



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: jmssnr@gmail.com



อิทธิพลของการประเมินความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานขององค์กรแบบหลาย มิติของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The influence of sustainability assessment on multi-dimensional firm performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand

นันทพัชญ์ หิรัญรัตน์วาทีน^{1*}, เนตรดาว ชัยเขต², วรวิทย์ เพ็ชรรัตน์³

Nantapatch Hirunratwathin^{1*}, Netdao Chaiyakhet², Warawit Phetruen³

^{1,2,3}หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา

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

*Corresponding author's e-mail: momays9926@gmail.com^{1*}

Received: May 20, 2026

Revised: July 12, 2026

Accepted: July 21, 2026

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาอิทธิพลของการประเมินความยั่งยืนและโทนข้อความด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในรายงานการวิเคราะห์และคำอธิบายของฝ่ายจัดการ (MD&A Sentiment Score) ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น มูลค่ากิจการตามแนวคิด Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2563–2567 จำนวน 1,795 ตัวอย่าง (ปี-บริษัท) วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า ESG Rating มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นและ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่มีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับ MD&A Sentiment Score พบว่าโทนข้อความด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานทั้งสามตัวชี้วัด ขณะที่โทนข้อความด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่พบอิทธิพลต่อ Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ส่วนโทนข้อความด้านบรรษัทภิบาลมีแนวโน้มเชิงบวกต่อ Tobin's Q ที่ระดับนัยสำคัญ .10 ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า ESG Rating และ MD&A Sentiment Score สามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานทางการเงินและมูลค่ากิจการของบริษัท รวมทั้งสะท้อนศักยภาพของการประยุกต์ใช้การประมวลผลภาษาธรรมชาติ (NLP) และปัญญาประดิษฐ์ (AI) ในการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงบรรยายจากรายงานทางการเงิน

คำสำคัญ: ผลการประเมินความยั่งยืน, โทนข้อความในรายงาน MD&A, อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น, มูลค่ากิจการ, มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

Abstract

This study aims to examine how sustainability assessment results (ESG Rating) and the environmental, social, and governance textual tone in Management Discussion and Analysis reports (MD&A Sentiment Score) influence return on equity, firm value as measured by Tobin's Q, and economic value added for companies listed on the Stock Exchange of Thailand. This quantitative research employed secondary data from companies listed on the Stock Exchange of Thailand during 2020–2024, comprising 1,795 firm–year observations. The data were analyzed using descriptive statistics, Pearson's correlation coefficient, and multiple regression analysis. The findings reveal the ESG rating has a statistically significant positive influence on return on equity and Tobin's Q, but a statistically significant negative influence on economic value added. Regarding the MD&A sentiment scores, environmental sentiment showed a statistically significant negative influence on all three performance indicators. Social sentiment has a statistically significant positive influence on return on equity, but no significant influence on Tobin's Q or economic value added. Governance sentiment shows a positive tendency toward Tobin's Q at the 0.10 significance level. These findings indicate that ESG rating and MD&A sentiment score can serve as useful information for analyzing corporate financial performance and firm value, while highlighting the potential application of natural language processing and artificial intelligence to narrative financial disclosures.

Keywords: ESG rating status, MD&A Sentiment Score, return on equity, firm value, economic value added

ความสำคัญของปัญหาการวิจัย

ในบริบทการแข่งขันของตลาดทุนโลกยุคปัจจุบัน กระบวนทัศน์การบริหารจัดการองค์กรได้เปลี่ยนผ่านจากการมุ่งเน้นผลกำไรระยะสั้นเพื่อผู้ถือหุ้นไปสู่การสร้างคุณค่าร่วมกันแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายอย่างยั่งยืน การเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างนี้ส่งผลให้ผลการดำเนินงานที่พึงพาเพียงตัวชี้วัดทางบัญชีไม่สามารถสะท้อนขีดความสามารถในการแข่งขันที่แท้จริงและโอกาสในการอยู่รอดขององค์กรในอนาคตได้อย่างครบถ้วน นักวิชาการและผู้บริหารจึงหันมาให้ความสำคัญกับแนวคิด “ผลการดำเนินงานขององค์กรแบบหลายมิติ” เพื่อปิดจุดบอดของการประเมินผลแบบมิติเดียว การประเมินผลแบบหลายมิติจำเป็นต้องบูรณาการมุมมองที่หลากหลายเข้าด้วยกัน (Kaplan & Norton, 1996) โดยในมิติเชิงปริมาณและมูลค่า สามารถจำแนกออกเป็น 3 ดัชนีหลักที่สะท้อนประสิทธิภาพในมุมมองที่ต่างกัน ได้แก่ 1) มิติทางการเงินและตลาด วัดจาก Tobin's Q เพื่อสะท้อนมูลค่าตราสารทุนและโอกาสในการเติบโตในสายตาของนักลงทุนภายนอก 2) มิติทางบัญชีวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพื่อสะท้อนประสิทธิภาพในการทำกำไรจากฐานทุนในอดีต และ 3) มิติทางเศรษฐศาสตร์วัดจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) เพื่อประเมินความสามารถในการสร้างกำไรที่แท้จริงหลังจากหักต้นทุนทางการเงินทั้งหมดรวมถึงต้นทุนของส่วนทุนแล้ว (Stewart, 1991) การวัดผลแบบสามประสานนี้ช่วยให้องค์กรเห็นภาพสะท้อนของประสิทธิภาพทั้งจากมุมมองภายนอก ภายใน และความมั่งคั่งที่แท้จริง ขณะเดียวกัน การขับเคลื่อนแนวคิดด้านความยั่งยืนภายใต้กรอบสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (ESG) ได้กลายมาเป็นปัจจัยกำหนดกลยุทธ์สำคัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไรก็ตาม การประเมินระดับความยั่งยืนขององค์กรใน

