริษัทตระหนักได้ว่า แม้ว่าการให้ความสำคัญเกี่ยวกับความยั่งยืนมักมีต้นทุน ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในระยะสั้น แต่จะส่งผลบวกต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัท ทำให้บริษัทรับรู้ถึงประโยชน์จากการให้ความสำคัญในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

คำสำคัญ : ความยั่งยืน คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน ผลการดำเนินงาน

The Relationship between Sustainability Disclosure Quality and Firm Performance: Empirical Evidence from SET100 Companies

Received: February 20, 2026

Revised: May 8, 2026

Accepted: May 15, 2026

Nidchanan Thep-Ubon

Auditor, Practitioner Level

State Audit Office of the Kingdom of Thailand

Dr.Monvika Phadoongsitthi

Dr.Somchai Supattarakul*

Associate Professor of Department of Accounting,
Thammasat Business School, Thammasat University

(* Corresponding Author)

ABSTRACT

This study provides empirical evidence on the relationship between sustainability disclosure quality and firm performance of SET100 companies over the period 2020–2024. Empirical results indicate that overall sustainability disclosure quality is positively (negatively) associated with long-term (short-term) firm performance proxied by Tobin's Q (Return on Assets or ROA). Furthermore, empirical results on individual sustainability disclosure quality (environmental, social, and governance) reveal that, with respect to long-term firm performance, only individual social disclosure quality exhibits a positive association, while no significant relationships are observed for individual environmental and governance disclosure quality. In contrast, for short-term firm performance, no significant associations for all three individual disclosure quality.

This study fills a gap in the existing literature on sustainability disclosure, an area that has become increasingly important over time. The findings suggest that although an emphasis on sustainability often entails costs that may adversely affect firms' short-term performance, it ultimately contributes positively to firms' long-term performance. Consequently, the study highlights the benefits for firms of prioritizing sustainability in their business operations.

Keywords: Sustainability, Sustainability Disclosure Quality, Firm Performance

1. บทนำ

การดำเนินธุรกิจในปัจจุบันไม่ได้วัดผลเพียงแค่ผลกำไรหรือความสามารถในการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังต้องคำนึงถึงการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainability Development) ซึ่งต้องพิจารณาถึงความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ปัจจัยเหล่านี้เป็นหนึ่งในเกณฑ์ที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียไม่ว่าจะเป็นนักลงทุน ผู้ถือหุ้น ลูกค้า หน่วยงานกำกับดูแล ตลอดจนสังคม ให้ความสำคัญ ทั้งเพื่อการตัดสินใจลงทุนและการประเมินความยั่งยืนของธุรกิจในระยะยาว

เมื่อวันที่ 25 กันยายน พ.ศ. 2558 การประชุมสมัชชาสหประชาชาติ สมัยสามัญ ครั้งที่ 70 ซึ่งจัดขึ้นที่สำนักงานใหญ่ สหประชาชาติ นครนิวยอร์ก ประเทศสหรัฐอเมริกา โดยมีประเทศสมาชิกสหประชาชาติรวม 193 ประเทศ รวมถึงประเทศไทย เข้าร่วมประชุมและมีการร่วมลงนามรับรองวาระการพัฒนาที่ยั่งยืน ค.ศ. 2030 (2030 Agenda for Sustainable Development) ซึ่งเป็นกรอบการพัฒนาของโลกเพื่อร่วมกันบรรลุการพัฒนาทางสังคม เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอย่างยั่งยืน เพื่อเป็นแนวทางให้แต่ละประเทศดำเนินการร่วมกัน โดยประกอบไปด้วย 17 เป้าหมายหลัก เช่น การขจัดความยากจน การศึกษาที่มีคุณภาพ ความเท่าเทียมทางเพศ (SDG Move Team, n.d.)

สำหรับประเทศไทย รัฐบาลกำหนดยุทธศาสตร์ชาติ 20 ปี และนโยบายที่เกี่ยวข้องกับเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน ขององค์การสหประชาชาติ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิด ESG โดยเฉพาะประเด็นการลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ตั้งแต่กระบวนการผลิตจนถึงการจัดของเสีย การอนุรักษ์พลังงาน การพัฒนาคุณภาพชีวิตของแรงงาน และการส่งเสริมความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจ บริษัทขนาดใหญ่ในประเทศไทยจำนวนมาก เช่น กลุ่มธุรกิจพลังงานและปิโตรเคมี ได้เริ่มจัดทำรายงานความยั่งยืนตามมาตรฐานสากลและมีการบูรณาการหลักการ ESG เข้าไปในกลยุทธ์องค์กร

สำหรับหน่วยงานกำกับ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ได้มีการส่งเสริมให้บริษัทในการกำกับดูแล มีการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน โดยเริ่มจากการกำหนดแนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Code: CG Codes) การจัดทำรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) และการจัดอันดับบริษัทที่มีความโดดเด่น ด้านความยั่งยืนในรูปแบบ Thailand Sustainability Investment (THSI) นอกจากนี้ ยังได้พัฒนา SET ESG Ratings ซึ่งเป็นดัชนีมาตรฐานสำหรับการประเมินบริษัทจดทะเบียนในมิติความยั่งยืน เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลเหล่านี้ประกอบการตัดสินใจ นอกเหนือจากรายงานผู้สอบบัญชีและงบการเงิน และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จะบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินด้านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (IFRS Sustainability Disclosure Standards) กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเริ่มจากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET50 ในปี พ.ศ. 2570 ตามด้วยบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100 ในปี พ.ศ. 2571 บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดใน SET ในปี พ.ศ. 2572 และบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดใน mai ในปี พ.ศ. 2573 ทั้งนี้ มาตรฐานการรายงานทางการเงินด้านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในปัจจุบันมี 2 ฉบับ ได้แก่ IFRS S1 – General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information และ IFRS S2 – Climate-related Disclosures

การเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนจึงเป็นเครื่องมือสำคัญที่ธุรกิจใช้ในการสื่อสารถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม รวมทั้งความโปร่งใสในการกำกับดูแลกิจการ ข้อมูลความยั่งยืนมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน และสะท้อนศักยภาพด้านการแข่งขันและการสร้างความยั่งยืนในระยะยาวของธุรกิจ อย่างไรก็ตาม ยังมีข้อถกเถียงกันว่า การดำเนินงานด้านความยั่งยืนส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างไร มีงานวิจัยจำนวนหนึ่งที่พบว่า การดำเนินงานด้าน ESG เป็นการลงทุนระยะยาวที่จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพ ลดความเสี่ยง สร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุน และทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น (เช่น Fatemi et al., 2018 และ Khan et al., 2016) แต่ก็ยังมีงานวิจัยบางส่วนที่พบว่า การดำเนินงานโดยคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อ

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน :

หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100

ต่อสังคมนั้น แม้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับกิจการ แต่ก็ถือเป็นต้นทุนที่ส่งผลเชิงลบต่อผลตอบแทนหุ้นในอนาคต และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (เช่น Brammer et al., 2006 และ Di Giuli & Kostovetsky, 2014) จึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจว่า สำหรับบริษัทในประเทศไทย ความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงานโดยคำนึงถึงความยั่งยืนจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานอย่างไร

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์สำคัญในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน ทั้งในระยะสั้นและระยะยาวของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET100 (บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 100 อันดับแรก) เพื่อแสดงให้เห็นถึงความสำคัญของดำเนินธุรกิจบนพื้นฐานความยั่งยืน ผ่านการเปิดเผยที่โปร่งใส และบทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อผลการดำเนินงานขององค์กร ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563–2567 ระยะเวลา 5 ปี รวมทั้งสิ้น 348 ตัวอย่าง

ผลการทดสอบเชิงประจักษ์ พบว่า คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานระยะยาววัดจาก Tobin's Q บ่งบอกว่า นักลงทุนเล็งเห็นศักยภาพและการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทผ่านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน อย่างไรก็ตาม คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานระยะสั้นวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) บ่งบอกว่า การที่บริษัทให้ความสำคัญเรื่องความยั่งยืนมักมีต้นทุนที่เกิดขึ้นจึงส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะสั้นของบริษัท ในขณะที่ผลการทดสอบเชิงประจักษ์สำหรับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนรายมิติ (มิติสิ่งแวดล้อม มิติสังคม และมิติบรรษัทภิบาล) พบว่า เฉพาะมิติสังคมเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานระยะยาววัดจาก Tobin's Q ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์ของมิติสิ่งแวดล้อมและมิติบรรษัทภิบาลต่อ Tobin's Q และยังพบว่า สำหรับทั้ง 3 มิติไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานระยะสั้นวัดจาก ROA

