

# ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัทต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ : กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100)

วรวรรณ อธิเลิศรัตนไกร<sup>1</sup> ดร.วัฒนชัย แสงสุวรรณ<sup>2\*</sup>

ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ<sup>3</sup>

<sup>1</sup> นักวิชาการอิสระ

<sup>2,3</sup> ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

\* ผู้ประพันธ์บรรณกิจ

วันที่ได้รับบทความ: 23 สิงหาคม 2568 | วันที่แก้ไขบทความ: 29 พฤศจิกายน 2568 | วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 12 ธันวาคม 2568

## บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล (ESG) ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) การศึกษานี้ใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณและสมการถดถอยกำลังสองในการวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 270 ตัวอย่าง ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงและเส้นโค้งอย่างมีนัยสำคัญระหว่างคะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิอ้างอิงจากการศึกษาในอดีตที่กล่าวว่าการไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับผลประกอบการทางการเงินมักเกิดขึ้นในประเทศที่กำลังพัฒนาหรือเป็นผลมาจากการฟอกเขียว

**คำสำคัญ:** สิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล (ESG) ผลการดำเนินงานทางการเงินขององค์กร อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ

# The Relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) Score Toward Return on Net Operating Assets: Case Study of Listed Company in the Stock Exchange of Thailand the First 100 Stocks (SET100)

Vorawat Athilertrattanakrai<sup>1</sup> Dr.Wattanachai Sangsuwan<sup>2\*</sup>  
Dr.Teerachai Arunruangsirilert<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Independent Scholar

<sup>2,3</sup>Assistant Professor Department of Accounting, Thammasat Business School, Thammasat University

\*corresponding author

---

Received: August 23, 2025 | Revised: November 29, 2025 | Accepted: December 12, 2025

---

## Abstract

This research aims to study the relationship between Environmental, Social and Governance (ESG) Score toward Return on Net Operating Assets: case study of listed company in The Stock Exchange of Thailand the first 100 stocks (SET100). In this study, multiple linear regression analysis and quadratic regression analysis were used to analyze the information of the group of samples totaling 270 samples. The study discovered that there was neither a significant linear nor non-linear relationship between ESG Score and Return on Net Operating Assets which may be attributed to prior studies indicating that developing countries may fail to identify a significant relationship between ESG scores and financial performance, or it could be due to greenwashing.

**Keywords:** Environmental, Social, and Governance (ESG), Corporate Financial Performance, Return on Net Operating Assets

## 1. บทนำ

ปัจจุบันทั่วโลกได้ให้ความสำคัญเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) หรือ ESG โดยมุ่งเน้นไปที่การใส่ใจเกี่ยวกับโลก มากกว่าการมุ่งเน้นไปที่ความสำเร็จเท่านั้น การเปิดเผยข้อมูล ESG ซึ่งให้เห็นถึงการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืนและความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งมีความสำคัญทั้งต่อนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในการนำไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนและการมีส่วนร่วมต่อองค์กร (จิราวัฒน์ แสงเปา, 2566) ดังนั้น ESG จึงไม่เพียงแต่เป็นแนวปฏิบัติด้านจริยธรรมและความรับผิดชอบต่อสังคมเท่านั้น แต่ยังสามารถสะท้อนถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานและศักยภาพทางการเงินของบริษัทได้อีกด้วย (สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย, 2562) หลายองค์กรในประเทศไทยในปัจจุบันได้ริเริ่มและเปิดเผยในเรื่องของ ESG มากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การเปิดเผยข้อมูลทางด้าน ESG นั้นมีการจัดประเมิน ให้คะแนน โดยมีการจัดลำดับรายชื่อบริษัทที่ให้ความสำคัญและดำเนินงานทางด้านนี้จากหลายหน่วยงานทั้งจากในประเทศไทย เช่น สถาบันไทยพัฒนา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และยังมีการประเมินโดยหน่วยงานจากต่างประเทศ เช่น Bloomberg, Thomson Reuter Refinitiv Eikon (ปัจจุบันคือ LSEG Workspace), MSCI หรือ Morningstar เป็นต้น

ประเทศไทยให้ความสำคัญและความสนใจเรื่องสิ่งแวดล้อมเริ่มต้นมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 โดยประเทศไทยได้ตราพระราชบัญญัติส่งเสริมและรักษาสภาพสิ่งแวดล้อม และได้ก่อตั้งสำนักงานคณะกรรมการสิ่งแวดล้อมแห่งชาติขึ้น แต่นิยาม แนวปฏิบัติ หรือการให้ความสำคัญในประเด็นแต่ละด้านมีความแตกต่างกันไปตามบริบทการเปลี่ยนแปลงในแต่ละช่วงเวลาและนโยบายของประเทศ การเปิดเผยและประเมินข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลในประเทศไทย เริ่มต้นครั้งแรกในปี พ.ศ. 2554 ซึ่งเป็นการประเมินในมิติด้านการกำกับดูแลกิจการหรือธรรมาภิบาลเพียงด้านเดียว ผ่านโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน หรือ Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นผู้สนับสนุนสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ให้เป็นผู้ดำเนินการประเมินบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย ต่อมาในปี พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการประกาศเพิ่มเกณฑ์การประเมินเพิ่มเติม เพื่อให้สามารถครอบคลุมตามความต้องการของผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียอย่างรอบด้าน งานวิจัยในอดีตกล่าวว่าธุรกิจที่มีระดับของ ESG ที่ดี จะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการแข่งขัน และความสามารถในการเติบโตในระยะยาว (จิตรลดา บุญมา, 2567) อย่างไรก็ตาม มีข้อโต้แย้งว่าการปฏิบัติตามหลักการ ESG นั้น เป็นการเพิ่มต้นทุนให้กับธุรกิจ และลดความสามารถในการแข่งขันขององค์กรให้ลดลง (ภัสสิริ ศรสงคราม, 2560)

งานวิจัยในอดีตได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) และความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท ผลลัพธ์จากการศึกษานั้นมี 4 แนวทาง แนวทางแรกเป็น แนวทางที่ส่งผลไปในทิศทางบวก กล่าวคือเมื่อลงทุนในกิจกรรม ESG จะส่งผลให้ผลประโยชน์การดำเนินงานดีขึ้น โดยให้เหตุผลว่ากลยุทธ์ ESG ช่วยสร้างมูลค่าและเพิ่มผลประโยชน์ให้กับองค์กรเนื่องจากการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืนช่วยให้บริษัทสามารถขยายเข้าสู่ตลาดใหม่ เสริมความแข็งแกร่งในตลาดเดิมได้ ช่วยลดต้นทุนและลดความเสี่ยงในการประกอบกิจการ (Kruger, 2015; Simin Chen, et al., 2023; Wheland et al., 2020) แนวทางที่สองเป็น แนวทางที่ส่งผลไปในทิศทางลบ กล่าวคือ เมื่อลงทุนในกิจกรรม ESG ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง (Amar R., et al., 2023; Capelle-Blancard & Monjon, 2012; Friede, et al., 2015; Ghassan H. Mardini, 2022; Margolis, et al., 2009) แนวทางที่สามเป็นความสัมพันธ์แบบผสม กล่าวคือ การลงทุนในกิจกรรม ESG ส่งผลต่อผลประโยชน์การดำเนินงานเป็นในทางบวกบางรายการ เช่น ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดีขึ้น แต่กลับส่งผลทางลบกับมูลค่าของกิจการ โดยให้เหตุผลว่าผลกระทบจากการลงทุนในกิจกรรม ESG นั้นใช้เวลานานกว่าจะส่งผลออกมาในเชิงประจักษ์ หากระยะเวลาศึกษาน้อยเกินไปอาจไม่เพียงพอที่จะสะท้อนให้เห็นถึงแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงในระยะยาว (George G., et al., 2022; Natalia,

et al., 2023; Viviane N., et al., 2021) แนวทางที่สี่ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลประกอบการ โดยอ้างว่าการลงทุนในกิจกรรม ESG บางประการต้องใช้เวลาที่จะส่งผลกระทบต่อออกมาในเชิงประจักษ์ เช่นเดียวกับกลุ่มที่พบความสัมพันธ์แบบผสม นอกจากนี้ยังอ้างว่าการไม่พบความสัมพันธ์เกิดจากการที่บริษัทใช้ประโยชน์จากการฟอกเขียว (Greenwash) เพื่อตบตาผู้มีส่วนได้เสียว่าองค์กรได้ทำการลงทุนเพื่อความยั่งยืนในการสร้างความชอบธรรม และยกระดับการยอมรับจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งส่วนใหญ่มักเกิดมาจากการการศึกษาในประเทศกำลังพัฒนา (ภัสสิริ ศรสงคราม, 2560; David J., et al., 2020; Frida & Mattias, 2019) นอกจากนี้งานวิจัยอื่นในอดีตสรุปถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลประกอบการทางการเงินว่ามีความสัมพันธ์แบบเส้นโค้งระฆังคว่ำ โดยอธิบายว่าการลงทุนในกิจกรรม ESG จะส่งผลดีต่อองค์กร แต่หากมีการลงทุนที่มากเกินไปจะส่งผลให้ผลประกอบการทางการเงินลดต่ำลง โดยให้เหตุผลว่าปัจจัยที่ก่อให้เกิดประโยชน์เมื่อมีมากจนเกินไปจะส่งผลกระทบในทางลบ (Amina B., et al., 2021; Samar Salama Mohamed Saleh, 2025; Xiaodong T., et al., 2022; Xiaoping Z., et al., 2019)

ทั้งนี้ จากการศึกษาในประเทศไทย รชตะ ศิลปวงษา (2565) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติกับอัตราส่วน Tobin's Q และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีทนชัย สุทธิพันธุ์ และคณะ (2566) ศึกษาการรายงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทโดยเทียบจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ พบว่าการรายงาน ESG ส่งผลไปในทางที่ดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และ ณัชชา ชุนรัตน์ชัย และ ฉัตรมงคล วงศ์รัฐนันท์ (2567) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลคะแนน ESG กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าผลการประเมินคะแนน ESG ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางบัญชีที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) แต่ผลการประเมินคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการตลาดที่วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q

