

อิทธิพลของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อโอกาส การเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พรพิชชา พรหมประสิทธิ์¹ และ มนวิกา ผดุงสิทธิ์^{2*}

วันที่รับบทความ : 28 พ.ค. 2568

วันแก้ไขบทความ : 24 ก.ย. 2568

วันที่รับบทความ : 25 ก.ย. 2568

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ที่มีต่อโอกาสการเติบโตของบริษัท โดยศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2562-2564 จำนวน 335 บริษัท รวมทั้งสิ้น 1,005 ข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้าน ESG ของบริษัท วัดจากตัวชี้วัด 4 ด้าน ได้แก่ 1) ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) 2) การได้รับการจัดอันดับกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 3) การได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THIS) และ 4) การได้รับรางวัลรายงานการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนด้าน ESG ส่วนโอกาสในการเติบโต วัดจากตัวชี้วัด 2 ด้าน ได้แก่ 1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ และ 2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยใช้วิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) เพื่อจัดกลุ่มตัวแปรที่ชี้วัดความรับผิดชอบต่อด้าน ESG และใช้สถิติวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ในการทดสอบสมมติฐาน

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ แสดงให้เห็นว่า ความรับผิดชอบต่อด้าน ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อโอกาสการเติบโตของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนให้เห็นว่าการดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย โดยเฉพาะในมิติของสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เป็นปัจจัยที่ส่งเสริมศักยภาพการเติบโตของกิจการในระยะยาว

คำสำคัญ: ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล; โอกาสการเติบโต; ความยั่งยืน

¹นักตรวจสอบภาษีปฏิบัติการ กองบริหารภาษีธุรกิจขนาดใหญ่ กรมสรรพากร

²รองศาสตราจารย์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

*ผู้ประสานงานหลัก : monvika@tbs.tu.ac.th

The Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Responsibility on the Growth Opportunities of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

Pornpitcha Promprasit¹ and Monvika Phadoongsitthi^{2*}

Received : 28 May 2025

Revised : 24 Sep 2025

Accepted : 25 Sep 2025

Abstract

This study aims to examine the influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) responsibility on firms' growth opportunities. The data were collected from 335 companies listed on the Stock Exchange of Thailand during 2019-2021, totaling 1,005 firm-year observations. ESG responsibility was measured using four indicators: 1) Corporate Governance (CG) scores, 2) inclusion in the ESG100 list, 3) inclusion in the Thailand Sustainability Investment (THIS) list, and 4) receipt of ESG-related sustainability disclosure awards. Growth opportunities were measured using two indicators: 1) the market-to-book ratio of assets and 2) the market-to-book ratio of equity. Factor analysis was employed to group ESG-related indicators, and multiple linear regression analysis was conducted to test the research hypotheses.

The results from multiple regression analysis revealed that ESG responsibility had a statistically significant positive influence on firms' growth opportunities. These findings suggested that conducting business with consideration for stakeholders particularly in terms of environmental, social, and governance aspects served as a key driver in enhancing firms' long-term growth potential.

Keywords: Environmental, Social, and Governance Responsibility (ESG); Growth Opportunities; Sustainability

¹Tax Auditor, Large Business Tax Administration Division, The Revenue Department

²Associate Professor, Thammasat Business School, Thammasat University

*Corresponding Author : monvika@tbs.tu.ac.th

1. บทนำ

ในการดำเนินธุรกิจในปัจจุบัน องค์กรต่าง ๆ ต้องเผชิญกับความท้าทายในการปรับตัวอันเนื่องมาจากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและแรงกดดันในด้านต่าง ๆ ซึ่งหลายกรณีสะท้อนให้เห็นถึงปัญหาการบริหารจัดการที่ขาดความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และไม่คำนึงถึงหลักการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนตามแนวทางของ ESG (Environmental, Social, and Governance) (Gonzalez & Suzuki, 2024) ตัวอย่างที่ชัดเจนของการดำเนินธุรกิจที่ละเลยหลัก ESG ปรากฏชัดในอุตสาหกรรมแฟชั่นประเภท Fast Fashion ซึ่งมุ่งผลิตเสื้อผ้าจำนวนมากในราคาถูก โดยอาจแลกมาด้วยคุณภาพที่ต่ำและกระบวนการผลิตที่ไม่ยั่งยืน มีการออกสินค้ารูปแบบใหม่ ๆ อย่างต่อเนื่อง เพื่อเกาะกระแสแฟชั่นที่เปลี่ยนแปลงรวดเร็ว ส่งผลให้ความต้องการของผู้บริโภคเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โครงการสิ่งแวดล้อมแห่งสหประชาชาติรายงานว่า อุตสาหกรรมแฟชั่นเป็นผู้ใช้น้ำรายใหญ่อันดับสองของโลก และเป็นสาเหตุของการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ราว 10% ของโลก ทั้งยังเชื่อมโยงกับปัญหาทางสังคมในรูปแบบของแรงงานเด็กและแรงงานผลิตที่ผิดกฎหมาย (Maiti, 2025)

มีงานวิจัยที่พบว่า บริษัทที่ละเลยประเด็นด้าน ESG มักเผชิญกับความเสียหายทางธุรกิจสูงกว่า ทั้งในแง่ของชื่อเสียง การดำเนินงาน และมูลค่าหุ้นในระยะยาว เช่น งานวิจัยของ Priem & Gabellone (2024) พบว่า สำหรับประเทศที่มีกฎหมายด้านสภาพแวดล้อมที่ไม่เข้มงวด บริษัทที่มีคะแนนด้าน ESG สูงมีแนวโน้มที่จะมีต้นทุนการลงทุนที่ต่ำ นอกจากนี้ Chen, Song, & Gao (2023) ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG และผลการดำเนินงานด้านการเงินซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

ด้วยเหตุนี้ แนวโน้มการลงทุนในปัจจุบันจึงเปลี่ยนแปลงไปอย่างเห็นได้ชัด นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายใหญ่เริ่มให้ความสำคัญกับข้อมูลด้าน ESG ในการประเมินมูลค่าและศักยภาพของกิจการ ไม่ได้มองผลกำไรเชิงตัวเงินในระยะสั้นเท่านั้น แต่คำนึงถึงความสามารถของบริษัทในการดำเนินงานอย่างยั่งยืน การมีบรรษัทภิบาลที่ดี และความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม จะเห็นได้ว่า ความตระหนักในประเด็น ESG ไม่เพียงแต่ช่วยลดความเสี่ยงและเพิ่มโอกาสในการแข่งขันให้กับธุรกิจ แต่ยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนในยุคปัจจุบัน

ในปี พ.ศ. 2557 สถาบันไทยพัฒนาได้จัดตั้งหน่วยงาน ESG Rating ขึ้นเพื่อพัฒนาข้อมูลด้านความยั่งยืนของธุรกิจ โดยในปี พ.ศ. 2558 ได้เริ่มจัดทำข้อมูลหลักทรัพย์จดทะเบียนที่มีการดำเนินงานโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance: ESG) จำนวน 100 บริษัท หรือที่เรียกว่า “กลุ่มหลักทรัพย์ ESG100” สำหรับรองรับความต้องการของผู้ลงทุนที่ให้น้ำหนักการลงทุนในบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม และเพื่อตอบโจทย์การลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable Investment) ในปี พ.ศ. 2563 หน่วยงาน ESG Rating ได้ดำเนินการจัดทำและประกาศรายชื่อ “กลุ่มหลักทรัพย์ ESG Emerging” ในฐานะบริษัทที่ยั่งยืนที่น่าลงทุนเพื่อเป็นทางเลือกสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่สามารถสร้างผลตอบแทนจากปัจจัย ESG และใช้เป็นทำเนียบการลงทุนเพิ่มเติมจากกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 และในปี พ.ศ. 2566 ได้ดำเนินการจัดทำและประกาศรายชื่อ “กลุ่มหลักทรัพย์ ESG Turnaround” ในฐานะบริษัทที่ยั่งยืนที่มีผลประกอบการพลิกฟื้นเพื่อเป็นทางเลือกเพิ่มเติมสำหรับการลงทุนที่คำนึงถึงประเด็นด้าน ESG (สถาบันไทยพัฒนา, 2568)

ในส่วนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ได้จัดทำ “รายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI (Thailand Sustainability Investment)” ในปี พ.ศ. 2558 ซึ่งเป็นหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม มีความรับผิดชอบต่อสังคม และมีการบริหารงานตามหลักบรรษัทภิบาล (ESG) เพื่อเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับนักลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ปรับชื่อเป็น “หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings” ในปี พ.ศ. 2566 (SET, n.d.) ในปี พ.ศ. 2567 มีบริษัทจดทะเบียนที่เปิดเผยข้อมูล ESG ผ่าน SET ESG Data Platform จำนวน 690 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 78 ของจำนวนบริษัททั้งหมด และในปี พ.ศ. 2567 เป็นปีแรกที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเริ่มโครงการนำร่องในการประเมิน FTSE Russell ESG Scores โดยร่วมมือกับผู้ประเมินระดับโลกอย่าง FTSE Russell เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนไทยได้เตรียมความพร้อมและทยอยยกระดับการดำเนินงานด้าน ESG

ข้อมูลข้างต้นสะท้อนให้เห็นถึงความสำคัญของ ESG ในการส่งเสริมการลงทุนอย่างยั่งยืน เสริมสร้างความเข้มแข็งให้กับระบบเศรษฐกิจของประเทศและผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วน รวมถึงลดผลกระทบเชิงลบต่อสิ่งแวดล้อม อย่างไรก็ตามงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินธุรกิจโดยให้ความสำคัญกับ ESG กับผลตอบแทนที่ได้รับซึ่งวัดในรูปแบบต่าง ๆ ยังคงให้ผลลัพธ์ที่ไม่สอดคล้องกัน มีงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG และผลการดำเนินงานของบริษัท (เช่น Aydoğmuş, Gülay, & Ergun, 2022; Chen, Song, & Gao, 2023) มีงานวิจัยที่พบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ในเชิงบวกสามารถลดความเสี่ยงของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ (He, Liu, & Chen, 2023) แต่ก็มีงานวิจัย

บางส่วนที่พบว่า การลงทุนในกิจกรรม CSR (Corporate Social Responsibility) ที่มากเกินไปอาจส่งผลให้มูลค่าของบริษัทลดลง (Barnea & Rubin, 2010) ในส่วนของโอกาสการเติบโตนั้น งานวิจัยของ Bagh et al. (2024) พบว่า โดยรวมแล้ว การดำเนินงานด้าน ESG มีผลเชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ อย่างไรก็ตาม เมื่อระดับของ ESG เพิ่มสูงขึ้น ผลกระทบเชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนจะค่อย ๆ ลดลง และในที่สุดกลายเป็นผลเชิงลบ ดังนั้น คำถามที่ว่า การดำเนินธุรกิจโดยให้ความสำคัญกับ ESG จะส่งผลต่อโอกาสในการเติบโตของบริษัทอย่างไร จึงเป็นประเด็นที่ควรศึกษาเพิ่มเติม

2. วัตถุประสงค์การวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ที่มีต่อโอกาสการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

ในช่วงเวลาที่ผ่านมา สภาพแวดล้อมทางธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่องและรวดเร็ว ไม่ว่าจะเป็นด้านเทคโนโลยี พฤติกรรมของผู้บริโภค การขาดแคลนทรัพยากรธรรมชาติ หรือภาวะโลกร้อนที่นำไปสู่การเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ ซึ่งมีแนวโน้มรุนแรงขึ้นในอนาคต องค์กรจึงจำเป็นต้องบริหารจัดการความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อลดโอกาสที่จะเกิดความเสียหายต่อทรัพยากรขององค์กรและผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงสามารถตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ และขับเคลื่อนการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ แนวคิดทุนนิยมแบบผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Capitalism) ชี้ให้เห็นว่า บริษัทมีหน้าที่มากกว่าการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว แต่ควรตระหนักและรับผิดชอบต่อผลกระทบที่องค์กรมีต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม นอกจากนี้ นักลงทุนจำนวนมากมีความเชื่อว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดี ย่อมมีความเสี่ยงต่ำกว่า มีความพร้อมในการเติบโตในระยะยาว และสามารถรับมือกับความไม่แน่นอนได้ดีกว่า (Bell, 2021)

ผลกระทบของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนต่อมูลค่าของกิจการสามารถอธิบายได้ผ่านสองทฤษฎีหลักซึ่งมีมุมมองแตกต่างกัน ทฤษฎีแรก คือ ทฤษฎีการสร้างมูลค่า (Value-Enhancing Theory หรือ Value-Creating Theory) ซึ่งเสนอว่า การบูรณาการความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมเข้าไว้ในกลยุทธ์และการดำเนินงานขององค์กรจะช่วยลดความเสี่ยงของกิจการและส่งเสริมการสร้างมูลค่าในระยะยาว ความยั่งยืนจึงถูกมองว่าเป็นกลยุทธ์สำคัญที่ช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และนำไปสู่พฤติกรรมองค์กรที่มีความเสี่ยงลดลง ส่งผลให้การเติบโตของกิจการมีเสถียรภาพมากขึ้น (Yu & Zhao, 2015) ในทางกลับกัน ทฤษฎีการทำลายมูลค่า (Value-Destroying Theory หรือ Shareholder Expense Theory) มีมุมมองว่า การให้ความสำคัญกับประเด็นด้านจริยธรรมและความยั่งยืนมากเกินไปอาจเป็นอุปสรรคต่อการแสวงหาผลตอบแทนสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากทรัพยากรขององค์กรอาจถูกนำไปใช้ในกิจกรรมที่ไม่ก่อให้เกิดผลประโยชน์โดยตรงต่อผู้ถือหุ้น และส่งผลให้กลยุทธ์ด้านความยั่งยืนไม่มีประสิทธิภาพในเชิงต้นทุน ซึ่งอาจลดทอนมูลค่าของกิจการในระยะยาว (Yu & Zhao, 2015)

สำหรับแรงจูงใจขององค์กรในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับ ESG นั้น ทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) อธิบายว่า การเปิดเผยข้อมูลเป็นกลไกที่ผู้บริหารใช้เพื่อสื่อสารบทบาทและความรับผิดชอบต่อสังคม โดยมีเป้าหมายเพื่อสร้างความมั่นใจให้กับสาธารณชน ว่ากิจกรรมของบริษัทสอดคล้องกับกฎเกณฑ์และบรรทัดฐานของสังคม (Deegan, 2002) นอกจากนี้ การที่บริษัทดำเนินกิจกรรมที่แสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมยังช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์ที่ดีและเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกต่อสาธารณะ ซึ่งจะช่วยให้ระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุน ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) อธิบายว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นกลไกหนึ่งในการลดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ดังนั้น การดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ซึ่งสะท้อนผ่านการเปิดเผยข้อมูล ESG จึงมีแนวโน้มสนับสนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กรในระยะยาว (Becchetti, Ciciretti, & Hasan, 2015)

มูลค่าของบริษัทประกอบด้วยมูลค่าของสินทรัพย์ที่มีอยู่ในปัจจุบัน และมูลค่าของทางเลือกในการลงทุนหรือโอกาสในการเติบโตในอนาคต (AlNajjar & Riahi-Belkaoui, 2001) ดังนั้น โอกาสในการลงทุนจึงสามารถใช้เป็นตัวแทนของศักยภาพในการเติบโตของบริษัทได้ งานวิจัยนี้วัดโอกาสในการเติบโตผ่านตัวแปรที่อิงจากราคาหุ้น (Price-Based Proxies) ซึ่งตั้งอยู่บนแนวคิดที่ว่า หากแนวโน้มการเติบโตของบริษัทสะท้อนอยู่ในราคาหุ้นอย่างน้อยบางส่วน บริษัทที่มีศักยภาพในการเติบโตจะมีมูลค่าตลาดสูงเมื่อเทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์ที่มีอยู่ ดังนั้น จากแนวคิดนี้ งานวิจัยนี้จึงเลือกใช้อัตราส่วน 2

รายการเป็นตัวแทนของโอกาสในการเติบโต ได้แก่ (1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Price to Book Value of Assets Ratio) และ (2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น (Price to Book Value of Equity Ratio) (Kallapur & Trombley, 1999; AlNajjar & Riahi-Belkaoui, 2001) ซึ่งทั้งสองอัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับโอกาสในการเติบโตของบริษัท

การศึกษาที่ใช้ข้อมูลจากบริษัทใน 46 ประเทศในช่วงปี ค.ศ. 2011-2020 พบว่า บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงกว่า มักมีมูลค่ากิจการซึ่งวัดจากค่า Tobin's Q เพิ่มขึ้นมากกว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG ต่ำ สนับสนุนทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ที่ชี้ให้เห็นว่าการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจะช่วยเพิ่มความสามารถในการรับมือกับความเสียหายและเพิ่มมูลค่าของกิจการในระยะยาว (Srivastava & Anand, 2023) ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยที่ใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมผลิตอาหารของประชาคมเพื่อการพัฒนาแอฟริกาตอนใต้ (Southern African Development Community: SADC) ระหว่างปี ค.ศ. 2015-2022 ซึ่งพบว่าบริษัทที่เปิดเผยมูลค่าด้าน ESG และมีคะแนน ESG จะมีค่า Tobin's Q และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market-to-Book Ratio) สูงกว่า (Şahin & Mitawa, 2025)

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของการดำเนินงานด้าน ESG และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price-to-Book Value: PBV) ของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียนในช่วง ค.ศ. 2013-2023 ซึ่งพบว่า ปัจจัยด้าน ESG มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อ PBV ของบริษัทในภูมิภาคอาเซียน โดยบริษัทที่มีคะแนน ESG รวมในระดับสูง มักมีกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลอย่างครอบคลุมและยั่งยืน ส่งผลให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานและผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เพิ่มขึ้น เสริมสร้างชื่อเสียงของบริษัท ความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อสังคม และโครงสร้างการบริหารความเสี่ยงที่แข็งแกร่ง ทำให้บริษัทได้รับความไว้วางใจจากนักลงทุนมากกว่า ส่งผลให้ค่า PBV สูงขึ้น (Masditok et al., 2024)

ผลการศึกษาซึ่งสำรวจผลกระทบของผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัทที่มีต่อความสอดคล้องของราคาหุ้นพบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ในระดับสูงจะช่วยปรับความสอดคล้องของราคาหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากการที่บริษัทมีกิจกรรมด้าน ESG มากขึ้น ทำให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลเฉพาะของแต่ละกิจการมากขึ้น ลดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างบริษัทกับนักลงทุน (Hu, Zou, & Yin, 2023) ลดต้นทุนทางการเงินและเพิ่มการสนับสนุนด้านเงินทุนสำหรับการเติบโตของบริษัท (DasGupta, 2022) ลดปัญหาตัวแทนตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดยการเสริมสร้างกลไกกำกับดูแลและระบบควบคุมภายใน ลดปัญหา Moral Hazard ของฝ่ายบริหาร ทำให้บริษัทได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนมากขึ้น ส่งผลให้บริษัทเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้สะดวกยิ่งขึ้น ส่งผลให้การเติบโตของบริษัทมีความยั่งยืนมากยิ่งขึ้น (Lin & Li, 2025)