งานวิจัยนี้เป็นการเติมเต็มช่องว่างของงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน ซึ่งเพิ่มค่าสำคัญมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง กล่าวคือ หลักฐานเชิงประจักษ์ที่แสดงว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนของไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานระยะยาววัดจาก Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยในภูมิภาคอาเซียน (Masditok et al., 2024) สหรัฐอเมริกา (Alareeni & Hamdan, 2020) อินเดีย (Shobhwani & Lodha, 2022) และซาอุดีอาระเบีย (Abu Hussain et al., 2024 และ Ali et al., 2025) โดยผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนแนวคิดการสร้างมูลค่า (Value-Enhancing View) ที่ชี้ให้เห็นว่า การดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่หลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศไทยที่ว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนของไทยมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานระยะสั้นวัดโดย ROA สอดคล้องกับผลการศึกษาของสหรัฐอเมริกา (Di Giuli & Kostovetsky, 2014) และนอร์เวย์ (Giannopoulos et al., 2022) โดยผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนทฤษฎีการทำลายมูลค่า (Value-Destroying Theory) ที่มองว่า กิจกรรมด้านความยั่งยืนเป็นภาระต้นทุนของกิจการ

นอกจากนี้ หลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยนี้ยังมีประโยชน์เชิงปฏิบัติ ทั้งในมุมมองของบริษัทและมุมมองของหน่วยงานกำกับ กล่าวคือ หลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยนี้จะทำให้บริษัทเข้าใจถึงผลของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจะช่วยให้บริษัทตระหนักได้ว่า แม้ว่าการให้ความสำคัญเกี่ยวกับความยั่งยืน ไม่ว่าจะเป็นมิติสิ่งแวดล้อม มิติสังคม และมิติบรรษัทภิบาล อาจมีต้นทุนและค่าใช้จ่ายเกิดขึ้น โดยเฉพาะในช่วงแรก ซึ่งอาจส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานทางบัญชีในระยะสั้น แต่สิ่งเหล่านี้จะส่งผลบวกต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัท ดังนั้นจึงช่วยให้บริษัทรับรู้ได้ถึงประโยชน์ในระยะยาวจากการให้ความสำคัญในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นกระแสหลักของ

โลกธุรกิจในปัจจุบัน สำหรับหน่วยงานกำกับ เช่น สำนักงาน ก.ล.ต. การมีหลักฐานเชิงประจักษ์ถึงผลดีของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทจะช่วยให้การบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินด้านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (IFRS Sustainability Disclosure Standards) กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยราบรื่นมากขึ้น

ส่วนที่ 2 ทบทวนวรรณกรรม ส่วนที่ 3 อธิบายระเบียบวิธีวิจัย ส่วนที่ 4 รายงานหลักฐานเชิงประจักษ์ ส่วนที่ 5 เป็นบทสรุป และส่วนที่ 6 เป็นข้อจำกัดและข้อเสนอแนะการวิจัย

2. การทบทวนวรรณกรรม

2.1 แนวคิดเกี่ยวกับความยั่งยืน (Sustainability)

แนวคิดการพัฒนารอบด้านอย่างยั่งยืน (Sustainability development) เริ่มมีความสำคัญมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ด้วยเหตุที่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง ทั้งทางตรงและทางอ้อม ต่างให้ความสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (Promlao, 2021) ซึ่งให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) โดยด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) มุ่งเน้นให้การดำเนินธุรกิจต้องบริหารทรัพยากรให้เกิดประโยชน์สูงสุดและส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมน้อยที่สุด ซึ่งสามารถประเมินได้จากตัวชี้วัดต่าง ๆ เช่น การปล่อยก๊าซเรือนกระจก การใช้พลังงานไฟฟ้าหรือพลังงานทดแทน การจัดการของเสีย และการจัดการน้ำ เป็นต้น ส่วนด้านสังคม (Social) มุ่งเน้นความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทั้งทางตรงและทางอ้อม รวมถึงพนักงาน ลูกค้า ชุมชน ตลอดจนผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน การประเมินผลการจัดการด้านสังคม เช่น สิทธิแรงงาน ความเท่าเทียม ความหลากหลาย ความปลอดภัยและสุขภาพของพนักงาน ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค การพัฒนาชุมชน รวมถึงประเด็นด้านสิทธิมนุษยชน และด้านธรรมาภิบาล (Governance) มุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจต้องมีการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ มีความโปร่งใสและตรวจสอบได้ มีแนวทางในการจัดการความเสี่ยงและภาวะวิกฤตที่ชัดเจน และการปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ผ่านตัวชี้วัดด้านความโปร่งใสของคณะกรรมการ จริยธรรมในการดำเนินธุรกิจ หรือการบริหารความเสี่ยง

แนวคิดการพัฒนารอบด้านอย่างยั่งยืนได้รับความสำคัญจากองค์การสหประชาชาติอย่างเป็นทางการเป็นรูปธรรม กล่าวคือ ในการประชุมสมัชชาสหประชาชาติ สมัยสามัญ ครั้งที่ 70 เมื่อวันที่ 25 กันยายน พ.ศ. 2558 มีวาระการพัฒนารอบด้านอย่างยั่งยืน 2030 (2030 Agenda for Sustainable Development) ซึ่งเป็นข้อตกลงที่ประเทศสมาชิกจำนวน 193 ประเทศ รวมถึงประเทศไทย ได้ลงนามร่วมกัน เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดเป้าหมายในการพัฒนาที่ทุกประเทศที่ต้องดำเนินการร่วมกัน ครอบคลุมช่วงระยะเวลาที่ต้องบรรลุภายใน 15 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2016 ไปจนถึงปี ค.ศ. 2030 โดยกำหนด SDG Goals ประกอบไปด้วย 17 เป้าหมายหลัก 169 เป้าหมายย่อย และ 223 ตัวชี้วัด ซึ่งจะสะท้อน 3 เสาหลักของมิติความยั่งยืน (Three Pillars of Sustainability) และมิติอื่นอีก 2 มิติ เรียกรวมกันเป็น 5 Ps ได้แก่ People (มิติด้านสังคม) Prosperity (มิติด้านเศรษฐกิจ) Planet (มิติด้านสิ่งแวดล้อม) Peace (มิติด้านสันติภาพและสถาบัน) และ Partnership (มิติด้านหุ้นส่วนการพัฒนา) (SDG Move Team, n.d.)

แนวคิดการพัฒนารอบด้านอย่างยั่งยืนได้รับการตอบรับอย่างดีสำหรับตลาดทุนในประเทศไทย ดังจะเห็นได้จากการที่นักลงทุนสถาบันในประเทศไทยให้ความสำคัญกับการลงทุนตามแนวคิดความยั่งยืนมากขึ้น โดยในปี พ.ศ. 2564 กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) ร่วมกับนักลงทุนสถาบันและธนาคาร รวม 43 ราย ประกาศเจตนารมณ์ “Sustainable Thailand 2021” เพื่อสนับสนุนการนำหลักการลงทุนอย่างรับผิดชอบต่อสังคมและหลักการการธนาคารที่มีความรับผิดชอบต่อ

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน : **หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100**

มาใช้เป็นกรอบในการดำเนินงาน เพื่อตอบสนองเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนขององค์การสหประชาชาติ (The Standard Team, 2021)

นอกจากนี้ หน่วยงานกำกับ ทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ต่างก็ให้ความสำคัญในเรื่องความยั่งยืนเป็นอย่างมาก โดย ตลท. ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน โดยเริ่มจากการกำหนดแนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Code: CG Codes) การจัดทำรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) และการจัดอันดับบริษัทที่มีความโดดเด่นด้านความยั่งยืนในรูปแบบ Thailand Sustainability Investment (THSI) และยังสามารถพัฒนา SET ESG Ratings ซึ่งเป็นดัชนีมาตรฐานสำหรับการประเมินบริษัทจดทะเบียนในมิติความยั่งยืน เพื่อให้นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลเหล่านี้ประกอบการตัดสินใจ นอกเหนือจากรายงานผู้สอบบัญชีและงบการเงิน ในขณะที่ ก.ล.ต. เริ่มบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินด้านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (IFRS Sustainability Disclosure Standards) กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเริ่มจากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET50 ในปี พ.ศ. 2570 ตามด้วยบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100 ในปี พ.ศ. 2571 บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดใน SET ในปี พ.ศ. 2572 และบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดใน mai ในปี พ.ศ. 2573 ทั้งนี้ มาตรฐานการรายงานทางการเงินด้านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในปัจจุบันมี 2 ฉบับ ได้แก่ IFRS S1 – General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information และ IFRS S2 – Climate-related Disclosures

2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน

การดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่ชัดเจน ถือเป็นกลไกสำคัญในการส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจในระยะยาว โดย Becchetti et al. (2015) อธิบายผ่านทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ว่า การรายงานด้านความยั่งยืนช่วยลดปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างผู้บริหารในฐานะตัวแทนและผู้ถือหุ้นในฐานะเจ้าของกิจการ ส่งผลให้กิจการมีแรงจูงใจในการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว เพื่อแสดงความโปร่งใส สอดคล้องกับทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ที่มองว่า การเปิดเผยข้อมูลเป็นเครื่องมือสื่อสารความรับผิดชอบต่อสังคม เพื่อสร้างการยอมรับและยืนยันว่า การดำเนินกิจกรรมของบริษัทสอดคล้องกับกฎเกณฑ์และบรรทัดฐานของสังคม (Deegan, 2002) นอกจากนี้ การดำเนินกิจกรรมที่รับผิดชอบต่อสังคมยังทำหน้าที่เป็นกลไกตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ในการส่งสัญญาณเชิงบวกสู่สาธารณะ เพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดีและยกระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อมูลค่าในอนาคตของกิจการ (Fatemi et al., 2018)

