

อิทธิพลกำกับของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จิราวัฒน์ แสงเป้า^{1*}

ปิยะฉัตร จารุธีรศานต์²

สุภา ทองคง³

Received 13 May 2025

Revised 17 June 2025

Accepted 16 July 2025

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลกำกับของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG วัดตามเกณฑ์ของ Bloomberg ส่วนผลการดำเนินงานของบริษัท วัดด้วย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (Tobin's Q) กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ใช่ธุรกิจการเงิน เก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จากฐานข้อมูล Bloomberg ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 ถึงปี พ.ศ. 2565 จำนวน 102 บริษัท (306 ตัวอย่าง) สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณสำหรับข้อมูลแบบพาแนล ผลการวิจัย พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานของบริษัท คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ไม่มีอิทธิพลทางตรงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และพบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มีบทบาทสำคัญในฐานะปัจจัยช้อนเร้นหรืออิทธิพลกำกับที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิจัยนี้ สอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ และข้อค้นพบนี้ยังชี้ให้เห็นว่า การศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจำเป็นต้องศึกษาควบคู่ไปกับการดำเนินงาน

¹ โครงการปรัชญาดุษฎีบัณฑิตทางสังคมศาสตร์ สาขาบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง เลขที่ 2086 แขวงหัวหมาก เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร 10240

² คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง เลขที่ 2086 แขวงหัวหมาก เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร 10240

³ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี เลขที่ 39 หมู่ 1 ตำบลคลองหก อำเภอลองหลวง จังหวัดปทุมธานี 12110

Email: ² jarutirasarn@hotmail.com , ³ supa_t@mutt.ac.th

* Corresponding author email: chirawatsaengpao@gmail.com

ด้าน ESG เพื่ออธิบายผลการวิจัยในอดีตที่ยังไม่สอดคล้องกัน การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ช่วยเพิ่มผลประโยชน์จากการก่อหนี้ผ่านการลดต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงรวมของบริษัท และช่วยรักษาสมดุลของระดับหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน คณะกรรมการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ผลการดำเนินงานของบริษัท อิทธิพลกำกับ

THE MODERATING EFFECTS OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE INFORMATION DISCLOSURE SCORES IN CORRELATION BETWEEN THE CAPITAL STRUCTURE AND THE PERFORMANCE OF THE LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Chirawat Saengpao^{1*}

Piyachat Jarutirasarn²

Supa Tongkong³

Abstract

This research aims to examine the moderating effects of Environmental, Social, and Governance (ESG) information disclosure scores in correlation between the capital structure and the performance of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET). The ESG information disclosure scores were measured according to the criteria of Bloomberg. The firm performance was measured by the market value to the book value of total assets (Tobin's Q ratio). The sample group consisted of 102 non-financial business listed companies (306 samples) in the SET from 2020 to 2022. Data were collected from the annual reports and 56-1 One Report of the companies as well as the ESG information exposure scores from the Bloomberg database. Descriptive statistics and inferential statistics were employed in the analysis of the data. The technique of multiple regression analysis was employed for the panel data. The research findings showed that the capital structure exhibited a direct influence in the opposite direction at a statistically significant level on the performance of the companies. The ESG information exposure scores did not exhibit a statistically significant level on the performance of the companies. In addition, it was also found that the ESG information disclosure scores exhibited moderating effects in correlation between the capital structure and the performance of the companies at a statistically significant level. The research results

¹ Doctor of Philosophy in Social Sciences Program, Business Administration, Ramkhamhaeng University, 2086 Haumark, Bangkapi, Bangkok 10240

² Faculty of Business Administration, Ramkhamhaeng University, 2086 Haumark, Bangkapi, Bangkok 10240

³ Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Thanyaburi, 39 Moo 1, Klong 6, Khlong Luang, Pathum Thani 12110

Email: ² jarutirasarn@hotmail.com , ³ supa_t@mutt.ac.th

* Corresponding author email: chirawatsaengpao@gmail.com

aligned with the concept of the trade-off theory and indicate that a study on the impact of capital structure on firm performance needs to be accompanied by ESG practices in delivering debates and filling gaps in previous research findings. ESG disclosure enhances the benefits of debt financing by reducing firms' financial costs and overall risk. ESG disclosure enhances the benefits of debt financing by reducing financial costs and overall firm risk. Also, it helps maintain an optimal level of debt in the capital structure to enhance firm value effectively.

Keywords: Capital Structure, ESG Information Disclosure Scores, Firm Performance, Moderating Effect

บทนำ

เงินทุน (capital) ถือเป็นปัจจัยหลักที่สำคัญที่สุดในการดำเนินธุรกิจ หากไม่มีเงินทุนจะไม่สามารถดำเนินธุรกิจได้ ธุรกิจทุกประเภทจะเกิดขึ้นได้ต้องอาศัยเงินทุน ผู้บริหารจึงจำเป็นต้องเข้าใจในธุรกิจของตนเองเป็นอย่างดี เพื่อที่จะสามารถบริหารนโยบายของธุรกิจให้สอดคล้องกับเงินทุนที่มีอยู่ให้เกิดประโยชน์สูงสุดในทุกช่วงเวลาของการดำเนินธุรกิจ และต้องคำนึงถึงการบริหารจัดการเงินทุนให้เกิดประสิทธิภาพ เพื่อให้ได้มาซึ่งต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยต่ำที่สุด (Weighted Average Cost of Capital: WACC) การได้มาซึ่งต้นทุนที่ต่ำที่สุดสามารถนำธุรกิจไปสู่การบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ คือ ได้รับผลตอบแทนหรือผลกำไรและนำไปขยายธุรกิจให้เติบโตได้อย่างต่อเนื่อง (Ceballos-Mina & Santiago-Ayala, 2019, p. 377) “โครงสร้างเงินทุน” (Capital Structure) คือ โครงสร้างการจัดหาเงินทุนระยะยาวของกิจการ ซึ่งการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนที่ต่างกันย่อมมี ข้อดี ข้อเสีย ที่แตกต่างกัน โดยแหล่งของเงินทุน ประกอบไปด้วยแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ (Internal Fund) ได้แก่ กำไรสะสม และแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ (External Fund) ซึ่งประกอบด้วยเงินทุนจากแหล่งของหนี้สิน (Debt Financing) ได้แก่ การกู้ยืมระยะยาว การออกหุ้นกู้ การออกตราสารหนี้ และเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity Financing) ได้แก่ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ โดยแหล่งเงินทุนจากหนี้สินหรือการกู้ยืมนั้น บริษัทสามารถนำภาระเรื่องดอกเบี้ยเป็นค่าใช้จ่ายที่ประหยัดภาษีได้ (Tax Shield) (Ferriswara et al., 2022, p. 5; Sdiq & Abdullah, 2022, p. 3) แต่ขณะเดียวกันการกู้ยืมเงินจะส่งผลกระทบทำให้ต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy Cost) ของกิจการสูงขึ้น นำไปสู่ปัญหาความล้มเหลวทางการเงิน (Financial Distress) (Ria, 2023, p. 5) จึงเป็นหน้าที่ของผู้บริหารที่จะต้องกำหนดทิศทาง วางแผนกลยุทธ์ในทุกด้าน ไม่ว่าจะเป็นด้านการเงิน การผลิต การตลาด การบัญชี บุคลากร และด้านอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้กิจการสามารถสร้างความเชื่อมั่นและสามารถสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นสูงสุด หากบริษัทมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) จะสามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทให้สูงสุด (Wealth Maximization) และสามารถลดต้นทุนของเงินทุนให้เหลือน้อยที่สุด (Minimizes Cost of Capital) (Kruk, 2021, p. 5) ในมุมมองของผู้ลงทุน การตัดสินใจลงทุนในบริษัทต้องมีการประเมินมูลค่าของบริษัทนั้น ๆ และคาดหวังว่าบริษัทจะสามารถสร้างผลตอบแทนหรือมีมูลค่าบริษัทที่สูงขึ้นในอนาคต แนวคิดที่ได้รับความนิยมอย่างมากในการวัดผลการดำเนินงานหรือมูลค่าของกิจการ ได้แก่ อัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งเป็นการนำข้อมูลตัวเลขทางบัญชีจากงบการเงินมาผสมผสานกับข้อมูลทางการตลาดเชิงคุณภาพเข้าด้วยกัน โดยการใช้มูลค่าตลาดของกิจการเปรียบเทียบกับมูลค่าตามบัญชี สะท้อนให้เห็นมูลค่ากิจการตามที่ตลาดหรือนักลงทุนคาดหวังกับมูลค่าตามบัญชี (Tobin, 1969) รวมถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อศักยภาพของ บริษัทในการสร้างมูลค่ากิจการในระยะยาว

