ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย

The Relationship Between ESG Scores and Firm Value of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand and the Indonesia Stock Exchange

ยศวินกาญจน์ กอบกาญจนพฤติ

Yodsawinkan Kobkanjanapued

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce, Thailand

E-mail: Yodsawinkan_kob@utcc.ac.th

Received February 17, 2026; **Revised** April 15, 2026; **Accepted** April 30, 2026

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และเปรียบเทียบความแตกต่างของความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการระหว่างบริบทของประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย รูปแบบการวิจัยเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) รวมจำนวน 1,129 ค่าสังเกต (ปี–บริษัท) วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยข้อมูล Panel ด้วยแบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effects Model)

ผลการวิจัยพบว่า 1) คะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสะท้อนว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสียได้จริง 2) ระดับความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการในประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซียไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ บ่งชี้ว่ากลไกตลาดทุนของทั้งสองประเทศมีการตอบสนองต่อปัจจัยด้าน ESG ในทิศทางและขนาดที่สอดคล้องกัน

ข้อค้นพบจากงานวิจัยนี้ กลไกตลาดทุนในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ของอาเซียนมีแนวโน้มมุ่งสู่การบูรณาการมาตรฐานการประเมินมูลค่าด้านความยั่งยืนเป็นเอกภาพ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการใช้ ESG เป็นกลยุทธ์หลักเพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการ และเป็นแนวทางให้หน่วยงานกำกับดูแลร่วมมือกันกำหนดมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลระดับภูมิภาคเพื่อดึงดูดการลงทุนที่ยั่งยืนจากต่างประเทศ

คำสำคัญ: คะแนน ESG; มูลค่ากิจการ; ประเทศไทย; ประเทศอินโดนีเซีย

Abstract

This study aims to examine the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) performance scores and firm value (Tobin's Q) and compare this relationship between listed companies on the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Indonesia Stock Exchange (IDX). Adopting a quantitative research approach, the study utilizes a sample of 1,129 firm–year observations from both exchanges. Data analysis was conducted using descriptive statistics, correlation analysis, and panel data regression with a Fixed Effects Model.

The findings reveal that 1) ESG scores have a statistically significant positive relationship with firm value. This reflects that sustainability performance effectively creates value added and enhances stakeholder confidence. 2) There is no statistically significant difference in the relationship between ESG scores and firm value between Thailand and Indonesia. This indicates that capital market mechanisms in both countries respond to ESG factors with a consistent direction and magnitude. Research Findings and Implications:

The results suggest that capital markets in ASEAN emerging economies are moving toward a unified integration of sustainability valuation standards. These findings are beneficial for executives in establishing ESG as a core corporate strategy to enhance firm value. Furthermore, they provide a framework for regulators to collaborate on defining regional disclosure standards to effectively attract international sustainable investment.

Keywords: ESG Score; Firm Value; Thailand; Indonesia

บทนำ

ท่ามกลางความผันผวนของเศรษฐกิจโลกและการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ การดำเนินธุรกิจภายใต้กรอบสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ได้กลายเป็นดัชนีสำคัญในการประเมินมูลค่าและความยั่งยืนของกิจการ โดยเฉพาะในช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงินหรือโรคระบาด ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงินอย่างคะแนน ESG จะทวีความสำคัญในการช่วยนักลงทุนประเมินความเสี่ยงและโอกาสในระยะยาว (Sahlian et al., 2024) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) และทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ระบุว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการในที่สุด (Nikmah & Khasanah, 2025)

อย่างไรก็ตาม แม้จะมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการอย่างแพร่หลาย แต่ผลลัพธ์ในบริบทของตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ยังคงมีความขัดแย้งและไม่เป็นเอกฉันท์ (Yoon, Lee & Byun, 2018) ประเด็นที่เป็นช่องว่างทางการวิจัย (Research Gap) สำคัญคือ การขาดการศึกษา

เปรียบเทียบเชิงลึกระหว่างตลาดทุนที่มีระดับความก้าวหน้าด้านกฎระเบียบและบริบททางสังคมที่แตกต่างกันภายในภูมิภาคเดียวกัน โดยงานวิจัยส่วนใหญ่มักมุ่งเน้นศึกษาในประเทศเดียวหรือเปรียบเทียบระหว่างประเทศพัฒนาแล้วกับประเทศกำลังพัฒนา แต่ยังขาดการศึกษาที่มุ่งเน้นการเปรียบเทียบระหว่างสองระบบเศรษฐกิจใหญ่ในกลุ่ม ASEAN-5 อย่างประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งเป็นตัวแทนของตลาดที่มีโครงสร้างเชิงสถาบันที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

เหตุผลสำคัญในการเลือกศึกษาเปรียบเทียบสองประเทศนี้ เนื่องมาจากความแตกต่างของกลไกการขับเคลื่อนความโปร่งใส โดยบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยมีผลการดำเนินงานด้านการเปิดเผยข้อมูลและโครงสร้างการกำกับดูแลที่เข้มแข็งในระดับผู้นำภูมิภาค (Masyhuri, 2017) ในขณะที่ประเทศอินโดนีเซียได้รับอิทธิพลอย่างสูงจากปัจจัยเชิงสถาบันอย่างไม่เป็นทางการ โดยเฉพาะความเคร่งครัดทางศาสนา (Religiosity) และบรรทัดฐานทางสังคมที่มีบทบาทสำคัญในการสร้างความน่าเชื่อถือให้กับข้อมูล ESG มากกว่ากลไกทางกฎหมายเพียงอย่างเดียว (Nikmah & Khasanah, 2025) ความแตกต่างระหว่างกลไกที่ขับเคลื่อนด้วยกฎระเบียบ (Regulatory-driven) และกลไกที่ขับเคลื่อนด้วยบรรทัดฐานทางสังคม (Norm-driven) นำมาสู่คำถามวิจัยว่า บริบทของประเทศ (Country Context) ทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับ (Moderator) ที่ส่งผลให้กลไกการให้มูลค่า ESG ของตลาดทุนแตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งเป็นประเด็นสำคัญที่ยังไม่ได้รับการพิสูจน์ในงานวิจัยระดับภูมิภาคก่อนหน้านี้

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย

2. เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการระหว่างบริบทของประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย

การทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้เป็นกรอบแนวคิดในการวิจัย โดยแบ่งหัวข้อการนำเสนอดังนี้

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) Freeman (1984) ได้เสนอแนวคิดพื้นฐานที่ว่าองค์กรไม่ได้มีหน้าที่เพียงสร้างผลกำไรสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม เช่น พนักงาน ลูกค้า ชุมชน และสิ่งแวดล้อม การดำเนินงานตามหลัก ESG จึงถือเป็นการบริหารจัดการความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งจะช่วยลดความขัดแย้งและส่งเสริมประสิทธิภาพการดำเนินงานในระยะยาว ส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นอย่างยั่งยืน งานวิจัยของ

Fatemi, Glaum and Kaiser (2018) สนับสนุนทฤษฎีนี้โดยพบว่ากิจกรรมด้าน ESG ช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการโดยการสร้างสินทรัพย์ที่จับต้องไม่ได้ เช่น ชื่อเสียงและความไว้วางใจ

โดยที่ ESG เป็นกรอบแนวคิดที่ใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานขององค์กรนอกเหนือจากมิติทางการเงิน แนวคิดนี้มีรากฐานมาจากการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบและถูกนำเสนออย่างเป็นทางการโดย United Nations Principles for Responsible Investment (UN-PRI) ในปี ค.ศ. 2006 การเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ใช่ทางการเงินซึ่งแสดงด้วย ESG นั้น ได้พิจารณาถึงสิทธิและผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholders) มากขึ้น ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาองค์กรและสังคมโดยรวมอย่างยั่งยืนในระยะยาว (Zheng et al., 2022)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ในตลาดทุนที่มีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน Spence (1973) อธิบายว่าองค์กรที่มีคุณภาพดีจะพยายามส่งสัญญาณข้อมูลเชิงบวกไปยังตลาดเพื่อสร้างความแตกต่าง การเปิดเผยข้อมูล ESG และการได้รับคะแนน ESG ที่ดี จึงทำหน้าที่เป็นสัญญาณที่บ่งบอกถึงประสิทธิภาพการบริหารจัดการและความโปร่งใสของบริษัท ซึ่งช่วยลดต้นทุนเงินทุนและเพิ่มความเชื่อมั่นให้นักลงทุน ส่งผลให้ราคาหุ้นและมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ปรับตัวสูงขึ้น (Connelly et al., 2011)

แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่ากิจการและการวัดค่า (Firm Value Measurement) มูลค่ากิจการเป็นตัวชี้วัดความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นและความสำเร็จในการดำเนินงานของบริษัท โดยเครื่องมือที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายในงานวิจัยด้านการเงินและความยั่งยืนคือ Tobin's Q ซึ่งพัฒนาโดย Tobin (1969) และปรับปรุงสูตรการคำนวณให้เหมาะสมในทางปฏิบัติโดย Chung and Pruitt (1994) จุดเด่นสำคัญที่ทำให้ Tobin's Q เหนือกว่าตัวชี้วัดทางบัญชี คือคุณสมบัติการเป็นตัวชี้วัดที่มองไปข้างหน้า (Forward-looking metric) ซึ่งสามารถสะท้อนมูลค่าของสินทรัพย์ที่จับต้องไม่ได้ เช่น ชื่อเสียงองค์กร ความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนได้เสีย และศักยภาพการเติบโตในอนาคตได้ดีกว่า (Grewal, Hauptmann & Serafeim, 2021) โดยเฉพาะในบริบทของการศึกษาด้าน ESG งานวิจัยร่วมสมัยของ Broadstock et al. (2021), and Li et al. (2018) ได้ยืนยันว่า Tobin's Q เป็นตัวแปรที่เหมาะสมที่สุดในการวัดผลกระทบของ ESG เนื่องจากประโยชน์ของความยั่งยืนมักจะไม่ส่งผลต่อกำไรทางบัญชีในทันที แต่ตลาดทุนจะรับรู้และสะท้อนเข้าไปในราคาหุ้น (Market Price) ผ่านการประเมินความเสี่ยงและโอกาสในระยะยาว

การศึกษาเชิงประจักษ์ในบริบทของตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ส่วนใหญ่สนับสนุนแนวคิดที่ว่าการดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลบวกต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพการบริหารจัดการภายใต้สภาวะที่ตลาดอาจมีความไม่สมมาตรของข้อมูล โดย Yoon et al. (2018) พบว่าในตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ การดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ (Chaebols) ที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับคะแนนด้านธรรมาภิบาล (Governance) มากเป็นพิเศษเพื่อลดความเสี่ยงจากปัญหาตัวแทน สอดคล้องกับบริบทของประเทศบราซิล ซึ่ง Miralles-Quirós, Miralles-Quirós and Valente Gonçalves (2018) พบว่าตลาด

ให้มูลค่าเชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้าน ESG โดยรวม แต่มีความอ่อนไหวที่แตกต่างกันในรายอุตสาหกรรม กล่าวคือ นักลงทุนให้มูลค่ากับด้านสิ่งแวดล้อมในอุตสาหกรรมทั่วไป แต่กลับให้ความสำคัญกับด้านสังคมและธรรมาภิบาลมากกว่าในอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวต่อสิ่งแวดล้อม (Sensitive Industries) ในขณะที่บริบทของประเทศจีน Zheng et al. (2022) ยืนยันว่า ESG ช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการได้จริง โดยมีสื่อและนักวิเคราะห์เป็นกลไกส่งผ่านข้อมูลที่สำคัญ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาในจีนพบว่าองค์ประกอบด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมส่งผลบวกชัดเจน แต่ด้านธรรมาภิบาลกลับไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ

การศึกษาเปรียบเทียบข้ามประเทศและปัจจัยแวดล้อมยังชี้ให้เห็นถึงความแตกต่างที่น่าสนใจ โดย E-Vahdati, Wan-Hussin and Mohd Ariffin (2023) เปรียบเทียบระหว่างญี่ปุ่นและมาเลเซีย พบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับมูลค่าหุ้นในมาเลเซีย (ตลาดเกิดใหม่) มีความเข้มข้นมากกว่าในญี่ปุ่น (ตลาดพัฒนาแล้ว) ซึ่งบ่งชี้ว่าในบริบทของอาเซียน นักลงทุนให้ความสำคัญกับ ESG อย่างมากในการตัดสินใจลงทุน โดยมาเลเซียเน้นให้มูลค่ากับด้านสิ่งแวดล้อมเป็นหลัก ยิ่งไปกว่านั้น ปัจจัยเชิงสถาบันและวัฒนธรรม เช่น ความเคร่งครัดทางศาสนา (Religiosity) ยังมีบทบาทสำคัญ โดย Nikmah and Khasanah (2025) พบว่าบริษัทที่ตั้งอยู่ในประเทศที่มีระดับความเคร่งครัดทางศาสนาสูง จะมีการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่ได้รับความเชื่อถือจากนักลงทุนมากกว่าและส่งผลต่อมูลค่ากิจการสูงกว่า ซึ่งเป็นประเด็นที่สอดคล้องกับบริบทของประเทศที่มีวัฒนธรรมเข้มแข็ง ทั้งนี้ ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ ผลการศึกษาของ Sahlian et al. (2024) ในยุโรปชี้ว่าความสัมพันธ์ของ ESG อาจลดลงเนื่องจากนักลงทุนหันกลับไปโฟกัสที่ผลประกอบการทางการเงิน ในขณะที่ Nikmah and Khasanah (2025) พบหลักฐานแย้งว่าในช่วงวิกฤต COVID-19 การดำเนินงานด้าน ESG กลับปรับตัวดีขึ้นและยังคงเป็นปัจจัยสำคัญในการรักษามูลค่ากิจการ

การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) ทั้งสองตลาดจัดอยู่ในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ที่มีลักษณะทางสังคมและเศรษฐกิจที่คล้ายคลึงกัน โดย Marciano et al. (2025) ระบุว่าทั้งสองประเทศอยู่ในช่วงกำลังเปลี่ยนผ่านสู่การเป็นประเทศพัฒนาแล้วและได้รับอิทธิพลจากพฤติกรรมของนักลงทุนรายย่อยที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเช่นเดียวกัน นอกจากนี้ ในช่วงวิกฤต COVID-19 ตลาดทุนทั้งสองแห่งมีการตอบสนองในทิศทางเดียวกัน โดยดัชนีราคาหุ้นปรับตัวลดลงในช่วงแรกก่อนที่จะทยอยฟื้นตัว อย่างไรก็ตาม ทั้งสองตลาดมีความแตกต่างเชิงโครงสร้างและพฤติกรรมที่สำคัญ 3 ประการ ได้แก่ 1) ด้านธรรมาภิบาล Masyhuri (2017) พบว่าบริษัทจดทะเบียนในไทยมีผลการดำเนินงานด้านการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency) ที่เหนือกว่าอินโดนีเซีย โดยส่วนใหญ่อยู่ในเกณฑ์ “ดีมาก” ในขณะที่อินโดนีเซียอยู่ในเกณฑ์ “ดี” 2) ปัจจัยขับเคลื่อนการออม Kamnan and Jaroenwiriyakul (2022) ชี้ให้เห็นว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีผลต่อการออมของภาคครัวเรือนในไทยอย่างมีนัยสำคัญ แต่กลับไม่มีผลในอินโดนีเซีย ซึ่งประชาชนเน้นการออมตามการเติบโตของ GDP และราคาทองคำมากกว่า

และ 3) พลวัตสภาพคล่อง Suryanto and Wardah (2023) พบว่าในช่วงฟื้นตัวจากโควิด-19 ตลาดอินโดนีเซีย มีอัตราการเติบโตของมูลค่าการซื้อขายรายวัน (Daily Transaction Value) ที่โดดเด่นกว่าและทำสถิติสูงสุดในรอบ 20 ปี ซึ่งแตกต่างจากรูปแบบการฟื้นตัวของตลาดไทยในช่วงเวลาเดียวกัน