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่มีต่อมูลค่ากิจการยังคงได้ผลลัพธ์ที่ไม่สอดคล้องกันในเชิงประจักษ์ ซึ่งสามารถวิเคราะห์ผ่านสองแนวคิดหลักที่แตกต่างกัน (Yu & Zhao, 2015) โดยมุมมองแรกตามทฤษฎีการสร้างมูลค่า (Value-Enhancing Theory) เชื่อว่า การผสานความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมเข้ากับกลยุทธ์หลักจะช่วยบรรเทาความเสี่ยงและลดความขัดแย้งระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย อันจะนำไปสู่เสถียรภาพและการเติบโตอย่างยั่งยืน ในทางตรงกันข้าม ทฤษฎีการทำลายมูลค่า (Value-Destroying Theory) กลับมองว่า การมุ่งเน้นประเด็นด้านจริยธรรมมากเกินไปอาจก่อให้เกิดต้นทุนเสียเปล่าและเบียดบังทรัพยากรที่ควรนำไปสร้างผลตอบแทนสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งส่งผลเชิงลบต่อประสิทธิภาพเชิงต้นทุนและมูลค่ากิจการในท้ายที่สุด ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสนใจว่า ผลการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริบทของประเทศไทยจะสอดคล้องกับแนวคิดใด

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต พบว่า ผลการวิจัยเกี่ยวกับอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (ESG) ที่มีต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการยังคงมีความหลากหลาย โดยสามารถจำแนกกลุ่มงานวิจัยตามทิศทางของผลการศึกษาและมุมมองทางทฤษฎีได้ดังนี้

กลุ่มงานวิจัยที่สนับสนุนแนวคิดการสร้างมูลค่า (Value-Enhancing View) ชี้ให้เห็นว่า การดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะเมื่อบริษัทมุ่งเน้นในประเด็นความยั่งยืนที่มีนัยสำคัญต่ออุตสาหกรรม (Material Sustainability Issues) ซึ่ง Khan et al. (2016) พบว่า บริษัทกลุ่มนี้จะมีผลตอบแทนของราคาหุ้นที่สูงกว่าบริษัทอื่นอย่างชัดเจน นอกจากนี้ ภายใต้ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) การดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมและคำนึงถึงความยั่งยืนจะช่วยเพิ่มความสามารถในการบริหารจัดการความเสี่ยงและสร้างมูลค่าในระยะยาว ดังจะเห็นได้จากการศึกษาในระดับสากลกว่า 46 ประเทศ ของ Srivastava & Anand (2023) และการศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารของภูมิภาคแอฟริกาตอนใต้ของ Sahin & Mitawa (2025) ที่พบว่า บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงจะมีค่า Tobin's Q และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อบัญชีเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน อีกทั้งยังสอดคล้องกับทฤษฎีฐานทรัพยากร (Resource-Based View: RBV) ที่มองว่า ความสามารถในการดำเนินงานด้าน ESG คือ ทรัพยากรภายในที่สร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน เช่น กรณีศึกษาในกลุ่มธนาคารของสหรัฐอเมริกาและจีน (Zheng et al., 2025) ที่พบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ของกลุ่มตัวอย่างธนาคารจำนวน 315 แห่งส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

ในด้านการส่งสัญญาณ Fatemi et al. (2018) ยืนยันว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่เพียงแต่ช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ แต่ยังทำหน้าที่เสมือนเกราะป้องกันที่ช่วยบรรเทาผลกระทบเชิงลบจากข่าวร้ายของบริษัทได้ สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ช่วยลดปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างบริษัทและนักลงทุน (Hu et al., 2023) พร้อมทั้งเสริมสร้างกลไกการกำกับดูแลภายใน เพื่อลดพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์จากปัญหา Moral Hazard ของฝ่ายบริหาร (Lin & Li, 2025) ผลการศึกษาในภูมิภาคอาเซียน (Masditok et al., 2024) รวมถึงงานวิจัยในสหรัฐอเมริกา (Alareeni & Hamdan, 2020) อินเดีย (Shobhwani & Lodha, 2022) และซาอุดีอาระเบีย (Ali et al., 2025) ต่างยืนยันว่า ความโปร่งใสและการดำเนินงาน ESG ที่ครอบคลุมจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุน ทำให้กิจการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้สะดวกขึ้น และส่งผลให้ราคาหุ้นรวมถึงผลการดำเนินงานทางบัญชี (ROA และ ROE) เติบโตอย่างมีเสถียรภาพ

ผลการศึกษาของ Abu Hussain et al. (2024) ยืนยันถึงบทบาทของ ESG ในฐานะเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ที่ช่วยสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันและส่งเสริมการเติบโตขององค์กรภายใต้กรอบทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและทฤษฎีการส่งสัญญาณ โดยงานวิจัยดังกล่าววิเคราะห์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซาอุดีอาระเบีย (Tadawul) ที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน (Non-financial) จำนวน 100 อันดับแรก ระหว่างปี ค.ศ. 2015–2022 พบว่า คุณภาพการเปิดเผยข้อมูล ESG ในภาพรวมส่งผลเชิงบวกต่อทั้งผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) โดยเฉพาะในมิติสิ่งแวดล้อมและสังคมที่ช่วยยกระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับการศึกษาของ Nurdianti et al. (2023) ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ซึ่งพบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ผ่านเกณฑ์ของ CSR Hub ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งสะท้อนว่า แม้นักลงทุนในตลาดทุนจะตอบสนองเชิงบวกต่อสัญญาณความยั่งยืนที่บริษัทส่งออกมา แต่ผลลัพธ์ดังกล่าวยังไม่ปรากฏชัดเจนในรูปของประสิทธิภาพการดำเนินงานทางบัญชีในระยะสั้น ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า แม้ความรับผิดชอบต่อสังคมจะเพิ่มต้นทุนการดำเนินงาน แต่ประโยชน์ที่ได้รับในแง่ของภาพลักษณ์และการยอมรับจากนักลงทุนจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการในระยะยาวได้

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน :
หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100

ในทางตรงกันข้าม งานวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งสนับสนุนทฤษฎีการทำลายมูลค่า (Value-Destroying Theory) โดยมองว่า กิจกรรมด้านความยั่งยืนอาจเป็นภาระต้นทุนที่ลดทอนความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น Brammer et al. (2006) พบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า บริษัทที่มีคะแนนความรับผิดชอบต่อสังคมสูงกลับมีผลตอบแทนของหุ้นที่ต่ำกว่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากมองว่า เป็นการใช้จ่ายที่เกินความจำเป็น สอดคล้องกับแนวคิดของ Di Giuli & Kostovetsky (2014) ที่ระบุว่า การเพิ่มขึ้นของคะแนนความยั่งยืนส่งผลกระทบต่อผลกำไร (ROA) และราคาหุ้นในอนาคต โดยอธิบายผ่านปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ว่าผู้บริหารอาจใช้ทรัพยากรของบริษัท เพื่อสร้างชื่อเสียงส่วนตนมากกว่าการมุ่งเน้นผลประโยชน์ขององค์กร (Barnea & Rubin, 2010)

ผลการวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงลบยังปรากฏในการศึกษาของ Aslan-Çetin et al. (2024) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตุรกี (Borsa Istanbul) ที่อยู่ในดัชนี BIST Sustainability Index มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่าตลาดและ Tobin's Q โดยอธิบายว่า นักลงทุนในตลาดเกิดใหม่อาจมองกิจกรรมด้านความยั่งยืนเป็นภาระด้านต้นทุนที่ลดทอนขีดความสามารถในการทำกำไรและไม่สอดคล้องกับเป้าหมายการเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะสั้น เช่นเดียวกับการศึกษาในประเทศนอร์เวย์ของ Giannopoulos et al. (2022) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและ ROA แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับ Tobin's Q Hussaini et al. (2021) ยังได้ขยายขอบเขตการศึกษาไปยังบริบทของการควบรวมกิจการ และพบหลักฐานที่ยืนยันว่า การดำเนินกิจกรรมด้าน CSR อาจกลายเป็นส่วนหนึ่งของปัญหาตัวแทน (Agency Problem) โดยผู้บริหารในบริษัทที่มีคะแนนความรับผิดชอบต่อสังคมสูง มักตัดสินใจควบรวมกิจการในลักษณะที่ทำลายมูลค่าของผู้ถือหุ้น เช่น การจ่ายราคาพรีเมียมที่สูงเกินไป หรือการใช้ CSR เป็นเครื่องมือสร้างชื่อเสียงส่วนตน เพื่อลดการตรวจสอบจากภายนอก ซึ่งส่งผลให้ตลาดตอบสนองเชิงลบต่อการประกาศควบรวมกิจการดังกล่าว และสะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนในด้านความยั่งยืนที่ปราศจากการกำกับดูแลที่รัดกุมอาจนำไปสู่การลดลงของมูลค่ากิจการในที่สุด