จากผลการศึกษาข้างต้นซึ่งค้นพบความสัมพันธ์ที่แตกต่างหลายรูปแบบ ไม่สามารถสรุปทิศทางได้ การวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG และผลประกอบการทางการเงินผ่านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ ซึ่งเป็นหนึ่งในอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานหลักของบริษัทในการสร้างกำไรจากการดำเนินงานสุทธิที่เกิดขึ้นจากการใช้สินทรัพย์ดังกล่าว งานวิจัยนี้เก็บข้อมูลจากบริษัทที่มีรายชื่อปรากฏอยู่ในดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) ตั้งแต่ปี 2562-2566 และคะแนน ESG จากฐานข้อมูล LSEG Workspace

ผลการวิจัยพบว่าไม่พบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงและเส้นโค้งอย่างมีนัยสำคัญระหว่างคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามผลการศึกษาของ David J. et al., (2020) ที่พบว่าในประเทศที่กำลังพัฒนานั้นอาจไม่สามารถพบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับผลประกอบการทางการเงิน หรืออาจเป็นไปตามผลการศึกษาของ Frida และ Mattias (2019) ที่สรุปไว้ว่าประเทศที่ได้มีการส่งเสริมให้ประชาชนตระหนักถึงความยั่งยืนพร้อมทั้งปลูกฝังและให้ความสำคัญกับความยั่งยืนมาเป็นเวลานาน ทำให้บริษัทในประเทศดังกล่าวเลือกที่จะทำการฟอกเขียวตนเองเพื่อให้ภาพลักษณ์ของตนนั้นดูดีในสายตาของผู้บริโภค

ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัท ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีหลายประการ ประการแรกเพื่อทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ดำเนินงาน รวมถึงผลกระทบจากเปิดเผยข้อมูล ESG เพื่อใช้เป็นแนวทางในการออกแบบและกำหนดทิศทางการกำกับดูแลกิจการอย่างยั่งยืนสำหรับผู้บริหารองค์กร และใช้เป็นแนวทางในการส่งเสริมให้บริษัทให้ความสำคัญกับ

การพัฒนาที่ยั่งยืน ควบคู่กับการบริหารจัดการทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ ประการที่สองเพื่อให้หน่วยงานที่ทำหน้าที่ในการกำกับดูแล เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถาบันไทยพัฒนา นำผลที่ได้จากการศึกษานี้ไปต่อยอดในการวางรากฐานและพัฒนามาตรฐานการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัท ประการที่สามเพื่อให้ข้อมูลในการสนับสนุนต่อการตัดสินใจที่สำคัญแก่ผู้ใช้งบการเงิน เช่น นักลงทุนสามารถนำข้อมูลไปใช้วิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนตามหลักแนวคิด ESG ว่าธุรกิจที่ยั่งยืนนำไปสู่ผลตอบแทนจากการดำเนินงานในระยะยาว ประการสุดท้ายเพื่อเป็นประโยชน์เชิงวิชาการเพื่อเป็นพื้นฐานต่อการวิจัยในอนาคตที่ศึกษาความสัมพันธ์ของความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัท ต่ออัตราผลตอบแทนจากการดำเนินงาน

โครงสร้างของงานวิจัยนี้ประกอบด้วยกรอบทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน วิธีดำเนินการวิจัย ผลการศึกษา สรุปและอภิปรายผลการศึกษา ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะต่อการศึกษาในอนาคต

## 2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100)

2.2 เพื่อวิเคราะห์ผลลัพธ์จากการลงทุนของบริษัทในกิจกรรม ESG หากมีการลงทุนที่มากเกินไป อาจส่งผลในทางลบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ

## 3. การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

### 3.1 แนวคิดเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG)

แนวคิดเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล หรือ ESG เป็นแนวคิดที่เริ่มได้รับความนิยมมาตั้งแต่ พ.ศ. 2547 จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2549 ทาง United Nations ได้ออกหลักการ Principles for Responsible Investment (PRI) ขึ้นมา ซึ่งเป็นการนำเอาเรื่องของ ESG เข้ามาพิจารณาพร้อมกับกระบวนการลงทุน เอื้อให้ผู้ลงทุนสามารถคาดการณ์ถึงผลประโยชน์ในอนาคตของกิจการตามแนวคิดเกี่ยวกับการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืน และเป็นตัวชี้วัดว่าองค์กรมีความรับผิดชอบต่อโลกอย่างไรและมีแนวโน้มในการพัฒนาองค์กรให้เติบโตอย่างยั่งยืนได้อย่างไรภายใต้แนวโน้มของการทำธุรกิจที่ต้องคำนึงถึงความยั่งยืนเป็นหลักที่นักลงทุนมักจะใช้ประกอบการพิจารณาการลงทุนในธุรกิจใหม่ ๆ (สถาบันไทยพัฒนา, ม.ป.ป.) โดย ESG ประกอบด้วย 3 เสาหลัก ดังนี้

- เสาหลักที่ 1 เสาหลักด้านสิ่งแวดล้อม (Environment): เป็นหลักเกณฑ์ที่คำนึงถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การดูแลทรัพยากรธรรมชาติ การใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ การบริหารจัดการของเสีย และการเตรียมความพร้อมเพื่อรับมือกับความเปลี่ยนแปลงด้านสภาพอากาศ
- เสาหลักที่ 2 เสาหลักด้านสังคม (Social): เป็นหลักเกณฑ์ที่ชี้วัดว่าองค์กรมีความสามารถในการจัดการความสัมพันธ์และสื่อสารกับสังคม มีส่วนร่วมกับชุมชน มีความปลอดภัยในการทำงาน รวมถึงสิทธิมนุษยชน และการปฏิบัติต่อพนักงาน
- เสาหลักที่ 3 เสาหลักด้านธรรมาภิบาล (Governance): เป็นหลักเกณฑ์ที่ชี้วัดว่าองค์กรมีการบริหารจัดการเรื่องความสัมพันธ์ในเชิงของการกำกับดูแลอย่างไร ซึ่งการบริหารจัดการนี้ต้องมีความโปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย โครงสร้างการบริหาร ความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อผู้บริหาร และสิทธิของผู้ถือหุ้น

ต่อมาในปี พ.ศ. 2558 องค์กรสหประชาชาติได้เปิดเผยเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) จำนวน 17 เป้าหมาย ตามภาพที่ 1 ซึ่งเป็นพันธะสำหรับประเทศสมาชิกจำนวน 193 ประเทศ

ซึ่งรวมถึงประเทศไทย โดยเป้าหมายเหล่านี้จะถูกลำดับเป็นแนวทางในการพัฒนาอย่างยั่งยืนจนถึงปี พ.ศ. 2573 เพื่อให้บรรลุเป้าหมายภายใน 15 ปี

จากการออกเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน 17 ประการนั้นจะเห็นได้ว่าการนำหลักการของ ESG มาถือปฏิบัติสามารถที่จะเชื่อมโยงไปกับหลักปฏิบัติทางสังคมและเศรษฐกิจที่ในระดับมหภาคเพื่อดำเนินรอยตามหลักนโยบายของประเทศที่ร่วมตกลงกัน หลัก ESG จึงได้กลายเป็นแนวทางสำหรับการทำธุรกิจอย่างยั่งยืนซึ่งบริษัทต่าง ๆ ควรนำไปใช้ในกิจกรรมของตน เพื่อเป็นการพัฒนาค่านิยมร่วมกันที่สะท้อนถึงศักยภาพของตลาดและความต้องการในสังคม รวมถึงการดำเนินนโยบายเพื่อแนวทางที่ยั่งยืนและครอบคลุมซึ่งจะเป็นพื้นฐานสำหรับการเติบโตทางเศรษฐกิจและความเป็นอยู่ที่ดี (สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย, ม.ป.ป.)



ภาพที่ 1 เป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน

โดยในปี พ.ศ. 2566 มีสถาบันทางการเงินมากกว่า 5,000 แห่งได้เข้าร่วมลงนามภายใต้หลักปฏิบัติ 6 ประการของ Principles for Responsible Investment (PRI) ซึ่งพัฒนาขึ้นโดยการสนับสนุนของโครงการสิ่งแวดล้อมแห่งสหประชาชาติว่าด้วยข้อริเริ่มด้านการเงิน (United Nations Environment Program Finance Initiative: UNEP-FI) และข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ (United Nations Global Compact: UNGC) ซึ่งมีการยื่นรายงานการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล อย่างเป็นทางการเป็นประจำ ทำให้หลักปฏิบัติของ Principles for Responsible Investment (PRI) เป็นมาตรฐานสากลสำหรับการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบ (PRI Association, 2024) หลักปฏิบัติ 6 ประการของ Principles for Responsible Investment (PRI) ประกอบด้วย

หลักการที่ 1: การผนวกประเด็น ESG เข้าไว้ในการวิเคราะห์และกระบวนการตัดสินใจลงทุน

หลักการที่ 2: การใช้สิทธิ์หรือออกเสียงในฐานะผู้ถือครองหลักทรัพย์ และผนวกประเด็น ESG เข้าไว้ในนโยบายและข้อปฏิบัติในการถือครองหลักทรัพย์

หลักการที่ 3: การแสวงหารายการเปิดเผยข้อมูลในประเด็น ESG อย่างเหมาะสมจากกิจการที่เข้าไปลงทุน

หลักการที่ 4: การส่งเสริมให้เกิดการรับและนำหลักการลงทุนที่รับผิดชอบต่อใช้ในแวดวงการลงทุน

หลักการที่ 5: การทำงานร่วมกันเพื่อขยายประสิทธิผลของการนำหลักการลงทุนที่รับผิดชอบต่อปฏิบัติ

หลักการที่ 6: การรายงานกิจกรรมและความก้าวหน้าในการนำหลักการลงทุนที่รับผิดชอบต่อปฏิบัติในรายกิจการ

### 3.2 ผลการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของบริษัท (ESG Rating)

ในปัจจุบัน มีหลายหน่วยงานทั้งภายในและภายนอกประเทศที่มีการประเมิน ESG ยกตัวอย่างเช่นในประเทศ ได้แก่ สถาบันไทยพัฒนา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต่างประเทศ ได้แก่ Bloomberg, LSEG Workspace, MSCI, และ Morningstar