ในปัจจุบัน แนวทางการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ได้กลายเป็นประเด็นสำคัญที่องค์กรทั่วโลกให้ความสนใจ เนื่องจากผู้ลงทุนเริ่มพิจารณาปัจจัย ESG ควบคู่ไปกับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินมากขึ้น (ชาญชัยชัยประสิทธิ์, 2564) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จึงให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ในปี พ.ศ.2558 โดยเริ่มจัดทำ “รายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI)” และในปี

พ.ศ. 2566 ได้ปรับเปลี่ยนเป็น “SET ESG Ratings” พร้อมทั้งประกาศผลประเมินในรูปแบบ ESG Ratings เป็นปีแรก เพื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในการตัดสินใจลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ได้กลายเป็นเครื่องมือสำคัญในการประเมินคุณภาพของการบริหารจัดการองค์กร เนื่องจากสะท้อนถึงความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อสังคม และความสามารถในการบริหารความเสี่ยงของบริษัท การเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสไม่เพียงช่วยเสริมสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder) แต่ยังสามารถนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของบริษัท (Lee & Isa, 2023, p. 6) นอกจากนี้ การดำเนินงานด้าน ESG ยังมีบทบาทสำคัญในการยกระดับชื่อเสียงของบริษัทในสายตาผู้ถือหุ้น และช่วยเสริมภาพลักษณ์ให้บริษัทในมุมมองของผู้มีส่วนได้เสีย (Pinheiro et al., 2023, p.13) โดยปัจจัยเหล่านี้ไม่เพียงช่วยเสริมสร้างความไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเท่านั้น แต่ยังส่งผลโดยตรงต่อศักยภาพในการดึงดูดผู้ลงทุนและสร้างความยั่งยืนในระยะยาว ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมีคำถามวิจัยว่า โครงสร้างเงินทุนและการดำเนินงานด้าน ESG มีอิทธิพลร่วมกันต่อผลการดำเนินงานของบริษัทหรือมูลค่าของกิจการหรือไม่และมีอิทธิพลร่วมกันอย่างไร

ทั้งนี้ เพื่อนำผลการวิจัยมาวิเคราะห์เพื่ออธิบายข้อค้นพบในอดีตที่ยังขัดแย้งกันและหาข้อสรุปเชิงวิชาการเกี่ยวกับอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอิทธิพลกำกับของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อให้บริษัทสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์ประกอบการตัดสินใจในการวางแผนกำหนดนโยบายของบริษัทเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน และสามารถสร้างผลการดำเนินงานที่ดีต่อไปได้ในอนาคต อีกทั้ง ผู้ลงทุนสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการประเมินการลงทุนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขณะเดียวกันหน่วยงานที่เกี่ยวข้องสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ในการกำหนดนโยบายและมาตรการที่ส่งเสริมให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มากขึ้น เพื่อความยั่งยืนของบริษัทและประเทศชาติต่อไป

วัตถุประสงค์ในการวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลกำกับของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานของการวิจัย

คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีอิทธิพลกำกับในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนมีข้อกำหนดและบริบทในการประยุกต์ที่แตกต่างกันไป โดยเริ่มจาก Modigliani and Miller (1958) หรือเรียกว่าทฤษฎี M&M I ได้นำเสนอแนวคิดภายใต้สมมติฐานว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและต้นทุนของกิจการ โดยแนวคิดนี้จะอยู่ภายใต้สมมติฐาน ดังนี้ ไม่มีภาษีเงินได้ ไม่มีต้นทุนของการล้มละลาย นักลงทุนและผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่เท่าเทียมกันเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนในอนาคตของบริษัท ภายใต้ข้อเสนอของ M&M I ที่ไม่มีภาษีนั่น ระดับหนี้สินที่สูงขึ้นไม่ได้ส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งสมมติฐานดังกล่าวมีบางข้อไม่เป็นจริงในทางปฏิบัติ เนื่องจากเมื่อกิจการมีการใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งหนี้สินจึงมีภาระเรื่องดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งค่าใช้จ่ายส่วนนี้สามารถที่ประหยัดภาษีเงินได้ โดย Modigliani and Miller (1963) หรือ M&M II จึงได้นำเสนอแนวคิดเพิ่มเติม คือ การเพิ่มปัจจัยเรื่องภาษีเงินได้นิติบุคคลเข้ามาพิจารณา พบว่า บริษัทที่มีการก่อหนี้จะได้รับผลประโยชน์ทางภาษี จากดอกเบี้ยจ่าย เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายถือเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษี จึงช่วยให้กิจการจ่ายภาษีที่น้อยลง ดังนั้น การจัดหาเงินทุนจากแหล่งหนี้สิน จึงส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นและต้นทุนของเงินทุนลดลง

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

Myers and Majluf (1984) ได้เสนอว่า ผู้บริหารควรจัดหาเงินทุนโดยหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไปยังตลาด คือ บริษัทควรจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น เนื่องจากการจัดหาเงินทุนที่เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อโดยตรงกับโครงสร้างเงินทุน บริษัทควรจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน หากเงินทุนภายในมีไม่เพียงพอ จึงจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก ซึ่งได้แก่ หนี้สินและส่วนของเจ้าของ โดยจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเป็นลำดับแรกเนื่องจากมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าและมีระยะเวลาการจัดหาเงินทุนที่เร็วกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ

ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade-off Theory)

จากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ M&M I (Modigliani & Miller, 1958) ที่มีสมมติฐานเรื่องไม่มีภาษีเงินได้และไม่มีต้นทุนการล้มละลาย ทำให้เกิดการพัฒนาแนวความคิดใหม่ ที่ถูกนำเสนอครั้งแรกโดย Kraus and Litzenberger (1973) ที่ต้องการหาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เพื่อที่จะทำให้มีมูลค่าบริษัทที่สูงที่สุดนั้น บริษัทต้องเลือกระหว่างต้นทุนและผลประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ เรียกว่า Trade-off Theory ซึ่งต้นทุนจากการก่อหนี้ คือ ภาระที่ต้องชำระดอกเบี้ยคืนและต้นทุนการล้มละลาย เพิ่มขึ้น ส่วนผลประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ คือ ดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้จะสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายที่ประหยัดภาษีได้ ต่อมา Myers (1977) ได้อธิบายว่า บริษัทจะมีสัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของเจ้าของที่เหมาะสมที่ทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงสุด โดยโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ต้องทำให้ได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีและต้นทุนจากการล้มละลายที่สมดุลหรือเท่ากัน (Nurhayati et al., 2021, p. 87) ตามทฤษฎีนี้ บริษัทควรหาสมดุลระหว่างประโยชน์ที่ได้รับทางด้านภาษีและความเสี่ยงจากต้นทุนการล้มละลาย