ความแตกต่างของผลการวิจัยยังเกิดขึ้นเมื่อพิจารณาแยกมิติ Alareeni & Hamdan (2020) พบว่า มิติสิ่งแวดล้อมและมิติความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ Tobin's Q แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ ROA และ ROE เนื่องจากการบริหารทรัพยากรธรรมชาติให้มีผลกระทบต่อสังคมน้อยที่สุดจะมีต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินกิจกรรมค่อนข้างสูง ในขณะที่มิติบรรษัทภิบาลมักส่งผลเชิงบวกสอดคล้องกับแนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Aydoğmuş et al., 2022) เนื่องจากการกำกับดูแลที่เข้มแข็งจะช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทน ทำให้มีต้นทุนตัวแทนลดลงและองค์กรสามารถดำเนินกิจการได้อย่างยั่งยืน

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยบางส่วนที่ไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนระหว่างการดำเนินงานด้านความยั่งยืนกับผลการดำเนินงานของบริษัท อาทิ Atan et al. (2018) ซึ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Bursa Malaysia) และพบว่า คะแนน ESG ในภาพรวมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับทั้งผลตอบแทนทางบัญชี (ROA และ ROE) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) โดยผู้วิจัยให้ข้อสังเกตว่า การดำเนินกิจกรรมด้านความยั่งยืนในตลาดเกิดใหม่อาจยังไม่สามารถสะท้อนออกมาเป็นกำไรหรือมูลค่าตลาดได้อย่างชัดเจนในระยะสั้น เนื่องจากมีภาระต้นทุนในการปฏิบัติตามเกณฑ์ด้านความยั่งยืนที่สูง ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับ Humphrey et al. (2012) ที่ศึกษาบริษัทในสหราชอาณาจักรและพบว่า ระดับการดำเนินงานด้าน ESG ไม่ได้สร้างความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนและความเสี่ยงของกิจการเมื่อเปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงและต่ำ

ความไม่สอดคล้องกันของหลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยในอดีต มักผันแปรตามมิติของ ESG บริบทของแต่ละประเทศ และช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จึงนำมาสู่ความสำคัญในการศึกษาบทบาทของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในบริบทของประเทศไทย เพื่อทดสอบว่า กิจกรรมเหล่านี้เป็นปัจจัยส่งเสริมภาพลักษณ์และความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) หรือเป็นต้นทุนส่วนเกินที่อาจส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานขององค์กรงานวิจัยนี้จึงกำหนดสมมติฐานทางเลือก (Alternative Hypothesis) ดังนี้

H1: คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

3. ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET100 (บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 100 อันดับแรก) ทั้งนี้ ไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย ธนาคาร กลุ่มธุรกิจหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต ระหว่างปี พ.ศ. 2563–2567 โดยรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีการจัดทำคะแนนด้านความยั่งยืน (ESG Score) คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Score) คะแนนด้านสังคม (Social Score) และคะแนนด้านบรรษัทภิบาล (Governance Score) จากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon และข้อมูลอื่นจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) โดยใช้ข้อมูลจากฐานเว็บไซต์ของบริษัทและเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SETSMART ทั้งนี้ กลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนมีจำนวนทั้งสิ้น 348 ตัวอย่าง ทั้งนี้ การศึกษาครั้งนี้เลือกศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET100 เท่านั้น เนื่องจากบริษัทเหล่านี้เป็นบริษัทขนาดใหญ่และมีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทจดทะเบียนอื่น และมีแนวโน้มที่จะมีความพร้อมในการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนที่เป็นแหล่งข้อมูลสำคัญในการวัดค่าคะแนนด้านความยั่งยืน (ESG Score) คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental Score) คะแนนด้านสังคม (Social Score) และคะแนนด้านบรรษัทภิบาล (Governance Score)

3.2 การวัดค่าตัวแปร

3.2.1 คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน

คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนวัดค่าจากคะแนนด้านความยั่งยืน (ESG Score) จากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon ซึ่งเป็นคะแนนในภาพรวมของการเปิดเผยการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล รวมถึงคะแนนแยกรายมิติทั้ง 3 มิติ ได้แก่ คะแนนมิติสิ่งแวดล้อม (Environmental Score) คะแนนมิติสังคม (Social Score) และคะแนนมิติบรรษัทภิบาล (Governance Score) โดยรวบรวมข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณะ ไม่ว่าจะเป็นรายงานประจำปี (Annual Report) รายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) หรือข้อมูลจากเว็บไซต์ของบริษัท ซึ่งมีการจัดเก็บและคำนวณดัชนีวัดผลด้าน ESG ในระดับบริษัทมากกว่า 870 รายการ โดยจะคัดเลือกชุดข้อมูลจำนวน 186 รายการที่มีสาระสำคัญ (Material) และสามารถเปรียบเทียบกันได้ในแต่ละอุตสาหกรรมมาใช้ในกระบวนการประเมินและให้คะแนน ข้อมูลเหล่านี้จะถูกแบ่งออกเป็น 10 หมวด คะแนนในแต่ละหมวดจะถูกรวมขึ้นเป็นคะแนนรายมิติ 3 ด้าน ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล โดยคะแนนรายมิตินี้ได้มาจากการคำนวณค่าน้ำหนักของแต่ละหมวด

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน :
หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100

ซึ่งจะแตกต่างกันไปตามประเภทของอุตสาหกรรมในส่วนของมิติสิ่งแวดล้อมและสังคม สำหรับมิติด้านบรรษัทภิบาล ค่าน้ำหนักที่ใช้จะเท่ากันในทุกอุตสาหกรรม ทั้งนี้ ค่าน้ำหนักในแต่ละมิติจะถูกปรับค่าให้เป็นมาตรฐานในรูปแบบของร้อยละ ซึ่งมีค่าตั้งแต่ 0 ถึง 100 (LSEG, 2024)

3.2.2 ผลการดำเนินงาน

ผลการดำเนินงานของบริษัทในงานวิจัยนี้ครอบคลุม 2 มิติ เพื่อให้เห็นภาพสะท้อนของผลการดำเนินงานที่ครอบคลุมทั้งประสิทธิภาพในปัจจุบันและศักยภาพในอนาคต โดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานทางบัญชีระยะสั้นที่สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการบริหารจัดการทรัพยากรภายในองค์กร เพื่อจัดการต้นทุนและสร้างกำไร (Abu Hussain et al., 2024; Nurdianti et al., 2023; Giannopoulos et al., 2022) และใช้ Tobin's Q เป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานในระยะยาวและมูลค่าของกิจการในมุมมองของนักลงทุน โดยตัวชี้วัดนี้จะสะท้อนความคาดหวังของตลาดต่อโอกาสในการเติบโตและกระแสเงินสดในอนาคต (Abu Hussain et al., 2024; Atan et al., 2018; Fatemi et al., 2018) เนื่องจากนักลงทุนมักมองว่า การดำเนินงานด้านความยั่งยืนเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการในระยะยาวมากกว่าผลกำไรในระยะสั้น

Tobin's Q เป็นแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าตลาด ซึ่งคำนวณดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = (\text{มูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น} + \text{มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน}) / \text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์}$$

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) คำนวณดังนี้

$$\text{ROA} = \text{กำไรสำหรับปี} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

3.2.3 ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมสำหรับงานวิจัยนี้แบ่งเป็น 2 ส่วน ได้แก่ คุณลักษณะของคณะกรรมการและคุณลักษณะของบริษัท

3.2.3.1 คุณลักษณะของคณะกรรมการ

งานวิจัยในอดีต (อาทิ Abdulsamad et al., 2018; Kanakriyah, 2021; Merendino and Melville, 2019; Singh et al., 2018; และ Yan et al., 2021) พบว่า คุณลักษณะของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท งานวิจัยนี้จึงควบคุมผลกระทบของคุณลักษณะของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ การควมตำแหน่งบริหาร และสัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง โดย (1) ขนาดของคณะกรรมการวัดจากจำนวนทั้งหมดของคณะกรรมการ (2) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการวัดจาก สัดส่วนของจำนวนคณะกรรมการอิสระต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด (3) การควมตำแหน่งบริหารวัดจากการกำหนดค่า เท่ากับ 1 สำหรับบริษัทที่มีการควมตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารในคนเดียวกัน และค่าเท่ากับ 0 สำหรับบริษัทแยกตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และ (4) สัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง วัดจากสัดส่วนของจำนวนคณะกรรมการที่เป็นเพศหญิงต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด

3.2.3.2 คุณลักษณะของบริษัท

คุณลักษณะของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท (Abdulsamad et al., 2018) คุณลักษณะของบริษัทดังกล่าว ได้แก่ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท และโครงสร้างของเงินทุน โดย (1) ขนาดของบริษัทวัดค่าโดยใช้ค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (2) อายุของบริษัทวัดค่าโดยใช้จำนวนปีนับจากวันที่บริษัทจดทะเบียนจัดตั้งขึ้นเป็นบริษัทของกรมพัฒนาธุรกิจการค้าจนถึงปีที่ทำการทดสอบ และ (3) โครงสร้างของเงินทุนวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งคำนวณโดยมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 1: ตารางสรุปตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยและการวัดค่า