อดีตมักเผชิญข้อจำกัดด้านความเหลื่อมล้ำของข้อมูลเนื่องจากการพึ่งพาเพียงคะแนน SET ESG Ratings ซึ่งเป็นระดับการประเมินเชิงสถาบันในภาพรวม อาจไม่สามารถถึงสัญญาณการรับรู้และความตั้งใจจริงของฝ่ายบริหารออกมาได้ งานวิจัยยุคใหม่จึงริเริ่มนำเทคนิคการวิเคราะห์ความรู้สึกเชิงประมวลผลภาษาธรรมชาติ (NLP) มาประยุกต์ใช้เพื่อคำนวณคะแนน E-S-G MD&A Narrative Sentiment Score จากรายงานคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ (MD&A) เพื่อสะท้อนความตระหนักรู้และน้ำเสียงที่ฝ่ายบริหารสื่อสารออกมาเกี่ยวกับประเด็น ESG โดยตรง การบูรณาการระหว่างผลการประเมินภายนอก (SET ESG Ratings) และการเปิดเผยข้อมูลเชิงคุณภาพภายใน (Narrative Sentiment Score) จึงเป็นแนวทางการวัดระดับความยั่งยืนที่สมบูรณ์และสอดคล้องกับข้อมูลได้ดีที่สุด แม้ว่าแนวคิดเชิงทฤษฎีและหลักฐานเชิงประจักษ์บางส่วนจะเสนอว่า การดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและการตอบสนองต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ (Waddock & Graves, 1997) แต่การดำเนินนโยบายด้านความยั่งยืนและการเปิดเผยข้อมูลอย่างละเอียดอาจก่อให้เกิดต้นทุนและภาระค่าใช้จ่ายในระยะสั้น ส่งผลให้เกิดประเด็นข้อถกเถียงและช่องว่างทางวิชาการ เนื่องจากผลงานวิจัยในอดีตมักศึกษาผลกระทบของ ESG ต่อตัวแปรตามที่เป็นมิติเดียวซึ่งให้ผลลัพธ์ที่ขัดแย้งและไม่สอดคล้องกัน (ศศิกันต์ ลัทธิตธรรม, 2567) การขาดหลักฐานเชิงประจักษ์ที่เชื่อมโยงอิทธิพลของทั้งตัวชี้วัดความยั่งยืนเชิงสถาบันและเชิงความรู้สึกของฝ่ายจัดการไปสู่ผลการดำเนินงานแบบหลายมิติที่ครอบคลุมทั้งมูลค่าตลาด (Tobin's Q) ตัวเลขทางบัญชี (ROE) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) พร้อม ๆ กันส่งผลให้ผู้บริหารและผู้กำหนดนโยบายยังคงขาดกรอบแนวทางที่ชัดเจนในการตัดสินใจลงทุนด้านความยั่งยืน

จากความสำคัญและช่องว่างทางงานวิจัยดังกล่าวงานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งศึกษาอิทธิพลของผลการประเมินความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานขององค์กรแบบหลายมิติของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลลัพธ์ที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้ไม่เพียงแต่จะช่วยคลี่คลายข้อถกเถียงเชิงวิชาการเท่านั้นแต่ยังเป็นประโยชน์เชิงประยุกต์ให้แก่ผู้บริหารในการวางกลยุทธ์ขับเคลื่อนความยั่งยืนที่สมดุล และช่วยให้นักลงทุนสามารถประเมินมูลค่ารวมถึงความเสี่ยงของกิจการได้อย่างแม่นยำยิ่งขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลความยั่งยืนที่มีคุณภาพ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของสถานะการได้รับการประเมิน ESG ต่อ ROE, Tobin's Q, EVA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG MD&A Sentiment Score ต่อ ROE, Tobin's Q, EVA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

การทบทวนวรรณกรรม

การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง แบ่งเนื้อหาออกเป็น 3 ส่วนหลัก ได้แก่ แนวคิดทฤษฎีพื้นฐาน การประเมินความยั่งยืนและการเปิดเผยข้อมูล และการวัดผลการดำเนินงานแบบหลายมิติ โดยมีรายละเอียดดังนี้

แนวคิดและทฤษฎี

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเสนอว่า องค์กรควรพิจารณาผลประโยชน์ของกลุ่มต่าง ๆ ที่สามารถส่งผลกระทบต่อการทำงานขององค์กรหรือได้รับผลกระทบจากกิจกรรมขององค์กร ไม่จำกัดเฉพาะผู้ถือหุ้น เช่น พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชน และหน่วยงานกำกับดูแล (Freeman, 1984) เมื่อประยุกต์กับบริบท ESG ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเสนอว่า การตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างเหมาะสมอาจช่วยลดความขัดแย้งและสนับสนุน

ความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างองค์กรกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งอาจเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานขององค์กร ทั้งนี้ Waddock & Graves (1997) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลการดำเนินงานด้านสังคมขององค์กร กับผลการดำเนินงานทางการเงิน

เมื่อประยุกต์ทฤษฎีการส่งสัญญาณกับบริบทตลาดทุน การได้รับการประกาศรายชื่อในการประเมินความยั่งยืนและการเปิดเผยข้อมูล ESG ในรายงาน MD&A อาจทำหน้าที่เป็นสัญญาณที่บริษัทส่งไปยังนักลงทุนเพื่อลดความไม่สมมาตรของข้อมูล อย่างไรก็ตาม โทนข้อความเชิงบวกไม่จำเป็นต้องเป็นสัญญาณที่มีคุณภาพเสมอไป ความน่าเชื่อถือของสัญญาณขึ้นอยู่กับความสอดคล้องระหว่างข้อความกับผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริง ความต่อเนื่องของการเปิดเผยข้อมูล และความสามารถในการตรวจสอบข้อมูล (Luo & Zhou, 2020; Spence, 1973)

การประเมินความยั่งยืนและการเปิดเผยข้อมูล (sustainability assessment & disclosure)

ตัวแปรสถานะการได้รับการประเมินความยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้รายชื่อ Thailand Sustainability Investment (THSI) สำหรับปี พ.ศ. 2563–2565 และรายชื่อ SET ESG Ratings สำหรับปี พ.ศ. 2566–2567 เป็นตัวชี้วัดเชิงสถาบันที่จัดทำเพื่อสะท้อนระดับการจัดการความเสี่ยงและโอกาสด้านความยั่งยืนขององค์กร ในภาพรวม Khan et al. (2016) พบว่า ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่เกี่ยวข้องกับประเด็นที่มีสาระสำคัญต่อธุรกิจมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางบัญชีและผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีกว่า ขณะที่การดำเนินงานในประเด็นที่ไม่มีสาระสำคัญไม่แสดงผลในลักษณะเดียวกัน แต่เนื่องจากสถานะการได้รับการประเมิน ESG Rating เป็นการประเมินจากภายนอกด้วยเกณฑ์มาตรฐาน อาจไม่สามารถจับสัญญาณความตระหนักรู้เชิงลึกและน้ำเสียงของผู้บริหารได้ งานวิจัยยุคใหม่จึงนำเทคนิคประมวลผลภาษาธรรมชาติ (NLP) มาใช้ในการวัดน้ำเสียงและทัศนคติของฝ่ายบริหารในรายงานคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ (MD&A) โดย Sahu et al. (2024) พบว่า ความรู้สึกของฝ่ายบริหารที่วัดจากข้อความมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท และยังชี้ให้เห็นบทบาทของการเปิดเผยข้อมูล ESG และความไม่แน่นอนเชิงนโยบายในความสัมพันธ์ดังกล่าว นอกจากนี้ Luo & Zhou (2020) ทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับโทนข้อความในการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน และชี้ให้เห็นว่าโทนข้อความสามารถให้ข้อมูลเพิ่มเติมนอกเหนือจากตัวเลขทางการเงิน อย่างไรก็ตาม การตีความต้องคำนึงถึงความเป็นไปได้ของการจัดการความประทับใจและความแตกต่างของวิธีวัดโทนข้อความ