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) มีพื้นฐานมาจากกรอบแนวคิดของ Barnard (1968) ที่นำเสนอมุมมองด้านบวกของผู้บริหารในการสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคม ตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียสามารถนำกิจกรรมของบริษัทในด้านการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ไปใช้ในการเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

หากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วน โปร่งใส และตรวจสอบได้ จะส่งผลดีต่อระดับความเชื่อมั่นในการตัดสินใจของนักลงทุน สามารถปรับปรุงความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งล้วนเป็นกลุ่มที่มีผลต่อความสำเร็จของบริษัท และนำไปสู่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้น (Lee & Isa, 2023, p. 6) ด้วยเหตุนี้ บริษัทควรดำเนินงานตามหลัก ESG เป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์องค์กร เพื่อส่งเสริมความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจ การดำเนินงานด้าน ESG ไม่เพียงเพิ่มข้อมูลเชิงลึกให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุน แต่ยังช่วยดึงดูดความสนใจจากผู้ลงทุนที่มีความสนใจในธุรกิจที่มีความยั่งยืน นำไปสู่การเพิ่มความเต็มใจในการลงทุนและเพิ่มมูลค่าให้บริษัทได้ในระยะยาว (Tahmid et al., 2022, p. 12-13)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ของ Spence (1978) อธิบายว่าบริษัทจะทำการเปิดเผยข้อมูลเป็นกลไกในการลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ที่ฝ่ายหนึ่งในการทำธุรกรรมมีข้อมูลมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับอีกฝ่าย จึงทำให้ฝ่ายที่รู้ข้อมูลมากกว่าจะสามารถใช้ประโยชน์จากการรู้ข้อมูลที่ดีกว่าได้ (Afrasiabishani et al., 2012, p. 40) บริษัทจึงต้องทำการเปิดเผยข้อมูลเป็นการส่งสัญญาณ (Signaling) ไปยังนักลงทุน เช่น ผลการดำเนินงานที่ดี การมีธรรมาภิบาลที่เข้มแข็ง หรือการดำเนินกิจกรรมด้าน ESG ล้วนใช้เป็นสัญญาณที่ดีทำให้บริษัทได้รับความไว้วางใจและการสนับสนุนที่ดีจากผู้มีส่วนได้เสีย นำไปสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน (Jin & Lei, 2023, p. 7) เมื่อปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลง สามารถทำให้มีมูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้นได้ (Ferriswara et al., 2022, p. 7) ดังนั้น การส่งสัญญาณที่มีคุณภาพจึงมีความสำคัญต่อการรับรู้ของตลาดและผู้มีส่วนได้เสียเป็นตัวชี้วัดที่ช่วยให้ผู้ลงทุนมองว่าบริษัทมีความน่าเชื่อถือ

แนวคิดการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท ตามแนวทาง Tobin's Q Ratio

อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม หรือ Tobin's Q Ratio เป็นแนวคิดการวัดมูลค่าของกิจการที่นำเสนอโดย James T. Tobin ศาสตราจารย์ แห่งมหาวิทยาลัย Yale โดยเป็นการนำข้อมูลตัวเลขทางบัญชีจากงบการเงินมาผสมผสานกับข้อมูลทางตลาดเชิงคุณภาพเข้าด้วยกัน โดย Tobin's Q คำนวณโดยการนำมูลค่าราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์บริษัทหารด้วยราคาเปลี่ยนแทน (replacement cost) ของสินทรัพย์นั้น ซึ่งมูลค่าราคาตลาดจะวัดจากมูลค่าทางตลาดของหุ้นในมือผู้ถือหุ้น และหนี้สิน (Tobin, 1969) โดย Chung and Pruitt (1994) ได้เสนอสูตรการคำนวณ โดยการนำ มูลค่าราคาตลาดรวมกับมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวม หารด้วย มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (Chung & Pruitt, 1994, p. 70) แทนที่จะใช้มูลค่าราคาตลาดหารด้วยราคาเปลี่ยนแทนของสินทรัพย์ เมื่อทำการทดสอบค่า Tobin's Q ที่คำนวณได้ พบว่าค่า Tobin's Q ทั้ง 2 มีความใกล้เคียงกันมากถึงร้อยละ 96.60 ด้วยเหตุนี้จึงสามารถใช้การหามูลค่ากิจการ Tobin's Q ที่ได้ปรับสูตรในการได้มาซึ่งข้อมูลให้ง่ายขึ้นและเป็นที่ยอมรับอย่างแพร่หลาย

การประเมินคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล

ปัจจุบันมีบริษัทผู้ให้บริการข้อมูลด้าน ESG ทั้งต่างประเทศและในประเทศไทยหลายแห่งที่ทำการประเมินคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ของบริษัทต่าง ๆ โดยการวัดคะแนนเปิดเผยข้อมูลของผู้ประเมิน (raters) และดัชนีชี้้นำทั่วโลกที่มีการประเมิน (index providers) เพื่อคัดเลือกบริษัทที่มีความโดดเด่น

ในการดำเนินงานด้าน ESG โดยแหล่งข้อมูลจากผู้ประเมินผลการดำเนินงานด้าน ESG ระดับโลกที่เป็นพันธมิตรของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบัน (จิราวัฒน์ และคณะ, 2566) สำหรับการวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG หรือ “ESG Score” จากฐานข้อมูล Bloomberg ในการวิเคราะห์ข้อมูล โดย Bloomberg ใช้การประเมินในทั้ง 3 ด้านแยกกัน ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล โดยให้สัดส่วนคะแนนที่ความสำคัญที่เท่า ๆ กัน และนำคะแนนที่ได้จากการประเมินทั้ง 3 ด้าน คำนวณผลรวมแบบถ่วงน้ำหนักของคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG ฐานข้อมูล Bloomberg เป็นแหล่งข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือในระดับสากล และได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายในแวดวงวิจัยด้าน ESG โดยมีการใช้งานในงานศึกษาที่ผ่านมา เช่น อาทิ Behl et al. (2022), Habib and Mourad (2023) และ Khanchel et al. (2023)

