



ISSN: 2774-0390 (Online)

วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสกลนคร
Journal of Management Science, Sakon Nakhon Rajabhat University
Homepage: <https://so08.tci-thaijo.org/index.php/JMSSNRU>
e-mail: jmssnru@gmail.com



การศึกษความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และการเติบโตอย่างยั่งยืน

A study of relationship between ESG performance and sustainable growth

เนตรดาว ชัยเขต¹, ศุภวรรณ โสตา², ปุณณภา สอนดา^{3*}

Netdao Chaiyaket¹, Supawan Soda², Poonnapha Sornda^{3*}

^{1,2,3} หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา

^{1,2,3} Master of Accountancy Program, Burapha Business School, Burapha University

*Corresponding author's e-mail: poonnapha.so@go.buu.ac.th^{3*}

Received: May 12, 2026

Revised: June 11, 2026

Accepted: June 22, 2026

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท โดยมีตัวแปรอิสระเป็นตัวชี้วัดด้าน ESG ได้แก่ 1) การได้รับการจัดอันดับในดัชนี Dow Jones Sustainability Index (DJSI) 2) การได้รับการประกาศชื่อในรายการ Thailand Sustainability Investment (THSI) และ 3) การอยู่ในรายชื่อดัชนี ESG100 ซึ่งเป็นตัวแทนระดับการดำเนินงานด้าน ความยั่งยืน ส่วนตัวแปรตามของการศึกษา คือ Sustainable Growth Rate (SGR) โดยใช้สูตรของ Higgins (1977) และมีตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท โครงสร้างทางการเงิน เงินทุนหมุนเวียน และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลทฤษฎี โดยใช้อ้างอิงข้อมูลตัวเลขทางการเงินจากรายงานประจำปี และรายงานความยั่งยืนของบริษัท จากฐานข้อมูล SETSMART ปี 2563-2567 กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 1,965 ตัวอย่าง โดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัย พบว่า บริษัทที่ได้รับการประกาศชื่ออยู่ในดัชนี ESG100 ส่งผลในเชิงลบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยมีค่าเฉลี่ยต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการจัดอันดับอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนบริษัทที่ได้รับการประกาศชื่ออยู่ในดัชนี THSI ส่งผลในเชิงลบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยมีค่าเฉลี่ยต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการประกาศชื่ออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และการได้รับการจัดอันดับในดัชนี DJSI พบว่าไม่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ยังพบว่าตัวแปรควบคุมทุกตัวส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติด้วย

คำสำคัญ: สิ่งแวดล้อม สังคม ธรรมชาติ (ESG), การเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR), ดัชนีด้าน ESG

Abstract

This study aims to examine the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) performance and the sustainable growth rate (SGR) of companies. The independent variables comprise ESG indices, which include 1) inclusion in the Dow Jones Sustainability Index (DJSI), 2) inclusion in the Thailand Sustainability Investment (THSI) list, and 3) inclusion in the ESG100 index the dependent variable is the Sustainable Growth rate (SGR), measured using Higgins (1977) model. The control variables include firm size, capital structure, working capital, and return on assets. Secondary data were collected from the annual report and sustainability reports retrieved from the SETSMART database, covering the period from 2020 to 2024. The sample consisted of 1,965 firm years. Data were analyzed using multiple regression. The findings revealed that companies included in the ESG100 Index exhibited a statistically significant negative relationship with sustainable growth rate, with a lower mean SGR than non-included firms. Similarly, companies listed in the THSI had a significant negative relationship with sustainable growth rate, showing a lower mean than unlisted companies. In contrast, inclusion in the DJSI had no statistically significant effect on sustainable growth rate. Furthermore, all control variables demonstrated statistically significant positive relationships with the sustainable growth rate.

Keywords: Environmental, Social, and Governance (ESG), Sustainable Growth Rate (SGR), ESG indices

ความสำคัญของปัญหาการวิจัย

ในปัจจุบัน แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมชาติ (ESG) ได้กลายเป็นแนวทางสำคัญในการดำเนินธุรกิจขององค์กรทั่วโลก โดยได้รับการสนับสนุนจากนานาชาติในฐานะเป็นเครื่องมือส่งเสริมความยั่งยืน การบริหารทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และการจัดการความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล อาทิ การลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม การคุ้มครองสิทธิมนุษยชน การสร้างความโปร่งใส และการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ รายงานจากธนาคารโลก (World Bank Group, 2018) ระบุว่า ESG เป็นกรอบสำคัญสำหรับการพิจารณาความยั่งยืนที่มีผลต่อการตัดสินใจทางธุรกิจและการลงทุนในระยะยาว โดยงานวิจัยของธนจรรย์กร อภิวัฒน์โกศลกุล และฐิติมา ไชยะกุล (2567) กล่าวว่า ผลการดำเนินงานด้าน ESG ไม่เพียงช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่องค์กร แต่ยังช่วยเพิ่มประสิทธิภาพและลดความเสี่ยงทางการเงิน ส่งผลต่อความยั่งยืนในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีที่มีส่วนได้ส่วนเสีย ของ Freeman (1984) โดยในปัจจุบันธุรกิจทั่วโลกกำลังเผชิญแรงกดดันจากนักลงทุนและผู้บริโภคที่คาดหวังให้บริษัทแสดงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม รวมถึงดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใสและมีธรรมาภิบาล สอดคล้องกับงานวิจัยที่พบว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญกับ ESG มักมีผลประกอบการที่ดีขึ้นในระยะยาว เนื่องจากสามารถดึงดูดนักลงทุนที่มองหาความยั่งยืนได้มากขึ้น (Eccles et al., 2017) รวมถึงงานวิจัยของ Friede et al. (2015) พบว่า 90% ของงานวิจัยชี้ว่าการประยุกต์ใช้ ESG มีผลเชิงบวกต่อผลตอบแทนทางการเงินขององค์กร

ในประเทศไทยแนวคิด ESG ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากทั้งภาครัฐและภาคเอกชนผ่านนโยบายส่งเสริมการพัฒนาอย่างยั่งยืน อาทิ การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและการใช้พลังงานสะอาด โดยในปี พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดทำรายชื่อนายทุนยั่งยืน (THSI) ซึ่งคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจ

ตามหลัก ESG เพื่อตอบสนองต่อการพัฒนาในระดับสากล อีกทั้งยังส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนฯ เข้าร่วมการประเมินดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ซึ่งเป็นดัชนีสากลที่ใช้ประเมินผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลขององค์กร นอกจากนี้สถาบันไทยพัฒน์ได้พัฒนาดัชนี ESG100 จากระบบ ESG Rating เพื่อคัดเลือกรายบริษัทจดทะเบียน 100 แห่งที่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่โดดเด่นตามเกณฑ์ปฏิบัติในระดับสากล ซึ่งการกระทำดังกล่าวสอดคล้องกับการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เข้าร่วมโครงการ UN Sustainable Stock Exchanges Initiative ในปี พ.ศ. 2557 เพื่อส่งเสริมความร่วมมือระหว่างตลาดทุนและนักลงทุนในการขับเคลื่อนการดำเนินธุรกิจสู่ความยั่งยืนและความรับผิดชอบต่อสังคม

ดังนั้นการจัดทำรายงานด้าน ESG จึงเป็นปัจจัยสำคัญในการดึงดูดการลงทุนที่เน้นความยั่งยืน โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันที่ให้ความสำคัญกับการบริหารความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม ผลการวิจัยของ Schramade (2017) ชี้ว่าองค์กรที่มีการดำเนินงานด้าน ESG ที่เข้มแข็งสามารถเพิ่มมูลค่าตลาดและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสีย และยังช่วยให้องค์กรสามารถสร้างสมดุลระหว่างเป้าหมายระยะสั้นกับความสำเร็จในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของปฐมินทร์ นาทีทอง (2557) ระบุว่า ESG ช่วยลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม พร้อมทั้งส่งเสริมให้เกิดผลกระทบเชิงบวกต่อผู้มีส่วนได้เสีย การดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงการเติบโตอย่างยั่งยืนควบคู่กับการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นรากฐานสำคัญของการพัฒนาองค์กรในระยะยาว แม้แนวทาง ESG จะเป็นกุญแจสำคัญในการสร้างความยั่งยืน แต่องค์กรยังคงต้องเผชิญกับความท้าทายในการกำหนดเป้าหมายและแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม กล่าวได้ว่าอัตราการเติบโตที่ยั่งยืน ถือเป็นการเพิ่มยอดขายและรายได้โดยไม่ใช้ทรัพยากรเกินตัว ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญสำหรับการบริหารการเติบโตขององค์กรและเศรษฐกิจโดยรวม ในยุคที่การแข่งขันเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว แนวทาง ESG ไม่เพียงช่วยสร้างความยั่งยืน แต่ยังเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในตลาดโลก (Rahim, 2017) ทั้งนี้ งานวิจัยที่ผ่านมายังมีช่องว่างของหลักฐานที่ควรได้รับการศึกษาเพิ่มเติม เนื่องจากตัวชี้วัด ESG ที่มีอยู่อาจยังไม่เพียงพอที่จะนำไปสู่ข้อสรุปที่ชัดเจนได้ ผู้วิจัยจึงได้ศึกษางานวิจัยฉบับนี้เพิ่มขึ้นมาเพื่อหาข้อสรุปตัวชี้วัดด้าน ESG ทั้ง 3 ตัว คือ DJSI, THSI และ ESG100 ที่ส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้มีการทบทวน แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และการเติบโตอย่างยั่งยืน ดังนี้

แนวคิดเรื่องความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลขององค์กร (ESG)

แนวคิดด้านความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล กลายเป็นหัวใจสำคัญของการดำเนินธุรกิจในยุคปัจจุบัน โดยองค์กรต่าง ๆ ทั่วโลกกำลังพัฒนาและปรับตัวเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสีย ทั้งในด้านการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม การสร้างคุณค่าให้กับสังคม และการบริหารองค์กรอย่างมีจริยธรรม อยู่บนรากฐานที่ว่าองค์กรไม่ได้ดำเนินธุรกิจเพียงเพื่อสร้างผลกำไรทางการเงินเท่านั้น แต่จะต้องแสดงความรับผิดชอบต่อทรัพยากรธรรมชาติและสังคม เพื่อให้องค์กรเติบโตได้อย่างยั่งยืน (Eccles et al., 2014) โดยมีหลักการ 3 มิติ ดังนี้

1) มิติด้านสิ่งแวดล้อม จะครอบคลุมการจัดการผลกระทบที่เกิดกิจกรรมขององค์กรต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การจัดการของเสียอย่างเหมาะสม และการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติ

2) มิติด้านสังคม เน้นการสร้างผลกระทบเชิงบวกต่อพนักงาน ชุมชน และผู้มีส่วนได้เสียในวงกว้าง รวมถึงการดูแลสิทธิมนุษยชน การสร้างความปลอดภัยในที่ทำงาน การส่งเสริมความเท่าเทียมทางเพศ และการมีส่วนร่วมกับชุมชนอย่างยั่งยืน องค์กรที่ดำเนินธุรกิจด้านสังคมที่ดีมักจะมีพนักงานที่มีความสุขและมีส่วนร่วมในองค์กรสูง อีกทั้งยังช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อสาธารณชนได้ (Freeman et al., 2007)

3) มิติด้านบรรษัทภิบาล เน้นให้ความสำคัญกับการจัดการองค์กรที่โปร่งใสและมีความรับผิดชอบ ซึ่งรวมถึงการป้องกันการทุจริต การบริหารความเสี่ยง การมีคณะกรรมการอิสระ และการคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น การบริหารจัดการในมิติบรรษัทภิบาลที่ดีช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน และส่งเสริมการดำเนินธุรกิจในระยะยาวได้ (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2016)

ในปัจจุบันมีหลายสถาบันทั้งในประเทศและต่างประเทศที่ให้ความสำคัญต่อการจัดทำารวิเคราะห์คัดเลือกรัดอันดับ และมอบรางวัลแก่บริษัทที่มีการบริหารจัดการตามหลัก ESG อย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อใช้สื่อสารและให้ข้อมูลแก่กลุ่มนักลงทุน โดยงานวิจัยนี้ผู้วิจัยกล่าวถึงการใช้ดัชนีชี้วัด ESG ที่สำคัญ จาก 3 สถาบัน เพื่อใช้ในการประเมินและจัดอันดับ ESG ของบริษัทได้อย่างน่าเชื่อถือ มีดังนี้