ผลการดำเนินงานขององค์กรแบบหลายมิติ (multi-dimensional firm performance)

เพื่อให้เห็นภาพผลกระทบจากการดำเนินนโยบายความยั่งยืนอย่างรอบด้าน งานวิจัยชิ้นนี้จึงทำการทบทวนวรรณกรรมที่เชื่อมโยงตัวแปรความยั่งยืนเข้ากับตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน 3 มิติที่มีฐานคิดแตกต่างกัน ดังนี้

1. มิติทางบัญชีวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งสะท้อนความสามารถในการสร้างกำไรจากเงินทุนของผู้ถือหุ้น งานทบทวนวรรณกรรมของ Whelan et al. (2021) พบว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกหรือไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินในบางส่วนใหญ่ ขณะที่ Sahu et al. (2024) ชี้ว่า โทนข้อความของฝ่ายบริหารสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน และความโปร่งใสด้าน ESG มีบทบาทกำกับความสัมพันธ์ดังกล่าว นอกจากนี้ Aydoğmuş et al. (2022) พบว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร ส่วน Sirathavornvong et al. (2024) พบว่า ในบริษัท SET50 คะแนนด้านสังคมสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE แต่คะแนน ESG รวมและมิติอื่นไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวสะท้อนว่าอิทธิพลของ ESG ต่อ ROE อาจแตกต่างกันตามองค์ประกอบของ ESG และอาจเกิดขึ้นไม่พร้อมกัน เนื่องจากกิจกรรมด้านความยั่งยืนอาจสร้างต้นทุนในระยะแรกก่อนสะท้อนเป็นผลตอบแทนในระยะยาว

2. มิติทางตลาดวัดจาก Tobin's Q ซึ่งเปรียบเทียบมูลค่าตลาดของกิจการกับมูลค่าทดแทนของสินทรัพย์ และสะท้อนการประเมินของตลาดต่อศักยภาพการเติบโตในอนาคต ผลการดำเนินงานด้าน ESG อาจสัมพันธ์กับ Tobin's Q

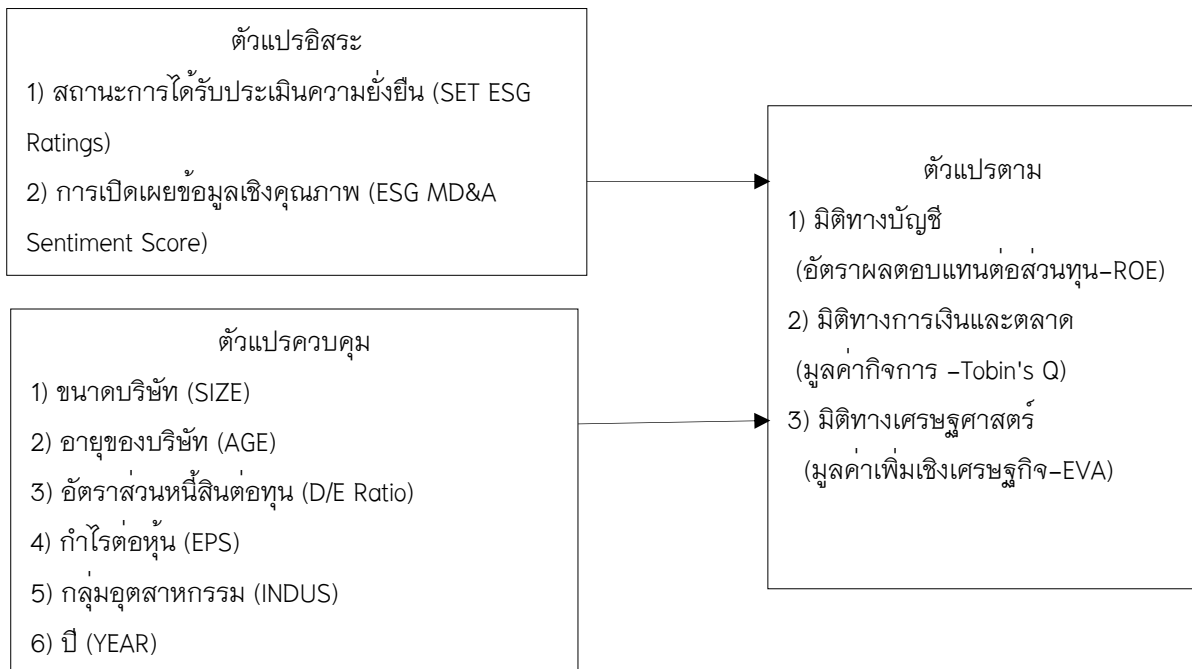
หากนักลงทุนเห็นว่าการบริหารความเสี่ยงและโอกาสด้านความยั่งยืนช่วยสนับสนุนกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการ Aydoğmuş et al. (2022) พบว่าคะแนน ESG รวม รวมทั้งคะแนนด้านสังคมและบรรษัทภิบาล มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q ขณะที่คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Gonçalves et al. (2023a) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง ESG กับ Tobin's Q ของบริษัทขนาดใหญ่ในยุโรป โดยมีด้านสังคมมีบทบาทเด่นที่สุด สำหรับประเทศไทย Sirathavornvong et al. (2024) พบว่า คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q แต่คะแนนด้านสังคมสัมพันธ์เชิงลบ ส่วนคะแนน ESG รวมและด้านบรรษัทภิบาลไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ผลที่แตกต่างกันดังกล่าวสะท้อนว่าการตอบสนองของตลาดต่อ ESG ขึ้นอยู่กับองค์ประกอบของ ESG คุณภาพข้อมูล และบริบทของตลาดทุน

3. มิติทางเศรษฐศาสตร์วัดจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) ซึ่งสะท้อนกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีที่เหลือหลังหักต้นทุนเงินทุนของเงินลงทุนทั้งหมด (Stewart, 1991) บริษัทจึงอาจมี ROE เป็นบวกแต่มี EVA เป็นลบ หากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีไม่เพียงพอที่จะชดเชยต้นทุนเงินทุนของเงินลงทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน หลักฐานเชิงประจักษ์ของ Gonçalves et al. (2023b) ซึ่งศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ในยุโรป พบว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ EVA โดยมีด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางเศรษฐศาสตร์อย่างสม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม ผลดังกล่าวอาจขึ้นอยู่กับขนาดกิจการ สภาพแวดล้อมทางสถาบัน และบริบทของตลาด จึงไม่อาจสรุปได้ว่าความสัมพันธ์ในตลาดทุนไทยจะเป็นไปในทิศทางเดียวกันเสมอไป