บทบาทของปัจจัยระดับประเทศ (Country Effect) ความแตกต่างของระดับการพัฒนาตลาดทุนและกฎระเบียบระหว่างประเทศ ส่งผลต่อความเข้มข้นของความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการ งานวิจัยเชิงเปรียบเทียบของ Garcia et al. (2017) ในกลุ่มประเทศ BRICS พบว่าในประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนและการบังคับใช้กฎหมายที่เข้มงวดกว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG จะส่งผลดีต่อมูลค่าบริษัทมากกว่า ซึ่งนำไปสู่สมมติฐานที่ว่าบริบทของประเทศไทยและอินโดนีเซีย อาจมีระดับความสัมพันธ์ที่แตกต่างกัน

ปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Control Variables) เพื่อให้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์มีความถูกต้องแม่นยำ งานวิจัยในอดีตเสนอแนะให้ควบคุมปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ได้แก่ 1) ขนาดกิจการ (Firm Size) บริษัทขนาดใหญ่มักมีความได้เปรียบจากการประหยัดต่อขนาด (Economies of Scale) แต่อาจมีอัตราการเติบโตที่ช้ากว่าบริษัทเล็ก (Dang, Li & Yang, 2018) 2) โครงสร้างเงินทุน (Leverage) การมีหนี้สินช่วยลดภาระภาษี (Tax Shield) แต่หากสูงเกินไปจะเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินและลดมูลค่ากิจการ (Modigliani & Miller, 1963) 3) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) เป็นปัจจัยพื้นฐานสำคัญที่สุดที่ขับเคลื่อนมูลค่าหลักทรัพย์ 4) อายุของบริษัท (Firm Age) เป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงประสบการณ์ ความมั่นคง และช่วงวัยของธุรกิจตามทฤษฎีวงจรชีวิต บริษัทที่มีอายุน้อยมักมีโอกาสในการเติบโตสูงและมีความคล่องตัวในการปรับตัว ซึ่งมักได้รับการประเมินมูลค่าจากตลาด (Market Value) สูงกว่ามูลค่าทางบัญชี ส่งผลให้ค่า Tobin's Q สูง (Loderer & Waelchli, 2010) และ 5) ปัจจัยมหภาค (GDP Growth) การเติบโตทางเศรษฐกิจส่งผลทางบวกต่อผลประกอบการและมูลค่าตลาดของบริษัทในประเทศนั้น ๆ

การพัฒนาสมมติฐาน

จากการทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยได้กำหนดสมมติฐานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และมูลค่ากิจการ รวมถึงบทบาทของบริบทประเทศในการกำกับความสัมพันธ์ดังกล่าว ดังนี้

1. ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และมูลค่ากิจการ ตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) และทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) การดำเนินงานด้าน ESG ถือเป็นเครื่องมือสำคัญในการสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันและส่งสัญญาณถึงคุณภาพการบริหารจัดการที่ดี ซึ่งช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน Yoon et al. (2018) พบหลักฐานเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ว่า การดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับตลาด สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nikmah and Khasanah (2025) ที่ศึกษาในกลุ่มประเทศที่มีเกรด ESG สูงและพบว่าคะแนน ESG โดยรวมมีผลกระทบ

เชิงบวกต่อมูลค่าตลาด (Market Value) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงวิกฤตที่นักลงทุนมองหาหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ นอกจากนี้ E-Vahdati et al. (2023) ยังยืนยันความสัมพันธ์เชิงบวกนี้ในบริบทของประเทศญี่ปุ่นและมาเลเซีย โดยชี้ว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนช่วยลดต้นทุนเงินทุนและเพิ่มมูลค่าบริษัทในระยะยาว จากหลักฐานดังกล่าว จึงนำมาสู่สมมติฐานที่ 1

สมมติฐานการวิจัยที่ 1 (H1) คะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย

2. บทบาทกำกับของปัจจัยระดับประเทศ (Country Moderating Effect) ระดับความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการอาจมีความแตกต่างกันไปตามบริบทของแต่ละประเทศ เนื่องจากความแตกต่างของโครงสร้างกฎระเบียบและบรรทัดฐานทางสังคม E-Vahdati et al. (2023) ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบและพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับมูลค่ากิจการในประเทศมาเลเซีย (ตลาดเกิดใหม่) มีระดับความเข้มข้นสูงกว่าประเทศญี่ปุ่น (ตลาดพัฒนาแล้ว) เนื่องจากกลไกการบังคับใช้กฎหมายและการตอบสนองของนักลงทุนที่แตกต่างกัน

ในกรณีของประเทศไทยและอินโดนีเซีย แม้จะเป็นตลาดเกิดใหม่ในภูมิภาคเดียวกัน แต่มีบริบทเชิงสถาบันที่ต่างกัน โดย Masyhuri (2017) พบว่า บริษัทจดทะเบียนไทยมีระดับการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency) ที่สูงกว่าอินโดนีเซีย ในขณะที่ Nikmah and Khasanah (2025) ชี้ให้เห็นว่าในบริบทของสังคมที่มีความเคร่งครัดทางศาสนาสูง (เช่น กลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว) ปัจจัยด้านบรรทัดฐานทางสังคม (Social Norms) จะช่วยเสริมความน่าเชื่อถือของข้อมูล ESG และส่งผลให้ตลาดให้มูลค่ากับ ESG สูงขึ้น ความแตกต่างของกลไกการขับเคลื่อนเหล่านี้ (กลไกตลาดและกฎระเบียบในไทยเทียบกับกลไกทางบรรทัดฐานสังคมในอินโดนีเซีย) อาจส่งผลให้อิทธิพลของ ESG ที่มีต่อมูลค่ากิจการในสองประเทศนี้มีความแตกต่างกัน จึงนำมาสู่สมมติฐานที่ 2

สมมติฐานที่ 2 (H2) ระดับความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการมีความแตกต่างกันระหว่างบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย

กรอบแนวคิดการวิจัย

กรอบแนวคิดการวิจัยในการศึกษานี้ พัฒนาขึ้นโดยอาศัยพื้นฐานจากแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและงานวิจัยในอดีตที่บ่งชี้ว่าการดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ โดยผู้วิจัยมุ่งเน้นศึกษาอิทธิพลของคะแนน ESG ที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการศึกษานี้ครอบคลุมตลาดหลักทรัพย์ในสองประเทศที่มีบริบททางเศรษฐกิจและกฎระเบียบที่แตกต่างกัน ผู้วิจัยจึงได้นำตัวแปร ประเทศ (Country) เข้ามาเป็นตัวแปรกำกับ (Moderator) เพื่อตรวจสอบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการมีความแตกต่างกันหรือไม่ระหว่างประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย อีกทั้งได้นำตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่า

กิจการมาเป็นตัวแปรควบคุม เพื่อลดความคลาดเคลื่อนของผลการวิเคราะห์ ประกอบด้วย ขนาดกิจการ (SIZE) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ความสามารถในการทำกำไร (ROA) อายุบริษัท (Age) และภาวะเศรษฐกิจ (GDP) โดยสามารถสรุปเป็นกรอบแนวคิดการวิจัยได้ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

หมายเหตุ: ในการวิเคราะห์ถดถอย ผู้วิจัยได้ทำการควบคุมอิทธิพลของช่วงเวลา (Year Fixed Effects) เพื่อขจัดผลกระทบจากปัจจัยภายนอกที่มีการเปลี่ยนแปลงไปตามเวลา

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในการศึกษานี้ ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล LSEG โดยครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) ในช่วงระยะเวลา 6 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 ถึง 2567