การศึกษาผลกระทบจากความต่อเนื่องของข่าวด้าน ESG ที่มีต่อผลตอบแทนหุ้นโดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ และ NYSE ตั้งแต่เดือนมกราคม ค.ศ. 2011 ถึงกรกฎาคม ค.ศ. 2023 พบว่า ตลาดมีปฏิกิริยาต่อข่าว ESG แม้ว่าจะเป็นเพียงระยะสั้น บริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์ด้าน ESG จะสามารถปรับตัวและตอบสนองต่อแรงกดดันจากสถาบันภายนอกได้ดีกว่า ไม่ว่าจะเป็นกฎหมาย ระเบียบ มาตรฐานอุตสาหกรรม หรือความคาดหวังของสังคม ซึ่งช่วยให้บริษัทได้รับความชอบธรรมและการยอมรับทางสังคม สนับสนุนการเติบโตขององค์กร (Vu et al., 2024) ในขณะเดียวกัน งานวิจัยที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างธนาคารจำนวน 315 แห่งในสหรัฐอเมริกาและประเทศจีนระหว่างปี ค.ศ. 2011-2022 พบว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ สนับสนุนแนวคิดของทฤษฎีฐานทรัพยากร (Resource-Based View: RBV) ที่เสนอว่า การใช้ทรัพยากรและความสามารถภายในขององค์กรเพื่อดำเนินงานด้าน ESG เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน (Zheng et al., 2025)

แม้ว่าผลการศึกษาส่วนใหญ่จะสนับสนุนความเชื่อมโยงเชิงบวกระหว่าง ESG กับโอกาสการเติบโตที่วัดจากมูลค่าขององค์กร แต่ยังมีงานวิจัยบางส่วนที่พบผลในทิศทางตรงกันข้าม เช่น การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตุรกีที่มีการดำเนินงานตามหลัก ESG ในช่วงปี ค.ศ. 2018-2022 ที่พบว่า คะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Aslan-Çetin et al., 2024) สอดคล้องกับการศึกษาที่ใช้ข้อมูลธนาคารที่จดทะเบียนในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ในเขตตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ (MENA) ในช่วงปี ค.ศ. 2008-2017 ซึ่งพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ส่งผลเชิงลบต่อมูลค่าทางการตลาดที่วัดโดย Tobin's Q

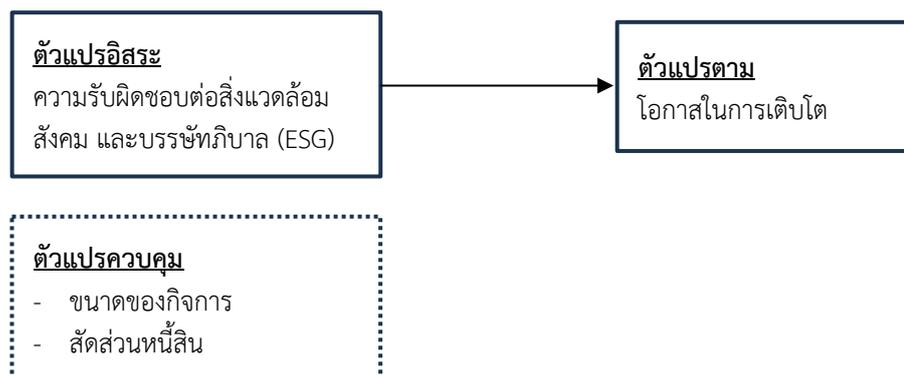
จะเห็นได้ว่างานวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่มีต่อโอกาสการเติบโตของกิจการที่ใช้ตัวชี้วัดในรูปแบบต่าง ๆ ยังให้ผลลัพธ์ที่ไม่สอดคล้องกัน อย่างไรก็ตาม มีเหตุผลสนับสนุนหลายประการที่ชี้ให้เห็นว่า การลงทุนด้าน

ESG ส่งเสริมโอกาสในการเติบโตของกิจการ เนื่องจากการลงทุนด้าน ESG ไม่เพียงแต่ช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์ขององค์กร ลดความเสี่ยง และเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานเท่านั้น แต่ยังสะท้อนถึงความมุ่งมั่นต่อความยั่งยืนและการปฏิบัติตามกฎระเบียบอีกด้วย (Bagh et al., 2024) จากเหตุผลดังกล่าว งานวิจัยนี้จึงกำหนดสมมติฐานทางเลือก (Alternative Hypothesis) ดังนี้

H₁ : ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ขององค์กรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อโอกาสการเติบโตขององค์กร

3.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาอิทธิพลของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ขององค์กรที่มีต่อโอกาสในการเติบโต จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง พบว่ายังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจส่งผลต่อโอกาสในการเติบโตของกิจการ งานวิจัยฉบับนี้จึงเลือกใช้ตัวแปรควบคุมจำนวน 2 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของกิจการ (Size) และสัดส่วนหนี้สิน (Leverage) ในส่วนของขนาดกิจการมีงานวิจัยบางส่วนที่พบว่า บริษัทขนาดเล็กมีอัตราการเติบโตสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เช่น งานของ Bigsten & Gebreyesus (2007) Srivastava & Anand (2023) รวมถึง Bentzen & Tung (2023) และมีงานวิจัยที่พบว่า บริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มเติบโตอย่างยั่งยืนมากกว่าเนื่องจากสามารถวางแผนกลยุทธ์และบริหารการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Rahim, 2017; Johnson & Soenen, 2003) สำหรับสัดส่วนหนี้สินนั้น Swarnapali & Le (2018) พบว่าระดับหนี้สินมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งสะท้อนถึงความเป็นไปได้ของการควบคุมจากภายนอกโดยเจ้าหนี้ที่มีบทบาทในการตรวจสอบการบริหารจัดการของผู้บริหาร ในทางตรงกันข้าม Anton (2016) และ Rahim (2017) พบว่าการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินสามารถส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ เนื่องจากกิจการมีทรัพยากรเพิ่มเติมเพื่อใช้ในการดำเนินงานและขยายธุรกิจ สามารถสรุปเป็นกรอบแนวคิดในการวิจัยได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