จากการทบทวนวรรณกรรม ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอธิบายว่าการตอบสนองต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอาจสนับสนุนผลการดำเนินงานขององค์กร ขณะที่ทฤษฎีการส่งสัญญาณอธิบายบทบาทของการเปิดเผยข้อมูลในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างฝ่ายบริหารกับนักลงทุน อย่างไรก็ตาม หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงานยังไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และผลลัพธ์อาจแตกต่างตามวิธีวัด ESG ตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน ระยะเวลาการศึกษา และบริบทของตลาด งานวิจัยนี้จึงศึกษาทั้งสถานะการได้รับการประกาศรายชื่อใน SET ESG Ratings และโทนข้อความด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในรายงาน MD&A โดยเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงาน 3 มิติ ได้แก่ ROE Tobin's Q และ EVA

กรอบแนวคิดของการวิจัย

กรอบแนวคิดของการวิจัยกำหนดตัวแปรอิสระด้านความยั่งยืน 2 มิติ ได้แก่ 1) สถานะการได้รับการประเมินความยั่งยืนเชิงสถาบัน ซึ่งอ้างอิงทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและแนวคิดความยั่งยืนที่มีสาระสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ (Freeman, 1984; Khan et al., 2016) และ 2) คะแนนโทนข้อความด้าน ESG ในรายงาน MD&A ซึ่งวัดด้วยเทคนิคประมวลผลภาษาธรรมชาติ (Li, 2010; Sahu et al., 2024) ตัวแปรตามประกอบด้วย ROE Tobin's Q และ EVA (Stewart, 1991) ส่วนตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดบริษัท อายุบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน กำไรต่อหุ้น กลุ่มอุตสาหกรรม และปีที่ศึกษา สามารถกำหนดกรอบแนวคิดของการวิจัยดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (quantitative research) และมีการบูรณาการเทคนิคการวิเคราะห์เชิงข้อความ ซึ่งมุ่งเน้นการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) เชิงประจักษ์มาวิเคราะห์ รายละเอียดดังต่อไปนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2563-2567 จำนวน 640 บริษัท ณ เดือนธันวาคม พ.ศ. 2567 ผู้วิจัยใช้วิธีคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจงจากฐานข้อมูล Thailand Sustainability Investment (THSI) และ SET ESG Ratings ทั้งนี้ ได้ตัดบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินออกจำนวน 136 บริษัท และคัดเลือกบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วน รวมทั้งตัดค่าผิดปกติของข้อมูลออก ทำให้คงเหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 359 บริษัท จาก 7 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยศึกษาต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 5 ปี จึงมีข้อมูลแบบปีบริษัทรวมทั้งสิ้น 1,795 ตัวอย่าง

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย คือ แบบบันทึกข้อมูลเพื่อรวบรวมข้อมูลจาก 1) ข้อมูลผลการประเมินความยั่งยืนจาก THSI และ SET ESG Ratings 2) รายงานประจำปีและแบบ 56-1 One Report ในส่วนรายงานการวิเคราะห์และคำอธิบายของฝ่ายจัดการ (MD&A) และ 3) รายงานงบการเงินและฐานข้อมูล SETSMART เพื่อดำหนดตัวแปรทางการเงิน ได้แก่ ROE Tobin's Q และ EVA รวมถึงตัวแปรควบคุมที่เกี่ยวข้อง นอกจากนี้ ผู้วิจัยใช้เทคนิคการประมวลผลภาษาธรรมชาติร่วมกับเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ โดยใช้แบบจำลองภาษาขนาดใหญ่ในการวิเคราะห์โทนข้อความจากรายงาน MD&A และกำหนดเป็นคะแนน Sentiment Score ในช่วง -1 ถึง +1 เพื่อสะท้อนโทนข้อความเชิงลบ เป็นกลางหรือเชิงบวก

3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยได้ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2563–2567 ได้แก่ ข้อมูล ESG จาก THSI และ SET ESG Ratings ข้อมูลทางการเงินจากรายงานงบการเงิน แบบ 56-1 One Report เว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และฐานข้อมูล SETSMART รวมทั้งข้อความในส่วน MD&A เพื่อนำมาวิเคราะห์โทนข้อความด้วยเทคนิค NLP และ AI กระบวนการเก็บรวบรวมข้อมูลประกอบด้วยการจำแนกบริษัทตามสถานะการได้รับการประเมิน ESG การรวบรวมตัวแปรทางการเงิน การดึงข้อความจาก MD&A การจัดเตรียมข้อความให้อยู่ในรูปแบบที่เหมาะสมต่อการวิเคราะห์ และการประมวลผลคะแนน Sentiment Score จากนั้นจึงนำข้อมูลทั้งหมดเข้าสู่ Microsoft Excel และโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ เพื่อตรวจสอบความครบถ้วนของข้อมูลและเตรียมพร้อมสำหรับการวิเคราะห์ทางสถิติ

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย 3 ส่วน ได้แก่ 1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา เพื่ออธิบายลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา 2) การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปร และ 3) การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบอิทธิพลของผลการประเมินความยั่งยืนและโทนข้อความในรายงาน MD&A ที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ผลการประเมินความยั่งยืน ซึ่งกำหนดเป็นตัวแปรหุ่น โดยให้ค่า 1 หากบริษัทได้รับการประเมิน ESG และ 0 หากไม่ได้รับการประเมิน ESG และคะแนนโทนข้อความใน MD&A กำหนดเป็นคะแนน Sentiment Score ในช่วง -1 ถึง +1 โดยแบ่งเป็นสามด้าน ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม (E-Sentiment) ด้านสังคม (S-Sentiment) และด้านธรรมาภิบาล (G-Sentiment) ตัวแปรตาม ได้แก่ ROE Tobin's Q และ EVA ส่วนตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดบริษัท (size) อายุของบริษัท (age) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE) กำไรต่อหุ้น (EPS) กลุ่มอุตสาหกรรม (IND₁₋₆) และ ปี (year₂₀₂₁₋₂₀₂₄)

แบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ สามารถกำหนดสมการถดถอยเชิงพหุคูณได้ดังนี้