เพื่อให้ข้อมูลมีความถูกต้อง น่าเชื่อถือ และเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยด้วยข้อมูลแบบ Panel ผู้วิจัยได้กำหนดเกณฑ์การคัดกรอง (Filtering Criteria) เพื่อขจัดข้อมูลที่มีคุณลักษณะไม่เหมาะสมและข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ออกจากการศึกษา โดยมีลำดับขั้นตอนและรายละเอียดจำนวนกลุ่มตัวอย่างดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง	**ประเทศไทย**	**ประเทศอินโดนีเซีย**	**รวม**
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (ระยะเวลา 6 ปี)	2,844	5,778	**8,622**
หัก			
อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน รวมถึงกองทุนรวม และกองทรัสต์	(540)	(930)	**(1,470)**
บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม	(348)	(36)	**(384)**
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนภายในปีที่ศึกษา	(1,144)	(4,471)	**(5,615)**
บริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีติดลบ	(24)	–	**(24)**
กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น (ปี–บริษัท หรือ ค่าสังเกต)	788	341	**1,129**

จากตารางที่ 1 ผู้วิจัยดำเนินการคัดกรองกลุ่มตัวอย่างจากข้อมูลสังเกตการณ์เบื้องต้น (Firm–Year Observations) ทั้งสิ้น 8,622 ค่าสังเกต (ประเทศไทย 2,844 และอินโดนีเซีย 5,778) ตามเกณฑ์ดังนี้

กลุ่มธุรกิจการเงิน กองทุนรวม และกองทรัสต์ (1,470 ค่าสังเกต) คัดออกเนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินและกฎระเบียบเฉพาะที่แตกต่างจากธุรกิจทั่วไป

บริษัทที่รอบปีบัญชีไม่สิ้นสุด ณ 31 ธันวาคม (384 ค่าสังเกต) คัดออกเพื่อให้ข้อมูลทางการเงินสอดคล้องกับรอบปีปฏิทินของตัวแปรมหภาค (GDP Growth)

ข้อมูลไม่ครบถ้วน (5,615 ค่าสังเกต) คัดออกเนื่องจากขาดคะแนน ESG หรือข้อมูลทางการเงินที่สำคัญ ทั้งนี้ ข้อมูลในอินโดนีเซียมีข้อจำกัดด้านคะแนน ESG มากกว่าไทยอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากความแตกต่างด้านการบังคับใช้กฎระเบียบ (เช่น รายงาน 56–1 One Report ของไทย) รวมถึงอุปสรรคด้านภาษาและมาตรฐานรายงานท้องถิ่นที่ทำให้ฐานข้อมูลระดับโลกอย่าง LSEG ไม่สามารถประเมินคะแนนได้อย่างครอบคลุม

บริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีติดลบ (24 ค่าสังเกต):คัดออกเพื่อขจัดความผันผวนผิดปกติจากกิจการที่อยู่ในสภาวะล้มละลายหรือฟื้นฟู

ทั้งนี้ ในกระบวนการคัดกรองข้อมูลขั้นสุดท้าย ผู้วิจัยไม่ได้ทำการตัดค่าสังเกตที่ผิดปกติ (Outliers) ทิ้ง เพื่อรักษาจำนวนตัวอย่างให้ได้มากที่สุด และป้องกันการสูญเสียข้อมูลที่มีนัยสำคัญ โดยผู้วิจัยเลือกใช้วิธีการปรับค่าสุดโต่ง (Winsorization) ที่ระดับเปอร์เซ็นไทล์ที่ 1 และ 99 แทนการตัดข้อมูลออก (Trimming) เพื่อลดผลกระทบของค่าความแปรปรวนที่สูงผิดปกติโดยไม่ส่งผลกระทบต่อขนาดของกลุ่มตัวอย่าง

ดังนั้น คงเหลือกลุ่มตัวอย่างสุดท้ายที่ใช้ในการวิเคราะห์ (Final Sample) จำนวนทั้งสิ้น 1,129 ค่าสังเกต ประกอบด้วยข้อมูลจากประเทศไทย 788 ค่าสังเกต และประเทศอินโดนีเซีย 341 ค่าสังเกต ซึ่งผู้วิจัยได้นำข้อมูลชุดนี้ไปวิเคราะห์ในรูปแบบ Unbalanced Panel Data ในลำดับต่อไป

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลในการศึกษานี้ เป็นการรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (Indonesia Stock Exchange: IDX) โดยผู้วิจัยดำเนินการสืบค้นและรวบรวมข้อมูลผ่านฐานข้อมูลออนไลน์ LSEG Workspace (เดิมชื่อ Refinitiv Eikon) ซึ่งเป็นฐานข้อมูลทางการเงินระดับโลกที่มีความน่าเชื่อถือ โดยมีขอบเขตระยะเวลาการศึกษาครอบคลุม 6 ปีบัญชี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 ถึงปี พ.ศ. 2567 (ค.ศ. 2019 – 2024) ข้อมูลที่จัดเก็บประกอบด้วยคะแนน ESG รายปี ข้อมูลในงบการเงิน และข้อมูลมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ เพื่อนำมาคำนวณตัวแปรต่าง ๆ ตามกรอบแนวคิดการวิจัย ทั้งนี้ เพื่อขจัดปัญหาความแตกต่างของค่าเงินและเพื่อให้ข้อมูลทางการเงินของทั้งสองประเทศสามารถเปรียบเทียบกันได้บนฐานเดียวกัน (Common Currency Base) ผู้วิจัยจึงกำหนดให้ข้อมูลทางการเงินทั้งหมดแสดงผลในหน่วยดอลลาร์สหรัฐ (USD) โดยใช้อัตราแลกเปลี่ยน ณ วันสิ้นงวดบัญชีของแต่ละปีตามมาตรฐานของฐานข้อมูล

ตัวแปรและการวัดค่า

เพื่อให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีความถูกต้องและสอดคล้องกับวัตถุประสงค์การวิจัย ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรและการวัดค่าโดยรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล LSEG Workspace และเว็บไซต์ของ World Bank ซึ่งสามารถสรุปตัวแปรและการวัดค่าของตัวแปรแต่ละประเภท ได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ตัวแปรและการวัดค่า

ประเภท	ชื่อตัวแปร	อักษรย่อ	การวัดค่า
ตัวแปรตาม	มูลค่ากิจการ	Tobin's Q	$\frac{(\text{มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด} + \text{หนี้สินรวม})}{\text{สินทรัพย์รวม}}$
ตัวแปรอิสระ	คะแนน ESG	ESG	คะแนนรวมด้าน ESG (0–100) จากฐานข้อมูล LSEG
ตัวแปรกำกับ	ประเทศ	C	ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ให้ค่า = 1 หากเป็นประเทศไทย ให้ค่า = 0 หากเป็นประเทศอินโดนีเซีย
ตัวแปรควบคุม	ขนาดกิจการ	SIZE	ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
	ความเสี่ยงทางการเงิน	LEV	$\frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$
	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ROA	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}} * 100$
	อายุของบริษัท	Age	ปีที่ศึกษา – ปีที่ก่อตั้ง
	การเติบโตของ GDP	GDP	อัตราการเปลี่ยนแปลงของ GDP รายปี (%)

หมายเหตุ: ตัวแปรที่คำนวณจากมูลค่าทางการเงิน (เช่น ขนาดกิจการ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น) คำนวณจากข้อมูลสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (USD) เพื่อความเป็นมาตรฐานเดียวกันในการวิเคราะห์ข้อมูลข้ามประเทศ

นอกจากตัวแปรควบคุมข้างต้น ผู้วิจัยยังได้ผนวกตัวแปรหุ่นจำลองรายปี (Year Dummies) เข้าไปในแบบจำลองการวิจัย เพื่อควบคุมอิทธิพลของปัจจัยภายนอกที่มีการเปลี่ยนแปลงไปตามเวลาแต่ส่งผลกระทบต่อทุกบริษัทในทิศทางเดียวกัน (Time–Fixed Effects) เช่น วิกฤตโรคระบาด หรือการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินโลก ซึ่งจะช่วยลดความคลาดเคลื่อนของผลการศึกษา

ตัวแบบการศึกษา

จากกรอบแนวคิดการวิจัยและนิยามตัวแปรที่ได้กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยได้นำมาสร้างเป็นตัวแบบการศึกษาเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ Panel Data ซึ่งสามารถเขียนเป็นสมการถดถอยเพื่อทดสอบสมมติฐานได้ 2 สมการ ดังนี้

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 C_i + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{... (1)}$$

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 C_i + \beta_3 (ESG_{it} \times C_i) + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 GDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{... (2)}$$