1) การได้รับการจัดอันดับในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ถือเป็นการยอมรับในความสามารถของบริษัทในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ซึ่งได้รับความสนใจและยอมรับในระดับสากล โดยดัชนี DJSI มุ่งประเมินความยั่งยืนขององค์กรจากหลายมิติทั้งในด้านการรักษาสีแวดล้อม การดูแลสังคม และการมีธรรมาภิบาลทางธุรกิจ เพื่อให้แน่ใจว่าบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับมีการบริหารจัดการที่ดี สามารถสร้างผลตอบแทนที่ยั่งยืนให้กับผู้ลงทุน รวมถึงสร้างมูลค่าในระยะยาวให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย โดยบริษัทดังกล่าวจะถูกคัดเลือกโดยพิจารณาจากทั้งข้อมูลที่เปิดเผยและข้อมูลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะ เพื่อตรวจสอบว่าบริษัทมีการดำเนินการที่โปร่งใส และมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอย่างแท้จริง

2) การได้รับการประกาศชื่อในรายการการลงทุนที่ยั่งยืนของประเทศไทย (THSI) เป็นการคัดรายชื่อหุ้นที่ได้รับการคัดเลือกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 เพื่อคัดกรองบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน โดยคำนึงถึงหลักการสำคัญในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการบริหารจัดการตามหลักบรรษัทภิบาล การจัดทำรายชื่อนี้เป็นทางเลือกสำหรับนักลงทุนที่มุ่งหวังจะลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมควบคู่ไปกับผลตอบแทนทางการเงิน

3) การได้รับการประกาศชื่อใน ESG100 จัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 เพื่อคัดเลือก 100 บริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่นในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มีเป้าหมายเพื่อส่งเสริมแนวทางการดำเนินธุรกิจที่ยั่งยืนและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกจะมีการเชื่อมโยงข้อมูล ESG กับปัจจัยทางการเงินที่สะท้อนให้เห็นถึงศักยภาพทางการเงินของบริษัท โดยมีการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะทั้งที่ปรากฏในรายงานความยั่งยืน (sustainability report) หรือในรูปแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1 One Report) รวมทั้งข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวกับความยั่งยืนในรายงานประจำปี

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (stakeholder theory) ของ Freeman (1984) ได้กลายเป็นกรอบแนวคิดหลักที่ถูกนำมาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับการเติบโตขององค์กร กล่าวว่า องค์กรควรคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดไม่ใช่เพียงผู้ถือหุ้นฝ่ายเดียวเท่านั้น ทั้งนี้ พนักงาน ลูกค้า สังคม และสิ่งแวดล้อม มี

ความสำคัญส่งผลต่อความสำเร็จขององค์กรในระยะยาวได้ หากองค์กรมีการบริหารจัดการที่มีความรับผิดชอบต่อ ESG มาใช้ตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย จะเป็นการสร้างความสัมพันธ์ที่ดี ช่วยให้องค์กรมีภาพลักษณ์ที่ดี มีความน่าไว้วางใจ ลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในระยะยาว ถือเป็นส่วนช่วยสนับสนุนการเติบโตขององค์กรได้อย่างยั่งยืน

แนวคิดเรื่องการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) เป็นสิ่งสำคัญที่ใช้ในการประเมินขีดความสามารถของบริษัทในการขยายธุรกิจ โดยไม่ต้องพึ่งพาเงินทุนจากภายนอก โดยเฉพาะในด้านการวิเคราะห์ศักยภาพการเติบโตขององค์กรอย่างสมดุล ซึ่งงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ใช้แนวคิดของ Higgins (1977) มาเป็นต้นแบบของการวัดค่า SGR กล่าวคือ อัตราการเติบโตสูงสุดที่บริษัทสามารถดำเนินการได้โดยไม่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก ทั้งนี้ต้องอยู่ภายในข้อสมมติว่าโครงสร้างทุนเดิม อัตราการเก็บรักษากำไร และนโยบายการดำเนินงานยังคงเดิม ซึ่งทำให้ SGR เป็นตัวสะท้อนถึงความสามารถขององค์กรในการเติบโตโดยอาศัยทุนภายใน โดยมีสูตรคำนวณ SGR ของ Higgins (1977) ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{สูตร} \quad & \text{SGR} = \text{ROE} \times [1 - \text{DPR}] \\ \text{โดยที่} \quad & \text{ROE} = \text{อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)} \\ & \text{DPR} = \text{อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)} \end{aligned}$$

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปร ESG ที่ส่งผลต่อ SGR

Lin (2024) ได้ทำการศึกษา ESG ที่ส่งผลกระทบต่อ SGR ของบริษัทในประเทศจีน โดยเก็บจากกลุ่มตัวอย่าง 34,127 บริษัท ในช่วงปี 2009–2021 พบว่า ESG ส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อ SGR

Escobar-Saldívar et al. (2025) ได้ทำการศึกษา ESG ที่ส่งผลกระทบต่อ SGR (ที่วัดด้วยการซื้อหุ้นสามัญคืนและอัตราการผันผวนของราคาหุ้น) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยเก็บจากกลุ่มตัวอย่าง 3,856 บริษัท ในช่วงปี 2002–2022 พบว่า ESG ส่งผลกระทบในเชิงลบต่อการซื้อหุ้นสามัญคืน แต่กลับส่งผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราการผันผวนของราคาหุ้น

Khan et al. (2016) ได้ทำการศึกษา ESG ที่ส่งผลกระทบต่อ SGR ที่วัดด้วยการซื้อหุ้นสามัญคืนในขนาดของ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยเก็บจากกลุ่มตัวอย่าง 13,397 บริษัท ในช่วงปี 1991–2012 พบว่า ESG ส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อ SGR

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรอื่น ที่ส่งผลต่อ SGR

El Madbouly (2022) ได้ทำการศึกษาขนาดของบริษัท โครงสร้างทางการเงิน เงินทุนหมุนเวียน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และผลตอบแทนจากการขายของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศอียิปต์ โดยเก็บจากกลุ่มตัวอย่าง 218 บริษัท ในช่วงปี 2015–2019 พบว่าขนาดของบริษัทส่งผลกระทบในเชิงลบต่อ SGR ส่วนเงินทุนหมุนเวียนไม่ส่งผลกระทบ ทั้งนี้กลับพบว่าโครงสร้างทางการเงิน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และผลตอบแทนจากการขายกลับส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อ SGR