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{i,t} + \beta_2 \text{E-Sentiment}_{i,t} + \beta_3 \text{S-Sentiment}_{i,t} + \beta_4 \text{G-Sentiment}_{i,t} + \beta_5 \text{Size}_{i,t} + \beta_6 \text{Age}_{i,t} + \beta_7 \text{DE}_{i,t} + \beta_8 \text{EPS}_{i,t} + \beta_9 \text{Ind}_{1,i,t} + \beta_{10} \text{Ind}_{2,i,t} + \beta_{11} \text{Ind}_{3,i,t} + \beta_{12} \text{Ind}_{4,i,t} + \beta_{13} \text{Ind}_{5,i,t} + \beta_{14} \text{Ind}_{6,i,t} + \beta_{15} \text{YEAR}_{2021,i,t} + \beta_{16} \text{YEAR}_{2022,i,t} + \beta_{17} \text{YEAR}_{2023,i,t} + \beta_{18} \text{YEAR}_{2024,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่ $Y_{i,t}$ หมายถึง ตัวแปรตามของบริษัท i ในปี t ได้แก่ ROE, Tobin's Q และ EVA ซึ่งทำการวิเคราะห์แยกเป็น 3 แบบจำลอง ได้แก่ แบบจำลองที่ 1 ตัวแปรตาม คือ ROE แบบจำลองที่ 2 ตัวแปรตาม คือ Tobin's Q และแบบจำลองที่ 3 ตัวแปรตาม คือ EVA

ผลการวิจัย

การนำเสนอผลการวิจัยแบ่งออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ 1) ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา 2) ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 3) ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของผลการประเมินความยั่งยืนต่อ ROE, Tobin's Q และ EVA รายละเอียดดังนี้

1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา แสดงในตารางที่ 1 โดยข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์เป็นข้อมูลแบบบริษัท-ปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2563–2567 จำนวนทั้งสิ้น 1,795 ตัวอย่าง และมีจำนวนข้อมูลที่ใช้ได้ครบถ้วนทุกตัวแปรเท่ากับ 1,795 ตัวอย่าง

ตาราง 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	Min	Max	$\bar{X}$	S.D
ESG	0	1	.280	.448
MD&A Sentiment –E–	-.200	.850	.101	.160
MD&A Sentiment –S–	-1.000	1.000	.040	.146
MD&A Sentiment –G–	-.800	1.000	.102	.143
ROE	-54.376	62.892	6.547	12.742
Tobin's Q	.279	10.762	1.374	.976
EVA	-569.010	2,218.010	-12.946	90.073
SIZE	8.470	11.657	9.862	.614
AGE	2.000	142.000	35.220	15.386
D/E	.001	8.082	1.030	.942
EPS	-19.690	21.820	.754	2.345
Ind1 (AGRO)	0	1	.110	.315
Ind2 (TECH)	0	1	.080	.268
Ind3 (RESOURC)	0	1	.100	.304
Ind4 (SERVICE)	0	1	.230	.423
Ind5 (INDUS)	0	1	.180	.383
Ind6 (CONSUMP)	0	1	.080	.268
Year 2021	0	1	.200	.400
Year 2022	0	1	.200	.400
Year 2023	0	1	.200	.400
Year 2024	0	1	.200	.400

หมายเหตุ: ESG เป็นตัวแปรหุ่น โดย 1 หมายถึง บริษัทที่ได้รับการประเมิน ESG และ 0 หมายถึง บริษัทที่ไม่ได้รับการประเมิน ESG ส่วน Ind1–Ind6 เป็นตัวแปรหุ่นของกลุ่มอุตสาหกรรม Year 2021–Year 2024 เป็นตัวแปรหุ่นของปี โดยมีกลุ่มอุตสาหกรรมและปีที่ไม่ได้แสดงในตารางเป็นกลุ่มอ้างอิงในการวิเคราะห์ความถดถอย และ N = 1,795

จากตาราง 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่า ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์มีจำนวนทั้งสิ้น 1,795 ตัวอย่างแบบปีบริษัท โดยตัวแปร ESG มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.280 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ได้รับการประเมิน ESG คิดเป็นประมาณร้อยละ 28.00 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

เมื่อพิจารณาโทนข้อความในรายงาน MD&A พบว่า MD&A Sentiment ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ .101, .040 และ .102 ตามลำดับ ซึ่งมีค่าเป็นบวกทั้งหมด สะท้อนว่าโดยภาพรวมบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างมีการสื่อสารประเด็นด้าน ESG ในรายงาน MD&A เป็นเชิงบวกในระดับต่ำ โดยมีมิติด้านบรรษัทภิบาลและสิ่งแวดล้อมมีค่าเฉลี่ยใกล้เคียงกันและสูงกว่ามิติด้านสังคมเล็กน้อย

สำหรับผลการดำเนินงานทางการเงิน พบว่า ROE มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.547 แสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างโดยเฉลี่ยสามารถสร้าง ROE เป็นบวก ขณะที่ Tobin's Q มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.374 ซึ่งมากกว่า 1 แสดงว่าตลาดประเมินมูลค่ากิจการของบริษัทสูงกว่ามูลค่าทางบัญชีโดยเฉลี่ย อย่างไรก็ตาม EVA มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ

-12.946 สะท้อนว่าโดยเฉลี่ยบริษัทในกลุ่มตัวอย่างยังไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์หลังหักต้นทุนเงินทุนได้

ด้านตัวแปรควบคุมพบว่า SIZE มีค่าเฉลี่ย 9.862 AGE มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 35.220 ปี แสดงว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจระยะเวลาค่อนข้างยาวนาน D/E มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.030 สะท้อนว่าบริษัทโดยเฉลี่ยมีระดับหนี้สินใกล้เคียงกับส่วนของผู้ถือหุ้น EPS มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ .754 แสดงว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างโดยรวมมี EPS เป็นบวกนอกจากนี้ ตัวแปรอุตสาหกรรมและตัวแปรปีเป็นตัวแปรหุ่น

เมื่อพิจารณาการจำแนกกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มบริการมีสัดส่วนสูงที่สุด คิดเป็นประมาณร้อยละ 23 รองลงมาคือ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม คิดเป็นประมาณร้อยละ 18 กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารร้อยละ 11 กลุ่มทรัพยากรร้อยละ 10 และกลุ่มเทคโนโลยีและกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคมีสัดส่วนเท่ากันที่ประมาณร้อยละ 8 ตามลำดับ

2. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร แสดงดังตาราง 2

ตาราง 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ตัวแปร	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. ESG	1										
2. -E-	.270**	1									
3. -S-	.191**	.564**	1								
4. -G-	.165**	.491**	.455**	1							
5. EVA	-.112**	-.161**	-.104**	-.112**	1						
6. ROE	.200**	.038	.106**	.051*	.172**	1					
7. Tobin's Q	.103**	-.035	.062**	.053*	.052*	.400**	1				
8. SIZE	.452**	.289**	.242**	.123**	-.228**	.111**	.001	1			
9. AGE	-.073**	-.013	.036	-.025	-.007	-.082**	-.129**	-.041	1		
10. D/E	.118**	.065**	.059*	.044	-.018	-.162**	-.102**	.408**	-.087**	1	
11. EPS	.103**	.065**	.040	.025	.114**	.355**	.115**	.109**	.131**	-.110**	1

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

หมายเหตุ: N = 1,795 -E-, ย่อมาจาก MD&A Sentiment -E-, -S-, ย่อมาจาก MD&A Sentiment -S-, -G-, ย่อมาจาก MD&A Sentiment -G