ในประเทศไทย การประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลของบริษัท โดยสถาบันไทยพัฒนา จะคัดเลือกหลักทรัพย์จากกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการดำเนินงานโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social and Governance) จำนวน 100 หลักทรัพย์ จากการจัดอันดับโดยสถาบันไทยพัฒนา เพื่อให้เป็นดัชนีอ้างอิง (Underlying Index) สำหรับการออกผลิตภัณฑ์ทางการเงิน โดยเฉพาะที่มุ่งเน้นการลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable Investment) โดยใช้การคำนวณดัชนีด้วยวิธีถ่วงน้ำหนักหลักทรัพย์เท่ากัน (Equal Weighted Index) คือ ให้ความสำคัญกับหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของดัชนีเท่ากันทุกหลักทรัพย์ เพื่อให้สะท้อนความเปลี่ยนแปลงราคาของแต่ละหลักทรัพย์ในดัชนีได้อย่างชัดเจน โดยไม่ขึ้นกับขนาดของหลักทรัพย์ เหมาะสมต่อการนำมาคำนวณในดัชนีเพื่อใช้อ้างอิงสำหรับการออกผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (สถาบันไทยพัฒนา, ม.ป.ป.) และส่วนที่ได้รับการประเมินโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประเมินจากบริษัทจดทะเบียนที่สมัครใจเข้าร่วมตอบแบบประเมินความยั่งยืน โดยการประเมินจะครอบคลุมคำถามในมิติ ESG และจะมีการทบทวนแบบประเมินทุกปีให้สอดคล้องกับบริบทและแนวโน้มด้านความยั่งยืน ทำการประเมินความยั่งยืนปีละ 1 ครั้ง โดยแบ่งออกเป็น 4 ระดับคือ BBB, A, AA และ AAA บริษัทที่มีผลคะแนนต่ำกว่า 50 คะแนน หรือต่ำกว่า BBB จะถือว่าเป็นบริษัทที่มีคุณสมบัติไม่ปฏิบัติตามเกณฑ์ และจะถูกคัดออกจาก SET ESG Ratings ทั้งนี้ข้อมูลจาก SET ESG Ratings นั้นมุ่งเน้นเพื่อเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับนักลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน (ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน, ม.ป.ป.)

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล LSEG Workspace ซึ่งเป็นผู้ให้บริการแพลตฟอร์มด้านการเงินและการจัดการความเสี่ยงในระดับแนวหน้าของโลกและเป็นหน่วยงานกลางในการทำหน้าที่ประเมิน ESG เพื่อลดอคติและความคลาดเคลื่อนของข้อมูล (Dyck, et al., 2019) นอกจากนี้ ข้อมูลที่ได้จากฐานข้อมูล LSEG Workspace มีการกระจายตัวสูงทำให้สามารถเปรียบเทียบกันได้ (Kurt D. & Mircea E., 2015) ในการวัดค่า ESG ใน LSEG Workspace นั้น จะพิจารณาจากสารสนเทศที่เปิดเผยเป็นข้อมูลต่อสาธารณะ เช่น รายงานประจำปี เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ ข่าวสารของทางบริษัท เป็นต้น ทั้งนี้ ข้อมูล ESG Score จากฐานข้อมูล LSEG Workspace ได้จัดทำ “LSEG ESG scores” โดยแบ่งออกเป็น 10 หมวดหมู่ คะแนนจากแต่ละหมวดหมู่จะถูกนำไปใช้ในการจัดทำคะแนนของแต่ละเสาหลักตามตารางที่ 1

**ตารางที่ 1** ตารางแสดงการจัดหมวดหมู่ในเสาหลัก ESG (LSEG, 2024)

ช่วงคะแนน	ระดับคะแนน	ความหมาย
(1) การใช้ทรัพยากร	(4) การใช้แรงงาน	(8) การบริหารจัดการ
(2) การปล่อยแก๊สเรือนกระจก	(5) สิทธิมนุษยชน	(9) ผู้ถือหุ้น
(3) นวัตกรรม	(6) ความเป็นชุมชน	(10) การวางกลยุทธ์ด้านความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร
	(7) ความรับผิดชอบต่อผลิตภัณฑ์	

### 3.3 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory: ST) นี้มีจุดเริ่มต้นในช่วงทศวรรษที่ 1960 เมื่อสถาบันวิจัยสแตนฟอร์ด (Stanford Research Institute) ได้เสนอแนวคิดเรื่องผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเป็นครั้งแรก โดยเน้นย้ำว่าองค์กรจำเป็นต้องได้รับการสนับสนุนไม่เพียงแต่จากผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังรวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ เพื่อให้องค์กรดำรงอยู่และเติบโตได้ แม้ว่าผู้ถือหุ้นและผู้บริโภค คือกลุ่มที่มีอิทธิพลต่อบริษัทเป็นหลัก แต่สังคมและสิ่งแวดล้อมต้องได้รับความสำคัญในระดับเดียวกันเพื่อการสร้างคุณค่าเพิ่มเติม การบริหารจัดการผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างมีประสิทธิภาพ และความร่วมมือกับองค์กรด้านสิ่งแวดล้อมและหน่วยงานกำกับดูแล สามารถนำไปสู่ประโยชน์ด้านสิ่งแวดล้อมอย่างมีนัยสำคัญซึ่งผู้มีส่วนได้เสียประกอบด้วยกลุ่มและบุคคลที่มีอิทธิพลต่อองค์กร หรือได้รับผลกระทบจากองค์กร เช่น สังคมพลเมือง ชุมชน ลูกค้า พนักงาน รัฐบาล ผู้ถือหุ้น และบุคคลหรือองค์กรที่ทำหน้าที่จัดหาและส่งมอบสินค้าหรือบริการให้กับองค์กร (Freeman, 1984; Grewatsch & Kleindienst, 2017) กล่าวโดยสรุปทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียถูกนำมาใช้อธิบายถึงความต้องการที่จะประสบผลสำเร็จในการดำเนินธุรกิจ โดยองค์กรต้องตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มเพื่อให้กิจการสามารถดำรงอยู่ได้ นอกจากนี้ หากกิจการแสดงความเพิกเฉยต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย กิจการก็จะไม่สามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับตัวกิจการเองได้ (Jensen, 2001; Orlitzky et al., 2003)

### 3.4 ทฤษฎีทรัพยากร (Resource Based Theory)

ทฤษฎีทรัพยากร (Resource Based Theory) มีพื้นฐานมาจากทฤษฎีการเจริญเติบโตจากภายใน (Endogenous Growth Theory) อันเกิดจากการจัดการทรัพยากรขององค์กรในเชิงกลยุทธ์เพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน (Akio, 2005; Wernerfelt, 1984) การให้ความสำคัญกับทรัพยากร (Resources) และความสามารถในการจัดการทรัพยากร (Capabilities) ภายในองค์กร เพื่อให้องค์กรมีประสิทธิภาพในการสร้างความได้เปรียบและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันอย่างยั่งยืนในยุคที่สังคม เศรษฐกิจ และฐานความรู้มีการเปลี่ยนแปลงทั้งในระดับบุคคล องค์กร รวมถึงระดับโลก อันเป็นผลจากความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีและข้อมูลสารสนเทศ (Barney, 2018) กล่าวโดยสรุปคือองค์กรจำเป็นต้องเรียนรู้ความสัมพันธ์ในการทำงานให้มีประสิทธิภาพและรวดเร็วกว่าคู่แข่ง โดยการพิจารณาจุดอ่อนและจุดแข็งของทรัพยากรที่มีอยู่ภายในองค์กร เพื่อตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงและความต้องการตามสภาพแวดล้อมภายนอกองค์กร ความต้องการของลูกค้าที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว และเพื่อแก้ไขหรือปรับปรุงทรัพยากรภายในที่เป็นจุดอ่อนขององค์กร โดยองค์กรที่มีความสามารถในการจัดการกับทรัพยากรได้อย่างยั่งยืน ย่อมมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าองค์กรอื่น

### 3.5 ผลประกอบการทางการเงิน (Corporate Financial Performance: CFP)

ผลประกอบการทางการเงิน เป็นตัวชี้วัดถึงความสามารถในการดำเนินงาน และความสำเร็จในการสร้างรายได้ขององค์กรตลอดช่วงระยะเวลา (Astrin K., et al., 2021) โดยวัดจาก สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้ ค่าใช้จ่าย และความสามารถในการทำกำไร ผ่านการใช้สูตรคำนวณที่เกี่ยวข้องทางธุรกิจที่ช่วยให้ผู้ใช้สามารถคำนวณข้อมูลประสิทธิภาพการทำงานขององค์กรได้อย่างแม่นยำ (Corporate Finance Institute, n.d.) บริษัทที่มีผลประกอบการทางการเงินที่อยู่ในระดับสูงและมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ย่อมมีการดำเนินงานของกิจการที่มีประสิทธิภาพ เอื้อต่อการรักษาความสามารถในการทำกำไรอย่างมั่นคงของบริษัท และส่งผลให้ราคาหุ้นมีความผันผวนในระดับต่ำ (Pinheiro, et al., 2023) ในช่วงแรก การลงทุนใน ESG อาจเพิ่มภาระทางการเงินและต้นทุนของบริษัทในระยะเวลาดำเนินการสั้น ๆ แต่การลงทุนเพื่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลจะส่งผลให้การดำเนินงานและประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัทดีขึ้นได้ในระยะยาว (Jin & Lei, 2023) นอกจากนี้ การดำเนินกิจกรรมเพื่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ยังส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการบริหารลดลง รวมถึงการลงทุนอย่างมีแบบแผน เช่น การใช้พลังงานหมุนเวียน การบำบัดน้ำเสียกลับมา

ใช้ใหม่ และการดำเนินธุรกิจแบบเศรษฐกิจหมุนเวียน ไม่ได้เป็นเพียงแค่การพัฒนาการจัดการต้นทุนการผลิต แต่ยังสามารถเป็นเกราะกำบังด้านความผันผวนของต้นทุนวัตถุดิบ และเสถียรภาพทางการเงิน (Kerrin D., 2025)

โดยการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินที่ได้ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับผลประกอบการทางการเงิน คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Waddock & Graves, 1997; McWilliams & Siegel, 2000; Garcia-Castro, et al., 2010) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรสุทธิ (Net Income) หารด้วยสินทรัพย์รวม (Total Assets) อย่างไรก็ตาม การคำนวณโดยวิธีนี้รวมรายได้จากกิจกรรมทางการเงินและกิจการดำเนินงาน โดยรายได้จากดอกเบี้ย ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกิจกรรมทางการเงินถูกรวมอยู่ในกำไรสุทธิซึ่งเป็นตัวเศษของสมการ และมีสินทรัพย์ทางการเงินรวมอยู่ในสินทรัพย์รวมซึ่งเป็นตัวส่วนของสมการ ดังนั้นอัตราส่วนทางการเงินนี้จึงผสมผลตอบแทนจากการดำเนินงานเข้ากับผลตอบแทนจากการนำเงินสดส่วนเกินไปลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงิน

### 3.6 ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Return on Net Operating Asset: RNOA)

Return on Operating Assets (RNOA) หรือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ คือ อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดประสิทธิผลในการใช้สินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานหลักของบริษัทในการสร้างกำไรจากรายได้ที่เกิดขึ้นจากการใช้สินทรัพย์ดังกล่าว โดยคำนวณได้จากการหารกำไรสุทธิจากการดำเนินงานด้วยสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Stephen H. Penman, 2012) โดย

กำไรจากการดำเนินงาน (Operating Income) คำนวณจากการนำรายได้จากการดำเนินงาน หักค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานโดยมีวิธีการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Operating Income} = \text{Operating Revenues} - \text{Operating Expenses}$$

สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Assets) เป็นสินทรัพย์ที่องค์กรใช้ในกิจกรรมสร้างรายได้ เช่น ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ เป็นต้นโดยมีวิธีการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Net Operating Assets} = \text{Total Assets} - \text{Non Operating Assets} - \text{Operating Liabilities}$$

การคำนวณผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่างจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในส่วนที่มีการแบ่งแยกกิจการดำเนินงานและกิจการจัดหาเงินออกจากกันได้อย่างเหมาะสม ไม่มีการปันส่วนของผลการดำเนินงานไปยังกิจการจัดหาเงิน ดังนั้น ผลจากการคำนวณผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจึงสูงกว่าผลตอบแทนจากสินทรัพย์ นอกจากนี้ยังใกล้เคียงกับการคำนวณผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติ ดังนั้นผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจึงเป็นดัชนีชี้วัดที่แสดงให้เห็นถึงความสามารถของบริษัทในการนำทรัพยากรหลักในการดำเนินธุรกิจมาใช้ว่ามีประสิทธิผลมากน้อยเพียงใด และเป็นหนึ่งในดัชนีที่บ่งบอกถึงศักยภาพในการสร้างมูลค่าให้กับองค์กรอีกด้วย (Stephen H. Penman, 2012)

### 3.7 การพัฒนาสมมติฐาน

งานวิจัยจำนวนมากศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้าน ESG กับผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าการจัดการองค์กรที่ดีเกี่ยวกับ ESG มักส่งผลให้เมตริกของการดำเนินงานดีขึ้น เช่น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ หรือราคาหุ้น (Whelan et al., 2020) ตามแนวคิดทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory: ST) องค์กรต่าง ๆ มีเป้าหมายในการสร้างประโยชน์หลายด้านให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มและบุคคลที่มีอิทธิพลต่อองค์กร หรือได้รับผลกระทบจากองค์กร เช่น สังคมพลเมือง ชุมชน ลูกค้า พนักงาน รัฐบาล ผู้ถือหุ้น และบุคคลหรือองค์กรที่ทำหน้าที่จัดหาและส่งเสริมสินค้าหรือบริการให้กับองค์กร (Freeman, 1984) โดยองค์กรต้องตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มเพื่อให้กิจการสามารถดำรงอยู่ได้ นอกจากนี้ หากกิจการแสดงความเพิกเฉยต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย กิจการก็จะไม่สามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับตัวกิจการเองได้ (Jensen, 2001; Orlitzky et al., 2003) มากไปกว่านี้ทฤษฎีทรัพยากร (Resource Based Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่ให้ความสำคัญกับทรัพยากร (Resources) และความสามารถในการจัดการทรัพยากร (Capabilities) ภายในองค์กร เพื่อให้องค์กรมีประสิทธิภาพในการสร้างความได้เปรียบและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันอย่างยั่งยืน ดังนั้นองค์กรจึงต้องเรียนรู้ความสัมพันธ์ในการทำงานให้มีประสิทธิภาพและรวดเร็วกว่าคู่แข่ง (Barney, 2018)

Kruger (2015) และ Khan, et al. (2017) พบว่าธุรกิจที่นำ ESG มาใช้เป็นมาตรฐานในการดำเนินงานนั้นจะมีผลประโยชน์ที่โดดเด่นกว่าบริษัทอื่น ซึ่งมีสาเหตุมาจากการที่บริษัทที่มีแนวปฏิบัติด้าน ESG ที่ดีมักจะได้รับการบริหารจัดการที่ดี มีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และสามารถปรับตัวให้เข้ากับสภาวะตลาดที่เปลี่ยนแปลงได้เร็วกว่า จากงานวิจัยของ Simin Chen et al., (2023) พบว่าองค์กรที่มีการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืนที่ดี ทั้งในภาพรวม และการแยกประเภทการดำเนินกิจกรรม ล้วนส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้น อีกทั้ง การศึกษาของจิราวัฒน์ แสงเป่า (2566) พบว่า บริษัทที่มีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ที่สูงส่งผลให้การดำเนินงานและมูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น สามารถสร้างผลตอบแทนได้ในระยะยาว ดังนั้น การดำเนินธุรกิจจึงควรที่จะปรับตัวและพัฒนาการดำเนินงานให้เท่าทันโลกในปัจจุบันและแนวโน้มในอนาคต เพื่อให้องค์กรเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง

อย่างไรก็ตาม Arma R et al., (2023) พบว่ากิจกรรมเพื่อสิ่งแวดล้อม สังคม และการจัดการด้านธรรมาภิบาล ส่งผลให้ผลการดำเนินงานทางการเงินและอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง นอกจากนี้ Ghassan H. Mardini (2022) ค้นพบว่า ESG โดยรวมนั้นส่งผลในทางที่ดีกับการดำเนินกิจการ แต่เมื่อคิดแยกผลกระทบแต่ละกิจกรรมออกจากกัน พบว่ากิจกรรมเพื่อสังคมเป็นตัวที่ส่งผลให้ผลประโยชน์ทางการเงินลดลง ดังนั้น กิจกรรมเพื่อสังคมอาจเป็นตัวแปรที่ดึงทรัพยากรขององค์กรไปใช้จนอาจส่งผลให้ความสามารถในการแข่งขันลดต่ำลง

การศึกษานี้อ้างอิงตามแนวคิดทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory: ST) ทฤษฎีทรัพยากร (Resource Based Theory) และผลการศึกษาในอดีตที่ส่วนใหญ่ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัทต่อผลการดำเนินงาน การศึกษานี้จึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H1: คะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ

มากไปกว่านี้ Amina B. et al., (2021) และ Xiaodong T. et al., (2022) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัทต่อผลการดำเนินงานผลของงานวิจัยสรุปว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับการสร้างและการวัดมูลค่ากิจการมิได้เป็นความสัมพันธ์แบบเส้นตรง แต่กลับอยู่ในรูปโค้งกลับแบบระฆังคว่ำ กล่าวคือ ระดับของคะแนน ESG ส่งผลไปในทางที่ดีกับการสร้างและการวัดมูลค่ากิจการในระยะแรก แต่ในขณะเดียวกัน คะแนน ESG ที่สูงจนเกินไปจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง ตามปรากฏการณ์ Too-much-of-a-good-thing Effect (TMGT Effect) เป็นปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นเมื่อปัจจัยที่ก่อให้เกิดประโยชน์ได้ส่งผลไปจนถึงเป้าหมายที่ต้องการให้บรรลุผล แต่หลังจากนั้นจะส่งผลในทางกลับกันเมื่อเกินจุดเป้าหมายไปแล้ว และไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ หรือได้รับผลลัพธ์ที่ไม่ต้องการ ด้วยเหตุนี้ ความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเมื่อผ่านจุดเป้าหมาย ความสัมพันธ์เหล่านั้นจะเริ่มชะลอตัวลงและกลายเป็นความสัมพันธ์เชิงลบ ซึ่งนำไปสู่ความสัมพันธ์ในรูปแบบของกราฟระฆังคว่ำ (Jason R. Pierce, 2013) จากการศึกษาในอดีตที่พบความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนกับการสร้างและการวัดมูลค่ากิจการในรูปแบบของกราฟระฆังคว่ำ การศึกษานี้จึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H2: เมื่อระดับคะแนน ESG สูงจนเกินไปจะส่งผลให้ความสัมพันธ์เป็นความสัมพันธ์เชิงลบผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ

## 4. วิธีดำเนินการวิจัย

### 4.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2562–2566 ประกอบด้วย ผลประเมิน ESG Score จากฐานข้อมูล LSEG Workspace และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลรายชื่อหุ้นยั่งยืนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (<https://www.set.or.th>) ดัชนี SET100 เป็นดัชนีราคาหุ้นที่จัดทำขึ้นเพื่อแสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 100 หลักทรัพย์ ตามลำดับที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง มีสภาพคล่องสม่ำเสมอ และมีการกระจายหุ้นที่เหมาะสม โดยใช้วิธีการคำนวณแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization Weight) ถือเป็นเกณฑ์มาตรฐานที่เชื่อถือได้สำหรับผลการดำเนินงานของตลาดหุ้นไทย และถูกใช้อย่างกว้างขวางโดยนักลงทุน นักวิเคราะห์ และนักวิจัย เพื่อประเมินแนวโน้มและความเคลื่อนไหวโดยรวมของตลาดหุ้นไทย โดยมีการตรวจสอบองค์ประกอบของดัชนีปีละสองครั้งในเดือนมีนาคมและกันยายน เพื่อให้มั่นใจว่าหุ้นที่เป็นองค์ประกอบนั้นเป็นตัวแทนของสถานะตลาดในปัจจุบันอย่างถูกต้อง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.) งานวิจัยนี้หลักกับบริษัทที่มีข้อมูลที่มีตัวแปรไม่ครบถ้วน เหลือกลุ่มตัวอย่างรวมทั้งสิ้น 54 บริษัท 270 กลุ่มตัวอย่างตามตารางที่ 2 และจัดกลุ่มตัวอย่างโดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมได้ดังตารางที่ 3

ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัท  
ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ : กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100)

## ตารางที่ 2 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

รายการ	จำนวนบริษัท
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100)	100
หัก บริษัทที่มีข้อมูล ESG ไม่ครบถ้วน	17
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน*	29
รวม	54