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของบริษัท

อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทยังขัดแย้งกันและยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน โดยมีหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนอิทธิพลทั้งเชิงบวก เชิงลบ และไม่มีอิทธิพลที่ชัดเจนต่อผลการดำเนินงาน ทั้งนี้ โครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกับผลการดำเนินงานของบริษัทสอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) ในระยะแรกที่มีการเพิ่มหนี้สินเข้ามาในโครงสร้างเงินทุน กิจการจะได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษี เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อประหยัดภาษีได้ (Ferriswara et al., 2022, p. 5; Sdiq & Abdullah, 2022, p. 3) ในขณะเดียวกัน กิจการจะมีความเสี่ยงทางการเงินและต้นทุนการล้มละลายเพิ่มขึ้น (Ria, 2023, p. 5) แต่ผลประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดภาษีจะมากกว่าต้นทุนเนื่องจากความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้น มีผลทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น โดยจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง และจะมีมูลค่าสูงสุด ณ ระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ในทางตรงกันข้าม โครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลในทิศทางตรงข้ามกับผลการดำเนินงานของบริษัทสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) โดยระบุว่า การจัดหาเงินทุนที่เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อโดยตรงกับโครงสร้างเงินทุน บริษัทควรจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน ได้แก่ กำไรสะสมเป็นลำดับแรก แต่ถ้าเงินทุนจากแหล่งภายในมีไม่เพียงพอ กิจการจึงจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก โดยจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมหรือจากหนี้สินก่อนการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของหรือการออกหุ้นสามัญเป็นลำดับสุดท้าย (Kalash, 2021, p. 261) ซึ่งการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้มีค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุน ตลอดจนภาระผูกพันในการชำระคืนทั้งดอกเบี้ยและเงินต้น ทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้น การกู้ยืมเงินที่มากเกินไป อาจนำไปสู่การล้มละลาย ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการลดลง นอกจากนี้ยังส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและผู้ถือหุ้น (Kruk, 2021, p. 6)

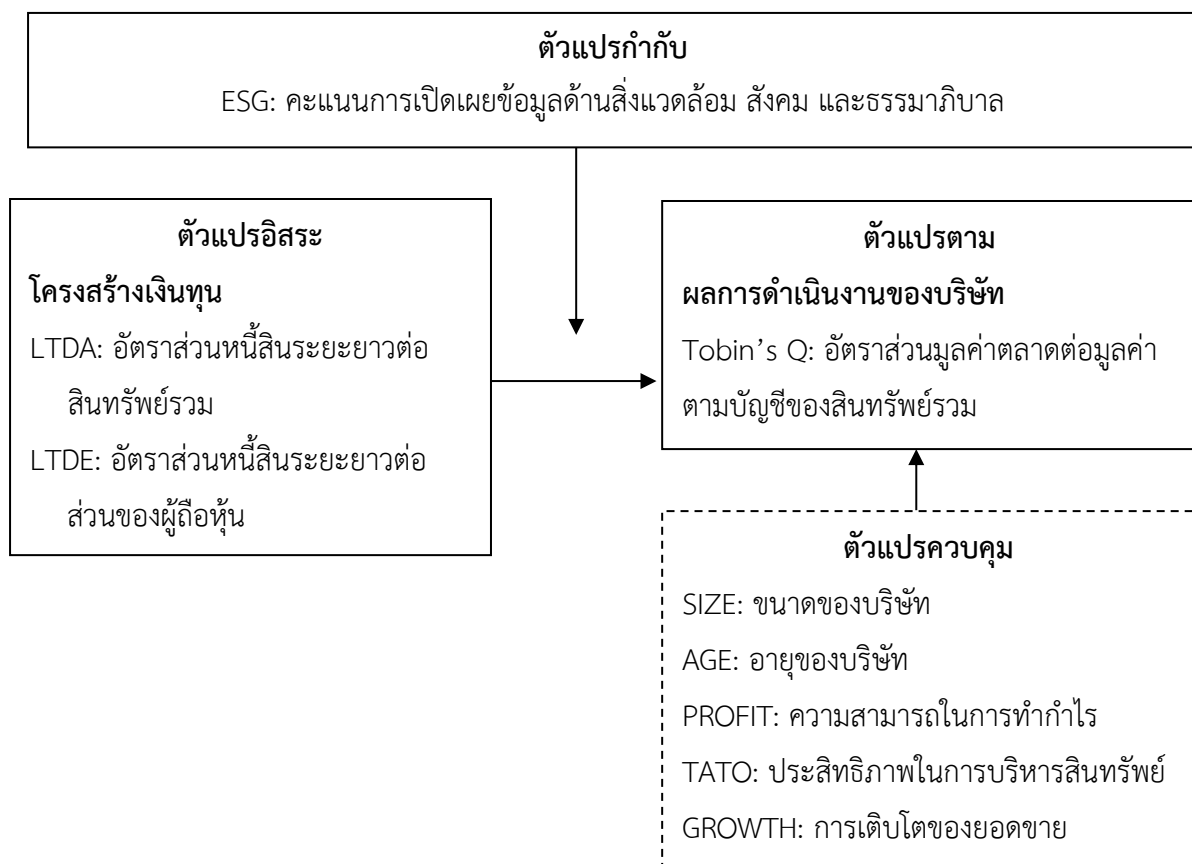
ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และผลการดำเนินงานของบริษัท

การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกับผลการดำเนินงานของบริษัท สนับสนุนทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) หากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วน โปร่งใส ตรวจสอบได้ สามารถช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และเมื่อบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส สามารถปรับปรุงความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder)

และนำไปสู่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้น (Lee & Isa, 2023, p.6) อีกทั้ง การดำเนินงานด้าน ESG จึงมีบทบาทในการสร้างรากฐานที่สำคัญในการยกระดับชื่อเสียงขององค์กรในสายตาผู้ถือหุ้น และช่วยเสริมภาพลักษณ์องค์กรในมุมมองของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Pinheiro et al., 2023, p. 13) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Meeprom et al. (2024) พบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานทางตลาดของกิจการ แต่ขนาดคณะกรรมการบริษัท การไม่ควบรวมตำแหน่งระหว่าง CEO กับ ประธานกรรมการ เป็นปัจจัยซ่อนเร้นที่มีอิทธิพลกำกับในความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG กับผลการดำเนินงานทางตลาดของกิจการ และผลการวิจัยนี้ยังสอดคล้องกับ Tao (2023) และ Liu et al. (2022) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ไม่มีผลกระทบโดยตรงที่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในบริบทของประเทศจีนและเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งเป็นกลุ่มประเทศที่ได้นำระบบการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มาใช้ แต่ยังคงอยู่ในระยะเริ่มต้น จึงอาจจะยังมีปัญหาด้านความรู้ความเข้าใจและการประยุกต์ใช้ ตลอดจนกฎเกณฑ์ ระเบียบข้อบังคับ ที่ยังไม่ชัดเจนนัก

กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา สามารถสร้างตัวแปรที่ต้องการใช้ในการศึกษา เพื่อเป็นกรอบแนวคิดงานวิจัย ได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ตารางที่ 1 การคำนวณตัวแปรและแหล่งอ้างอิง