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน พบว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ MD&A Sentiment ทั้ง 3 มิติ รวมทั้งมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE และ Tobin's Q แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับ MD&A Sentiment พบว่าโทนข้อความด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ EVA ขณะที่โทนข้อความด้านสังคมและด้านบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE และ Tobin's Q แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทุกคู่ไม่เกิน .800 จึงไม่พบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระในระดับรุนแรง และสามารถนำตัวแปรเข้าสู่การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณในขั้นตอนต่อไปได้

3. การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบอิทธิพลของผลการประเมินความยั่งยืน ROE Tobin's Q และ EVA ตัวแปรอิสระหลัก ได้แก่ ESG, E-Sentiment, S-Sentiment และ G-Sentiment และตัวแปรควบคุม ได้แก่

AGE, D/E, EPS และกลุ่มอุตสาหกรรม การวิเคราะห์ใช้วิธี Enter Method โดยพิจารณาผลจากค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย ค่า Sig. ค่า R² ค่า Adjusted R² และค่าสถิติ F รวมทั้งตรวจสอบภาวะพหุสหสัมพันธ์ด้วยค่า VIF ผลการวิเคราะห์แสดงดังตาราง 3

ตาราง 3 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ

ตัวแปร	ROE	Tobin's Q	EVA
ESG	2.981***(.639) [4.665; <.001]	.165*(.052) [3.181; <.001]	-6.196(5.206) [-1.190; .234]
MD&A Sentiment -E-	-3.852*(2.084) [-1.848; .065]	-.240 (.169) [-1.423; .155]	-38.310 (16.870) [-2.271; .023]
MD&A Sentiment -S-	7.869* (2.230) [3.529; <.001]	.059(.181) [.324; .746]	-11.944(18.123) [-.659; .510]
MD&A Sentiment -G-	1.557(2.100) [.741; .459]	.288*(.170) [1.694; <.090]	-29.988*(16.999) [-1.764; <.078]
SIZE	2.502* (.558) [4.484; <.001]	-.133***(.045) [-2.934; <.003]	-41.166*** (4.440) [-9.273; <.001]
AGE	-.056***(.017) [-3.312; <.001]	-.007***(.001) [-5.084; <.001]	-.113(.138) [-.823; .411]
D/E	-2.404***(.297) [-8.093; <.001]	-.034 (.024) [-1.402; .161]	14.316*(2.426) [5.901; <.000]
EPS	1.417***(.111) [12.806; <.001]	.005(.009) [.551; .582]	3.978***(.932) [4.267; <.001]
Industry Dummy	YES	YES	YES
Year Dummy	YES	YES	YES
R	.587	.519	0.373
R ²	.344	.269	0.139
Adjusted R ²	.337	.261	0.129
F-statistic	46.598***	32.632***	14.335***
Durbin-Watson	1.180	.816	1.548
Max VIF	1.956	1.969	1.887

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001

หมายเหตุ: ค่าบรรทัดแรกคือค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยแบบไม่มาตรฐาน (Unstandardized Coefficient: B) ค่าที่อยู่ในวงเล็บ () คือ Standard Error และค่าที่อยู่ในวงเล็บเหลี่ยม [] คือ t-statistic; p-value ตามลำดับ

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 1 ซึ่งกำหนดให้ ROE เป็นตัวแปรตาม พบว่า แบบจำลองมีค่า Adj. R² เท่ากับ .337 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายความแปรปรวนของ ROE ได้ร้อยละ 33.70 และผลการทดสอบ ANOVA พบว่าแบบจำลองมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่า F เท่ากับ 46.598 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยพบว่า ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ได้รับการประเมิน ESG มีแนวโน้มสร้าง ROE สูงกว่า นอกจากนี้ MD&A Sentiment ด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อ ROE ขณะที่ MD&A Sentiment ด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วน MD&A Sentiment ด้านบรรษัทภิบาลไม่พบอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 2 ซึ่งกำหนดให้ Tobin's Q เป็นตัวแปรตาม พบว่า แบบจำลองมีค่า Adj. R² เท่ากับ .269 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายความแปรปรวนของ Tobin's Q ได้ร้อยละ 26.90 และแบบจำลองโดยรวมมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่า F เท่ากับ 32.632 ผลการวิเคราะห์พบว่า ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ได้รับการประเมิน ESG มีแนวโน้มมีมูลค่ากิจการสูงกว่า เมื่อควบคุมตัวแปรอื่นให้คงที่ สำหรับโทนข้อความในรายงาน MD&A พบว่า MD&A Sentiment ด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ MD&A Sentiment ด้านบรรษัทภิบาลมีแนวโน้มส่งผลเชิงบวกต่อ Tobin's Q ที่ระดับนัยสำคัญ .10 ส่วน MD&A Sentiment ด้านสังคมไม่พบอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 3 ซึ่งกำหนดให้ EVA เป็นตัวแปรตาม พบว่า แบบจำลองมีค่า Adj. R² เท่ากับ .139 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายความแปรปรวนของ EVA ได้ร้อยละ 13.90 โดยแบบจำลองโดยรวมมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่า F เท่ากับ 14.335 ผลการวิเคราะห์พบว่า ESG มีอิทธิพลเชิงลบต่อ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ได้รับการประเมิน ESG มีแนวโน้มมี EVA ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการประเมิน ESG เมื่อควบคุมตัวแปรอื่นให้คงที่ นอกจากนี้ MD&A Sentiment ด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ MD&A Sentiment ด้านสังคมและด้านบรรษัทภิบาลไม่พบอิทธิพลต่อ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุม พบว่า AGE มีอิทธิพลเชิงลบต่อทั้ง ROE, Tobin's Q และ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอายุมากขึ้นอาจมีแนวโน้มผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการลดลงในบางมิติ ส่วน D/E มีอิทธิพลเชิงลบต่อ ROE และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบอิทธิพลต่อ EVA ขณะที่ EPS มีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROE, Tobin's Q และ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าความสามารถในการสร้างกำไรต่อหุ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่สัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินและมูลค่ากิจการของบริษัท

ผลการตรวจสอบภาวะพหุสหสัมพันธ์ พบว่าค่า VIF ของตัวแปรทั้งหมดอยู่ในระดับต่ำ โดยค่าสูงสุดเท่ากับ 1.969 ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด แสดงให้เห็นว่าแบบจำลองไม่พบปัญหาพหุสหสัมพันธ์ในระดับรุนแรง จึงสามารถนำผลการวิเคราะห์ไปใช้ในการสรุปผลการวิจัยได้

จากผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 พบว่า สถานะการได้รับการประเมิน ESG มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินแตกต่างกันตามตัวชี้วัด ผลดังกล่าวสะท้อนว่า การได้รับการประเมิน ESG อาจช่วยส่งเสริมความสามารถในการสร้างผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นและการรับรู้มูลค่ากิจการในตลาดทุน แต่ในขณะเดียวกันอาจสัมพันธ์กับต้นทุนหรือภาระการลงทุนด้านความยั่งยืนที่ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ในระยะสั้น

จากผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 พบว่า E-S-G MD&A Sentiment Score มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินแตกต่างกันตามมิติของโทนข้อความและตัวชี้วัดทางการเงิน โดย MD&A Sentiment ด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อ ROE, Tobin's Q และ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ MD&A Sentiment ด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบอิทธิพลต่อ Tobin's Q และ EVA ส่วน MD&A Sentiment ด้านบรรษัทภิบาลมีแนวโน้มส่งผลเชิงบวกต่อ Tobin's Q ที่ระดับนัยสำคัญ .10 แต่ไม่พบอิทธิพลต่อ ROE และ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

การอภิปรายผล

ผลการวิจัยพบว่า สถานะการได้รับการประเมิน ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROE และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าบริษัทที่ได้รับการประเมิน ESG มีแนวโน้มสร้างผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้น และมีมูลค่ากิจการสูงกว่า สอดคล้องกับ Aydoğmuş et al. (2022) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง ESG combined score (รวมถึงมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม บรรษัทภิบาล) กับมูลค่าและความสามารถในการทำกำไร และสอดคล้องอย่างไรก็ตาม สถานะการได้รับการประเมิน ESG มีอิทธิพลเชิงลบต่อ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจาก EVA คำนึงถึงต้นทุนเงินทุน จึงสะท้อนภาระการลงทุนระยะสั้นของกิจกรรม ESG ได้ชัดเจนกว่าตัวชี้วัดอื่น และสอดคล้องกับ Yoon et al. (2024) ในตลาดเกาหลีที่พบว่าตลาดอาจมองกิจกรรม ESG เป็นภาระต้นทุนในระยะสั้น ซึ่งขัดแย้งกับ Gonçalves et al. (2023b) ที่ศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ในยุโรปและพบว่า ESG score มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ EVA โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่สามารถบูรณาการความยั่งยืนเข้ากับกลยุทธ์หลักขององค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ ความแตกต่างดังกล่าวอาจสะท้อนว่า ผลของ ESG ต่อ EVA ขึ้นอยู่กับบริบทของตลาด ระดับความพร้อมของบริษัท ขนาดกิจการ ความสามารถในการบริหารต้นทุน และระยะเวลาที่ผลตอบแทนจากการลงทุนด้าน ESG จะสะท้อนกลับมาเป็นมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

สำหรับโทนข้อความในรายงาน MD&A พบว่า MD&A Sentiment ด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อ ROE Tobin's Q และ EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจสะท้อนว่าโทนข้อความด้านสิ่งแวดล้อมในรายงาน MD&A ไม่ได้สะท้อนเฉพาะภาพลักษณ์เชิงบวกของกิจการ แต่ยังอาจสะท้อนภาระต้นทุน ความเสี่ยง หรือการปรับตัวของบริษัทต่อข้อกำหนดและมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อม ซึ่งอาจกดดันผลการดำเนินงานทางการเงินในระยะสั้น การตีความดังกล่าวสอดคล้องกับ Chang (2015) ที่ศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมที่ก่อมลพิษสูงในจีน และพบว่า ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (environmental performance) มีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อ Tobin's Q สะท้อนว่าการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมอาจถูกตลาดประเมินเป็นภาระต้นทุนหรือความเสี่ยงในบางบริบทมากกว่า การเพิ่มมูลค่ากิจการในทันที นอกจากนี้ Li et al. (2017) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในจีน ซึ่งสนับสนุนมุมมองว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมอาจสัมพันธ์กับต้นทุน ความเสี่ยง หรือแรงกดดันด้านสิ่งแวดล้อมของกิจการมากกว่าผลตอบแทนทางการเงินในระยะสั้น

ในมิติของการวิเคราะห์ข้อความ งานของ Luo & Zhou (2020) ชี้ให้เห็นว่า tone ในรายงานทางการเงินเป็นข้อมูลที่ผู้มีส่วนได้เสียใช้ตีความเกี่ยวกับแนวโน้ม ความเสี่ยง มูลค่ากิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัท ขณะที่ Yan (2024) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมมีความเกี่ยวข้องกับ ความสามารถในการอ่านเข้าใจง่าย (readability) และโทนอารมณ์ของข้อความ (emotional tone) ของรายงาน MD&A โดยบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อมครอบคลุมมากขึ้นมีแนวโน้มมีรายงาน MD&A ที่อ่านง่ายขึ้นและมีโทนเชิงบวกมากขึ้น ดังนั้น แม้บริษัทจะใช้โทนข้อความด้านสิ่งแวดล้อมในเชิงบวกมากขึ้น แต่เนื่อหาดังกล่าวอาจสะท้อนภาระการดำเนินงาน ต้นทุนการปรับตัว หรือความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมที่ส่งผลกระทบ ROE Tobin's Q และ EVA ในช่วงเวลาที่ศึกษา

ในทางตรงกันข้าม MD&A Sentiment ด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับ Aydoğmuş et al. (2022) ที่พบว่าคะแนน ESG โดยเฉพาะมิติด้านสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ Sirathavornvong et al. (2024) ซึ่งศึกษาบริษัทในดัชนี SET50 และพบว่าคะแนนด้านสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE ผลดังกล่าวสะท้อนว่า การสื่อสารด้านอาจช่วยสนับสนุนประสิทธิภาพการดำเนินงานและความสามารถในการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น

อย่างไรก็ตาม MD&A Sentiment ด้านสังคมไม่พบอิทธิพลต่อ Tobin's Q & EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขัดแย้งกับงานของ Aydoğmuş et al. (2022) ที่พบว่า ESG มีผลต่อทั้งมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร แต่ขนาดและทิศทางของผลแตกต่างกันตามตัวชี้วัด ส่วนงานของ Prabawati & Rahmawati (2022) ซึ่งศึกษาบริษัท 184 แห่งในประเทศสมาชิกอาเซียนและพบว่าคะแนน ESG มีอิทธิพลเชิงลบต่อ Tobin's Q ซึ่งสะท้อนว่าตลาดทุน อาจไม่ได้ตอบสนองต่อ ESG ในทิศทางเดียวกันเสมอไป ส่วน MD&A Sentiment ด้านบรรษัทภิบาลมีแนวโน้มเชิงบวก ต่อ Tobin's Q ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 แต่ไม่พบอิทธิพลต่อ ROE และ EVA ซึ่งอาจสะท้อนว่าข้อความด้านบรรษัทภิบาล มีผลต่อการรับรู้ของนักลงทุนมากกว่าผลการดำเนินงานเชิงบัญชีหรือมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ในระยะสั้น