\*หมายเหตุ: บริษัทที่มีข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินไม่ครบ และไม่ได้อยู่ใน SET100 ในรอบระยะเวลาที่ทำการศึกษา

## ตารางที่ 3 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วน
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	6
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	0
ธุรกิจการเงิน (FINCIAL)	10
สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	2
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	9
ทรัพยากร (RESOURC)	14
บริการ (SERVICE)	11
เทคโนโลยี (TECH)	2
รวม	54

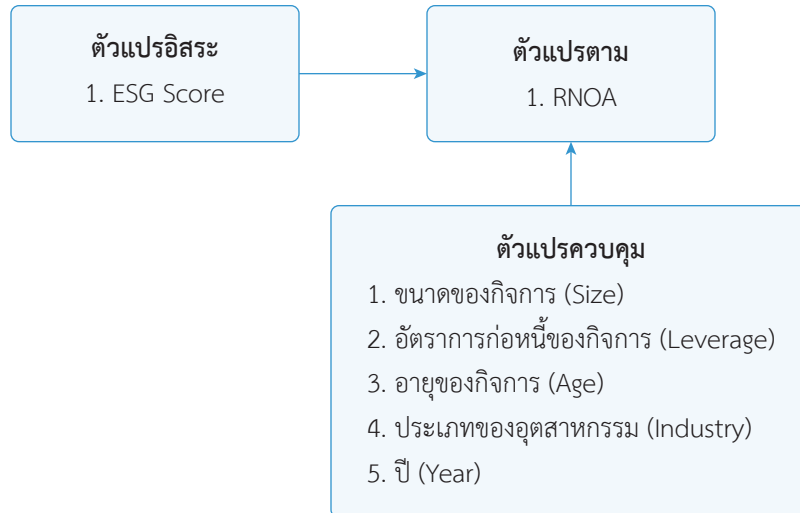
ในงานวิจัยนี้ได้รวมกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (FINCIAL) เป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณา เนื่องจากสถาบันการเงินมีบทบาทสำคัญในการกำหนดเกณฑ์ในการพิจารณาให้เข้าถึงแหล่งเงินทุน อีกทั้งเกี่ยวข้องกับข้อกำหนดและกฎระเบียบด้านการบริหารเงินทุน ความมั่นคงทางการเงิน และการบริหารความเสี่ยง ซึ่งเป็นประเด็นที่สะท้อนอยู่ในมิติด้านธรรมาภิบาลของการประเมิน ESG และสามารถส่งผลกระทบต่อทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อคะแนน ESG รวมถึงมูลค่าทางตลาดของกิจการที่ได้รับการประเมิน (Macro M., et al., 2023)

#### 4.2 กรอบแนวคิดการวิจัย

ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ESG Score

ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Return On Net Operating Assets RNOA)

ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ (Size) อัตราการก่อหนี้ของกิจการ (Leverage) อายุของกิจการ (Age) ประเภทของอุตสาหกรรม (Industry) และปี (Year)



#### 4.3 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

##### 4.3.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

ตัวแปรอิสระในการศึกษานี้คือ ESG Score ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) จากฐานข้อมูล LSEG Workspace ซึ่งการวิจัยในครั้งนี้ใช้การพิจารณาจากค่าคะแนนรวมเพื่อให้ครอบคลุมทุกองค์ประกอบของ ESG โดยคะแนนน้ำหนักของแต่ละเสาหลักจะถูกปรับให้อยู่ในช่วงเปอร์เซ็นต์ระหว่าง 0 ถึง 100 (LSEG, 2024)

##### 4.3.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ผลประกอบการทางการเงิน เป็นตัวชี้วัดถึงความสามารถในการดำเนินงาน และความสำเร็จในการสร้างรายได้ขององค์กรตลอดช่วงระยะเวลา (Astrin K., et al., 2021) โดยวัดจาก สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้ ค่าใช้จ่าย และความสามารถในการทำกำไร) จากงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ การวัดผลการดำเนินงานทางการเงินที่ได้ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับผลประกอบการทางการเงิน คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Garcia-Castro, et al., 2010) ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรสุทธิ (Net Income) หารด้วยสินทรัพย์รวม (Total Assets) อย่างไรก็ตาม การคำนวณโดยวิธีนี้รวมรายได้จากกิจกรรมทางการเงินและกิจการดำเนินงาน โดยรายได้จากดอกเบี้ยซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกิจกรรมทางการเงินถูกรวมอยู่ในกำไรสุทธิซึ่งเป็นตัวเศษของสมการ และมีสินทรัพย์ทางการเงินรวมอยู่ในสินทรัพย์รวมซึ่งเป็นตัวส่วนของสมการ ดังนั้นอัตราส่วนทางการเงินนี้จึงผสมผลตอบแทนจากการดำเนินงานเข้ากับผลตอบแทนจากการนำเงินสดส่วนเกินไปลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงิน

ตัวแปรตามในการศึกษานี้คือ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Return On Net Operating Assets: RNOA) โดยทำการเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล LSEG Workspace ย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี โดย RNOA เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานหลักของบริษัทในการสร้างผลกำไรจากการดำเนินงานเกิดขึ้นจากการใช้สินทรัพย์ดังกล่าว การคำนวณผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่างจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในส่วนที่มีการแบ่งแยกกิจกรรมดำเนินงานและกิจกรรมจัดหาเงินออกจากกันได้เหมาะสม ไม่มีการปันส่วนของผลการดำเนินงานไปยังกิจกรรมจัดหาเงิน ดังนั้น ผลจากการคำนวณ RNOA จึงใกล้เคียงกับการคำนวณผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติ ดังนั้นผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิจึงเป็นดัชนีชี้วัดที่แสดงให้เห็นถึงความสามารถของบริษัทในการนำทรัพยากรหลักในการดำเนินธุรกิจมาใช้ว่ามีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงใด และเป็นหนึ่งในดัชนีที่บ่งบอกถึงศักยภาพในการสร้างมูลค่าให้กับองค์กรอีกด้วย (Stephen H. Penman, 2012) สามารถคำนวณได้จากการหารกำไรสุทธิจากการดำเนินงานด้วยสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ

กำไรจากการดำเนินงาน (Operating Income) คำนวณจากการนำรายได้จากการดำเนินงาน หักค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานโดยมีวิธีการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Operating Income} = \text{Operating Revenues} - \text{Operating Expenses}$$

สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Assets) เป็นสินทรัพย์ที่องค์กรใช้ในกิจกรรมสร้างรายได้ เช่น ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ เป็นต้นโดยมีวิธีการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Net Operating Assets} = \text{Total Assets} - \text{Non Operating Assets} - \text{Operating Liabilities}$$

#### 4.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

1) ขนาดของกิจการ (SIZE) คำนวณจากค่าลอการิทึมฐานธรรมชาติของขนาดของสินทรัพย์รวม โดยงานวิจัยของ Luo และ Bhattacharya (2006) และศิรินันท์ ปิยะอัษฎารัตน์, 2563 พบว่าบริษัทขนาดใหญ่มีทรัพยากรที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็กอาจส่งผลต่อผลการดำเนินงาน และบริษัทที่มีขนาดที่ใหญ่กว่าย่อมมีอัตราการกำไรที่ต่ำกว่า ซึ่งมีความเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงและความกังวลของผู้มีส่วนได้เสียต่อกิจกรรมเพื่อสังคม (Hillman & Keim, 2001)

$$\text{SIZE} = \text{Log}_e(\text{Total Asset})$$

2) อัตราการก่อหนี้ของกิจการ (Leverage: LEV) คืออัตราส่วนระหว่างหนี้สินรวมกับสินทรัพย์รวม เป็นสิ่งที่ส่งผลกระทบต่อตัดสินใจลงทุนขององค์กร โดยมองว่าต้นทุนจากการปฏิบัติตาม ESG คุ่มค่าหรือไม่ และองค์กรที่มีคะแนน ESG ที่สูง จะมีอัตราการก่อหนี้ของกิจการ หรือความเสี่ยงของกิจการที่ต่ำ

$$\text{LEV} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

3) อายุของกิจการ (AGE) คำนวณจากปีที่ก่อตั้งกิจการจนถึงปัจจุบัน นำมาคำนวณด้วยค่าลอการิทึมฐานธรรมชาติ ซึ่งองค์กรส่วนใหญ่มักจะพัฒนาศักยภาพของตนเองตามระยะเวลาที่ผ่านมาและปรับตัวให้เข้ากับยุคสมัยที่เปลี่ยนแปลงไป

4) ประเภทของอุตสาหกรรม (Industry) เพื่อไม่ให้ผลการศึกษได้รับผลกระทบมาจากอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง โดยเฉพาะ

5) ปี (YEAR) เพื่อไม่ให้ผลการศึกษได้รับผลกระทบมาจากปีใดปีหนึ่งโดยเฉพาะ

#### 4.4 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Score และ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) วัดผลการดำเนินงานจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สุทธิ โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณและการวิเคราะห์สมการถดถอยกำลังสอง โดยมีแบบจำลอง ดังนี้

แบบจำลองที่ 1: สำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง

$$\text{RNOA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \beta_2 \text{Log}_e(\text{SIZE}_{it}) + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{Log}_e(\text{AGE}_{it}) + \text{Industry\_FE} \\ + \text{Year\_FE} + \varepsilon_{it}$$

โดย

$\text{RNOA}_{it}$	คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\text{ESG}_{it}$	คือ ค่าคะแนนความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาลของกิจการ ของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\text{SIZE}_{it}$	คือ ขนาดของกิจการ วัดจากลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\text{LEV}_{it}$	คือ ความเสี่ยงทางการเงิน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\text{AGE}_{it}$	คือ อายุของกิจการ วัดจากลอการิทึมฐานธรรมชาติของอายุของบริษัท $i$ ในปี $t$
Industry	คือ อิทธิพลคงที่ในส่วนของอุตสาหกรรม
Year	คือ อิทธิพลคงที่ในส่วนแห่งปี
$\beta_0$	คือ ค่าคงที่ของสมการถดถอย
$\beta_{1-4}$	คือ ค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม
$\varepsilon_{it}$	คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