4. วิธีดำเนินการวิจัย

4.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ประชากรเป้าหมายของงานวิจัยนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2562-2564 ทุกหมวดธุรกิจ แต่ไม่รวมถึงกลุ่มธุรกิจการเงินและกลุ่มธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัทดังกล่าวมีความแตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่น นอกจากนี้ยังไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินและแนวปฏิบัติทางการบัญชี กฎเกณฑ์และระเบียบข้อบังคับที่ต่างจากธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ทั่วไป รวมทั้งบริษัทที่มีผลประกอบการขาดทุน โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทางการเงินจากฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) และเก็บข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) จากรายงานประจำปี และรายงานความยั่งยืนที่เปิดเผยบนเว็บไซต์ของบริษัท และเว็บไซต์สถาบันไทยพัฒน์ (www.thaipat.org) เป็นข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 335 บริษัท รวมทั้งสิ้น 1,005 ข้อมูล

4.2 การวัดค่าตัวแปรและแบบจำลอง

4.2.1 ความรับผิดชอบด้าน สิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG)

งานวิจัยนี้วัดระดับความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG) จากตัวชี้วัด 4 ตัว ประกอบด้วย

1. ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CG) โดยกำหนดค่าดังนี้
CG = 0 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ต่ำกว่าดี”
CG = 1 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ดี”
CG = 2 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ดีมาก”
CG = 3 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ดีเลิศ”
2. การได้รับการจัดอันดับกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 ที่มีความโดดเด่นในการทำธุรกิจอย่างยั่งยืน (ESG) โดยกำหนดค่าดังนี้
ESG = 0 เมื่อบริษัทไม่ได้รับการจัดอันดับอยู่ใน ESG100
ESG = 1 เมื่อบริษัทได้รับการจัดอันดับอยู่ใน ESG100
3. การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่อหุ้นยั่งยืนใน Thailand Sustainability Investment (THSI) โดยกำหนดค่า ดังนี้
THSI = 0 เมื่อบริษัทไม่มีรายชื่ออยู่ใน THSI
THSI = 1 เมื่อบริษัทมีรายชื่ออยู่ใน THSI
4. การได้รับรางวัลรายงานการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนด้าน ESG (CSR) โดยกำหนดค่าดังนี้
CSR = 0 เมื่อบริษัทไม่ยื่นความจำนงขอรับพิจารณารางวัล
CSR = 1 เมื่อบริษัทได้รับรางวัลเกียรติคุณ (Sustainability Disclosure Award)
CSR = 2 เมื่อบริษัทได้รับรางวัลประกาศเกียรติคุณ (Sustainability Disclosure Recognition)
CSR = 3 เมื่อบริษัทได้รับรางวัลระดับกิตติกรรมประกาศ (Sustainability Disclosure Acknowledgement)

ผู้วิจัยนำตัวชี้วัด 4 ตัวแปร มาทำการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) เพื่อจัดกลุ่มตัวแปรที่ชี้วัดความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG)

4.2.2 โอกาสในการเติบโต (Growth Opportunity: Growth)

โอกาสการเติบโตที่เป็นตัวแปรตามในงานวิจัยนี้ วัดตามแนวคิด Price-Based Proxies ที่เสนอว่า บริษัทที่มีโอกาสเติบโตจะมีมูลค่าในส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ประกอบด้วย 2 ตัวชี้วัดดังนี้

1. อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Price to Book Value of Assets Ratio: PBVA) คำนวณดังนี้
$$= [(Total Assets - Total Common Equity) + (Shares Outstanding \times Share Closing Price)] / Total Assets$$
2. อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น (Price to Book Value of Equity Ratio: PBVE) คำนวณดังนี้
$$= (Shares Outstanding \times Share Closing Price) / Total Common Equity$$

ผู้วิจัยนำตัวชี้วัด 2 ตัวแปร มาทำการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) เพื่อจัดกลุ่มตัวแปรที่ชี้วัดโอกาสการเติบโต (Growth)

4.2.3 ขนาดของบริษัท (Size)

คำนวณจากค่า Log ของขนาดของสินทรัพย์รวม

4.2.4 สัดส่วนหนี้สิน (Leverage: LEV)

คำนวณโดยการหารหนี้สินด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น

4.3 การวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้ใช้สถิติวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ในการวิเคราะห์แบบจำลองในการศึกษา ดังนี้

$$\text{Growth}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \varepsilon$$

โดย	$\text{Growth}_{i,t}$	โอกาสการเติบโตของบริษัท i ในปี t
	$\text{ESG}_{i,t}$	ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลของบริษัท i ในปี t
	$\text{Size}_{i,t}$	ขนาดของบริษัท i ในปี t
	$\text{LEV}_{i,t}$	สัดส่วนหนี้สินของบริษัท i ในปี t

5. ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมที่ศึกษาในงานวิจัยนี้จากประชากรเป้าหมาย พบว่า มีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (PBVA) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น (PBVE) เท่ากับ 1.25 และ 1.48 ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มประชากรเป้าหมายมีศักยภาพในการเติบโตตามแนวคิด Price-Based Proxies นอกจากนี้ กลุ่มประชากรที่ศึกษาส่วนใหญ่มีขนาดใหญ่เมื่อวัดจากมูลค่าสินทรัพย์รวม และมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในระดับค่อนข้างสูง

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตามและตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
PBVA	1.25	1.11	0.54	3.27	0.16
PBVE	1.48	1.21	0.99	5.79	0.00
SIZE	22.81	22.49	1.57	28.76	19.82
LEV	0.97	0.72	0.88	7.15	0.02

ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่าง PBVA และ PBVE ซึ่งเป็นตัวชี้วัดตัวแปรตาม พบว่า ทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในระดับสูงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.97 ผู้วิจัยจึงได้นำทั้งสองตัวแปรมาวิเคราะห์องค์ประกอบ (Factor Analysis) และสามารถจัดกลุ่มเป็นตัวแปรที่ใช้ชี้วัดโอกาสการเติบโต (Growth) ได้ 1 กลุ่ม โดยองค์ประกอบดังกล่าวสามารถอธิบายความแปรปรวนรวมได้ร้อยละ 98.50