โดยที่ Tobin's Q_{it} หมายถึง มูลค่ากิจการของบริษัท i ณ เวลา t ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแปรตาม สำหรับตัวแปรอิสระและตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบประกอบด้วย ESG_{it} แทนคะแนนการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล; C แทนตัวแปรหุ่นจำลองประเทศ (โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 หากเป็นบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย และมีค่าเท่ากับ 0 หากเป็นบริษัทจดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซีย) และพจน์ ($ESG_{it} \times C_i$) แทนปฏิสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และปัจจัยด้านประเทศ ในส่วนของตัวแปรควบคุมประกอบด้วย $SIZE_{it}$ แทนขนาดของกิจการ; LEV_{it} แทนความเสี่ยงทางการเงิน; ROA_{it} แทนความสามารถในการทำกำไร; Age_{it} แทนอายุของบริษัท และ GDP_{it} แทนอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศที่บริษัทตั้งอยู่ ณ เวลา t โดยสัญลักษณ์ β_0 คือค่าคงที่ของสมการ; β_1 ถึง β_8 คือค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของแต่ละตัวแปรที่ต้องการประมาณค่า และ ε_{it} คือค่าความคลาดเคลื่อนทางสถิติของบริษัท i ณ เวลา t

ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยได้ตระหนักถึงปัญหาความเอนเอียงจากตัวแปรที่ละเลยไป (Omitted Variable Bias) ซึ่งอาจนำไปสู่ปัญหา Endogeneity จึงเลือกใช้ แบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effects Model) เพื่อควบคุมปัจจัยเฉพาะตัวของบริษัทที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา พร้อมทั้งผนวก ผลกระทบคงที่ด้านเวลา (Year Fixed Effects) เพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยมหภาคที่เปลี่ยนแปลงตามเวลาแต่ส่งผลต่อทุกบริษัทพร้อมกัน นอกจากนี้ เพื่อให้ผลการประมาณค่ามีความถูกต้องและแม่นยำ ผู้วิจัยได้ทำการ ปรับค่าสุดโต่ง (Winsorization) ที่ระดับเปอร์เซ็นไทล์ที่ 1 และ 99 เพื่อลดอิทธิพลของค่าผิดปกติ และใช้การ ปรับแก้ความคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบกลุ่ม (Standard Errors Clustered at the Unit Level) เพื่อจัดการปัญหา Heteroskedasticity และ Serial Correlation ทั้งนี้ เพื่อเป็นการทดสอบความทนทาน (Robustness Check) ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ซ้ำโดยจำกัดกลุ่มตัวอย่างเฉพาะช่วงปี

พ.ศ. 2564–2567 (Post-COVID period) เพื่อยืนยันว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการมีความเสถียรและไม่ได้เกิดจากความผันผวนในช่วงวิกฤต

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์

ในการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย ผู้วิจัยได้ดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลผ่านโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ โดยเลือกใช้เครื่องมือทางสถิติซึ่งประกอบด้วย 3 ส่วนหลัก ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ผู้วิจัยใช้สถิติเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายคุณลักษณะพื้นฐานและการกระจายตัวของข้อมูลตัวแปรทั้งหมดในแบบจำลอง โดยพิจารณาจากค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อให้เห็นภาพรวมและธรรมชาติของกลุ่มตัวอย่างทั้งในประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย

2. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ผู้วิจัยทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระรายคู่ โดยประยุกต์ใช้วิธีการทางสถิติ 2 รูปแบบ ได้แก่ 1) สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) เพื่อพิจารณาทิศทางและระดับความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปร และ 2) สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบลำดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman's Rank Correlation Coefficient) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ในกรณีที่ข้อมูลอาจมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ (Non-normal distribution) และเพื่อเป็นการทดสอบความทนทาน (Robustness Check) ของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร นอกจากนี้ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ทั้งสองรูปแบบยังใช้เป็นเครื่องมือเบื้องต้นในการตรวจสอบปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) เพื่อให้มั่นใจว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเองสูงเกินเกณฑ์ที่กำหนด (ค่า r ควรไม่เกิน 0.800) ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความคลาดเคลื่อนและความแม่นยำของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในสมการถดถอย

3. การวิเคราะห์ความถดถอยข้อมูล Panel เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยเลือกใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel ซึ่งเหมาะสมกับลักษณะข้อมูลที่มีทั้งมิติของเวลาและมิติของบริษัท โดยพิจารณาแบบจำลอง 3 รูปแบบ ได้แก่ แบบจำลองกำลังสองน้อยที่สุด (Pooled OLS) แบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effects Model) และแบบจำลองผลกระทบสุ่ม (Random Effects Model) ในการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด ผู้วิจัยได้ใช้การทดสอบทางสถิติ Hausman Test เพื่อเปรียบเทียบระหว่างแบบจำลอง Fixed Effects และ Random Effects โดยหากค่าความน่าจะเป็น (Prob.) มีนัยสำคัญทางสถิติ จะเลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects เนื่องจากมีความสอดคล้อง (Consistent) มากกว่า แต่หากไม่มีนัยสำคัญจะเลือกใช้แบบจำลอง Random Effects นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังได้ทำการตรวจสอบความเหมาะสมของแบบจำลองอื่น ๆ (Model Specification Tests) เพื่อให้มั่นใจว่าผลการวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือและปราศจากความเอนเอียง

ผลการวิจัย

ก่อนการทดสอบสมมติฐาน ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์คุณลักษณะพื้นฐานและการกระจายตัวของข้อมูล โดยตารางที่ 3 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรทั้งหมดหลังจากผ่านกระบวนการปรับค่าสุดโต่ง (Winsorization) ที่ระดับเปอร์เซ็นไทล์ที่ 1 และ 99 เพื่อลดผลกระทบของค่าผิดปกติ โดยมีรายละเอียดค่าสถิติของกลุ่มตัวอย่างรวม (Pooled Data) และจำแนกรายประเทศ

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

	Mean	Median	Minimum	Maximum	SD
Pooled data (n = 1,129)					
Tobin's Q	1.796	1.249	0.598	10.852	1.530
ESG (Score)	52.987	54.029	2.869	92.172	17.055
Assets (Million USD)	3,666.89	1,432.25	13.20	100,741.33	8,255.99
SIZE (ln)	20.957	21.083	16.445	25.336	1.493
LEV (Times)	0.919	0.634	0.001	5.800	0.995
ROA (%)	6.431	5.416	-10.457	34.930	6.994
Age (Years)	28.845	29.000	1	90	16.296
GDP (%)	1.963	2.500	-6.100	5.300	2.959
Thailand (n = 788)					
Tobin's Q	1.735	1.222	0.598	10.852	1.395
ESG (Score)	54.450	56.075	2.869	92.172	16.710
Assets (Million USD)	3,550.41	820.58	13.20	100,741.33	9,411.03
SIZE (ln)	20.696	20.525	16.445	25.336	1.569
LEV (Times)	0.956	0.790	0.001	5.800	0.932
ROA (%)	5.735	5.039	-10.457	34.930	6.205
Age (Years)	25.204	27.000	1	90	14.436
GDP (%)	1.112	1.900	-6.100	2.600	2.774
Indonesia (n = 341)					
Tobin's Q	1.936	1.295	0.598	10.852	1.798
ESG (Score)	49.606	49.273	9.417	88.001	17.385
Assets (Million USD)	3,935.11	2,290.04	91.88	29,392.12	4,581.86
SIZE (ln)	21.562	21.552	18.332	24.104	1.082
LEV (Times)	0.831	0.450	0.001	5.800	1.122
ROA (%)	8.038	6.479	-10.457	34.930	8.334
Age (Years)	37.260	37.000	1	90	17.231
GDP (%)	3.931	5.000	-2.100	5.300	2.382

Note: 1) To address potential outliers, continuous variables were winsorized at the 1st and 99th percentiles using the pooled dataset. This procedure establishes uniform lower and upper boundaries, resulting in identical minimum and maximum values for Tobin's Q, LEV, ROA, and AGE across the pooled sample and the individual country subsamples.