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า
คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนภาพรวม	ESG	ผลประเมินจากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon
คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม	ENV	ผลประเมินจากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon
คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมิติสังคม	SOC	ผลประเมินจากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon
คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมิติบรรษัทภิบาล	GOV	ผลประเมินจากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon
Tobin's Q	TOBINQ	ผลรวมของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ROA	กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม
ขนาดของคณะกรรมการ	BSIZE	จำนวนของคณะกรรมการทั้งหมด
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ	BIND	สัดส่วนของจำนวนคณะกรรมการอิสระต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด
การควบตำแหน่งบริหาร	DUAL	1 = มีการควบรวมตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารในคนเดียวกัน 0 = มีการแยกตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารออกจากกัน
สัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง	FEM	สัดส่วนของจำนวนคณะกรรมการเพศหญิงต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด
ขนาดของบริษัท	FSIZE	ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
อายุของกิจการ	AGE	จำนวนปีนับจากวันที่บริษัทจดทะเบียนจัดตั้งขึ้นเป็นบริษัทของกรมพัฒนาธุรกิจการค้าจนถึงปีที่ทดสอบ
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	LEV	หนี้สินหารส่วนของผู้ถือหุ้น

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน :
 หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100

3.3 แบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบเชิงประจักษ์

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมีตัวแปรควบคุม ทั้งคุณลักษณะของกรรมการและคุณลักษณะของบริษัท ดังที่ได้อธิบายไว้ในส่วนที่ 3.2 และมีการควบคุมผลกระทบของปีและอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน (Year/Industry Effect) ด้วย โดยใช้แบบจำลองดังนี้

แบบจำลองที่ 1 – Tobin’s Q และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนภาพรวม

$$\text{TOBINQ}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{i,t} + \beta_2 \text{BSIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{BIND}_{i,t} + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t} + \beta_5 \text{FEM}_{i,t} + \beta_6 \text{FSIZE}_{i,t} + \beta_7 \text{AGE}_{i,t} + \beta_8 \text{LEV}_{i,t} + \text{Year / Industry Fixed Effect} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 1A – Tobin’s Q และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนรายมิติ

$$\text{TOBINQ}_{i,t} = \beta_0 + \beta_{1a} \text{ENV}_{i,t} + \beta_{1b} \text{SOC}_{i,t} + \beta_{1c} \text{GOV}_{i,t} + \beta_2 \text{BSIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{BIND}_{i,t} + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t} + \beta_5 \text{FEM}_{i,t} + \beta_6 \text{FSIZE}_{i,t} + \beta_7 \text{AGE}_{i,t} + \beta_8 \text{LEV}_{i,t} + \text{Year / Industry Fixed Effect} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 2 – ROA และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนภาพรวม

$$\text{ROA}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{ESG}_{i,t} + \gamma_2 \text{BSIZE}_{i,t} + \gamma_3 \text{BIND}_{i,t} + \gamma_4 \text{DUAL}_{i,t} + \gamma_5 \text{FEM}_{i,t} + \gamma_6 \text{FSIZE}_{i,t} + \gamma_7 \text{AGE}_{i,t} + \gamma_8 \text{LEV}_{i,t} + \text{Year / Industry Fixed Effect} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 2A – ROA และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนรายมิติ

$$\text{ROA}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_{1a} \text{ENV}_{i,t} + \gamma_{1b} \text{SOC}_{i,t} + \gamma_{1c} \text{GOV}_{i,t} + \gamma_2 \text{BSIZE}_{i,t} + \gamma_3 \text{BIND}_{i,t} + \gamma_4 \text{DUAL}_{i,t} + \gamma_5 \text{FEM}_{i,t} + \gamma_6 \text{FSIZE}_{i,t} + \gamma_7 \text{AGE}_{i,t} + \gamma_8 \text{LEV}_{i,t} + \text{Year / Industry Fixed Effect} + \varepsilon_{i,t}$$

4. ผลการวิจัย

4.1 สถิติเชิงพรรณนาและสถิติสหสัมพันธ์

กลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนมีจำนวนทั้งสิ้น 348 ตัวอย่าง จากตารางที่ 2 แสดงการกระจายตัวของกลุ่มตัวอย่างตามประเภทอุตสาหกรรม โดยกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมบริการมากที่สุดจำนวน 123 ตัวอย่าง (ร้อยละ 35.34) รองลงมาคือ อุตสาหกรรมทรัพยากรจำนวน 76 ตัวอย่าง (ร้อยละ 21.84) และอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 64 ตัวอย่าง (ร้อยละ 18.39) โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนตัวอย่างน้อยที่สุด ได้แก่ อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคจำนวน 5 ตัวอย่าง (ร้อยละ 1.44)

ตารางที่ 2: การแจกแจงความถี่ของกลุ่มตัวอย่างแยกตามประเภทอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	2563	2564	2565	2566	2567	รวม	ร้อยละ
บริการ	22	25	27	28	21	123	35.34
ทรัพยากร	15	16	16	15	14	76	21.84
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	13	13	13	14	11	64	18.39
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	6	5	8	9	7	35	10.06
เทคโนโลยี	6	6	6	7	6	31	8.91
สินค้าอุตสาหกรรม	3	3	3	3	2	14	4.02
สินค้าอุปโภคบริโภค	1	1	1	1	1	5	1.44
รวม	66	69	74	77	62	348	100.00

ตารางที่ 3 แสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มตัวอย่างจำนวน 348 ตัวอย่าง โดยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนวัดค่าจากผลประเมินด้านความยั่งยืน (ESG Score) จากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon ซึ่งการประเมินจะมีเกณฑ์คะแนนตั้งแต่ 0-100 คะแนน โดยประเมินทั้งในภาพรวมและประเมินแยกรายมิติทั้ง 3 มิติ ได้แก่ มิติสิ่งแวดล้อม มิติสังคม และมิติบรรษัทภิบาล โดยผลประเมินคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมมีค่าต่ำสุด ประมาณ 12 คะแนน ค่าสูงสุดประมาณ 92 คะแนน และค่าเฉลี่ยประมาณ 60 คะแนน สำหรับผลประเมินรายมิติ จะเห็นว่า มิติสิ่งแวดล้อมมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 คะแนน ค่าสูงสุดประมาณ 97 คะแนน และค่าเฉลี่ยประมาณ 57 คะแนน มิติสังคม มีค่าต่ำสุดประมาณ 10 คะแนน ค่าสูงสุดประมาณ 97 คะแนน และค่าเฉลี่ยประมาณ 67 คะแนน และมิติบรรษัทภิบาล มีค่าต่ำสุดประมาณ 9 คะแนน ค่าสูงสุดประมาณ 96 คะแนน และ ค่าเฉลี่ยประมาณ 53 คะแนน

สำหรับผลการดำเนินงานของบริษัทวัดผ่านตัวชี้วัด 2 ประเภท ได้แก่ Tobin's Q และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) โดย Tobin's Q มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.58 ค่าสูงสุดเท่ากับ 27.65 และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.06 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าต่ำสุดร้อยละ -16.96 ค่าสูงสุดร้อยละ 64.17 และค่าเฉลี่ยร้อยละ 8.32

สำหรับคุณลักษณะของคณะกรรมการ ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ การควมดำแหน่งบริหาร และสัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง โดยขนาดของคณะกรรมการมีจำนวนคณะกรรมการต่ำสุด เพียง 6 คน จำนวนคณะกรรมการสูงสุด 18 คน และจำนวนคณะกรรมการเฉลี่ยประมาณ 11-12 คน ทั้งนี้ จำนวนคณะกรรมการของบริษัทส่วนใหญ่เป็นไปตามที่ ก.ล.ต. แนะนำแนวปฏิบัติไว้ในหลักการกำกับดูแลที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2560 คือ ต้องมีจำนวนคณะกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรเกิน 12 คน เพื่อให้คณะกรรมการสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ สำหรับความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ซึ่งวัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด พบว่า มีสัดส่วนของกรรมการอิสระต่ำสุดร้อยละ 33.33 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระสูงสุด ร้อยละ 80.00 และสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระเฉลี่ยร้อยละ 45.20 สำหรับการควมดำแหน่งบริหาร พบว่า บริษัทส่วนใหญ่แยกตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กล่าวคือ มีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 288 ตัวอย่างที่แยกตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และมีเพียง 60 ตัวอย่างที่มีการควมรวมตำแหน่งประธานกรรมการ

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน :
หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100

และประธานเจ้าหน้าที่บริหารในคนเดียวกัน และสำหรับสัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง พบว่า กรรมการส่วนใหญ่เป็นเพศชาย กล่าวคือ สัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิงต่ำสุดร้อยละ 0 (ไม่มีคณะกรรมการที่เป็นเพศหญิงเลย) สัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิงสูงสุตร้อยละ 66.67 และสัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิงเฉลี่ยร้อยละ 18.77

สำหรับคุณลักษณะของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท และโครงสร้างทุน พบว่า บริษัทที่มีขนาดเล็กที่สุดมีขนาดของสินทรัพย์ประมาณ 2.3 พันล้านบาท บริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดมีขนาดของสินทรัพย์ประมาณ 3.5 ล้านล้านบาท และค่าเฉลี่ยของขนาดบริษัทประมาณ 82.6 พันล้านบาท และโดยเฉลี่ยแล้วกลุ่มตัวอย่างมีอายุประมาณ 33-34 ปี โดยมีอายุน้อยที่สุด 5 ปี และอายุมากที่สุดประมาณ 110 ปี และค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 1.6 โดยค่าต่ำสุดคือ 0.1 และค่าสูงสุดคือ 24.2