องค์ความรู้ใหม่

งานวิจัยนี้ก่อให้เกิดองค์ความรู้ใหม่ว่า ผลการประเมินความยั่งยืนและโทนข้อความด้าน ESG ในรายงาน MD&A มีบทบาทต่อผลการดำเนินงานทางการเงินและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในลักษณะที่แตกต่างกันตามตัวชี้วัด โดย ESG Rating มีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROE และ Tobin's Q แต่มีอิทธิพลเชิงลบต่อ EVA สะท้อนว่า ESG อาจช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนและมูลค่ากิจการในตลาดทุน ขณะเดียวกันอาจก่อให้เกิดต้นทุนด้านความยั่งยืนที่กระทบต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ในระยะสั้น

นอกจากนี้ งานวิจัยยังชี้ให้เห็นว่า MD&A Sentiment Score เป็นตัวแปรเชิงคุณภาพที่สามารถใช้ประกอบการอธิบายผลการดำเนินงานทางการเงินได้ โดยโทนข้อความด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงลบต่อ ROE, Tobin's Q และ EVA ขณะที่โทนข้อความด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ROE และโทนข้อความด้านบรรษัทภิบาลมีแนวโน้มเชิงบวก ต่อ Tobin's Q องค์ความรู้ดังกล่าวสะท้อนว่า การใช้ NLP และ AI วิเคราะห์ข้อความในรายงาน MD&A สามารถช่วยเพิ่มมิติการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินจากตัวเลขเชิงปริมาณไปสู่การใช้ข้อมูลเชิงบรรยาย เพื่อทำความเข้าใจผลกระทบของ ESG ต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการได้ลึกซึ้งยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

1.1 บริษัทจดทะเบียนควรกำหนดกลยุทธ์ ESG ควบคู่กับการบริหารต้นทุนและเงินทุน เพื่อให้การลงทุนด้านความยั่งยืนสร้างมูลค่าเพิ่มได้ในระยะยาว

1.2 บริษัทควรเปิดเผยข้อมูล ESG ในรายงาน MD&A อย่างชัดเจน สมดุล และสอดคล้องกับผลการดำเนินงานจริง เพื่อสนับสนุนการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงของกิจการ

1.3 ผู้บริหารควรสื่อสารประเด็น ESG แต่ละด้านอย่างเหมาะสม โดยเฉพาะด้านสิ่งแวดล้อม ซึ่งอาจถูกตีความว่าเกี่ยวข้องกับต้นทุนและความเสี่ยงของกิจการ

1.4 นักลงทุนและนักวิเคราะห์ควรใช้ ESG Rating และ MD&A Sentiment Score ร่วมกับข้อมูลทางการเงินในการวิเคราะห์บริษัท

1.5 หน่วยงานกำกับดูแลควรส่งเสริมมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล ESG และการใช้การประมวลผลภาษาธรรมชาติ (Natural Language Processing: NLP) หรือปัญญาประดิษฐ์ (Artificial Intelligence: AI) เพื่อเพิ่มคุณภาพและความสามารถในการเปรียบเทียบข้อมูล

2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 ควรขยายช่วงเวลาการศึกษาให้ยาวขึ้น เพื่อให้สามารถพิจารณาผลของ ESG และ MD&A Sentiment

ที่อาจสะท้อนต่อผลการดำเนินงานทางการเงินในระยะยาวได้ชัดเจนมากขึ้น

2.2 ควรพิจารณาแยกวิเคราะห์ตามกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากลักษณะการดำเนินงาน ต้นทุนด้าน ESG ความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม และความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียอาจแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรม

2.3 ควรพัฒนาแนวทางการวัด MD&A Sentiment Score ให้มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น โดยเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์จากหลายวิธี เพื่อเพิ่มความแม่นยำและความสามารถในการตรวจสอบซ้ำของผลการวิเคราะห์

เอกสารอ้างอิง

- ศศิกันต์ ลัทธิตธรรม. (2567). ผลกระทบของ ESG ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินในระยะยาวของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET). การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยการบัญชีและการบริหารการเงิน มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(Suppl. 2), S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>.
- Chang, K. (2015). The effect of environmental performance and preference disclosure on financial performance: Empirical evidence from unbalanced panel data of heavy-pollution industries in China. *Journal of Industrial Engineering and Management*, 8(1), 21–36. <https://doi.org/10.3926/jiem.1240>.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Gonçalves, T. C., Barros, V., & Avelar, J. V. (2023a). Environmental, social and governance scores in Europe: What drives financial performance for larger firms? *Economics and Business Letters*, 12(2), 121–131. <https://doi.org/10.17811/eb1.12.2.2023.121-131>.
- Gonçalves, T. C., Louro, D., & Barros, V. (2023b). Can corporate sustainability drive economic value added? Evidence from larger European firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(4), Article 215. <https://doi.org/10.3390/jrfm16040215>.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). *The balanced scorecard: Translating strategy into action*. Harvard Business School Press.
- Li, F. (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings: A naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049–1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>.
- Luo, Y., & Zhou, L. (2020). Textual tone in corporate financial disclosures: A survey of the literature. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17, 101–110. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00077-y>.
- Prabawati, P. I., & Rahmawati, I. P. (2022). The effects of environmental, social, and governance (ESG) scores on firm values in ASEAN member countries. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 26(2), 119–129. <https://doi.org/10.20885/jaai.vol26.iss2.art2>.
- Sahu, A. K., Debata, B., & Dash, S. R. (2024). Manager sentiment, policy uncertainty, ESG disclosure and firm performance: A large language model in corporate landscape. *International Journal of Accounting & Information Management*, 32(5), 858–882. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2023-0206>.

- Sirathavornvong, K., Sukcharoensin, P., & Tiyarattanachai, R. (2024). The relationship between ESG and financial performance of the companies listed in SET50. *Development Economic Review*, 18(2) , 75– 93
<https://so06.tci-thaijo.org/index.php/NER/article/view/274953>.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
<https://doi.org/10.2307/1882010>.
- Stewart, G. B., III. (1991). *The quest for value: A guide for senior managers*. HarperBusiness.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.
[https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:stratm:v:18:y:1997:i:4:p:303–319](https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:stratm:v:18:y:1997:i:4:p:303-319).
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015–2020. NYU Stern Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management.
https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf.
- Yan, H. (2024). Environmental information disclosure, earnings quality and the readability and emotional tendencies of management discussion and analysis. *Finance Research Letters*, 60, Article 104913.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104913>.
- Yoon, B., Lee, J. H., & Cho, J. H. (2024). Corporate social responsibility and financial performance: New evidence from the Korean market. *SAGE Open*, 14(2), 1–17. <https://doi.org/10.1177/21582440241255196>.