2) To ensure cross-country comparability, all monetary variables (e.g., Firm Size, Liabilities, Equity) are measured in US Dollars (USD).

จากตารางที่ 3 ได้แสดงคุณลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,129 ค่าสังเกต โดยที่มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และคะแนน ESG เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบรายประเทศ พบประเด็นที่น่าสนใจคือ บริษัทจดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซียมีมูลค่ากิจการเฉลี่ยสูงกว่าประเทศไทย ในขณะที่คะแนน ESG เฉลี่ยของประเทศไทยกลับสูงกว่าประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งสะท้อนถึงความก้าวหน้าในการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนไทย

สำหรับปัจจัยควบคุมและบริบททางเศรษฐกิจ พบว่ากลุ่มตัวอย่างจากประเทศอินโดนีเซียมีลักษณะเป็นกิจการที่มีขนาดใหญ่ (Total Assets) และมีความสามารถในการทำกำไร (ROA) สูงกว่าบริษัทไทย รวมถึงมีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP Growth) เฉลี่ยที่สูงกว่าบริษัทไทย ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนไทยมีระดับความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) เฉลี่ยสูงกว่าเล็กน้อย ข้อมูลดังกล่าวบ่งชี้ถึงความแตกต่างเชิงโครงสร้างพื้นฐานและสภาวะเศรษฐกิจของทั้งสองประเทศที่นำมาศึกษา

สำหรับตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระรายคู่ โดยใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation) และสเปียร์แมน (Spearman's Rho) เพื่อตรวจสอบทิศทางความสัมพันธ์และทดสอบปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) เบื้องต้นก่อนการวิเคราะห์ความถดถอย ดังนี้

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์

Variable	Correlation	Tobin's Q	ESG	SIZE	LEV	ROA	AGE
ESG	Pearson's r	−0.001	—				
	Spearman's rho	−0.047	—				
SIZE	Pearson's r	−0.164***	0.349***	—			
	Spearman's rho	−0.196***	0.343***	—			
LEV	Pearson's r	0.033	0.045	−0.050	—		
	Spearman's rho	0.004	0.051	−0.053	—		
ROA	Pearson's r	0.514***	−0.036	−0.158***	0.102***	—	
	Spearman's rho	0.518***	−0.081***	−0.204***	0.104***	—	
Age	Pearson's r	−0.041	0.104***	0.105***	−0.070**	0.062**	—
	Spearman's rho	−0.172***	0.064**	0.092***	−0.090***	0.014	—
GDP	Pearson's r	−0.008	0.030	0.045	0.004	0.122***	0.195***
	Spearman's rho	−0.046	−0.009	0.137***	−0.015	0.113***	0.248***

Note: * p−value < .10, ** p−value < .05, *** p−value < .01

จากตารางที่ 4 เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระเพื่อตรวจสอบปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ พบว่าคู่ที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงสุดคือ ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการ (SIZE) และคะแนน ESG โดยมีค่าเท่ากับ 0.349 (Pearson) และ 0.343 (Spearman) ซึ่งยังคงต่ำกว่าเกณฑ์

มาตรฐานที่ 0.800 อย่างมาก แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระในการศึกษานี้ไม่มีความสัมพันธ์กันเองสูงจนก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity

ในส่วนของความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า ความสามารถในการทำกำไร (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกในระดับสูงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 0.514$, p-value < 0.01) ในขณะที่ขนาดกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ ($r = -0.164$, p-value < 0.01) อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์รายคู่เบื้องต้นยังไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการ ซึ่งผู้วิจัยจะทำการทดสอบยืนยันผลอีกครั้งด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณที่ควบคุมปัจจัยอื่นร่วมด้วยในลำดับต่อไป

ผลการทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยข้อมูล Panel ภายใต้แบบจำลอง Fixed Effects ซึ่งผ่านการตรวจสอบความเหมาะสมของโมเดลแล้ว แสดงดังตารางที่ 5 โดยมีตัวแปรตามคือ มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และตัวแปรอิสระหลักคือ คะแนน ESG พร้อมด้วยตัวแปรควบคุมต่าง ๆ ดังนี้

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของตัวแบบการศึกษาที่ 1

Model 1 (Fixed effect model)	Coefficient	t-ratio	p-value		VIF
const	3.9334	3.627	0.0003	***	
ESG	0.0132	3.758	0.0002	***	1.297
C	1.0651	2.291	0.0228	**	3.108
SIZE	−0.2244	−5.421	<0.0001	***	1.994
LEV	−0.0013	−2.968	0.0033	***	1.299
ROA	0.1107	8.958	<0.0001	***	1.215
Age	−0.0038	−1.019	0.3092		1.309
GDP	0.2647	1.826	0.0690	*	1.305
Year effect	Yes				

F	31.07805***	R^2	0.325301	Adj. R^2	0.318656
LSDV R^2	0.437136	Within R^2	0.331733	Durbin-Watson	1.707112

Hausman test statistic: $X^2(11) = 20.0969$, p-value = 0.044 (In favor of the fixed effects model).

Standard errors are clustered at the unit level to allow for arbitrary heteroskedasticity and serial correlation.

Note: *p-value < .10, **p-value < .05, ***p-value < .01

จากตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ภายใต้แบบจำลองพื้นฐาน (Baseline Model) โดยจากการทดสอบ Hausman Test ได้ค่าสถิติ Chi-square เท่ากับ 20.097 (p-value = 0.044) ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและเลือกใช้แบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effects Model) ในการประมาณค่า นอกจากนี้ ผลการตรวจสอบความเหมาะสมของสมการพบว่าค่า F-statistic มีนัยสำคัญทางสถิติ

(p-value < 0.01) และค่า VIF ของทุกตัวแปรมีค่าต่ำกว่า 10 ซึ่งยืนยันว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมและปราศจากปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity)

ผลการทดสอบตัวแปรอิสระหลักพบว่า คะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.01) จึงเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ยืนยันว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการจริง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียและทฤษฎีการส่งสัญญาณ ผลลัพธ์นี้จึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 1 (H1) ที่ว่าคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอินโดนีเซียอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาปัจจัยด้านประเทศ (C) พบค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.05) ผลลัพธ์นี้สะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระดับฐาน (Baseline Difference) ระหว่างสองกลุ่มตัวอย่าง โดยบ่งชี้ว่าบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับระดับมูลค่ากิจการที่สูงกว่าบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย[1]

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า ความสามารถในการทำกำไร (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.01) ในขณะที่การเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.10) ทางด้านขนาดกิจการ (SIZE) และความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.01) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาในแบบจำลองนี้ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างอายุบริษัท (Age) กับมูลค่ากิจการ (p-value > 0.05)

ลำดับถัดมา ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบสมมติฐานเพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของอิทธิพลที่คะแนน ESG มีต่อมูลค่ากิจการระหว่างบริบทของประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย โดยการผนวกตัวแปรหุ่นประเทศ (C) และตัวแปรปฏิสัมพันธ์ (ESG×C) เข้าสู่สมการถดถอย ซึ่งผลการวิเคราะห์ภายใต้แบบจำลอง Fixed Effects ที่ผ่านการตรวจสอบความเหมาะสมแล้ว แสดงดังตารางที่ 6

[1] อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการวิเคราะห์นี้ใช้แบบจำลอง Fixed Effects ซึ่งควบคุมปัจจัยเฉพาะตัวที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา ค่าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวจึงควรตีความในลักษณะของความสัมพันธ์เชิงพรรณนามากกว่าความเป็นเหตุเป็นผลเพื่อสะท้อนความแตกต่างเชิงโครงสร้างของตลาดทุนทั้งสองแห่ง

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของตัวแบบการศึกษาที่ 2

Model 2 (Fixed effect model)	Coefficient	t-ratio	p-value		VIF
const	2.3452	2.039	0.0425	**	
ESG	0.0165	2.466	0.0143	**	3.648
C	1.1513	2.486	0.0136	**	3.324
ESG×C	−0.0058	−0.783	0.4340		3.494
SIZE	−0.0906	−2.167	0.0312	**	2.016
LEV	−0.0010	−2.613	0.0095	***	1.056
ROA	0.0971	8.178	<0.0001	***	1.278
Age	−0.0085	−2.187	0.0297	**	1.396
GDP	0.2623	1.784	0.0425	**	1.311
Year effect	Yes				

F	32.82048***	R^2	0.377525	Adj. R^2	0.365716
LSDV R^2	0.492756	Within R^2	0.397769	Durbin-Watson	1.696623

Hausman test statistic: $X^2(21)$ = 49.2828, p-value = 0.01 (In favor of the fixed effects model).