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนาขององค์ประกอบของตัวแปรอิสระ

ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG)		
ระดับ	จำนวนข้อมูล	ร้อยละ
ต่ำกว่าดี (CG = 0)	118	11.74
ดี (CG = 1)	175	17.41
ดีมาก (CG = 2)	335	33.33
ดีเลิศ (CG = 3)	377	37.52
รวม	1,005	100.00
การได้รับการจัดอันดับกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 (ESG)		
ระดับ	จำนวนข้อมูล	ร้อยละ
ไม่ได้อยู่ใน ESG100 (ESG = 0)	844	83.98
อยู่ใน ESG100 (ESG = 1)	161	16.02
รวม	1,005	100.00
การมีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment (THSI)		
ระดับ	จำนวนข้อมูล	ร้อยละ
ไม่มีรายชื่ออยู่ใน THSI (THSI = 0)	767	76.32
มีรายชื่ออยู่ใน THSI (THSI = 1)	238	23.68
รวม	1,005	100.00

การได้รับรางวัลรายงานการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนด้าน ESG (CSR)		
ระดับ	จำนวนข้อมูล	ร้อยละ
ไม่ยื่นความจำนงขอรับพิจารณา (CSR = 0)	841	83.68
ได้รับรางวัลเกียรติคุณ (CSR = 1)	54	5.37
ได้รับรางวัลประกาศเกียรติคุณ (CSR = 2)	61	6.07
ได้รับรางวัลระดับกิตติกรรมประกาศ (CSR = 3)	49	4.88
รวม	1,005	100.00

จากตารางที่ 2 ที่แสดงสถิติเชิงพรรณนาขององค์ประกอบของตัวแปรอิสระ พบว่า กลุ่มประชากรที่ศึกษาส่วนใหญ่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) อยู่ในระดับ “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” คิดเป็นร้อยละ 33.33 และ 37.52 ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม มีเพียงร้อยละ 16.02 ของกลุ่มประชากรที่ศึกษาเท่านั้นที่ได้รับการจัดอันดับอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 (ESG) นอกจากนี้ กลุ่มประชากรที่ศึกษาส่วนใหญ่ (ร้อยละ 76.32) ไม่ได้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน (THIS) และมีเพียงจำนวนน้อยที่ได้รับรางวัลด้านการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนด้าน ESG (CSR)

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ขององค์ประกอบของตัวแปรอิสระ

ตัวแปร	CG	ESG	THSI
ESG	0.25**		
THIS	0.45**	0.31**	
CSR	0.30**	0.18**	0.43**

** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ขององค์ประกอบของตัวแปรอิสระ 4 ตัวแปร ได้แก่ CG, ESG, THSI และ CSR ดังแสดงในตารางที่ 3 พบว่า ทั้ง 4 ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ผู้วิจัยได้คำนวณค่า Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) และ Bartlett’s Test of Sphericity เพื่อประเมินว่าข้อมูลมีความเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์องค์ประกอบหรือไม่ ผลการวิเคราะห์พบว่า ค่า KMO เท่ากับ 0.69 ซึ่งมากกว่า 0.5 แสดงว่า ข้อมูลเหมาะสมกับการใช้เทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัย สำหรับการทดสอบ Bartlett’s Test of Sphericity พบว่า ค่า Chi-Square เท่ากับ 629.92 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงว่า ตัวแปรต่าง ๆ มีความสัมพันธ์กันและสามารถนำไปวิเคราะห์องค์ประกอบได้ (Hair et al., 2010) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้นำตัวแปรทั้ง 4 ตัว มาวิเคราะห์องค์ประกอบและสามารถจัดกลุ่มตัวแปรที่ใช้ชี้วัดความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ได้ 1 กลุ่ม โดยองค์ประกอบดังกล่าวสามารถอธิบายความแปรปรวนรวมได้ร้อยละ 49.43

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของแบบจำลอง

Variable	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	VIF
Constant	0.32**	2.51	0.01	
ESG	0.04**	4.69	0.00	1.28
SIZE	-0.02**	-3.86	0.00	1.50
LEV	0.03**	3.31	0.00	1.20
R ²	0.03			
Adj. R ²	0.03			
Model	$Growth_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon$			

** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 0.01

เพื่อให้มั่นใจว่าแบบจำลองที่ศึกษาไม่มีปัญหา Multicollinearity ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความแม่นยำของการวิเคราะห์การถดถอย ผู้วิจัยจึงได้ทดสอบค่า Variance Inflation Factor (VIF) เพิ่มเติม พบว่า ค่า VIF ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทั้งหมด ซึ่งแสดงในตารางที่ 4 มีค่าน้อยกว่า 5 ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่ยอมรับได้ สะท้อนว่าแบบจำลองที่ศึกษานี้ไม่มีปัญหา Multicollinearity (James et al., 2013)

ผลจากการวิเคราะห์การถดถอยที่แสดงในตารางที่ 4 พบว่า ความรับผิดชอบด้าน ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อโอกาสการเติบโตของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงสามารถยอมรับสมมติฐานทางเลือกที่กำหนดไว้ได้ โดยอธิบายได้ว่า การดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึง ESG มีส่วนช่วยเพิ่มโอกาสการเติบโตของบริษัท อย่างไรก็ตาม ค่า Adjusted R² ของแบบจำลองเท่ากับ 0.30 ซึ่งค่อนข้างต่ำ สะท้อนว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตามได้ในระดับจำกัด ทั้งนี้ ค่า R² ที่ต่ำถือเป็นสิ่งที่สามารถคาดการณ์ได้ เนื่องจากโอกาสการเติบโตของบริษัท ซึ่งเป็นตัวแปรตามของงานวิจัยนี้ มักได้รับอิทธิพลจากปัจจัยภายนอกหลายประการ เช่น ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค กลยุทธ์การแข่งขัน หรือสภาพแวดล้อมของตลาด ซึ่งไม่ได้ถูกรวมไว้ในแบบจำลอง

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลเชิงลบต่อโอกาสการเติบโตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่า บริษัทขนาดใหญ่อาจเผชิญกับต้นทุนการดำเนินงานที่สูง ส่งผลให้ศักยภาพในการเติบโตลดลง ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อโอกาสการเติบโตของบริษัท ซึ่งสะท้อนว่า บริษัทที่มีแนวโน้มการเติบโตสูงมักจำเป็นต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกเพื่อสนับสนุนการขยายธุรกิจ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nuanpradit (2016) & Tangngisalu et al. (2023)

6. สรุปผลและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้ศึกษาอิทธิพลของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ที่มีต่อโอกาสการเติบโตของบริษัท โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2562-2564 จำนวน 335 บริษัท รวมทั้งสิ้น 1,005 ข้อมูล ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณพบว่า ความรับผิดชอบต่อด้าน ESG มีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อโอกาสการเติบโตของบริษัท สะท้อนให้เห็นว่า การดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียกับบริษัท โดยเฉพาะในมิติของสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เป็นปัจจัยที่สนับสนุนศักยภาพในการเติบโตของกิจการ ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับแนวคิดทฤษฎีการสร้างมูลค่า (Value-Enhancing Theory) ซึ่งเสนอว่า การดำเนินธุรกิจที่ให้ความสำคัญกับ ESG สามารถลดความเสี่ยงของกิจการ และเสริมสร้างความสามารถในการสร้างมูลค่าอย่างยั่งยืนในระยะยาว (Yu & Zhao, 2015) อีกทั้งยังสนับสนุนงานวิจัยก่อนหน้า ซึ่งชี้ให้เห็นว่า การลงทุนที่คำนึงถึง ESG ส่งผลเชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน (Bagh et al., 2024) นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียมีแนวโน้มตอบสนองเชิงบวกต่อองค์กรที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ในระดับที่ดี ซึ่งช่วยเพิ่มความเชื่อมั่น ความน่าเชื่อถือ และศักยภาพในการเติบโตของบริษัทในระยะยาว (Srivastava & Anand, 2023) ตลอดจนเอื้อต่อการปรับตัวให้สอดคล้องกับแนวโน้มด้านความยั่งยืนในระดับโลกและบริบททางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว

นอกจากนี้ ผลการศึกษายังชี้ให้เห็นถึงอิทธิพลของตัวแปรควบคุมที่ควรค่าแก่การอภิปรายเพิ่มเติม ประการแรก ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลเชิงลบกับโอกาสการเติบโต ซึ่งอาจสะท้อนถึงลักษณะของบริษัทขนาดใหญ่ที่มีโครงสร้างการบริหารงานซับซ้อน ต้นทุนคงที่สูง และการเผชิญกับตลาดที่อิ่มตัว ซึ่งเป็นข้อจำกัดต่อการเติบโต (Nuanpradit, 2016) ประการที่สอง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อโอกาสการเติบโตของกิจการ สะท้อนถึงลักษณะของบริษัทที่อยู่ในช่วงขยายตัว ซึ่งมีความจำเป็นต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกเพื่อสนับสนุนการลงทุนในโครงการใหม่ ๆ แม้จะมาพร้อมกับความเสี่ยงที่สูงขึ้น แต่หากสามารถบริหารจัดการหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ก็จะส่งผลให้บริษัทสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้น และส่งเสริมศักยภาพการเติบโตในอนาคต (Tangngisalu et al., 2023; Frank & Goyal, 2009)

7. ประโยชน์และข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้มีประโยชน์ทั้งในเชิงวิชาการและเชิงปฏิบัติ ในด้านวิชาการ ผลการวิจัยช่วยเติมเต็มองค์ความรู้เกี่ยวกับบทบาทของ ESG ที่ส่งผลต่อศักยภาพในการเติบโตของบริษัทในบริบทของประเทศไทย เช่น ประเทศไทย ซึ่งที่ผ่านมายังมีข้อค้นพบที่หลากหลายและบางส่วนไม่สอดคล้องกัน งานวิจัยนี้ยังช่วยตอบคำถามเชิงทฤษฎีเกี่ยวกับบทบาทของ ESG ว่าสอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีการสร้างมูลค่า (Value-Enhancing Theory) ซึ่งเสนอว่าการดำเนินธุรกิจโดยให้

ความสำคัญกับ ESG สามารถช่วยลดความเสี่ยงและเพิ่มศักยภาพการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว มากกว่าที่จะเป็นภาระต้นทุนตามแนวคิดของทฤษฎีการทำลายมูลค่า (Value-Destroying Theory)

ในเชิงปฏิบัติ ผลการวิจัยสามารถนำไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจสำหรับผู้บริหารในการกำหนดกลยุทธ์ ESG ที่สนับสนุนการเติบโตของธุรกิจอย่างยั่งยืน ทั้งยังเป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนในการประเมินศักยภาพของบริษัทจากมิติด้าน ESG เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่มีพื้นฐานการดำเนินธุรกิจที่รับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม นอกจากนี้ ผู้กำหนดนโยบายและหน่วยงานกำกับดูแลอาจใช้ข้อมูลจากงานวิจัยนี้เพื่อส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG อย่างโปร่งใสและมีประสิทธิภาพมากขึ้นในระดับอุตสาหกรรมหรือระดับประเทศ

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดบางประการที่ควรพิจารณาประการแรก ระยะเวลาของการเก็บข้อมูลครอบคลุมเพียง 3 ปี (พ.ศ. 2562-2564) ซึ่งอาจไม่เพียงพอในการสะท้อนแนวโน้มระยะยาวของความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับโอกาสการเติบโตของกิจการ นอกจากนี้ การวัดระดับ ESG อาศัยข้อมูลภายนอก เช่น การจัดอันดับหรือรางวัล ซึ่งอาจไม่ครอบคลุมการดำเนินงานจริงภายในองค์กรอย่างรอบด้าน อีกทั้งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นเพียงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอาจจำกัดการประยุกต์ใช้ผลลัพธ์ในบริบทของบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์หรือต่างประเทศ และแม้ค่า R^2 ของแบบจำลองจะอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งแสดงถึงข้อจำกัดในการอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตาม แต่ผลการศึกษา ยังคงมีคุณค่าต่อการทำความเข้าใจแนวโน้มเบื้องต้นของบทบาท ESG และสามารถใช้เป็นพื้นฐานสำหรับการศึกษาค้นคว้าหรือพัฒนาแนวทางบริหารจัดการในระดับองค์กรได้