Mumu et al. (2019) ได้ทำการศึกษาขนาดของบริษัท โครงสร้างทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซีย โดยเก็บจากกลุ่มตัวอย่าง 422 บริษัท ในช่วงปี 2010–2017 พบว่าตัวแปรทั้งสองส่งผลกระทบในเชิงลบต่อ SGR แต่กลับพบว่าเงินทุนหมุนเวียนส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อ SGR

Amouzesh et al. (2011) ได้ทำการศึกษาอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้น ความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้น เงินทุนหมุนเวียน และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศอิหร่าน โดยเก็บจากกลุ่ม

ตัวอย่าง 54 บริษัท ในช่วงปี 2006–2009 พบว่าอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อ SGR แต่ความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นนั้นเป็นเชิงลบ ส่วนเงินทุนหมุนเวียนพบว่าไม่ส่งผลกระทบต่อ SGR

ชนิษฐา อมาตยกุล และคณะ (2564) ได้ทำการศึกษาขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เงินทุนหมุนเวียน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย โดยเก็บจากกลุ่มตัวอย่าง 1,520 บริษัท ในช่วงปี 2559–2563 พบว่าขนาดของบริษัท และเงินทุนหมุนเวียนไม่ส่งผลกระทบต่อ SGR ส่วนอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ส่งผลกระทบในเชิงบวก แต่อัตราการจ่ายเงินปันผลกลับส่งผลกระทบในเชิงลบต่อ SGR

กล่าวได้ว่าแม้จะเห็นว่า ESG มีความเชื่อมโยงกับ SGR และผลการดำเนินงานทางการเงินในหลายรูปแบบ โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย โดยรวมสามารถสรุปได้ว่ามีงานวิจัยจำนวนมากที่สอดคล้องกับ ESG มีผลเชิงบวกต่อการเติบโตขององค์กร แต่ก็ยังมีบางกรณีที่พบผลลัพธ์เป็นกลาง หรือมีผลเชิงลบ จึงแสดงให้เห็นว่า ESG ไม่ได้มีผลกระทบทางเดียวต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน แต่ควรพิจารณาร่วมกับปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติม

สมมติฐานการวิจัย

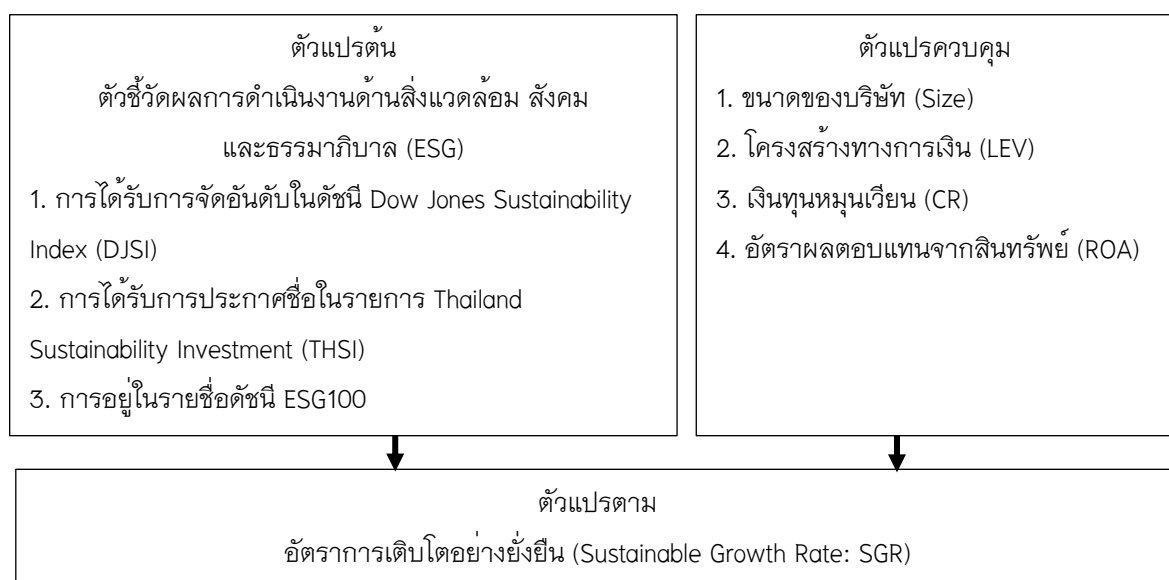
สมมติฐานที่ 1 การได้รับการประกาศชื่อในดัชนี ESG100 มีผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)

สมมติฐานที่ 2 การได้รับการประกาศชื่อในดัชนี THSI มีผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)

สมมติฐานที่ 3 การได้รับการประกาศชื่อในดัชนี DJSI มีผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)

กรอบแนวคิดของการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรต้นเป็นดัชนีชี้วัด ESG จำนวน 3 ตัว คือ ESG100, THSI และ DJSI ทั้งนี้มีตัวแปรควบคุมอีก 4 ตัว คือ ขนาดของบริษัท โครงสร้างทางการเงิน เงินทุนหมุนเวียน และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ โดยมีตัวแปรตามที่ทำการศึกษา คือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท ด้วยการคำนวณตามแนวคิดของ Higgins (1977)



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยมีการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิทั้งในลักษณะข้อมูลอนุกรมเวลา (time-series data) และข้อมูลภาคตัดขวาง (cross-sectional data) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวิธีดำเนินการวิจัยดังต่อไปนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การวิจัยครั้งนี้มีประชากรที่ทำการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี จำนวน 701 บริษัท ทั้งนี้ได้ทำการตัดบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต จำนวน 131 บริษัท บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดเอ็ม เอ ไอ จำนวน 41 บริษัท เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีแนวโน้มการปฏิบัติด้านการบัญชีที่แตกต่างกัน รวมถึงตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามเกณฑ์ จำนวน 136 บริษัท จึงเหลือกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 393 บริษัท ที่มีรอบบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคมของทุกปี โดยจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องมาเป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2563-2567 การศึกษานี้เป็นการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (purposive sampling) โดยใช้ดุลยพินิจของผู้วิจัยเพื่อเลือกกลุ่มที่มีคุณสมบัติตรงตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัย

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลครั้งนี้คือ เก็บข้อมูลดัชนีตัวชี้วัด ESG (ซึ่งเป็นตัวแปรตามมี) จำนวน 3 ตัว คือ ESG100, THSI และ DJSI ผ่านรายงานประจำปีและรายงานความยั่งยืนที่เปิดเผยบนเว็บไซต์ของบริษัท ส่วนข้อมูลตัวแปรควบคุม อีก 4 ตัว คือ ขนาดของบริษัท โครงสร้างทางการเงิน เงินทุนหมุนเวียน และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ รวมถึงตัวแปรตาม คือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท ได้เก็บรวบรวมข้อมูลเป็นตัวเลขของกลุ่มตัวอย่างจากฐานข้อมูล SETSMART โดยครอบคลุมระยะเวลา ตั้งแต่ พ.ศ. 2563-2567

3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลในงานวิจัยครั้งนี้ได้ดำเนินการเก็บข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผ่านรายงานประจำปีและรายงานความยั่งยืน และฐานข้อมูล SETSMART โดยครอบคลุมระยะเวลา ตั้งแต่ พ.ศ. 2563-2567 จำนวน 1,965 ตัวอย่าง (กลุ่มตัวอย่าง 393 บริษัท โดยที่ 1 บริษัท ใช้ตัวเลขฐานข้อมูล 5 ปี)

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา ผู้วิจัยได้นำเสนอข้อมูลในรูปแบบแจกแจงความถี่ ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และมีค่าร้อยละของดัชนีชี้วัดตัวแปรต้น เพื่ออธิบายให้เกิดความเข้าใจลักษณะทั่วไปของข้อมูล และโครงสร้างของข้อมูล

4.2 ทดสอบสมมติฐานและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (multiple regression analysis) ทั้งนี้ได้มีการตรวจสอบคุณสมบัติของตัวแปรเพื่อให้มั่นใจในความถูกต้องของแบบจำลองและความน่าเชื่อถือของผลการวิเคราะห์ การทดสอบบรรทัดประโยชน์ร่วม (multicollinearity) ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นด้วยค่าสหสัมพันธ์ (correlation matrix) และค่าวัด VIF (Variance Inflation Factor) โดยทั่วไปจะยอมรับค่า VIF ไม่เกิน 10 (Hair Jr. et al., 2019) ถึงจะยอมรับสมมติฐาน คือ ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นเป็นอิสระต่อกัน

ผลการวิจัย

ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลทุนนิยมมาวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา จากนั้นจึงดำเนินการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยค่าสหสัมพันธ์ และวัดค่า VIF ก่อนจะทำการวิเคราะห์ด้วยการถดถอยเชิงพหุคูณ

ตาราง 1 จำนวนและร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในดัชนี ESG100, THSI และ DJSI

ตัวแปรต้น	จำนวนตัวอย่าง	จำนวนตัวอย่าง	
		ดัชนี ESG	ร้อยละ
ESG100	1,965	268	13.64
THSI	1,965	561	28.55
DJSI	1,965	52	2.65

จากตาราง 1 พบว่าแสดงถึงจำนวนและร้อยละของตัวแปรต้นซึ่งอยู่ในรูปแบบของตัวแปรต้นมี จำนวน 3 ตัว ได้แก่ 1) การได้รับการจัดอันดับในดัชนี ESG100 พบว่ามีบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับคิดเป็นร้อยละ 13.64 2) การได้รับการประกาศชื่อในดัชนี THSI คิดเป็นร้อยละ 28.55 และ 3) การได้รับการจัดอันดับในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) คิดเป็นร้อยละ 2.65 ข้อมูลดังกล่าวสะท้อนให้เห็นสัดส่วนของบริษัทที่ได้รับการประเมินด้านความยั่งยืนในแต่ละดัชนี

ตาราง 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	จำนวน	ค่าต่ำสุด (minimum)	ค่าสูงสุด (maximum)	ค่ามัธยฐาน (median)	ค่าเฉลี่ย ($\bar{X}$)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (S.D.)
ตัวแปรตาม						
SGR	1965	-3.330	.580	.020	-.0015	.195
ตัวแปรควบคุม						
Size	1965	5.190	9.540	6.840	6.950	.679
LEV	1965	.002	9.190	.860	1.170	1.070
CR	1965	.020	8.290	.640	.839	.795
ROA	1965	-.796	.464	.031	.033	.083

จากตาราง 2 พบว่าแสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา รวมทั้งสิ้น 5 ตัวแปร ได้แก่ SGR (ตัวแปรตาม) และมีตัวแปรควบคุม 4 ตัว คือ Size, LEV, CR และ ROA โดยใช้ข้อมูลทั้งหมดจำนวน 1,965 ข้อมูล ครอบคลุมช่วงเวลา 5 ปี ระหว่าง พ.ศ. 2563-2567

ตาราง 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน

	SGR	THSI	ESG100	DJSI	Size	LEV	CR	ROA
SGR	1							
THSI	.086***	1						
ESG100	.116***	.350***	1					
DJSI	.028	.254***	.267***	1				
Size	.107***	.490***	.318***	.426***	1			
LEV	-.243***	.051*	-.025	.092***	.316***	1		
CR	-.292***	.003	-.056*	.052*	.134***	.422***	1	
ROA	.768***	.109***	.218***	.013	.081***	-.278***	-.0287***	1

***มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .001

จากตาราง 3 พบว่าแสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแบบเพียร์สัน พบว่าตัวแปรตาม SGR ส่งผลในเชิงบวกต่อ THSI, ESG100, DJSI, Size และ ROA เท่ากับ .086, .116, .028, .107 และ .768 ตามลำดับ ในขณะที่ส่งผลในเชิงลบต่อ LEV และ CR เท่ากับ -.243 และ -.292 ตามลำดับ ในส่วนของตัวแปรต้น พบว่า 1) THSI ส่งผลในเชิงบวกต่อ ESG100, DJSI, Size, LEV, CR และ ROA เท่ากับ .350, .254, .490, .051, .003 และ .109 ตามด้วย 2) ESG100 ส่งผลในเชิงบวกต่อ DJSI, Size และ ROA เท่ากับ .267, .318 และ .218 ตามลำดับ ในขณะที่ส่งผลในเชิงลบต่อ LEV และ CR เท่ากับ -.025 และ -.056 ตามลำดับ และ 3) DJSI ส่งผลในเชิงบวกต่อ Size, LEV, CR และ ROA เท่ากับ .426, .092, .052 และ .013 ตามลำดับ แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มของบริษัทที่อยู่ใน THSI กับ DJSI มักมีลักษณะองค์กรขนาดใหญ่ มีโครงสร้างทางการเงินที่มั่นคง และมีสภาพคล่องกับผลตอบแทนทางการเงินที่ดี ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่า 1) Size ส่งผลในเชิงบวกต่อ LEV, CR และ ROA เท่ากับ .316, .134 และ .081 ตามลำดับ ตามด้วย 2) LEV ส่งผลในเชิงบวกต่อ CR เท่ากับ .422 แต่ส่งผลในเชิงลบต่อ ROA เท่ากับ -.278 และ 3) CR ส่งผลในเชิงลบต่อ ROA เท่ากับ -.287 แสดงให้เห็นถึงลักษณะโครงสร้างทางการเงินกับเงินทุนหมุนเวียนอาจมีผลต่อประสิทธิภาพทางการเงิน