แบบจำลองที่ 2: สำหรับการวิเคราะห์สมการถดถอยกำลังสอง เพื่อหาความสัมพันธ์เชิงเส้นโค้ง

$$\text{RNOA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \beta_2 \text{ESG}_{it}^2 + \beta_3 \text{Log}_e(\text{SIZE}_{it}) + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{Log}_e(\text{AGE}_{it}) + \text{Industry\_FE} \\ + \text{Year\_FE} + \varepsilon_{it}$$

โดย

$\text{RNOA}_{it}$	คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\text{ESG}_{it}$	คือ ค่าคะแนนความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและ ธรรมาภิบาลของกิจการ ของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\text{ESG}_{it}^2$	คือ ค่าคะแนนความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและ ธรรมาภิบาลของกิจการ ของบริษัท $i$ ในปี $t$ ยกกำลังสอง
$\text{SIZE}_{it}$	คือ ขนาดของกิจการ วัดจากลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\text{LEV}_{it}$	คือ ความเสี่ยงทางการเงิน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\text{AGE}_{it}$	คือ อายุของกิจการ วัดจากลอการิทึมฐานธรรมชาติของอายุของบริษัท $i$ ในปี $t$
Industry	คือ อิทธิพลคงที่ในส่วนของอุตสาหกรรม
Year	คือ อิทธิพลคงที่ในส่วนแห่งปี
$\beta_0$	คือ ค่าคงที่ของสมการถดถอย

$\beta_{1-5}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม  
 $\varepsilon_{it}$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

#### 4.5 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลและทดสอบสมมติฐาน

##### 4.5.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

เป็นการนำข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของตัวแปรต่าง ๆ มาวิเคราะห์หาค่าทางสถิติแบบทั่วไป โดยได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum), ค่าต่ำสุด (Minimum), ค่าเฉลี่ย (Mean), ค่ามัธยฐาน (Median), และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อให้เข้าใจภาพรวมของข้อมูลต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษา

##### 4.5.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

เป็นการนำข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) มาวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติ โดยในการศึกษานี้ใช้แบบจำลองการวิเคราะห์ข้อมูลช่วงยาว (Balance Panel analysis) ด้วย Fixed Effect Regression Analysis สำหรับการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงและการวิเคราะห์สมการถดถอยกำลังสอง เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม รวมถึงตรวจสอบทิศทางและระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยมองว่าปัจจัยที่สังเกตไม่ได้นั้นมีลักษณะคงที่ตลอดเวลา และการใช้ Fixed Effect Regression Analysis เป็นที่ยอมรับในการวิเคราะห์สมการถดถอยที่ใช้ Random Effect Regression Model (William Gould, StataCorp. N.d.) ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ตารางสรุปความเหมาะสมในการใช้ Fixed effects และ Random effects

Estimator	Model	
	Fixed effects	Random effects
Fixed effects	Appropriate	Appropriate
Random effects	In Appropriate	Appropriate

การประมาณสมการถดถอยที่มี Fixed Effect สามารถทำได้ 2 วิธี (การวิ มณีจักร, ม.ป.ป.) ได้แก่

##### 1) Entity dummy

การกำหนดตัวแปรหุ่นในแต่ละหน่วย จะมีจำนวนตัวแปรหุ่นเท่ากับ  $n-1$  ตัวแปร เช่นการศึกษาใน 8 อุตสาหกรรม จะต้องสร้างตัวแปรหุ่นทั้งหมด 7 ตัวแปร เป็นต้น

##### 2) วิธี Demean

เป็นวิธีที่ใช้หลักการ Transform ข้อมูลใหม่ เพื่อขจัด Fixed Effect ออกไปด้วยการคำนวณค่าเฉลี่ยของตัวแปรทุกตัวสำหรับแต่ละหน่วย แล้วนำค่าเฉลี่ยไปลบออกจากค่าจริง ทำให้อธิพจน์ของตัวแปรที่เราทำการ Fixed ถูกขจัดออกไป

การศึกษานี้ได้นำวิธี Demean มาใช้ในการประมาณสมการถดถอยที่มี Fixed Effect เนื่องจากวิธี Entity Dummy มีข้อเสียคือ จำนวนตัวแปรหุ่นที่มากเกินไปอาจทำให้เกิดปัญหาเรื่อง Over-parameter ทั้งนี้ผลลัพธ์ทั้งสองวิธีต่างให้ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยที่เท่ากัน แตกต่างกันเพียงค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานภายหลังจากการวิเคราะห์สมการถดถอย (William Gould, StataCorp. N.d.)

## 5. ผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัทต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) มีผลการศึกษาดังนี้

### 5.1 การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

สถิติที่นำมาอธิบายลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรในการศึกษาประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean), ค่าต่ำสุด (Minimum), ค่าสูงสุด (Maximum), ความเบ้ (Skewness), ความโด่ง (Kurtosis) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งสามารถอธิบายข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา แสดงดังตารางที่ 5 และภาพที่ 2 ถึง 6

ตารางที่ 5 ตารางแสดงค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ความเบ้ ความโด่ง และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

	N	Max	Min	Mean	Skewness	Kurtosis	Std. Deviation
ESG Score	270	91.83	10.62	60.13	-0.66	-0.03	17.49
Size	270	29.14	22.80	25.73	0.57	-0.02	1.39
Leverage	270	0.83	0.00	0.37	-0.29	-0.56	0.19
Age	270	3.89	1.39	3.04	-1.26	1.35	0.46
Return On Net Operating Asset	270	2.49	0.05	0.72	1.00	0.14	0.58

จากตารางที่ 4 แสดงค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ความเบ้ ความโด่ง และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของกลุ่มตัวอย่างกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) จำแนกตามตัวแปรที่ศึกษาสามารถสรุปผลได้ดังต่อไปนี้

คะแนน ESG (ESG Score) พบว่ามีค่าสูงสุดที่ระดับคะแนน 91.83 ค่าต่ำสุดที่ระดับคะแนน 10.62 ค่าเฉลี่ยที่ระดับคะแนน 60.13 ความเบ้เท่ากับ -0.66 ความโด่งเท่ากับ -0.03 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 17.49

ขนาดของบริษัท (Size) คำนวนจากค่าลอการิทึมฐานธรรมชาติของขนาดของสินทรัพย์รวม พบว่ามีค่าสูงสุดเท่ากับ 29.14 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 22.80 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 25.73 ความเบ้เท่ากับ 0.57 ความโด่งเท่ากับ -0.02 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.39

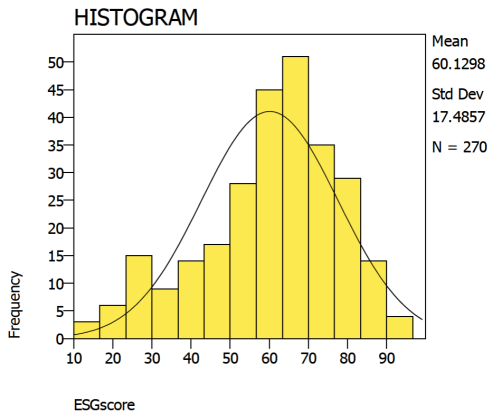
อัตราการ์ก่อนนี้ของกิจการ หรือความเสี่ยงของกิจการ (Lev) คำนวนจากหนี้สินรวมกับสินทรัพย์รวม พบว่ามีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.83 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.37 ความเบ้เท่ากับ -0.29 ความโด่งเท่ากับ -0.56 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.19

อายุของกิจการ (Age) ซึ่งนำมาคำนวณด้วยค่าลอการิทึมฐานธรรมชาติ พบว่ามีค่าสูงสุดเท่ากับ 3.89 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.39 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.04 ความเบ้เท่ากับ -1.26 ความโด่งเท่ากับ 1.35 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.46

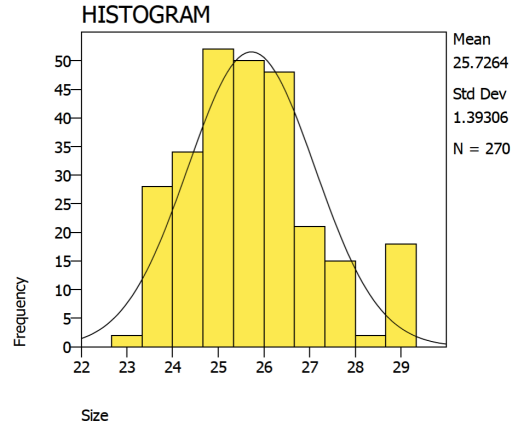
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Return on Net Operating Assets) คำนวนจาก กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน และสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ พบว่ามีค่าสูงสุดเท่ากับ 2.49 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.05 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.72 ความเบ้เท่ากับ 1.00 ความโด่งเท่ากับ 0.14 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.58

ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัท

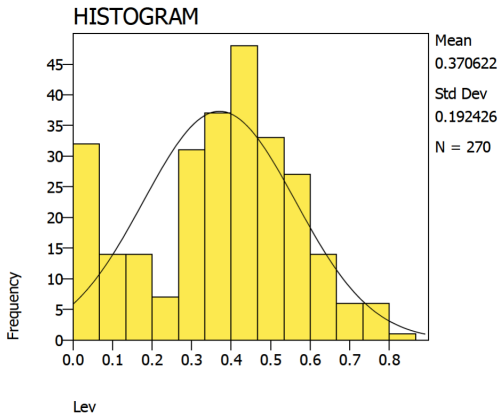
ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ : กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100)



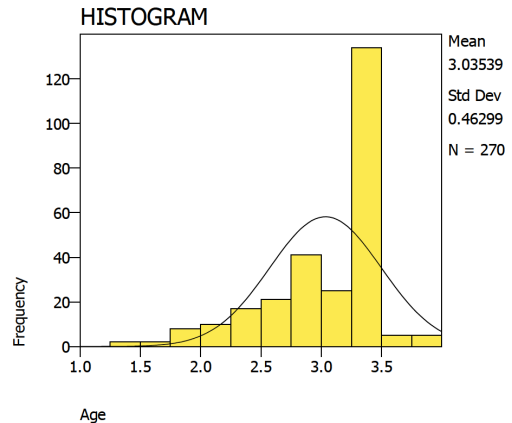
ภาพที่ 2 การกระจายตัวของข้อมูลคะแนน ESG (ESG Score)