ตัวแปร (สัญลักษณ์)	การคำนวณ	แหล่งอ้างอิง
ตัวแปรอิสระ		
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ต่อสินทรัพย์รวม (LTDA)	$\frac{\text{หนี้สินระยะยาว}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$	Ferriswara et al. (2022), Ngatno et al. (2021), Mathur et al. (2021), Widnyana et al. (2021) และ Zimon et al. (2021)
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTDE)	$\frac{\text{หนี้สินระยะยาว}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$	Ferriswara et al. (2022), Widnyana et al. (2021) และ Sausan et al. (2020)
ตัวแปรตาม		
อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อ มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ รวม (Tobin's Q)	$\frac{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด} + \text{มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม}}$	Meeprom et al. (2024), Lee and Isa (2023), Tao (2023), Behl et al. (2022), Ferriswara et al. (2022), Shaikh (2022), Luu (2021), Mathur et al. (2021) และ Zimon et al. (2021)
ตัวแปรกำกับ		
คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ ธรรมาภิบาล (ESG)	คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ตามฐานข้อมูล Bloomberg	Meeprom et al. (2024), Khanchel et al. (2023), Behl et al. (2022) และ Shaikh (2022)
ตัวแปรควบคุม		
ขนาดของบริษัท (SIZE)	Logarithm ของมูลค่าสินทรัพย์รวม	Dkhili (2023), Habib and Mourad (2023), Khanchel et al. (2023), Lee and Isa (2023) และ Zimon et al. (2021)
อายุของบริษัท (AGE)	Logarithm ของจำนวนปีของบริษัท ตั้งแต่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงปี พ.ศ. 2565	Habib and Mourad (2023), Soriya and Rastogi (2023), Tao (2023), Luu (2021) และ Zimon et al. (2021)
ความสามารถในการทำ กำไร (PROFIT)	$\frac{\text{กำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \times 100$	Soriya and Rastogi (2023) Luu (2021) Nurhayati et al. (2021) และ Sausan et al. (2020)
ประสิทธิภาพในการบริหาร สินทรัพย์ (TATO)	$\frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$	Soriya and Rastogi (2023), Ferriswara et al. (2022), Luu (2021) และ Sausan et al. (2020)
การเติบโตของยอดขาย (GROWTH)	$\frac{\text{ยอดขายปีปัจจุบัน} - \text{ยอดขายปีที่แล้ว}}{\text{ยอดขายปีที่แล้ว}} \times 100$	Liu et al. (2022), Shaikh (2022), Luu (2021) และ Mathur et al. (2021)

ระเบียบวิธีการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) จากฐานข้อมูล Bloomberg

ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 ถึงปี พ.ศ. 2565 ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน สรุปกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาจำนวน 102 บริษัท

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยเป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ เก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จาก SETSMART ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และข้อมูลคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score) จากฐานข้อมูล Bloomberg โดยการวิจัยเป็นในรูปแบบข้อมูลพาแนล (Panel Data) หรือข้อมูลภาคตัดขวางแบบต่อเนื่อง ประกอบด้วย ข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) ได้แก่ ข้อมูลรายปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 ถึงปี พ.ศ. 2565 และข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Data) ได้แก่ จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ สิ้นปี 2565 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา 102 บริษัท ได้ตรวจสอบบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน (Missing Data) และตรวจสอบบริษัทที่มีค่าแยกหรือแตกต่างออกไปจากกลุ่ม (Outliers Data) ด้วยวิธีการ Winsorized ที่ระดับร้อยละ 1 และร้อยละ 99 ดังนั้น จำนวนค่าสังเกตที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้เท่ากับ $102 \times 3 = 306$ ชุดข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูล เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลแบบพาแนล (panel data analysis) เป็นการเก็บข้อมูลของหน่วยสำรวจ ซึ่งบันทึกค่าตัวแปรที่สนใจจากแต่ละหน่วย ณ จุดเวลาหนึ่งที่กำหนด จากนั้นเก็บข้อมูลของหน่วยสำรวจเดิมเพิ่มเติม ณ จุดเวลาถัด ๆ ไป ซึ่งอาจจะเพิ่มในจำนวนที่เท่ากันหรือไม่เท่ากันในระหว่างสำรวจก็ได้ (มนตรี พิริยะกุล, 2556, น. 42) วิธีวิเคราะห์ข้อมูลแบบพาแนล ทำได้ 3 วิธี ได้แก่ Pooled Ordinary Least Squares Regression (OLS), Fixed Effect Regression Model (FEM) และ Random Effect Regression Model (REM) สำหรับการทดสอบเพื่อเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล สามารถทดสอบด้วยวิธี Breusch-Pagan Lagrange Multiplier test (LM-Test) (Breusch & Pagan, 1980) หากผลการตรวจสอบมีค่า p-value < ระดับนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า การวิเคราะห์แบบ Random Effects เป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสมมากกว่า Pooled OLS ขณะที่การทดสอบด้วยวิธี Hausman Test (Hausman, 1978) หากผลการทดสอบมีค่า p-value < ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างกันอย่างนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า การวิเคราะห์แบบ Fixed Effect เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลมากกว่า Random Effects

ผลการวิจัย

ผลการวิจัยประกอบไปด้วย 2 ส่วน ได้แก่

1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ การหาค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis)
2. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบสมมติฐานในการวิจัย ซึ่งได้ตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อน

(Heteroskedasticity) ความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) หลังจากนั้นวิเคราะห์การถดถอยแบบพาแนล (Panel Data Analysis)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ศึกษา

ตัวแปร (n=306)	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าความเบ้	ค่าความโด่ง
LTDA (เท่า)	0.268	0.176	0.015	0.676	0.199	-1.076
LTDE (เท่า)	0.828	0.841	0.018	4.380	1.682	3.153
ESG (คะแนน)	49.645	14.146	8.561	81.622	-0.091	-0.060
Tobin's Q (เท่า)	0.649	0.341	0.174	3.550	1.966	4.357
SIZE	17.707	1.484	13.707	21.952	0.166	-0.158
AGE (ปี)	34.824	17.875	5	140	0.312	-0.811
PROFIT (%)	7.514	8.486	-29	51	0.742	5.810
TATO (เท่า)	0.725	0.697	0.142	4.508	2.330	7.180
GROWTH (%)	12.994	39.950	-98.366	301.875	2.257	2.415

จากตารางที่ 2 พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDA) มีค่าเฉลี่ย 0.268 เท่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTDE) มีค่าเฉลี่ย 0.828 เท่า อัตราส่วนมูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (TBQ) มีค่าเฉลี่ย 0.649 เท่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีค่าเฉลี่ย 49.645 คะแนน ขนาดของบริษัท (SIZE) มีค่าเฉลี่ย 17.707 อายุของบริษัท (AGE) มีค่าเฉลี่ย 34.824 ปี ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT) มีค่าเฉลี่ย 7.514% ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ (TATO) มีค่าเฉลี่ย 0.725 การเติบโตของยอดขาย (GROWTH) มีค่าเฉลี่ย 12.994%

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันระหว่างตัวแปรอิสระ

Variables	LTDA	LTDE	ESG	SIZE	AGE	PROFIT	TATO	GROWTH
LTDA	1							
LTDE	0.864*	1						
ESG	0.354*	0.262*	1					
SIZE	0.576*	0.496*	0.601*	1				
AGE	-0.050	-0.031	0.164*	0.153*	1			
PROFIT	-0.393*	-0.357*	-0.051	-0.162*	-0.011	1		
TATO	-0.384*	-0.203*	-0.082	-0.182*	-0.088	0.242*	1	
GROWTH	0.025	0.092	0.088	0.097	-0.021	0.226*	0.125*	1

จากตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDA) และ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTDE) มีความสัมพันธ์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ 0.864 ซึ่งมากกว่า 0.80 แสดงถึงตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูง โดยความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรในกลุ่มนี้ไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity เนื่องจากในการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยใช้ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุนจากตัวแปรกลุ่มนี้ครั้งละหนึ่งตัวแปรต่อแบบจำลองการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ขณะที่ค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรอื่น ๆ มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์น้อยกว่า 0.80 จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท

Y=Tobin's Q	Pooled OLS Model		Random Effect (REM)		Fixed Effect (FEM)	
Variables	LTDA	LTDE	LTDA	LTDE	LTDA	LTDE
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Main Effect						
LTDA	-5.009** (-3.26)		-3.319* (-2.53)		-2.132** (-1.42)	
LTDE		-0.952** (-3.25)		-0.562* (-2.51)		-0.641* (-2.38)
Moderator Effect						
ESG	-0.0107 (-0.95)	-0.0436 (-0.61)	-0.0915 (-0.80)	-0.068 (-0.09)	-0.018 (-1.08)	-0.012 (-0.99)
Interaction Effect						
LTDA × ESG	0.065** (2.10)		0.053** (2.13)		0.046*** (1.61)	
LTDE × ESG		0.013*** (2.68)		0.087** (2.07)		0.012** (2.34)
Control						
SIZE	-0.128* (-2.23)	-0.159** (-2.62)	-0.253** (-2.95)	-0.276** (-3.02)	-1.058*** (-3.64)	-1.131*** (-3.80)
AGE	-0.0281*** (-4.47)	-0.0278*** (-4.28)	-0.0229* (-2.20)	-0.0225* (-2.10)	0.0942 (1.43)	0.0902 (1.31)
PROFIT	3.277** (3.12)	3.229** (2.75)	2.778*** (3.31)	2.695** (3.02)	3.435*** (4.18)	3.411*** (4.04)

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท

Y=Tobin's Q	Pooled OLS Model		Random Effect (REM)		Fixed Effect (FEM)	
Variables	LTDA	LTDE	LTDA	LTDE	LTDA	LTDE
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
TATO	-0.165 (-1.81)	-0.0751 (-0.90)	-0.126 (-0.76)	-0.114 (-0.69)	-0.459* (-2.18)	-0.527* (-2.41)
GROWTH	-0.2020 (-0.68)	-0.1520 (-0.48)	0.0766 (0.51)	0.1110 (0.68)	0.1190 (1.08)	0.1410 (1.15)
Constant	4.542*** (4.07)	4.526*** (4.25)	6.467*** (4.89)	6.390*** (4.50)	19.80*** (4.14)	21.04*** (4.25)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F-statistic	14.21***	13.91***			2.94***	2.85***
Wald chi2			96.97***	77.91***		
R-squared	0.4102	0.3940	0.3887	0.3765	0.4189	0.4050
Breusch-Pagan	87.13***	95.51***				
Durbin-Watson	2.147	2.146	2.147	2.146	2.147	2.146
LM-Test			171.53***	174.29***		
Hausman test					15.28*	14.39*

หมายเหตุ. *, ** และ *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10 , .05 และ .01 ตามลำดับ

t-statistics in parentheses, Regression with robust standard error

จากตารางที่ 4 การทดสอบเพื่อเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดในการวิจัย โดยวิธี Breusch-Pagan Lagrange Multiplier test (LM-Test) เพื่อทดสอบว่า Pooled OLS Regression Model หรือ Random Effects มีความเหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลมากกว่า พบว่า ค่าสถิติ Chi-bar-square ของ LM-Test มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า การวิเคราะห์แบบ Random Effects เป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสม หลังจากนั้นใช้สถิติทดสอบ โดยวิธี Hausman Test เพื่อวิเคราะห์ว่าการวิเคราะห์แบบ Fixed Effect หรือ Random Effects มีความเหมาะสมมากกว่ากัน พบว่า ค่าสถิติ Chi-square ของ Hausman Test มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า การวิเคราะห์แบบ Fixed Effect ใน Model 5 และ Model 6 จึงเป็นแบบจำลองเหมาะสมที่สุดในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิจัย ใน Model 5 มีค่า R-squared เท่ากับ 0.4189 และ Model 6 เท่ากับ 0.4050 แสดงว่าปัจจัยทั้งหมดสามารถอธิบายอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ได้ร้อยละ 41.89 และ 40.50

ตามลำดับในการวิเคราะห์อิทธิพลหลัก (main effect) ของโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ ตัวแปร อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDA) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -2.132 และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTDE) มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -0.641 พบว่า โครงสร้างเงินทุน (LTDA และ LTDE) มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในทิศทางตรงข้ามกับผลการดำเนินงานของบริษัท สำหรับคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) พบว่า ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

เมื่อพิจารณาอิทธิพลร่วม (Interaction Effects) ได้แก่ LTDA $\times$ ESG มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.046 และ LTDE $\times$ ESG มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.012 พบว่า คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มีอิทธิพลกำกับอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางเดียวกันในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน (LTDA และ LTDE) กับผลการดำเนินงานของบริษัท สามารถอธิบายได้ว่า เมื่ออิทธิพลร่วมกันของโครงสร้างเงินทุน (LTDA และ LTDE) และคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นถึง บริษัทที่มีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จะช่วยลดผลกระทบทางลบของโครงสร้างเงินทุนที่มีระดับหนี้สินที่สูงต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ขณะที่ตัวแปรควบคุม ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขนาดของบริษัท (SIZE) และประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ (TATO) มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ อายุของบริษัท (AGE) และการเติบโตของยอดขาย (GROWTH) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

สรุปและอภิปรายผล

คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีบทบาทสำคัญในฐานะอิทธิพลกำกับหรือปัจจัยอ่อนเร้น (Moderating Effect) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท ในฐานะคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่เป็นตัวแปรกำกับ สามารถเปลี่ยนทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทให้เป็นในเชิงบวกได้ สอดคล้องกับการวิจัยในอดีตของ Meeprom et al. (2024) ชี้ให้เห็นว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานทางตลาดของกิจการ แต่ขนาดคณะกรรมการบริษัท การไม่ควมรวมตำแหน่งระหว่าง CEO กับประธานกรรมการ ซึ่งเป็นการจัดการภายในองค์กรที่มีประสิทธิภาพ เป็นปัจจัยอ่อนเร้นที่มีอิทธิพลกำกับในความสัมพันธระหว่างคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG กับผลการดำเนินงานของกิจการ และยังสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Tao (2023) และ Liu et al. (2022) ซึ่งพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ไม่มีผลกระทบโดยตรงที่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในบริบทของประเทศจีนและเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งเป็นกลุ่มประเทศที่ได้นำระบบการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG มาใช้ แต่ยังคงอยู่ในระยะเริ่มต้น จึงอาจจะยังมีปัญหาด้านความรู้ความเข้าใจและการประยุกต์ใช้ ตลอดจนกฎเกณฑ์ ระเบียบข้อบังคับ ยังไม่ชัดเจนนัก และการที่การเปิดเผยข้อมูลยังเป็นลักษณะภาคสมัครใจมากกว่าการบังคับใช้