ตารางที่ 3: ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ของกลุ่มตัวอย่าง

ตัวแปร	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	S.D.
ESG	348	12.353	92.158	59.837	16.467
ENV	348	0.000	97.268	57.464	22.406
SOC	348	10.165	96.703	66.667	19.087
GOV	348	8.515	95.712	53.101	20.711
TOBINQ	348	0.582	27.654	2.061	2.242
ROA	348	-16.960	64.170	8.319	8.983
BSIZE	348	6.000	18.000	11.575	2.596
BIND	348	0.333	0.800	0.452	0.112
DUAL	348	0.000	1.000	0.172	0.378
FEM	348	0.000	0.667	0.188	0.119
FSIZE	348	21.562	28.872	25.138	1.354
AGE	348	5.000	111.064	33.753	15.271
LEV	348	0.100	24.210	1.611	2.244

ตารางที่ 4 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สัมพัทธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ โดยพบว่า คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวม (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับ Tobin's Q ส่วนคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนรายมิติ พบว่า ทั้งมิติสิ่งแวดล้อม (ENV) และมิติสังคม (SOC) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมิติบรรษัทภิบาล (GOV) กับทั้ง Tobin's Q และ ROA

สำหรับด้านคุณลักษณะของคณะกรรมการ พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA สัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง (FEM) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ Tobin's Q แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับ ROA สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (BIND) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA ทั้งนี้ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการคว่ำตำแหน่งบริหาร (DUAL) ต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA สำหรับด้านคุณลักษณะของบริษัท พบว่า ขนาดของกิจการ (FSIZE) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ ROA แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับ Tobin's Q ทั้งนี้ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอายุของบริษัท (AGE) ต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA

นอกจากนี้ยังพบว่า ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาหลายตัวแปรมีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปร (Collinearity Statistics) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์กันเองในระดับที่สูงระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) โดยพิจารณาจากค่า Tolerance และ VIF พบว่า ทั้งการทดสอบคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมและรายมิติ ค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีค่าเข้าใกล้ 0 แต่มีค่าเข้าใกล้ 1 และไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีค่า VIF มากกว่า 10 จึงสามารถสรุปได้ว่า ไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรในระดับที่สูง เนื่องจากตัวแปรทุกตัวมีความเป็นอิสระต่อกัน ดังนั้นตัวแปรอิสระทั้งหมดจึงสามารถนำไปวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัท

ตารางที่ 4: ค่าสัมประสิทธิ์สัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient)

ตัวแปร	TOBINQ	ROA	ESG	ENV	SOC	GOV	BSIZE	BIND	DUAL	FEM	FSIZE	AGE
ROA	.283**											
ESG	-.099	-.208**										
ENV	-.147**	-.222**	.863**									
SOC	-.122*	-.204**	.865**	.745**								
GOV	.013	-.067	.624**	.280**	.268**							
BSIZE	-.185**	-.181**	.253**	.287**	.318**	-.044						
BIND	-.124*	-.130*	.228**	.231**	.171**	.116*	.182**					
DUAL	-.056	.056	.020	-.018	.093	.005	-.116*	.021				
FEM	.153**	.029	-.003	-.110*	-.100	.237**	-.085	-.051	-.010			
FSIZE	-.425**	-.309**	.431**	.446**	.477**	.078	.602**	.362**	-.088	-.273**		
AGE	-.097	.012	.265**	.200**	.284**	.145**	.078	-.079	-.113*	.014	.161**	
LEV	-.078	-.204**	-.114*	-.078	-.175**	.018	-.006	-.061	-.084	-.100	.162**	.005

* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ ** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

4.2 ผลการทดสอบเชิงประจักษ์

ตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (ทั้งในภาพรวมและรายมิติ) และผลการดำเนินงานของบริษัท (ทั้ง Tobin's Q และ ROA) สำหรับแบบจำลองทั้ง 4 แบบจำลอง

ผลการทดสอบเชิงประจักษ์ของความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมกับผลการดำเนินงานระยะยาว ซึ่งวัดโดย Tobin's Q (แบบจำลองที่ 1) พบว่า คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวม (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีต อาทิ Alareeni & Hamdan (2020) Shobhwani & Lodha (2023) Nurdianti et al. (2023) และ Şahin & Mitawa (2025) ซึ่งอาจเกิดจากการที่นักลงทุนมองเห็นศักยภาพและการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทผ่านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (Promprasit & Phadoongsitthi, 2025) เป็นไปตามแนวคิดการสร้างมูลค่า (Value-Enhancing View) ที่ชี้ให้เห็นว่า การดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ จึงสามารถยอมรับสมมติฐานทางเลือกที่กำหนดไว้ได้

ผลการทดสอบเชิงประจักษ์ของความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมกับผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดผลโดย ROA (แบบจำลองที่ 2) พบว่า คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวม (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ ROA อย่างมีนัยสำคัญ จึงสามารถยอมรับสมมติฐานทางเลือกที่กำหนดไว้ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีต อาทิ Alareeni & Hamdan (2020) Di Giuli & Kostovetsky (2014) และ Giannopoulos et al. (2022) อาจเป็นเพราะการให้ความสำคัญเรื่องความยั่งยืนมีต้นทุนที่เกิดขึ้นจึงส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะสั้นของบริษัท สอดคล้องกับทฤษฎีการทำลายมูลค่า (Value-Destroying Theory) ที่มองว่า กิจกรรมด้านความยั่งยืนเป็นภาระต้นทุนของกิจการ

ผลการทดสอบเชิงประจักษ์ของความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนรายมิติกับผลการดำเนินงานระยะยาว ซึ่งวัดโดย Tobin's Q (แบบจำลองที่ 1A) พบว่า เฉพาะมิติสังคม (SOC) เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Alareeni & Hamdan (2020) และ Aydoğmuş et al. (2022) ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์ของมิติสิ่งแวดล้อม (ENV) และมิติบรรษัทภิบาล (GOV) ต่อ Tobin's Q ในขณะที่ผลการทดสอบเชิงประจักษ์ของความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนรายมิติกับผลการดำเนินงานระยะสั้น ซึ่งวัดผลโดย ROA (แบบจำลองที่ 2A) พบว่า ทั้ง 3 มิติไม่พบความสัมพันธ์กับ ROA

การเปิดเผยข้อมูลในมิติสิ่งแวดล้อมไม่มีความสัมพันธ์ต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA อาจเป็นเพราะข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมที่เปิดเผยอยู่ในระดับพื้นฐานทั่วไปจึงยังไม่ส่งผลกระทบต่อความคาดหวังของนักลงทุนประกอบกับต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการด้านสิ่งแวดล้อมที่อาจยังไม่สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานเชิงบวกได้ในเวลาอันสั้น ดังนั้นจึงไม่พบความสัมพันธ์สำหรับมิติสิ่งแวดล้อม ในขณะที่การเปิดเผยข้อมูลในมิติสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ Tobin's Q อาจเป็นเพราะการที่บริษัทให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสังคม แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารจัดการความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสียและความโปร่งใสในการดำเนินงาน เป็นการช่วยสร้างชื่อเสียงของบริษัท ซึ่งส่งผลสะท้อนไปยังศักยภาพในการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท อย่างไรก็ตาม การเปิดเผยข้อมูลในมิติสังคมไม่มีความสัมพันธ์ต่อ ROA อาจเป็นเพราะการดำเนินกิจกรรมด้านสังคมจำเป็นต้องใช้ระยะเวลาในการสะท้อนออกมาเป็นรูปแบบของตัวเงินหรือกิจกรรมทางด้านสังคมที่บริษัทถือปฏิบัติอาจยังไม่ได้ตอบรับกับความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย (Sunny & Apsara, 2024) ส่วนการเปิดเผยข้อมูลในมิติบรรษัทภิบาลไม่มีความสัมพันธ์ต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA อาจเนื่องมาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และแนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลที่กำหนดโดยสำนักงาน ก.ล.ต.

และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงทำให้การเปิดเผยข้อมูลในมิติบรรษัทภิบาลของแต่ละบริษัทไม่ได้มีความแตกต่างอย่างมีสาระสำคัญ

นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัท (FSIZE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของบริษัท ไม่ว่าจะวัดโดย Tobin's Q หรือ ROA ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Sunny & Apsara (2024) และ Atan et al. (2018) กิจกรรมที่มีขนาดเล็กมีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานดีกว่ากิจกรรมขนาดใหญ่ ทั้งผลการดำเนินงานทางบัญชีและผลการดำเนินงานด้านการตลาด สำหรับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) และอายุของบริษัท (AGE) พบความสัมพันธ์เชิงลบและเชิงบวกตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของบริษัทเฉพาะเมื่อวัดโดย ROA ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Oluwakemi & Mishelle (2025) ที่อธิบายว่า การมีระดับหนี้สินที่สูงไม่ได้ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นเสมอไป เนื่องจากบริษัทมีการระดมทุนในการจ่ายชำระดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิทางบัญชี ในขณะที่บริษัทที่มีอายุมากมักมีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญรวมทั้งมีชื่อเสียงที่สั่งสมมาอย่างยาวนาน ซึ่งส่งผลดีต่อทั้งต้นทุนดำเนินงานและต้นทุนทางการเงิน ซึ่งส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิทางบัญชี

สำหรับขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) และการควบตำแหน่งบริหาร (DUAL) พบความสัมพันธ์เชิงบวกและเชิงลบตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของบริษัทเฉพาะเมื่อวัดโดย Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Singh et al. (2018) ซึ่งเป็นไปได้ว่า คณะกรรมการขนาดใหญ่มักประกอบด้วยบุคคลที่มีความรู้ความสามารถและความเชี่ยวชาญที่ช่วยสนับสนุนการบริหารงานของบริษัทและการมีกรรมการจำนวนมากช่วยให้สามารถแบ่งงานไปตามคณะกรรมการชุดย่อยได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้การตรวจสอบฝ่ายบริหารทำได้ทั่วถึง ลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) แต่เมื่อบุคคลเดียวกันควบตำแหน่ง CEO และประธานคณะกรรมการ อาจทำให้เกิดการกระจุกตัวของอำนาจและการตัดสินใจ ส่งผลให้การตัดสินใจนั้นไม่ได้เป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายเสมอไป อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (BIND) และสัดส่วนของคณะกรรมการเพศหญิง (FEM) กับทั้ง Tobin's Q และ ROA อาจจะเป็นเพราะความเป็นอิสระของกรรมการบริษัทจะส่งเสริมเรื่องความโปร่งใสในการบริหารงานเป็นสำคัญและบริษัทจดทะเบียนมักจัดให้มีจำนวนกรรมการอิสระให้เป็นไปตามข้อกำหนดของสำนักงาน ก.ล.ต. และการแต่งตั้งกรรมการเพศหญิงมักเป็นเรื่องของการส่งเสริมภาพลักษณ์ของความเท่าเทียมหรือความหลากหลายทางเพศเป็นสำคัญ

นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังได้ทำการทดสอบความแข็งแกร่งของผลการวิจัย (Robustness Test) โดยการไม่รวมบริษัทตัวอย่างในปี พ.ศ. 2563 เป็นกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากปี พ.ศ. 2563 เป็นปีที่บริษัทได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ Covid-19 และยังเป็นปีที่ยังไม่มีมีการเปิดเผยข้อมูล One Report ซึ่งเป็นการจัดทำรายงานของบริษัทจดทะเบียนที่ระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน ซึ่งเริ่มใช้สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2564 โดยผลการทดสอบแสดงไว้ในตารางที่ 6 ซึ่งจะเห็นได้ว่า ผลการทดสอบดังกล่าวมีความคล้ายคลึงอย่างมากกับผลการทดสอบหลักในตารางที่ 5

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน :
หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100

ตารางที่ 5: ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1 Tobin's Q	แบบจำลองที่ 1A Tobin's Q	แบบจำลองที่ 2 ROA	แบบจำลองที่ 2A ROA
ค่าคงที่	22.419** (8.594)	23.346** (8.808)	48.113** (4.360)	46.380** (4.105)
ESG	0.020* (2.548)		-0.094** (-2.772)	
ENV		-0.004 (-0.566)		-0.035 (-1.120)
SOC		0.028** (3.016)		-0.045 (-1.136)
GOV		-0.002 (-0.294)		-0.011 (-0.444)
BSIZE	0.133* (2.414)	0.122* (2.199)	-0.022 (-0.096)	-0.004 (-0.015)
BIND	1.201 (1.073)	1.571 (1.399)	-1.148 (-0.031)	-0.516 (-0.108)
DUAL	-0.530* (-1.746)	-0.652* (-2.124)	1.359 (1.059)	1.456 (1.120)
FEM	-0.076 (-0.080)	0.208 (0.213)	-5.845 (-1.456)	-6.526 (-1.566)
FSIZE	-0.910** (-7.306)	-0.962** (-7.605)	-1.419** (-2.693)	-1.347* (-2.499)
AGE	-0.009 (-1.077)	-0.010 (-1.219)	0.068* (2.008)	0.067* (1.966)
LEV	-0.104 (-1.897)	-0.085 (-1.540)	-1.010** (-3.347)	-1.016** (-4.309)
N	348	348	348	348
Adjusted R ²	0.241	0.249	0.155	0.150

ค่าในวงเล็บ () คือ ค่า t-statistics

* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ ** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ตารางที่ 6: ผลการทดสอบความแข็งแกร่งของผลการวิจัย (Robustness Test) โดยไม่รวมข้อมูลปี พ.ศ. 2563

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1 Tobin's Q	แบบจำลองที่ 1A Tobin's Q	แบบจำลองที่ 2 ROA	แบบจำลองที่ 2A ROA
ค่าคงที่	22.989** (7.879)	22.733** (7.698)	49.851** (3.966)	47.240** (3.708)
ESG	0.019* (2.007)		-0.107** (-2.600)	
ENV		-0.009 (-1.043)		-0.031 (-0.828)
SOC		0.030** (2.737)		-0.078 (-1.669)
GOV		0.001 (0.168)		-0.001 (-0.028)
BSIZE	0.149* (2.374)	0.138* (2.184)	-0.081 (-0.300)	-0.037 (-0.134)
BIND	1.342 (1.076)	1.719 (1.374)	0.562 (0.105)	-0.329 (-0.061)
DUAL	-0.675* (-1.894)	-0.799* (-2.218)	1.087 (0.711)	1.340 (0.862)
FEM	-0.491 (-0.453)	-0.356 (-0.316)	-6.475 (-1.391)	-7.874 (-1.621)
FSIZE	-0.938** (-6.779)	-0.969** (-6.915)	-1.393* (-2.345)	-1.247* (-2.063)
AGE	-0.008 (-0.890)	-0.010 (-1.092)	0.077* (1.965)	0.078* (1.975)
LEV	-0.101 (-1.493)	-0.083 (-1.227)	-1.087** (-3.757)	-1.122** (-3.840)
N	282	282	282	282
Adjusted R ²	0.251	0.258	0.138	0.137

ค่าในวงเล็บ () คือ ค่า t-statistics

* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ ** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

5. บทสรุป

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยวัดจาก Tobin's Q ซึ่งสะท้อนผลการดำเนินงานทางตลาดในระยะยาว และ ROA ซึ่งสะท้อนผลการดำเนินงานทางบัญชีระยะสั้น และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนวัดจากคะแนนการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวม (ESG Score) คะแนนการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environmental Score) คะแนนการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) และคะแนนการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมิติบรรษัทภิบาล (Governance Score) โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100 ที่มีผลประเมินการเปิดเผยรายงานความยั่งยืน รวมถึงผลประเมินการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล จากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563–2567 ระยะเวลา 5 ปี รวมทั้งสิ้น 348 ตัวอย่าง

ผลการทดสอบเชิงประจักษ์พบว่า คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีต แสดงว่า นักลงทุนมองเห็นศักยภาพและการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทผ่านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน แต่พบว่า คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนในภาพรวมมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ ROA อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีต แสดงว่าการที่บริษัทให้ความสำคัญเรื่องความยั่งยืนมีต้นทุนที่เกิดขึ้นจึงส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางบัญชีในระยะสั้นของบริษัท สำหรับผลการทดสอบเชิงประจักษ์สำหรับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนรายมิติ พบว่า เฉพาะมิติสังคมเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์ของมิติสิ่งแวดล้อมและมิติบรรษัทภิบาลต่อ Tobin's Q และยังพบว่า สำหรับทั้ง 3 มิติไม่พบความสัมพันธ์กับ ROA

การที่ข้อมูลมิติสิ่งแวดล้อมไม่มีความสัมพันธ์ต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA อาจเป็นเพราะข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมที่เปิดเผยเป็นข้อมูลพื้นฐานทั่วไปจึงไม่ส่งผลกระทบต่อความคาดหวังของนักลงทุนและต้นทุนในการดำเนินการด้านสิ่งแวดล้อม อาจไม่สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานเชิงบวกได้ในเวลาอันสั้น ส่วนข้อมูลมิติสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ Tobin's Q อาจเป็นเพราะบริษัทที่ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสังคม แสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหารจัดการความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งส่งผลสะท้อนไปยังศักยภาพในการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท ในขณะที่ข้อมูลมิติสังคมไม่มีความสัมพันธ์ต่อ ROA อาจเป็นเพราะการดำเนินกิจกรรมด้านสังคมต้องใช้ระยะเวลาในการสะท้อนออกมาเป็นรูปแบบของตัวเงินหรือกิจกรรมทางด้านสังคมที่บริษัทถือปฏิบัติอาจยังไม่ได้ตอบรับกับความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย และข้อมูลมิติบรรษัทภิบาลไม่มีความสัมพันธ์ต่อทั้ง Tobin's Q และ ROA อาจเนื่องมาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และแนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลที่กำหนดโดยสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงทำให้การเปิดเผยข้อมูลในมิติบรรษัทภิบาลของแต่ละบริษัทไม่ได้มีความแตกต่างอย่างมีสาระสำคัญ