สำหรับแนวทางในการศึกษาครั้งต่อไป ควรพิจารณาขยายช่วงเวลาของการเก็บข้อมูลให้ครอบคลุมมากขึ้น เพื่อให้สามารถประเมินผลกระทบของ ESG ต่อการเติบโตในระยะยาวได้อย่างชัดเจนมากขึ้น นอกจากนี้ ควรพัฒนาวิธีการประเมิน ESG ให้ครอบคลุมทั้งข้อมูลภายในและภายนอกองค์กร เพื่อเพิ่มความแม่นยำในการประเมิน อีกทั้งควรศึกษาในบริบทของประเทศที่มีระดับการพัฒนาทางเศรษฐกิจและธรรมาภิบาลที่ต่างกัน โดยอ้างอิงจากงานของ Luo et al. (2024) ซึ่งพบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลการดำเนินงานด้านการเงินมีแนวโน้มชัดเจนมากขึ้นในประเทศที่มีระบบธรรมาภิบาลเข้มแข็ง การเปรียบเทียบในมิตินี้จะช่วยให้เกิดความเข้าใจที่ลึกซึ้งยิ่งขึ้นเกี่ยวกับบริบทที่เอื้อต่อการสร้างมูลค่าจาก ESG

บรรณานุกรม

- สถาบันไทยพัฒนา. (2568). *ESG Universe*. สืบค้นเมื่อ 11 พฤษภาคม 2568, จาก <https://www.thaipat.org/2021/01/esg-universe.html>
- AlNajjar, F., & Riahi-Belkaoui, A. (2001). Growth opportunities and earnings management. *Managerial Finance*, 27(12), 72-81.
- Anton, S. G. (2016). The impact of leverage on firm growth: Empirical evidence from Romanian listed firms. *Review of Economic and Business Studies*, 9(2), 147-158.
- 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.
- Aydoğmuş, M. Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(Supplement 2), S119-S127.
- Bagh, T., Zhou, B., Alawi, S. M., & Azam, R. I. (2024). ESG resilience: Exploring the non-linear effects of ESG performance on firms sustainable growth. *Research in International Business and Finance*, 70 (Part A). DOI: 10.1016/j.ribaf.2024.102305
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97, 71-86.
- Becchetti, L., Ciceretti, R., & Hasan, I. (2015). Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 35, 297-309.

- Bell, M. (2021). *Why ESG performance is growing in importance for investors*. Retrieved May 17, 2025, from https://www.ey.com/en_gl/insights/assurance/why-esg-performance-is-growing-in-importance-for-investors
- Bentzen, J., & Tung, L. T. (2023). Does firm size improve firm growth? Empirical evidence from an emerging economy. *Economics and Business Review*, 9(3), 9-21.
- Bigsten, A., & Gebreeyesus, M. (2007). The small, the young, and the productive: Determinants of manufacturing firm growth in Ethiopia. *Economic Development and Cultural Change*, 55(4), 813-840.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of environmental management*. 345. DOI: 10.1016/j.jenvman.2023.118829
- DasGupta, R. (2022). Financial performance shortfall, ESG controversies, and ESG performance: Evidence from firms around the world. *Finance Research Letters*, 46(Part B). DOI: 10.1016/j.frl.2021.102487
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures – A theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282–311.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Gonzalez, A. E., & Suzuki, E. (2024). *The impacts of long COVID across OECD countries* (OECD Health Working Papers, 167). OECD Publishing. DOI: 10.1787/8bd08383-en
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate Data Analysis: A Global Perspective*, (7th ed.). New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- He, G., Liu, Y., & Chen, F. (2023). Research on the impact of environment, society, and governance (ESG) on firm risk: An explanation from a financing constraints perspective. *Finance Research Letters*, 58(Part A). DOI: 10.1016/j.frl.2023.104038
- 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). DOI: 10.1016/j.frl.2023.103847
- James, G., Witten, D., Hastie, T., & Tibshirani, R. (2013). *An Introduction to Statistical Learning: With Applications in R*. New York: Springer.
- Johnson, R., & Soenen, L. (2003). Indicators of successful companies. *European Management Journal*, 21(3), 364-369.
- Kallapur, S., & Trombley, M. A. (1999). The association between investment opportunity set proxies and realized growth. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(3&4), 505-519.
- Lin, Y., & Li, S. (2025). Supply chain resilience, ESG performance, and corporate growth. *International Review of Economics & Finance*, 97(Part C). DOI: 10.1016/j.iref.2024.103763
- Luo, Z., Li, Y., Nguyen, L. T., Jo, I., & Zhao, J. (2024). The moderating role of country governance in the link between ESG and financial performance: A study of listed companies in 58 Countries. *Sustainability*, 16(13). DOI: 10.3390/su16135410
- Maiti, R. (2025). *The environmental impact of fast fashion, explained*. Retrieved July 4, 2025, from <https://earth.org/fast-fashions-detrimental-effect-on-the-environment/>
- 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.

- Nuanpradit, S. (2016). The association between firm characteristics and growth opportunities: Empirical evidence from the emerging market of Thailand. *Journal of Business Administration*, 39(150), 65-81.
- Priem, R., & Gabbellone, A. (2024). The impact of a firm's ESG score on its cost of capital: Can a high ESG score serve as a substitute for a weaker legal environment. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 15(3), 676-703.
- Rahim, N. (2017). Sustainable growth rate and firm performance: A case study in Malaysia. *International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research*, 3(2), 48-60.
- 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
- SET. (n.d.). *Sustainable capital market development*. Retrieved June 2, 2024, from <https://setsustainability.com/>
- Srivastava, A., & Anand. (2023). ESG performance and firm value: The moderating role of ownership concentration. *Corporate Ownership & Control*, 20(3), 169-179.
- Swarnapali, R. M. N. C., & Le, L. (2018). Corporate sustainability reporting and firm value: Evidence from a developing country. *International Journal of Organizational Innovation*, 10(4), 69-78.
- Tangngisalu, J., Halik, A., Marwan, & Jumady, E. (2023). Leverage analysis, investment opportunity set, and ownership of company value. *Journal of Law and Sustainable Development*, 11(5). DOI: 10.55908/sdgs.v11i5.992
- Vu, T. N., Junntila, J., & Lehkonen, H. (2024). ESG news and long-run stock returns. *Finance Research Letters*, 60. DOI: 10.1016/j.frl.2023.104915
- Yu, M., & Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: An international investigation. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 289-307.
- Zheng, C., Khan, M. A. M., Islam, R., & Chowdhury, M. M. (2025). Exploring the relationship between ESG performance and firm value in Chinese and US banks: The moderating impact of environmental uncertainty and competitive advantage. *International Journal of Research in Business & Social Science*, 14(1), 1-16.