ตามทฤษฎีเบี่ยงข้อบังคับ ผลการวิจัยนี้สนับสนุนแนวคิดทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) กล่าวคือ บริษัทสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ด้วยการหาจุดสมดุลระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้ เช่น การลดภาระภาษีจากดอกเบี้ย และต้นทุนการล้มละลาย บริษัทที่มีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ระดับสูง สามารถเพิ่มระดับการก่อหนี้ได้มากกว่าบริษัทที่มีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ระดับต่ำ เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ช่วยเพิ่มผลประโยชน์จากการก่อหนี้ผ่านการลดต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงรวมของบริษัท และช่วยรักษาสมาดุลของระดับหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ข้อค้นพบนี้ยังชี้ให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ได้เข้ามามีบทบาทสำคัญในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของบริษัท สนับสนุนทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) กล่าวคือ การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG สามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ หากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วน โปร่งใส และตรวจสอบได้ สามารถลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ทั้งยังสามารถช่วยให้บริษัทสามารถบริหารความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยบริษัทที่มีความรับผิดชอบทางสังคมและดำเนินงานตามแนวทาง ESG ถือเป็นการส่งสัญญาณ (signaling) ที่ดีไปยังนักลงทุนว่าบริษัทมีศักยภาพในการเติบโต สอดคล้องกับงานวิจัยของ Dkhili (2023) พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันให้กับบริษัท ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทสูงขึ้น และสนับสนุนผลงานวิจัยของ Pinheiro et al (2023) ซึ่งพบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ไม่เพียงแต่ช่วยดึงดูดความน่าสนใจจากนักลงทุน แต่ยังมีบทบาทที่สำคัญในการสร้างรากฐานที่สำคัญในการสร้างชื่อเสียงให้กับบริษัทและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นได้ นอกจากนี้ยังสนับสนุนผลงานวิจัยของ Lee and Isa (2023) และ Zhang et al. (2020) ซึ่งพบว่า หากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่ดีจะทำให้บริษัทจะมีความน่าเชื่อถือในมุมมองของผู้มีส่วนได้เสีย ช่วยให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมในมิติต่าง ๆ เพื่อประเมินมูลค่าการลงทุนในบริษัทได้อย่างเหมาะสม นำไปสู่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้น และส่งผลให้บริษัทสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ในระยะยาว

แม้ว่าการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จะส่งผลดีต่อภาพลักษณ์กิจการ แต่กระบวนการดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ทำให้เกิดต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติม ผลงานวิจัยของ Jin and Lei (2023) พบว่า การลงทุนในการดำเนินงานด้าน ESG อาจเพิ่มภาระทางการเงินและต้นทุนของบริษัทในระยะสั้น แต่ในระยะยาวการดำเนินงานด้าน ESG จะนำไปสู่การปรับปรุงผลการดำเนินงานทางการเงินและกระบวนการทำงานของบริษัทได้ และสนับสนุนผลงานวิจัยของ Tahmid et al. (2022) ซึ่งพบว่า การดำเนินงาน ด้าน ESG ไม่เพียงเพิ่มข้อมูลเชิงลึกให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุน แต่ยังช่วยดึงดูดความสนใจจากผู้ลงทุนที่มีความสนใจในธุรกิจที่มีความยั่งยืน นำไปสู่การเพิ่มมูลค่าบริษัทได้ในระยะยาว ด้วยเหตุนี้ บริษัทควรดำเนินงานตามหลัก ESG เป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์องค์กร เพื่อส่งเสริมความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจ และตอบสนองต่อความคาดหวังของสังคมและนักลงทุนในยุคปัจจุบันที่ให้ความสำคัญต่อแนวทางการลงทุนอย่างยั่งยืน

ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

1. ผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลการวิจัยไปประยุกต์ใช้ในการกำหนดนโยบายโครงสร้างเงินทุน โดยการกำหนดระดับหนี้สินที่เหมาะสม และให้ความสำคัญกับการปฏิบัติตามแนวทางการดำเนินงานด้าน ESG เพื่อเพิ่มคะแนนการเปิดเผยด้าน ESG ส่งเสริมการเพิ่มความเชื่อมั่นที่มีต่อบริษัทของนักลงทุน ส่งผลให้ผลการดำเนินงานทางตลาดและมูลค่าของกิจการสูงขึ้น
2. ผู้ลงทุนสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการประเมินการลงทุน โดยพิจารณาเลือกลงทุนในบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG เนื่องจากงานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า แม้ว่าบริษัทที่มีหนี้สินมากจะมีความเสี่ยงทางการเงินมากขึ้น แต่หากบริษัทดังกล่าวมีการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีและมีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ระดับสูง บริษัทมีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานและมีมูลค่าทางตลาดที่เพิ่มขึ้น
3. สถาบันการเงินสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาให้สินเชื่อแก่ธุรกิจ โดยการพิจารณาข้อมูลในเรื่องการดำเนินงานด้าน ESG ร่วมกับระดับความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ระดับสูง มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี แสดงถึงความยั่งยืนขององค์กรและมีโอกาสที่จะผิมนัดชำระหนี้้น้อยกว่า ซึ่งช่วยให้สถาบันการเงินสามารถปรับอัตราดอกเบี้ยและระดับการให้สินเชื่อที่เหมาะสม
4. องค์กรภาครัฐหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการสนับสนุนการดำเนินงานด้าน ESG สามารถนำผลวิจัยนี้ ไปใช้ในการกำหนดนโยบายและมาตรการที่ส่งเสริมให้บริษัทเปิดเผยข้อมูล ESG มากขึ้น เนื่องจากบริษัทที่ได้รับคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG สามารถเพิ่มความน่าเชื่อถือและส่งเสริมภาพลักษณ์บริษัท นอกจากนี้ยังช่วยส่งเสริมความยั่งยืนของธุรกิจและเพิ่มโอกาสทางธุรกิจในอนาคต ส่งผลให้บริษัทมีโอกาสเข้าถึงแหล่งทุนใหม่ ๆ ได้ง่ายขึ้น

ข้อเสนอแนะในการวิจัยในอนาคต

1. ศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินโดยเฉพาะ เนื่องจากอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมีโครงสร้างทางการเงินและข้อกำหนดด้านการกำกับดูแลที่ซับซ้อนกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ และผลการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีผลกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศอย่างมาก ดังนั้น การศึกษาเฉพาะกลุ่มนี้จะช่วยเพิ่มองค์ความรู้ที่ลึกซึ้งและทำให้เข้าใจลักษณะการดำเนินงานด้าน ESG ที่เฉพาะเจาะจงและแตกต่างออกไป
2. ขยายขอบเขตกลุ่มตัวอย่างการวิจัย การวิจัยนี้ ศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น จึงทำให้ได้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลและสรุปผลการวิจัยในบริบทของประเทศไทย การศึกษาครั้งถัดไป ควรขยายขอบเขตกลุ่มตัวอย่างไปยังบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดทุนต่างประเทศ หรือการดำเนินการศึกษาข้ามประเทศ (cross-country study) เพื่อเปรียบเทียบผลลัพธ์ของการวิจัยในระดับสากล ซึ่งจะช่วยให้เข้าใจถึงบทบาทและอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่มีความซับซ้อนในบริบทที่หลากหลาย

3. ศึกษาอิทธิพลกำกับของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลในแต่ละด้านของ ESG ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) ด้านสังคม (Social) และด้านธรรมาภิบาล (Governance) เพื่อให้เข้าใจบทบาทและความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ในแต่ละด้าน เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่ละเอียดและครอบคลุมยิ่งขึ้น

4. ศึกษาโดยใช้ข้อมูลคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG จากผู้ให้บริการ (Rater) อื่น ๆ เช่น MSCI ESG Ratings, Refinitiv ESG Scores, และ SET ESG Ratings ซึ่งแต่ละแหล่งข้อมูลใช้เกณฑ์การประเมินที่แตกต่างกัน ซึ่งการเปรียบเทียบข้อมูลจากแหล่งที่ต่างกัน ช่วยลดความลำเอียงที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลเพียงแหล่งเดียว

เอกสารอ้างอิง

จิราวัฒน์ แสงเป้า, ศุภสิทธิ์ จารุพัฒน์หิรัญ และสุภา ทองคง. (2566). ความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล เพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน. **วารสารเครือข่ายส่งเสริมการวิจัยทางมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์**, 6(3), 107-119.