ตาราง 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ระหว่างตัวแปร ESG100 กับ SGR

ตัวแปรพยากรณ์	Unstandardized Coefficients		ค่า t	ค่า p-value	VIF	Tolerance
	B	Std. Error				
ค่าคงที่ (a)	-.124	.013	-9.51**	.000		
ESG100	-.014	.004	-3.88**	.000	1.19	.84
Size	.012	.002	6.26**	.000	1.27	.79
LEV	.005	.001	3.42**	.051	1.48	.68
CR	.006	.002	2.44*	.000	1.34	.75
ROA	1.255	.023	55.04**	.000	1.22	.82

R = .800, R² = .640, Adj. R² = .639, จำนวนกลุ่มตัวอย่าง (N) = 1965

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตาราง 4 พบว่าแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณระหว่างตัวแปร ESG100 กับ SGR พบว่า ตัวแปร ESG100 มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย เท่ากับ $-.014$ ($t=-3.88$, $p<.01$) แสดงว่าการได้รับการจัดอันดับในดัชนี ESG100 ส่งผลในเชิงลบต่อ SGR อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยอธิบายได้ว่าบริษัทที่อยู่ในดัชนี ESG100 จะมี SGR ลดลง .014 หน่วยเมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้อยู่ใน ESG100 ทั้งนี้ในส่วนของตัวแปรควบคุม Size, LEV, CR และ ROA พบว่าส่งผลในเชิงบวกต่อ SGR อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 เท่ากับ .012, .005, .006 และ 1.255 ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มเติบโตอย่างยั่งยืนได้มากกว่า และบริษัทที่มีโครงสร้างทางการเงินที่สูง บวกกับมีเงินทุนหมุนเวียนเร็ว มีสภาพคล่องที่ดี มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ดี จะช่วยส่งเสริมอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนได้มากขึ้น

ตาราง 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ระหว่างตัวแปร THSI กับ SGR

ตัวแปรพยากรณ์	Unstandardized Coefficients		ค่า t	ค่า p-value	VIF	Tolerance
	B	Std. Error				
ค่าคงที่ (a)	-.124	.014	-8.87**	.000		
THSI	-.007	.003	-2.41*	.045	1.50	.667
Size	.012	.002	5.78**	.000	1.35	.739
LEV	.005	.001	3.39**	.077	1.49	.673
CR	.006	.002	2.53*	.000	1.34	.748
ROA	1.242	.022	55.31**	.000	1.18	.849

R = .799, R² = .638, Adj. R² = .638, จำนวนกลุ่มตัวอย่าง (N) = 1965

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตาราง 5 พบว่าแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณระหว่างตัวแปร THSI กับ SGR พบว่า ตัวแปร THSI มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย เท่ากับ $-.007$ ($t=-2.41$, $p<.05$) แสดงว่าการได้รับการจัดอันดับในดัชนี THSI ส่งผลในเชิงลบต่อ SGR อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยอธิบายได้ว่าบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับในดัชนี THSI จะมีอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนลดลง .007 หน่วยเมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้รับการจัดอันดับอยู่ใน THSI ทั้งนี้ในส่วน of ตัวแปรควบคุม Size, LEV และ ROA ส่งผลในเชิงบวกต่อ SGR อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 เท่ากับ .012, .005, 1.242 ตามลำดับ ทั้งนี้ CR ก็ส่งผลในเชิงบวกต่อ SGR เช่นเดียวกับตัวแปรควบคุมตัวอื่น เท่ากับ .006 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยอธิบายได้ว่า ROA เป็นตัวแปรที่ส่งผลเชิงบวกอย่างชัดเจน สะท้อนให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรมีบทบาทสำคัญต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท รวมถึงขนาดของบริษัท โครงสร้างทางการเงิน และเงินทุนหมุนเวียนก็ส่งผลด้วยเช่นกัน

ตาราง 6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ระหว่างตัวแปร DJSI กับ SGR

ตัวแปรพยากรณ์	Unstandardized Coefficients		ค่า t	ค่า p-value	VIF	Tolerance
	B	Std. Error				
ค่าคงที่ (a)	-.115	.014	-8.40**	.000		
DJSI	-.009	.008	-1.14	.802	1.23	.813
Size	.011	.002	5.26**	.000	1.38	.724
LEV	.005	.001	3.52**	.110	1.48	.675
CR	.006	.002	2.55*	.000	1.34	.747
ROA	1.236	.022	55.27**	.000	1.17	.858

R = .774, R² = .599, Adj. R² = .598, จำนวนกลุ่มตัวอย่าง (N) = 1965

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตาราง 6 พบว่าแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณระหว่างตัวแปร DJSI กับ SGR พบว่าตัวแปร DJSI มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย เท่ากับ $-.009$ ($t = -1.14$, $p > .05$) ซึ่งไม่แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 สะท้อนว่าไม่มีหลักฐานเชิงสถิติที่ยืนยันว่าการได้รับการจัดอันดับในดัชนี DJSI มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนตามแนวคิดของ Higgins (1977) ส่วนของตัวแปรควบคุม Size, LEV และ ROA ส่งผลในเชิงบวกต่อ SGR อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 เท่ากับ .011, .005, 1.236 ตามลำดับ ทั้งนี้ CR ก็ส่งผลในเชิงบวกต่อ SGR เช่นเดียวกับตัวแปรควบคุมตัวอื่น เท่ากับ .006 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 สะท้อนให้เห็นว่าขนาดของบริษัท โครงสร้างทางการเงิน เงินทุนหมุนเวียน และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีบทบาทสำคัญต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท

การอภิปรายผล

ผลการศึกษานี้ให้ข้อมูลเชิงประจักษ์ที่สำคัญเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอ้างอิงแนวคิด SGR ของ Higgins (1977) โดยผลการวิเคราะห์พบว่า การได้รับการจัดอันดับให้อยู่ในดัชนี ESG100 และ THSI มีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยเฉพาะ ESG100 ที่สะท้อนว่าการดำเนินงานด้าน ESG ในระยะเริ่มต้นก่อให้เกิดต้นทุนเพิ่มขึ้นและส่งผลต่อการเติบโตทางการเงินในระยะสั้น ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Margolis & Walsh (2003) และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fisher-Vanden & Thorburn (2011) ซึ่งชี้ว่าบริษัทที่ดำเนินงานด้าน ESG มักเผชิญกับผลตอบแทนเชิงลบในตลาดทุนจากต้นทุนการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น และต้องใช้เวลาในการปรับตัวก่อนที่นักลงทุนจะรับรู้ถึงคุณค่าของการดำเนินงานด้าน ESG อย่างแท้จริง ซึ่งเป็นไปในแนวทางเดียวกับสุกัญญา รักพานิชย์ และคณะ (2562) ที่พบว่าตลาดทุนตอบสนองในเชิงลบต่อการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม โดยไม่พบผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ซึ่งอาจสะท้อนมุมมองของนักลงทุนว่าต้นทุนจากกิจกรรมเหล่านี้สูงกว่าผลประโยชน์ที่ตนจะได้รับ

ในขณะเดียวกันที่ดัชนี DJSI ไม่แสดงผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งอาจสะท้อนลักษณะเฉพาะของบริษัทที่อยู่ในดัชนีนี้ มักเป็นบริษัทขนาดใหญ่ มีความมั่นคงทางการเงิน และมีประสบการณ์ด้าน ESG อยู่แล้ว จึงไม่เกิดความแปรปรวนมากพอที่จะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่า SGR ในระยะ

สั้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยต่างประเทศที่พบว่า บริษัทที่มีการจัดการด้าน ESG ที่เข้มแข็งมักมีผลตอบแทนดีในระยะยาว แต่ไม่ได้สะท้อนผ่านอัตราดอกเบี้ยทางการเงินในทันที (Eccles et al., 2014)

สำหรับตัวแปรควบคุมทางการเงินพบว่า ขนาดของบริษัท (Size) ส่งผลกระทบบนเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อค่า SGR โดยบริษัทขนาดใหญ่มีข้อได้เปรียบในด้านการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และความสามารถในการขยายธุรกิจได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Penrose (2009) ที่ชี้ว่าขนาดขององค์กรมีผลต่อความสามารถในการเติบโต เช่นเดียวกันกับตัวแปรโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลกระทบบนเชิงบวกต่อค่า SGR อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทสามารถใช้ประโยชน์จากเงินทุนที่มาจากหนี้สินเพื่อนำไปขยายกิจการ โดยเฉพาะในด้านที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาองค์กร ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Van Horne & Wachowicz (2005) และ Gitman & Zutter (2012) ที่ได้ระบุไว้ว่าการใช้โครงสร้างเงินทุนอย่างสมดุลจะช่วยส่งเสริมการขยายตัวของกิจการ และเพิ่มศักยภาพในการเติบโตในระยะยาวได้ ในขณะเดียวกันพบว่า อัตราส่วนสภาพคล่องส่งผลกระทบบนเชิงบวกต่ออัตราดอกเบี้ยอย่างยั่งยืน สะท้อนถึงการที่บริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินที่เพียงพอในการชำระหนี้สินระยะสั้น โดยไม่เก็บสำรองสินทรัพย์หมุนเวียนสูงเกินไป มีการรักษาสภาพคล่องให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท เป็นไปตามหลักการที่ว่า บริษัทที่มีการบริหารจัดการสภาพคล่องที่ดีมักจะขยายธุรกิจและเพิ่มศักยภาพในการเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mumu et al. (2019) ที่พบว่า CR มีผลเชิงบวกกับการเติบโตอย่างยั่งยืน ทั้งนี้ในส่วนของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ พบว่าส่งผลกระทบบนเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อค่า SGR ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่สามารถสินทรัพย์ที่มีอยู่ในการสร้างกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพย่อมมีศักยภาพในการสร้างการเติบโตที่ยั่งยืนในระยะยาว ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Higgins (1977), Amouzesh et al. (2011), El Madbouly (2022) รวมถึงทฤษฎี อมาตยกุล และคณะ (2564) ที่ชี้ว่า ROA เป็นองค์ประกอบพื้นฐานที่สำคัญในการประเมินความสามารถในการทำกำไรของกิจการเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืน

จากผลการศึกษา แม้ว่า ESG จะเป็นปัจจัยสำคัญต่อความยั่งยืนขององค์กรในระยะยาว แต่การลงทุนด้าน ESG ในระยะเปลี่ยนผ่านอาจก่อให้เกิดต้นทุนและจำกัดการเติบโตทางการเงินในระยะสั้น ดังนั้นบริษัทควรสร้างสมดุลระหว่างเป้าหมายด้านความยั่งยืนและผลการดำเนินงานทางการเงิน เพื่อสนับสนุนการเติบโตได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว

องค์ความรู้ใหม่

จากผลการศึกษารายงานให้ได้อีกฐานใหม่อีกฉบับที่สามารถสรุปองค์ความรู้ได้ว่า ในช่วงระยะเวลาสั้น ๆ บริษัทที่ได้รับการประกาศชื่ออยู่ในดัชนี ESG100 และบริษัทที่ได้รับการประกาศชื่อในรายการ THSI มีแนวโน้มที่จะส่งผลให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทลดลง ขณะที่การได้รับการจัดอันดับในดัชนี DJSI พบว่าไม่ส่งผลกระทบบนอัตราดอกเบี้ยอย่างยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาสะท้อนให้เห็นว่าการดำเนินงานด้าน ESG อย่างเข้มข้นอาจทำให้บริษัทมีต้นทุนทางธุรกิจเพิ่มขึ้นในระยะเริ่มต้น อย่างไรก็ตามการลงทุนด้าน ESG อาจช่วยเสริมสร้างความมั่นคง ความน่าเชื่อถือ และศักยภาพในการแข่งขันของบริษัทในระยะยาวได้ นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของบริษัท โครงสร้างทางการเงิน เงินทุนหมุนเวียน และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีบทบาทสำคัญต่ออัตราดอกเบี้ยอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด ฯ ทั้งนี้เฉพาะในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง, กลุ่มทรัพยากร, กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี แต่ไม่รวมถึงบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดเอ็ม เอ ไอ เพราะมีความแตกต่างกันในเรื่องของแนวปฏิบัติด้านการบัญชี