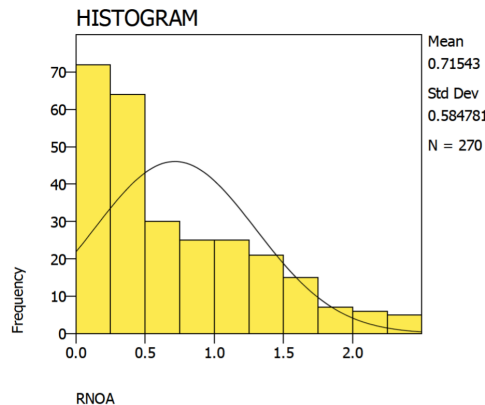
ภาพที่ 3 การกระจายตัวของข้อมูลขนาด (Size)



ภาพที่ 4 การกระจายตัวของข้อมูลอัตราการก่อหนี้ของกิจการ (Leverage: Lev)



ภาพที่ 5 การกระจายตัวของข้อมูลอายุของกิจการ (Age)



ภาพที่ 6 การกระจายตัวของข้อมูลผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Return on Net Operating Assets)

## 5.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร สามารถพิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) โดยการใช้วิธีคำนวณด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient) ดังตารางที่ 6

**ตารางที่ 6** ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการพิจารณาค่าความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100)

Variables	RNOA	ESG Score	Size	Leverage	Age
RNOA	1				
ESG Score	0.116	1			
Size	0.017	0.542**	1		
Leverage	-0.362***	-0.097	-0.181*	1	
Age	-0.254***	0.435***	0.236***	-0.207**	1

**หมายเหตุ:** \*, \*\*, \*\*\* ค่า Correlation Coefficient มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, 0.01 และ 0.001 (2-tailed) ตามลำดับ

ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการพิจารณาค่าความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ จากตารางที่ 6 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าสูงสุดที่ 0.542 ในทิศทางบวก ซึ่งไม่เกิน 0.690 จึงถือว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรปานกลาง (Moderate Correlation) จึงสามารถสรุปได้ว่าแบบจำลองนี้ไม่มีปัญหาในเรื่องของความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรที่สูงเกินไป (Multicollinearity)

## 5.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นตรง

การศึกษานี้ได้นำการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิสามารถสรุปผลการวิเคราะห์ได้ดังตารางที่ 7

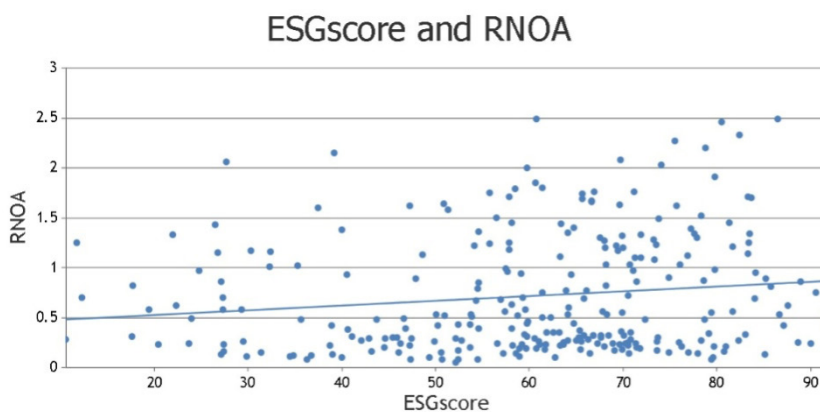
ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัท ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ : กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100)

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นตรง

Variables	Unstandardized Coefficient		Standardized Coefficient	t	P-value
	B	Std. Error	Beta		
ESG Score	0.002	0.002	0.071	0.994	0.321
Size	-0.051	0.027	-0.127	-1.893	0.059
Leverage	-0.923***	0.156	-0.341	-5.905***	<0.001
Age	0.209*	0.072	0.182	2.893*	0.004
R <sup>2</sup>	0.176				
Adj - R <sup>2</sup>	0.164				

หมายเหตุ: \*, \*\*, \*\*\* ค่า Correlation Coefficient มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, 0.01 และ 0.001 (2-tailed) ตามลำดับ

จากตารางที่ 7 แสดงการทดสอบอิทธิพลของคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ ที่ได้รวมผลกระทบจากตัวแปรควบคุม Industry และ year เข้าไปแล้ว พบว่ามีค่า R-Square เท่ากับ 0.176 หมายความว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมมีความสามารถในการพยากรณ์ตัวแปรตามได้ 17.6 เปอร์เซ็นต์ ทั้งนี้ ตัวแปรอิสระได้แก่ คะแนน ESG (ESG Score) มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยที่ 0.002 และมีค่า P อยู่ที่ 0.321 จึงสามารถสรุปได้ว่าไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่างอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ จากภาพที่ 7 พบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง คะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธินั้นไปในทางบวก แต่ยังคงขาดนัยสำคัญทางสถิติ



ภาพที่ 7 แสดงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่าง คะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ

#### 5.4 การวิเคราะห์สมการถดถอยกำลังสอง

การวิจัยนี้ได้วิเคราะห์สมการถดถอยกำลังสอง (Quadratic Regression Analysis) ในการทดสอบสมมติฐานที่ 2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิของบริษัทจดทะเบียนว่ามีความสัมพันธ์เชิงเส้นโค้งหรือไม่ โดยสามารถสรุปผลการวิเคราะห์ที่ได้ดังตารางที่ 8

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยกำลังสอง

Variables	Unstandardized Coefficient		Standardized Coefficient	t	P-value
	B	Std. Error	Beta		
ESGscore	0.003	0.002	0.085	1.129	0.260
ESGscore2	$5.201 \times 10^{-5}$	0.000	0.039	0.628	0.530
Size	-0.053	0.027	-0.132	-1.946	0.053
Leverage	-0.934***	0.158	-0.345	-5.931***	<0.001
Age	0.217*	0.073	0.189	2.954*	0.003
R <sup>2</sup>	0.177				
Adj - R <sup>2</sup>	0.162				

หมายเหตุ: \*, \*\*, \*\*\* ค่า Correlation Coefficient มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, 0.01 และ 0.001 (2-tailed) ตามลำดับ

จากตารางที่ 7 แสดงการทดสอบอิทธิพลของคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิที่ได้รวมผลกระทบจากตัวแปรควบคุม Industry และ year เข้าไปแล้ว พบว่ามีค่า R-Square เท่ากับ 0.177 หมายถึงตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมมีความสามารถในการพยากรณ์ตัวแปรตามได้ 17.7 เปอร์เซ็นต์ ทั้งนี้ ตัวแปรอิสระได้แก่คะแนน ESG (ESG Score) และ คะแนน ESG ยกกำลังสอง (ESG Score<sup>2</sup>) โดยที่ตัวแปร คะแนน ESG ยกกำลังสองเป็นตัวแปรที่ใช้ในการตรวจจับความโค้งของความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ หากเป็นไปตามสมการ Quadratic ค่า  $\beta_2$  ของสมการนี้จะมีค่าเป็นลบ แล้วเกิดจุดผกผันที่เป็นสัญญาณว่าระดับคะแนน ESG ที่สูงจนเกินไปจะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิลดลง หากมีค่าเป็นบวกจะสามารถสรุปได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธินั้นไม่มีจุดผกผัน จากตารางพบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยที่ 0.003 และ  $5.201 \times 10^{-5}$  ตามลำดับ และมีค่า P-value อยู่ที่ 0.260 และ 0.530 ตามลำดับ จึงสามารถสรุปได้ว่าไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิอย่างมีนัยสำคัญ

## 6. สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

จากการวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ เก็บข้อมูลคะแนน ESG และผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 ถึงปี พ.ศ. 2566 รวมเป็นระยะเวลา 5 ปี จากฐานข้อมูล LSEG Workspace โดยกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) ผลการวิจัยพบว่า ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) ทั้งความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ ภัสสิริ ศรสงคราม(2560), Frida และ Mattias (2019) และ David J. et al., (2020) กล่าวคือ การดำเนินงานด้าน ESG นั้นไม่ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิสูงขึ้นหรือต่ำลงแต่อย่างใด และไม่พบความสัมพันธ์เชิงเส้นโค้งทางสถิติระหว่างผลการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืน (ESG) กับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ ซึ่งไม่สอดคล้องกับ Xiaoping Z. Et al., (2019), Xiaodong T. Et al., (2022), และ Samar Salama Mohamed Saleh (2025) ที่พบความสัมพันธ์ในรูปโค้งกลับแบบระฆังคว่ำ

การไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ เป็นไปตามผลการศึกษาของ David J. et al., (2020) ที่พบว่าในประเทศที่กำลังพัฒนานั้นอาจไม่สามารถพบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับผลประกอบการทางการเงิน เนื่องจากการลงทุนในกิจกรรม ESG บางประการต้องใช้ระยะเวลานานกว่าจะส่งผลกระทบต่อออกมาในเชิงประจักษ์ ซึ่งการศึกษานี้เลือกกลุ่มตัวอย่างในประเทศไทยซึ่งเป็นประเทศกำลังพัฒนาจึงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว นอกจากนี้อาจเป็นไปตามผลการศึกษาของ Frida และ Mattias (2019) ที่สรุปไว้ว่า ในประเทศที่ได้มีการส่งเสริมให้ประชาชนตระหนักถึงความยั่งยืนพร้อมทั้งปลูกฝังและให้ความสำคัญกับความยั่งยืนมาเป็นเวลานาน ทำให้บริษัทในประเทศดังกล่าวนั้นต้องการที่จะทำให้ประชาชนในสังคมมองว่าตนนั้นเป็นบริษัทเป็นที่ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมและสังคม จึงเลือกที่จะใช้วิธีการ “พอกเขียว” ตนเองโดยลงทุนในกิจกรรมเพื่อความยั่งยืน (ESG) ถึงแม้ว่าการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืนจะไม่ได้ส่งผลต่อการเพิ่มความสามารถต่อการดำเนินกิจการก็ตาม จากการศึกษาของ วณันท์ กันทะวงศ์ (2565) พบว่าในประเทศไทยมีการนำวิธีการซื้อขายคาร์บอนเครดิตมาใช้ในการพอกเขียวเพื่อชดเชยกับปริมาณก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ที่ปล่อยออกไป โดยมีวัตถุประสงค์ในการสร้างภาพลักษณ์และจุดยืนที่ดีในสังคม การกระทำนี้เองอาจส่งผลให้บริษัทนั้นพึงพิงกับการชดเชยด้วยการซื้อขายคาร์บอนเครดิตมากเกินไป