ชาญชัย ชัยประสิทธิ์. (2564). ESG เมกะเทรนด์แห่งโลกการลงทุน. <https://www.pwc.com/th/en/pwc-thailand-blogs/blog-20211122.html>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). SET ESG RATINGS. <https://www.setsustainability.com/ESG-ratings>

มนตรี พิริยะกุล. (2556). Panel data analysis. **วารสารรามคำแหง สาขาวิทยาสาสตร์และเทคโนโลยี**, 30(2), 41-54.

Afrasiabishani, J., Ahmadiania, H., & Hesami, E. (2012). A comprehensive review on capital structure theories. **The Romanian Economic General**, 15(45), 3–26.

Barnard, C. I. (1968). **The functions of the executive** (Vol. 11). Harvard university press.

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

Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. **The review of economic studies**, 47(1), 239-253. <https://doi.org/10.2307/2297111>

Ceballos-Mina, O. E., & Santiago-Ayala, L. E. (2019). Capital structure-firm value nexus: The moderating role of profitability. **Revista Finanzas y Política Económica**, 11(2), 375-386. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.2019.11.2.9>

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

- Dkhili, H. (2023). Does environmental, social and governance (ESG) affect market performance? The moderating role of competitive advantage. **Competitiveness Review: An International Business Journal**, 34(2), 327-352.
<https://doi.org/10.1108/CR-10-2022-0149>
- Ferriswara, D., Sayidah, N., & Agus Buniarto, E. (2022). Do corporate governance, capital structure predict financial performance and firm value? (empirical study of Jakarta Islamic index). **Cogent Business & Management**, 9(1), 1-15.
<https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2147123>
- Habib, A. M., & Mourad, N. (2023). The Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Practices on US Firms' Performance: Evidence from the Coronavirus Crisis. **Journal of the Knowledge Economy**, 15(1), 2549-2570.
<https://doi.org/10.1007/s13132-023-01278-w>
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. **Econometrica: Journal of the econometric society**, 1251-1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Jin, X., & Lei, X. (2023). A Study on the Mechanism of ESG's Impact on Corporate Value under the Concept of Sustainable Development. **Sustainability**, 15(11), 1-22.
<https://doi.org/10.3390/su15118442>
- Kalash, I. (2021). The impact of environmental performance on capital structure and firm performance: the case of Turkey. **Society and Business Review**, 16(2), 255-277.
<https://doi.org/10.1108/SBR-11-2020-0138>
- Khanchel, I., Lassoued, N., & Baccar, I. (2023). Sustainability and firm performance: the role of environmental, social and governance disclosure and green innovation. **Management Decision**, 61(9), 2720-2739. <https://doi.org/10.1108/MD-09-2021-1252>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. **The journal of finance**, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Kruk, S. (2021). Impact of capital structure on corporate value-review of literature. **Journal of Risk and Financial Management**, 14(4), 1-13. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040155>
- Lee, S.-P., & Isa, M. (2023). Environmental, social and governance (ESG) practices and financial performance of Shariah-compliant companies in Malaysia. **Journal of Islamic Accounting and Business Research**, 14(2), 295-314. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2020-0183>
- Liu, H., Wu, K., & Zhou, Q. (2022). Whether and how ESG impacts on corporate financial performance in the Yangtze River Delta of China. **Sustainability**, 14(24), 1-17.
<https://doi.org/10.3390/su142416584>

- Luu, D. H. (2021). The impact of capital structure on firm value: A case study in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 287-292.
<https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no5.0287>
- Mathur, N., Tiwari, S. C., Sita Ramaiah, T., & Mathur, H. (2021). Capital structure, competitive intensity and firm performance: an analysis of Indian pharmaceutical companies. *Managerial Finance*, 47(9), 1357-1382. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2020-0009>
- Meeprom, S., Boonyanet, W., & Tongkong, S. (2024). Relationship of ESG scores on firm performance: Moderating roles of board size and CEO duality. *Journal of Infrastructure, Policy and Development*, 8(7), 1-24. <https://doi.org/10.24294/jipd.v8i7.4403>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Ngatno, Apriatni, E. P., & Youlianto, A. (2021). Moderating effects of corporate governance mechanism on the relation between capital structure and firm performance. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1-22. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1866822>
- Nurhayati, I., Sudiyatno, B., Puspitasari, E., & Basiya, R. (2021). Moderating effect of firm performance on firm value: Evidence from Indonesia. *Problems and Perspectives in Management*, 19(3), 85-94. [http://dx.doi.org/10.21511/ppm.19\(3\).2021.08](http://dx.doi.org/10.21511/ppm.19(3).2021.08)
- Pinheiro, A. B., Panza, G. B., Berhorst, N. L., Toaldo, A. M. M., & Segatto, A. P. (2023). Exploring the relationship among ESG, innovation, and economic and financial performance: evidence from the energy sector. *International Journal of Energy Sector Management*, 18(3), 500-516. <https://doi.org/10.1108/IJESM-02-2023-0008>
- Ria, R. (2023). Determinant Factors of Corporate Governance on Company Performance: Mediating Role of Capital Structure. *Sustainability*, 15(3), 1-14.
<https://doi.org/10.3390/su15032309>

- Sausan, F. R., Korawijayanti, L., & Ciptaningtias, A. F. (2020). The effect of return on asset (ROA), debt to equity ratio (DER), earning per share (EPS), total asset turnover (TATO) and exchange rate on stock return of property and real estate companies at Indonesia stock exchange period 2012-2017. **Ilomata International Journal of Tax and Accounting**, 1(2), 103-114. <https://doi.org/10.52728/ijtc.v1i2.66>
- Sdiq, S. R., & Abdullah, H. A. (2022). Examining the effect of agency cost on capital structure-financial performance nexus: empirical evidence for emerging market. **Cogent Economics & Finance**, 10(1), 1-16. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2148364>
- Shaikh, I. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: an international evidence. **Journal of Business Economics and Management**, 23(1), 218-237. <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>
- Soriya, S., & Rastogi, P. (2023). The impact of integrated reporting on financial performance in India: a panel data analysis. **Journal of Applied Accounting Research**, 24(1), 199-216. <https://doi.org/10.1108/JAAR-10-2021-0271>
- Spence, M. (1978). **Job market signaling**. In *Uncertainty in economics*. Academic Press.
- Tahmid, T., Hoque, M. N., Said, J., Saona, P., & Azad, M. A. K. (2022). Does ESG initiatives yield greater firm value and performance? New evidence from European firms. **Cogent Business & Management**, 9(1), 1-16. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2144098>
- Tao, J. (2023). Study on the impact of ESG performance on firm performance. In **The 2nd International Conference on Creative Industries and Knowledge Economy (CIKE 2023)**. EDP Sciences. <https://doi.org/10.1051/shsconf/202316501016>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of money, credit and banking**, 1(1), 15-29. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Widnyana, I. W., Wiksuana, I. G. B., Artini, L. G. S., & Sedana, I. B. P. (2021). Influence of financial architecture, intangible assets on financial performance and corporate value in the Indonesian capital market. **International Journal of Productivity and Performance Management**, 70(7), 1837-1864. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2019-0307>
- Zhang, F., Qin, X., & Liu, L. (2020). The Interaction Effect between ESG and Green Innovation and Its Impact on Firm Value from the Perspective of Information Disclosure. **Sustainability**, 12(5), 1-18. <https://doi.org/10.3390/su12051866>
- Zimon, G., Appolloni, A., Tarighi, H., Shahmohammadi, S., & Daneshpou, E. (2021). Earnings management, related party transactions and corporate performance: The moderating role of internal control. **Risks**, 9(8), 1-26. <https://doi.org/10.3390/risks9080146>