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

- 1.1 บริษัทต้องมีการบริหารจัดการทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อรักษาการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว
- 1.2 บริษัทขนาดใหญ่ควรต้องมีการรายงานข้อมูลด้าน ESG อย่างเป็นระบบตั้งแต่ปี ค.ศ. 2024 เป็นต้นไป
- 1.3 สำนักงาน ก.ล.ต. ควรมีการกำหนดกรอบกฎหมายบังคับใช้ด้าน ESG ที่เข้มงวด เพื่อความเท่าเทียมกันของทุกบริษัทในการรายงานความยั่งยืน

2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

- 2.1 ควรพิจารณาขยายช่วงเวลาของการวิเคราะห์เป็น 10 –15 ปี โดยอาจมีการควบคุมทั้งอิทธิพลปัจจัยด้านเวลา (year effect) และอิทธิพลจากปัจจัยด้านอุตสาหกรรม (industry effect) เพื่อให้สามารถประเมินความมั่นคงของการเติบโตได้ดียิ่งขึ้น
- 2.2 ควรพิจารณาศึกษาเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน เพื่อตรวจสอบว่าผลกระทบระหว่างดัชนี ESG และตัวแปรควบคุมทางการเงินมีผลกระทบต่อ SGR หรือไม่ และแตกต่างกันกับงานวิจัยครั้งนี้หรือไม่อย่างไร
- 2.3 ควรพิจารณาเพิ่มตัวแปรอื่น ๆ ที่อาจส่งผลต่อ SGR เช่น ระดับนวัตกรรมของบริษัท (innovation index) การลงทุนด้านเทคโนโลยี นโยบายความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR spending) หรือการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสีย (stakeholder engagement) ซึ่งอาจช่วยให้เข้าใจปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- ชนิษฐา อมาตยกุล, ธาวิณี พงศ์สุพัฒน์ และอภิชาติ พงศ์สุพัฒน์. (2564). ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Buddhist Education and Research (JBER)*, 7(3), 77–91. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/jber/article/view/248697>.
- ธนจรรย์กร อภิวัฒน์โกดินกุล และฐิติมา ไชยะกุล. (2567). อิทธิพลของปัจจัยด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน. *วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชภัฏพิษณุโลก*, 10(1), 162–175. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/rpu/article/view/277481>
- ปฐมินทร์ นาทิทอง. (2557). *ทำความเข้าใจกับ ESG*. MGR Online. สืบค้น 7 กันยายน 2569 จาก <https://mgronline.com/mutualfund/detail/9570000118826>.
- สุกัญญา รักพานิชมณี, วดีณี ธรรมศิริ และสัจจา ดวงชัยอยู่สุข. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. *NIDA Business Journal*, (25), 140–157. https://mba.nida.ac.th/wp-content/uploads/2025/11/f5994c5247af8e792cb8e9675811c378_th.pdf.
- Amouzes, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, Z. (2011). Sustainable growth rate and firm performance: Evidence from Iran Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 2(23) , 249– 255. https://ijbss.thebrpi.org/journals/Vol_2_No_23_Special_Issue_December_2011/30.pdf.

- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
<https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>.
- Eccles, R. G., Kastropeli, M. D., & Potter, S. J. (2017). How to integrate ESG into investment decision making: Results of a global survey of institutional investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(4), 125–133. <https://doi.org/10.1111/jacf.12267>.
- El Madbouly, D. (2022). Factors affecting the Sustainable Growth Rate and its impact on Firm Value: Empirical Evidence from the Egyptian Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing*, 11(1), 1–40.
<https://www.semanticscholar.org/paper/Factors-affecting-the-Sustainable-Growth-Rate-and-Madbouly/db51bfd44c6706d7808086b91d193d520ce1a9e4>.
- Escobar-Saldívar, L. J., Villarreal-Samaniego, D., & Santillán-Salgado, R. J. (2025). The effects of ESG scores and ESG momentum on stock returns and volatility: Evidence from U.S. markets. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(7), Article 367. <https://doi.org/10.3390/jrfm18070367>.
- Fisher-Vanden, K., & Thorburn, K. S. (2011). Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth. *Journal of Environmental Economics and Management*, 62(3), 430–445.
<https://doi.org/10.1016/j.jeem.2011.04.003>.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. Yale University Press.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>.
- Hair Jr., J. F., Page, M., & Brunsveld, N. (2019). *Essentials of business research methods* (4th ed). Routledge.
<https://doi.org/10.4324/9780429203374>.
- Higgins, R. C. (1977). How much growth can a firm afford?. *Financial Management*, 6(3), 7–16.
<https://www.jstor.org/stable/3665251>.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). *Principles of managerial finance: Brief* (7th ed). Prentice Hall.
- Lin, Z. (2024). Does ESG performance indicate corporate economic sustainability? Evidence based on the sustainable growth rate. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 485–493.
<https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.02.010>.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Rethinking Social Initiatives by business. *Administrative science quarterly*, 48(2), 268–305. <https://doi.org/10.2307/3556659>.

- Mumu, S., Susanto, S., & Gainau, P. C. (2019). The sustainable growth rate and the firm performance: Case study of issuer at Indonesia stock exchange. *International Journal of Management IT and Engineering*, 9(10), 10–18.
https://www.researchgate.net/publication/350042410_The_Sustainable_Growth_Rate_and_The_Firm_Performance_Case_Study_of_Issuer_at_Indonesia_Stock_Exchange.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2016). *Education at a glance 2016: OECD indicators*. OECD Publishing.
https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2016/09/education-at-a-glance-2016_g1g6a8d2/eag-2016-en.pdf.
- Penrose, E. T. (2009). *The theory of the growth of the firm*. Oxford University Press.
- 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.
<https://doi.org/10.18510/ijmier.2017.321>.
- Schramade, W. (2017). Investing in the UN sustainable development goals: Opportunities for companies and investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(2), 87–99. <https://doi.org/10.1111/jacf.12236>.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2005). *Fundamentals of financial management* (12th ed). Pearson Education.
- World Bank Group. (2018). *Women, business and the law 2018*. World Bank. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1252-1>.