ถึงแม้ว่าผลการวิจัยจากงานนี้สรุปออกมาว่ากิจกรรม ESG ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ แต่ในบริบทของประเทศไทยที่ประชาชนได้ให้ความสนใจต่อสิ่งแวดล้อมและความยั่งยืนมานานแล้วและเป็นส่วนหนึ่งของประเทศที่เข้าร่วมโครงการเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) บริษัทที่อยู่ในประเทศไทยยังควรที่จะดำเนินรอยตามหลัก ESG เพื่อปรับระบบการทำงานให้สอดคล้องกับค่านิยมโลกที่กำลังเปลี่ยนไป

อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้เลือกกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) งานวิจัยในอนาคตอาจขยายขอบเขตการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100) เป็นการศึกษาทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือขยายออกไปเป็นการศึกษาในกลุ่มเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ หรืออาจศึกษาความสัมพันธ์แบบแยกส่วนตามเสาหลักกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อม เสาหลักด้านสังคม และเสาหลักด้านธรรมาภิบาลออกจากกัน เพื่อศึกษาว่าเสาหลักใดส่งผลต่อการดำเนินงานและผลประกอบการขององค์กรอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้งานวิจัยนี้ใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG จากเพียงกลุ่มเดียวคือ LSEG Workspace งานวิจัยในอนาคตอาจเปลี่ยนไปใช้คะแนนจากผู้จัดคะแนนกลุ่มอื่นเพื่อทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับผลประกอบการทางการเงิน

## เอกสารอ้างอิง

- Aaron Yoon, George Serafeim & Mozaffar Khan. (2017). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, Vol. 91, No. 6, pp. 1697–1724.
- Adriel Adisurjo, Arief Rijanto, David Junius & Yang Elvi Adelina. (2020). THE IMPACT OF ESG PERFORMANCE TO FIRM PERFORMANCE AND MARKET VALUE. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, Oktober 2020. 5(1).
- Ahmed Farghali & Samar Salama Mohamed Saleh. (2025). The Moderating Effect of Board Characteristics on the Relationship between ESG Disclosure and Corporate Financial Performance: An Empirical Study. [https://journals.ekb.eg/article\\_366772.html](https://journals.ekb.eg/article_366772.html)
- Alexander Dyck, Hannes F. Wagner, Karl V. Lins & Lucas Roth. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714.
- Alexander Bassen, Gunnar Friede & Timo Busch. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 5(4). 210–233.
- Amina Buallay, Jasim Al-Ajmi & Elisabetta Barone. (2021). Sustainability engagement’s impact on tourism sector performance: linear and nonlinear models. *Journal of Organizational Change Management*. 35(2). 361–384.
- Amy J. Hillman, Gerald D. Keim & Rebecca A. Luce. (2001). Board Composition and Stakeholder Performance: Do Stakeholder Directors Make a Difference?. *Business & Society*. 40(3). 295–314.
- Arma Rao, Vishal Ddagar, Kazi Sohag, Leila Dagher & Tauhidul Islam Tanin (2023). Good for the planet, good for the wallet: The ESG impact on financial performance in India. *Finance Research Letters*. 56.
- Astrin Kusumawardani, Jumadil Saputra, Mohd Hassan Che Haat, Mohd Yusoff Yusliza & Zikri Muhammad. (2021) A Review of Corporate Financial Performance Literature: A Mini-Review Approach.
- Bao-Guang Chang, Kun-Shan Wu, Lopin Kuo, Xiaodong Teng, Xinwen Zhang & Yongbo Ge. (2022). Too little or too much? Exploring the inverted U-shaped nexus between voluntary environmental, social and governance and corporate financial performance. *Environmental Economics and Management*. 10.
- Birger Wernerfelt. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*. (5). 171–180.
- Casey Clark, Tensie Whelan, Tracy Van Holt & Ulrich Atz. (2020). ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015–2020.
- CB Bhattacharya & Xueming Luo. (2006). Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1–18
- Chuang Wu, Feido Shao & Xiaoping Zhao. (2019). Do stakeholder relationships matter? An empirical study of exploration, exploitation and firm performance. *Management Decision*. 59(4). 764–786.
- Frank L. Schmidt, Marc Orlitzky & Sara L. Rynes. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*. 24(3). 403–441
- Frida Lundin & Mattias Olanderson. (2019). Sustainability and Profitability in Sweden: A Quantitative Study of Swedish Firms. (Dissertation). UMEA School of Business, Economics and Statistics. <https://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:umu:diva-160392>

- George Giannopoulos, Kazi Abul Bashar Muhammad Afzal Hossain, Mahmoud Elmarzouky & Renate Victoria Kihle Fagernes. (2022). The ESG Disclosure and the Financial Performance of Norwegian Listed Firms. *Journal of Risk and Financial Management*. 15(6). 237.
- Ghassan H. Mardini. (2022). ESG factors and corporate financial performance. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*. 14(3).
- Gunther Capelle-Blancard & Stéphanie Monjon. (2012). Trends in the literature on socially responsible investment: looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A European Review*. 21(3). 239–250.
- Hillary Anger Elfenbein, James P. Walsh & Joshua D. Margolis. (2009). Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance.
- Ingo Kleindienst & Sylvia Grewatsch. (2017). When does it pay to be good? Moderators and mediators in the corporate sustainability–corporate financial performance relationship: A critical review. *Journal of Business Ethics*. 145(2). 383–416.
- Jason R. Pierce. (2013). The Too-Much-of-a-Good-Thing Effect in Management. *Journal of Management*. 39(2). 313–338.
- Jay B. Barney (2018). Why resource-based theory’s model of profit appropriation must incorporate a stakeholder perspective. *Strateg. Manag. J.* 39, 3305–3325.
- Kai Xing & Natalia Nehrebecka. (2023). The relationship between ESG performance and corporate financial performance.
- Kurt Desender & Mircea Epure. (2015). Corporate governance and corporate social performance: boards, ownership and institutions. In *Academy of Management*. 1.
- LSEG. (2024). Environmental, Social and Governance scores from LSEG. [https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en\\_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf](https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf)
- Luca Piras, Marco Mandas, Oumaima Lahmar & Riccardo De Lisa. (2023). ESG in the financial industry: What matters for rating Analysts?. *Research in International Business and Finance*.
- Michael Jensen. (2001). Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*, 7, 297–317.
- Miguel A. Ariño, Miguel A. Canela & Roberto Garcia-Castro. (2010). Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity. *Journal of Business Ethics*. 92. 107–126.
- Peng Gao, Simin Chen & Yu Song. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*. 345.
- Philipp Krüger. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304–329.
- Robert Edward Freeman (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Stephen H. Penman. (2012). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5.

- Tokuda Akio (2005). The critical assessment of the Resource-Based View of strategic management: The source of heterogeneity of the firm. *Ritsumeikan International Affairs*, 3 (2005), 125–150.
- Rim El Khoury, Sahar Iskandar & Viviane Naimy. (2021). ESG Versus Corporate Financial Performance: Evidence from East Asian Firms in the Industrials Sector. *Sustainable Economics*. 39(3).
- Suttipun, M., et al. (2023). The Impact of Environmental, Social and Governance (ESG) Reporting and Female Board Members on Financial Performance: Evidence from Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 19(61), 89–111.
- William Gould, StataCorp. (n.d.). How can there be an intercept in the fixed-effects model estimated by xtreg, fe?
- จิตติมา วิเชียรรักษ์, มัทนชัย สุทธิพันธุ์ และ รจนา ขุนแก้ว. (2566). ผลกระทบของการรายงานความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และคณะกรรมการเพศหญิงต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน : หลักฐานจากประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*. 19(61). 89–111.
- จิตรลดา บุญมา. (2567). ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ยุโรป. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- จิราวัฒน์ แสงเปา. (2566). ความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลเพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน. *วารสารเครือข่ายส่งเสริมการวิจัยทางมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*. 6(3)
- ฉัตรมงคล วงศ์รัฐนันท์ และ ณัชชา ชูรัตน์ชัย. (2567). ผลการประเมินคะแนน ESG กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิทยาลัยบัณฑิตเอเชีย*. 14(4). 68–78.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.). Home. <https://www.set.or.th/en/home>
- พิพัฒน์ ยอดพฤติการ. (2566). ESG Meter: มาตรฐานความยั่งยืนของกิจการไทย. <https://mgronline.com/greeninnovation/detail/9660000029328>
- ภัสสิริ ศรสงคราม. (2560). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลขององค์กร (ESG) กับมูลค่ากิจการ (TOBIN'S Q) ในหมวดธุรกิจพลังงานที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชีและบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ภาวิณี มณีจักร. (ม.ป.ป.). แบบจำลอง Regression กับข้อมูลภาคตัดขวาง และข้อมูลช่วงเวลา. *เศรษฐ-มิติ*. <https://mparavee.wordpress.com/wp-content/uploads/2018/10/panel-regression.pdf>
- รชตะ ศิลปวงษา. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพทางการเงินกับผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ของกลุ่มหลักทรัพย์ใน SET100 ที่ได้รับเลือกให้อยู่ในดัชนีหลักทรัพย์ยั่งยืน (SETTHSI) และมี ESG SCORE. การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชีและบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- วันสนันท์ กันทะวงศ์. (2565). การฟอกเขียวด้วยการซื้อขายคาร์บอนเครดิตในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ศิลปศาสตรดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาอาชีวศึกษาและงานยุติธรรม ภาควิชาสังคมวิทยาและมานุษยวิทยา คณะรัฐศาสตร์. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ศิรินันท์ ปิยะอักษรรัตน์. (2563). การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพทางการเงินกับ ESG Performance ในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industries) (NoFCFF) กรณีศึกษาในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยมหิดล, วิทยาลัยการจัดการ.

ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนจากการประเมินการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ของบริษัท  
ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ : กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 100 อันดับแรก (SET100)

ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน (ม.ป.ป.). SET ESG RATINGS. <https://setsustainability.com/ESG-ratings>  
สถาบันไทยพัฒน์ (ม.ป.ป.). Environmental, Social, and Governance (ESG). <https://www.thaipat.org/>  
สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย. (2562). ESG...ปัจจัยสำคัญสู่แนวทางการประกอบธุรกิจตามหลักความยั่งยืน [www.asco.or.th/  
uploads/upfiles/files/ASCO%20article\\_ESG\\_ed.pdf](http://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/ASCO%20article_ESG_ed.pdf)