งานวิจัยนี้เป็นการเติมเต็มช่องว่างของงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน ซึ่งเพิ่มพูนความเข้าใจมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง กล่าวคือ หลักฐานเชิงประจักษ์ที่แสดงว่า คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนของไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานระยะยาววัดจาก Tobin's Q สนับสนุนแนวคิดการสร้างมูลค่า (Value-Enhancing View) ที่ชี้ให้เห็นว่า การดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่หลักฐานเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนของไทยที่ว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนของไทยมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานระยะสั้นวัดโดย ROA สนับสนุนทฤษฎีการทำลายมูลค่า (Value-Destroying Theory) ที่มองว่า กิจกรรมด้านความยั่งยืนเป็นภาระต้นทุนของกิจการ

นอกจากนี้ หลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยนี้ยังมีประโยชน์เชิงปฏิบัติ ทั้งในมุมมองของบริษัทและมุมมองของหน่วยงานกำกับ กล่าวคือ หลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยนี้จะทำให้บริษัทเข้าใจถึงผลของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจะช่วยให้บริษัทตระหนักได้ว่า แม้ว่าการให้ความสำคัญเกี่ยวกับความยั่งยืน ไม่ว่าจะเป็นมิติสิ่งแวดล้อม มิติสังคม และมิติบรรษัทภิบาล อาจมีต้นทุนและค่าใช้จ่ายเกิดขึ้น โดยเฉพาะในช่วงแรก ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานทางบัญชีในระยะสั้น แต่สิ่งเหล่านี้จะส่งผลบวกต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัท ดังนั้นจึงช่วยให้บริษัทรับรู้ได้ถึงประโยชน์ในระยะยาวจากการให้ความสำคัญในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นกระแสหลักของโลกธุรกิจในปัจจุบัน สำหรับหน่วยงานกำกับ เช่น สำนักงาน ก.ล.ต. การมีหลักฐานเชิงประจักษ์ถึงผลดีของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทจะช่วยให้การบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินด้านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (IFRS Sustainability Disclosure Standards) กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยราบรื่นมากขึ้น ทั้งนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. จะเริ่มบังคับใช้กับบริษัทจดทะเบียน ดัชนี SET50 และ SET100 ในปี พ.ศ. 2570 และปี พ.ศ. 2571 ตามลำดับ และจะบังคับใช้จนครบถ้วนทุกกลุ่มของกับบริษัทจดทะเบียนในปี พ.ศ. 2573

6. ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะการวิจัย

ข้อจำกัดงานวิจัยนี้ ประการแรก กลุ่มตัวอย่างที่ใช้เป็นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในดัชนี SET100 ซึ่งบริษัทเหล่านี้เป็นบริษัทขนาดใหญ่และมีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทจดทะเบียนอื่น ประการที่สอง ช่วงเวลาของการศึกษานี้อยู่ระหว่างปี พ.ศ. 2563–2567 ซึ่งครอบคลุมช่วงหลังการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) ที่หลายบริษัทอยู่ระหว่างการฟื้นฟู การดำเนินงานและปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจ โดยอาจส่งผลกระทบทำให้ผลการดำเนินงานในช่วงเวลาดังกล่าวมีความผันผวน

ข้อเสนอแนะการวิจัยสำหรับงานวิจัยในอนาคต ประการแรก อาจขยายกลุ่มตัวอย่างให้ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ไม่จำกัดเพียงแค่บริษัทในดัชนี SET100 เท่านั้น เพื่อให้เห็นภาพของความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงานได้ครอบคลุมมากขึ้น ประการที่สอง อาจขยายกรอบระยะเวลาการศึกษาให้กว้างขึ้นซึ่งจะสามารถช่วยให้เห็นถึงผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ชัดเจนยิ่งขึ้นและเป็นการลดความผันผวนที่เกิดจากเหตุการณ์ผิดปกติ เช่น การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 เป็นต้น นอกจากนี้ การศึกษาประเด็นนี้ในช่วงเวลาภายหลังที่ได้มีการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินด้านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืน (IFRS Sustainability Disclosure Standards) กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย น่าจะเป็นที่สนใจของทั้งบริษัทและหน่วยงานกำกับ (อาทิ สำนักงาน ก.ล.ต.)

REFERENCES

- Abdulsamad, A. O., Yusoff, W. F. W., & Lasyoud, A. A. (2018). The influence of the board of directors' characteristics on firm performance: Evidence from Malaysian public listed companies. *Corporate Governance and Sustainability Review*, 2(1), 6–13.
- Abu Hussain, M., Alsayegh, M. F., & Boshnak, H. A. (2024). The impact of environmental, social, and governance disclosure on the performance of Saudi Arabian companies: Evidence from the top 100 non-financial companies listed on Tadawul. *Sustainability*, 16(17), 7660. <https://doi.org/10.3390/su16177660>
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Ali, N. B. M., Ali, H. A. A., Mohammed, H. M. F., Mohmmmed, K. A. A. H., Almutiri, A. A. S., & Ali, M. A. (2025). The effect of environmental, social, and governance (ESG) disclosure on the profitability of Saudi-listed firms: Insights from Saudi Vision 2030. *Sustainability*, 17(7), 2977. <https://doi.org/10.3390/su17072977>
- Aslan-Çetin, F., Öztürk, S., & Akarsu, O. N. (2024). The effect of ESG data of companies on financial performance: A panel data analysis on the BIST sustainability index. *Sosyoekonomi*, 32(61), 125–146. <https://doi.org/10.17233/sosyoekonomi.2024.03.07>
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182–194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(Suppl. 2), S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97, 71–86. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2015). Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 35, 297–309.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial Management*, 35(3), 97–116. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x>
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—A theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282–311.
- Di Giuli, A., & Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 158–180. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.002>

- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Giannopoulos, G., Fagernes, R. V., Elmarzouky, M., & Hossain, K. A. B. M. (2022). The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 237. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060237>
- Hu, J., Zou, Q., & Yin, Q. (2023). Research on the effect of ESG performance on stock price synchronicity: Empirical evidence from China's capital markets. *Finance Research Letters*, 55(Part A), 103847. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103847>
- Humphrey, J. E., Lee, D. D., & Shen, Y. (2012). The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms. *Australian Journal of Management*, 37(2), 135–151. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1663444>
- Hussaini, M., Hussain, N., Nguyen, D. K., & Rigoni, U. (2021). Is corporate social responsibility an agency problem? An empirical note from takeovers. *Finance Research Letters*, 43, 102007. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102007>
- Kanakriyah, R. (2021). The impact of board of directors' characteristics on firm performance: A case study in Jordan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8, 341–350.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2575912>
- Lin, Y., & Li, S. (2025). Supply chain resilience, ESG performance, and corporate growth. *International Review of Economics & Finance*, 97(Part C), 103763. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103763>
- LSEG. (2024). LSEG ESG scores methodology. https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf
- Masditok, T., Gunarsih, T., Geraldina, I., & Wihadanto, A. (2024). The influence of environmental, social, and governance (ESG) on price to book value (PBV), with industry classification as moderation in ASEAN companies 2013–2023. *Khazanah Sosial*, 6(2), 371–382. <https://doi.org/10.15575/ks.v6i2.38456>
- Merendino, A., & Melville, R. (2019). The board of directors and firm performance: Empirical evidence from listed companies. *Corporate Governance*, 19(3), 508–551. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2018-0211>
- Nurdiati, N., Susilowati, D., & Rokhayati, H. (2023). The effect of environmental, social, governance (ESG) disclosure on company performance. In *Proceeding of International Student Conference on Accounting and Business*, 2(1), 609–624.
- Oluwakemi, A. A., & Mishelle, D. (2025). Effect of ESG financial materiality on financial performance of firms: Does ESG transparency matter? *Journal of Risk and Financial Management*, 18(6), 315. <https://doi.org/10.3390/jrfm18060315>

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนและผลการดำเนินงาน :
หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET100

- Promlao, K. (2021). What is ESG? Why is ESG popular among investors? TRIS Academy. https://www.tris.co.th/wp-content/uploads/2021/05/2564_Article_250564.pdf
- Promprasit, P., & Phadoongsitthi, M. (2025). The influence of environmental, social, and governance (ESG) responsibility on the growth opportunities of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *RMUTP Journal of Business and Innovation Management*, 4(2), 19–31.
- Şahin, A., & Mitawa, W. K. (2025). Stakeholder theory in action: The impact of environmental, social, and governance (ESG) practices on financial performance in SADC region food producers. *Journal of Economics and Administrative Sciences*, 26(1), 105–118. <https://doi.org/10.37880/cumuiibf.1550589>
- SDG Move Team. (n.d.). Sustainable development goals. Retrieved January 10, 2026, from <https://www.sdgmovement.com/intro-to-sdgs/>
- Shobhwani, K., & Lodha, S. (2023). Impact of ESG risk scores on firm performance: An empirical analysis of NSE-100 companies. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 19(1), 7–18. <https://doi.org/10.1177/2319510X231170910>
- Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171–190. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12237>