Standard errors are clustered at the unit level to allow for arbitrary heteroskedasticity and serial correlation.

Note: *p-value < .10, **p-value < .05, ***p-value < .01

จากตารางที่ 6 ผลการทดสอบ Hausman Test มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.01) จึงเลือกใช้การแปลผลจากแบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effects Model) โดยพบว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมและสามารถอธิบายความผันแปรของมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 49.28 (LSDV R^2 = 0.4928)[2] อีกทั้งค่า VIF ของทุกตัวแปรมีค่าต่ำกว่า 10 ยืนยันว่าไม่มีปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ

ผลการวิเคราะห์ตัวแปรหลัก พบว่า คะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Coefficient = 0.0165) ซึ่งยืนยันว่าการดำเนินงานด้านความยั่งยืนส่งผลดีต่อมูลค่ากิจการในภาพรวม

สำหรับการทดสอบเปรียบเทียบระหว่างประเทศ พบประเด็นที่น่าสนใจ ดังนี้ ตัวแปรประเทศ (C) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.05) ยืนยันได้ว่าโดยพื้นฐานแล้วบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับระดับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ที่สูงกว่าบริษัทในประเทศอินโดนีเซียอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตัวแปรปฏิสัมพันธ์ (ESG×C) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value > 0.05) ซึ่งบ่งชี้ว่าอิทธิพลของคะแนน ESG ที่มีต่อมูลค่ากิจการในบริบทของประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย

[2] ผู้วิจัยรายงานค่า LSDV R^2 (0.4928) เพื่อสะท้อนอำนาจในการพยากรณ์รวมของแบบจำลอง ซึ่งครอบคลุมทั้งอิทธิพลจากตัวแปรอิสระและอิทธิพลจากปัจจัยเฉพาะตัวของบริษัท (Individual Fixed Effects) อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาเฉพาะความผันแปรภายในหน่วยตัวอย่าง (Within R^2) แบบจำลองยังคงสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ในระดับสูงที่ร้อยละ 39.77

ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ผลการวิจัยในส่วนนี้จึง ปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 (H2) และชี้ให้เห็นว่าตลาดทุนของทั้งสองประเทศมีการตอบสนองต่อปัจจัยด้านความยั่งยืนในทิศทางและขนาดที่สอดคล้องกัน

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่าผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) ส่งผลบวกต่อมูลค่ากิจการ ในขณะที่ขนาดกิจการ (SIZE) ความเสี่ยง (LEV) และอายุบริษัท (Age) ส่งผลลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ทั้งนี้ เพื่อให้การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติมีความแม่นยำและน่าเชื่อถือ ทุกตัวแบบการศึกษาผู้วิจัยได้ใช้คำสั่งโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติทำการปรับแก้ความคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบกลุ่มในระดับหน่วยตัวอย่าง (Standard Errors Clustered at the Unit Level) เพื่อรองรับปัญหาความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนที่ไม่คงที่ (Heteroskedasticity) และปัญหาความสัมพันธ์กันเองของค่าความคลาดเคลื่อนภายในหน่วยตัวอย่าง (Serial Correlation)

การตรวจสอบความทนทาน (Robustness check)

ผู้วิจัยได้ตรวจสอบความทนทานว่าผลการศึกษาหลักไม่ได้ถูกขับเคลื่อนโดยผลกระทบจากช่วงการระบาดของโควิด-19 ดังนั้น จึงได้ทำการวิเคราะห์ซ้ำโดยจำกัดกลุ่มตัวอย่างเฉพาะช่วงปี พ.ศ. 2564-2567 ตามตารางที่ 7 ผลการทดสอบพบว่า คะแนน ESG ยังคงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในทั้งสองสมการซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์หลัก

นอกจากนี้ ผลการทดสอบตัวแปรปฏิสัมพันธ์ (ESG×C) ยังคงไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดิม (p-value > 0.05) ซึ่งเป็นการยืนยันข้อค้นพบที่ว่าระดับความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการในประเทศไทยและอินโดนีเซียไม่มีความแตกต่างกัน ผลลัพธ์จากการตรวจสอบความทนทานนี้ชี้ให้เห็นว่า ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการเป็นความสัมพันธ์ที่แข็งแกร่ง (Robust) และไม่ได้เกิดจากความผันผวนผิดปกติในช่วงวิกฤตโรคระบาดแต่อย่างใด

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ความทนทานของผลการศึกษา

Robustness check	Model 1 (After Covid-19)				Model 2 (After Covid-19)			
	Coefficient	t-ratio	p-value		Coefficient	t-ratio	p-value	
const	4.7093	3.710	0.0003	***	4.9605	3.498	0.0006	***
ESG	0.0130	3.054	0.0025	***	0.0214	2.388	0.0177	**
C	-0.0977	-0.1804	0.8570		0.0555	0.1080	0.9141	
ESG×C					-0.0152	-1.402	0.1622	
SIZE	-0.1758	-4.368	<0.0001	***	-0.1608	-2.735	0.0067	***
LEV	-0.0005	-1.071	0.2852		-0.0010	-2.054	0.0410	**
ROA	0.1051	8.221	<0.0001	***	0.0884	6.508	<0.0001	***
Age	-0.0062	-1.655	0.0992	*	-0.0047	-1.129	0.2601	
GDP	0.0640	0.3159	0.7523		0.0541	0.2655	0.7908	
Year effect	Yes				Yes			
	F 16.18037 P-value(F) <0.0001				F 19.59239 P-value(F) <0.0001			
	R^2 0.28748 Adj. R^2 0.274257				R^2 0.347751 Adj. R^2 0.331617			
	LSDV R^2 0.499665 Within R^2 0.305653				LSDV R^2 0.502697 Within R^2 0.364031			
	D-W 1.845810 Max VIF 5.578				D-W 1.803820 Max VIF 9.820			
	Hausman test statistic: p-value = 0.01				Hausman test statistic: p-value = 0.01			
	Standard errors clustered by unit.				Standard errors clustered by unit.			

Note: *p-value < .10, **p-value < .05, ***p-value < .01

อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอินโดนีเซีย ผู้วิจัยสามารถอภิปรายประเด็นสำคัญได้ดังนี้

1. คะแนน ESG กับการสร้างมูลค่ากิจการในมุมมองเชิงทฤษฎี ผลการศึกษาที่พบว่าคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งอธิบายว่าการดำเนินงานที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ไม่ได้เป็นเพียงต้นทุนส่วนเพิ่ม แต่เป็นกลไกในการบริหารจัดการความสัมพันธ์และสร้างความไว้วางใจกับผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม การตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียช่วยให้บริษัทสร้างสินทรัพย์ที่จับต้องไม่ได้ เช่น ชื่อเสียงองค์กรและความจงรักภักดีของลูกค้า ซึ่งส่งผลบวกต่อมูลค่ากิจการในระยะยาว

นอกจากนี้ ผลลัพธ์ดังกล่าวยังสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) โดยคะแนน ESG ทำหน้าที่เป็นสัญญาณคุณภาพ (Quality Signal) ที่ช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน การเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่มีคุณภาพช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนว่าบริษัทมีการบริหารจัดการความเสี่ยงที่ดีและมีความโปร่งใส ส่งผลให้นักลงทุนยินดีที่จะจ่ายส่วนล้ำมูลค่า (Premium) ให้กับหลักทรัพย์นั้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพิจารณาผ่าน

Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวชี้วัดที่มองไปข้างหน้า (Forward-looking metric) พบว่าตลาดทุนได้รับรู้และสะท้อนคุณค่าของความยั่งยืนเข้าไปในราคาหุ้นปัจจุบันมากกว่าเพียงแค่การพิจารณากำไรทางบัญชีในระยะสั้น

2. การสังเคราะห์ผลลัพธ์กับบริบทตลาดเกิดใหม่ในอาเซียน ข้อค้นพบที่แสดงถึงผลกระทบเชิงบวกของ ESG ต่อมูลค่ากิจการในไทยและอินโดนีเซีย สอดคล้องกับแนวโน้มการศึกษาในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) เช่น เกาหลีใต้ บราซิล และจีน ซึ่งชี้ให้เห็นว่าปัจจัยด้าน ESG ได้กลายเป็นองค์ประกอบมาตรฐานในการประเมินมูลค่ากิจการทั่วโลก โดยเฉพาะในภูมิภาคอาเซียน ผลศึกษานี้ช่วยยืนยันงานวิจัยของ Alsayegh, Abdul Rahman and Homayoun (2020), and Nur'aeni and Sari (2023) ที่พบว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนส่งผลบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดทุนไทยและอินโดนีเซีย

ประเด็นที่น่าสนใจจากการวิจัยครั้งนี้ คือ การที่ระดับความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และมูลค่ากิจการในประเทศไทยและอินโดนีเซียไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แม้ว่าทั้งสองประเทศจะมีโครงสร้างเชิงสถาบันและกฎระเบียบที่ต่างกัน ซึ่งผลลัพธ์นี้มีความแตกต่างจากงานของ E-Vahdati et al. (2023) ที่พบความเข้มข้นของความสัมพันธ์ที่ต่างกันระหว่างตลาดพัฒนาแล้ว (ญี่ปุ่น) และตลาดเกิดใหม่ (มาเลเซีย) การที่ประเทศไทยและอินโดนีเซียให้ผลลัพธ์ที่สอดคล้องกันสามารถอธิบายได้ด้วยบทบาทของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันที่มีอิทธิพลสูงต่อกลไกราคาในทั้งสองตลาด ซึ่งกลุ่มนักลงทุนเหล่านี้ใช้วิจารณญาณบนมาตรฐานสากลในการประเมินความเสี่ยงและโอกาสข้ามพรมแดน ส่งผลให้กลไกการกำหนดมูลค่า ESG ในภูมิภาคนี้มีลักษณะเป็นเอกภาพ (Regional Market Integration) มากกว่าที่คาดการณ์ไว้

3. นัยสำคัญเชิงนโยบายและเชิงปฏิบัติ ผลการวิจัยนี้นำมาสู่ข้อเสนอแนะที่สำคัญในสองมิติ ดังนี้

3.1 มิติเชิงปฏิบัติสำหรับภาคธุรกิจ ผู้บริหารควรยกระดับ ESG จากกิจกรรมเพื่อภาพลักษณ์ (Greenwashing) ให้กลายเป็น "กลยุทธ์หลักขององค์กร" (Core Corporate Strategy) เนื่องจากหลักฐานเชิงประจักษ์ชี้ชัดว่ากลไกตลาดทุนได้ตอบสนองและสะท้อนมูลค่าของการดำเนินงานด้านความยั่งยืนเข้าไปในราคาหลักทรัพย์แล้ว บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงจะมีความได้เปรียบในการดึงดูดเงินทุนและสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้มากกว่าในระยะยาว

3.2 มิติเชิงนโยบายสำหรับหน่วยงานกำกับดูแล เนื่องจากการตอบสนองของตลาดทุนในภูมิภาคเป็นไปในทิศทางเดียวกัน หน่วยงานกำกับดูแลของประเทศไทย (SEC/SET) และอินโดนีเซีย (OJK/IDX) ควรพิจารณาความร่วมมือในการสร้างมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนร่วมกันของอาเซียน (ASEAN Common Disclosure Standard) เพื่อสร้างความเป็นมาตรฐานสากล ลดภาระต้นทุนในการจัดทำข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน และเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของภูมิภาคอาเซียนในการดึงดูดเม็ดเงินลงทุนที่ยั่งยืนจากทั่วโลกอย่างมีประสิทธิภาพ

นอกจากนี้ การศึกษาครั้งนี้มีข้อจำกัดบางประการที่ควรพิจารณา ประการแรก ความครอบคลุมของข้อมูล ESG ในกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างกันระหว่างประเทศ ส่งผลให้ข้อมูลมีลักษณะเป็น Unbalanced Panel ซึ่งอาจสะท้อนภาพรวมของบริษัทขนาดใหญ่ที่มีความพร้อมในการเปิดเผยข้อมูลเป็นหลัก ประการที่สอง การศึกษานี้อ้างอิงคะแนน ESG จากผู้ให้บริการเพียงรายเดียว (LSEG) ซึ่งอาจมีผลลัพธ์ที่แตกต่างหากใช้เกณฑ์การประเมินจากสถาบันอื่น และประการสุดท้าย การวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง Fixed Effects แม้จะช่วยลดความเอนเอียงจากปัจจัยเฉพาะตัวได้ แต่ยังคงมีข้อจำกัดในการยืนยันความเป็นเหตุเป็นผล (Causality) อย่างสมบูรณ์ ดังนั้น การตีความผลลัพธ์จึงควรพิจารณาควบคู่กับบริบททางเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่ศึกษา

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ค้นพบองค์ความรู้ใหม่ที่ช่วยขยายขอบเขตความเข้าใจด้านการเงินยั่งยืนในระดับภูมิภาค ดังนี้

ความเป็นเอกภาพของกลไกตลาดทุนต่อปัจจัยความยั่งยืน (Unified ESG–Valuation Mechanism) ค้นพบว่ากลไกการตอบสนองของตลาดทุนต่อข้อมูล ESG ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ของอาเซียนมีลักษณะเป็นเอกภาพสูง แม้บริษัทจะตั้งอยู่ในประเทศที่มีโครงสร้างเชิงสถาบันที่ต่างกัน ซึ่งประเทศไทยเน้นการกำกับดูแลด้วยกฎระเบียบทางการ (Regulatory–driven) ในขณะที่ประเทศอินโดนีเซียเน้นบรรทัดฐานทางสังคมและศาสนา (Norm–driven) แต่ตลาดทุนกลับให้มูลค่าต่อ ESG ในทิศทางและขนาดที่ทัดเทียมกัน

การท้าทายบทบาทของบริบทประเทศในฐานะตัวแปรกำกับ (Challenging Country Moderator Effect) ข้อค้นพบนี้หักล้างสมมติฐานดั้งเดิมที่ว่าความแตกต่างเชิงบริบทของประเทศ (Country Context) จะต้องเป็นตัวแปรหลักในการกำหนดประสิทธิภาพของ ESG เสมอไป งานวิจัยชี้ให้เห็นว่าในปัจจุบัน ปัจจัยระดับประเทศในภูมิภาคเดียวกันอาจไม่มีอิทธิพลเพียงพอที่จะสร้างความแตกต่างในการให้มูลค่ากิจการ เนื่องจากอิทธิพลของมาตรฐานการประเมินสากล (Global Standardized Metrics) และบทบาทของนักลงทุนข้ามชาติได้เข้ามามีบทบาทเหนือปัจจัยเฉพาะถิ่น

การเปลี่ยนผ่านจากมาตรฐานท้องถิ่นสู่บรรทัดฐานการลงทุนระดับโลก (Shift to Global Investment Norms) งานวิจัยสะท้อนให้เห็นว่าตลาดทุนในอาเซียนกำลังก้าวข้ามความแตกต่างทางวัฒนธรรมและกฎหมายท้องถิ่นไปสู่การบูรณาการมาตรฐานการตัดสินใจลงทุนแบบเดียวกัน สิ่งนี้ยืนยันว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ในมิติของ ESG มีความแข็งแกร่งและเป็นสากลจนสามารถลดทอนอิทธิพลของความไม่สมมาตรทางข้อมูลที่เกิดจากความแตกต่างเชิงสถาบันในระดับประเทศได้

สรุป

ผลการศึกษาพบว่า คะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลลัพธ์นี้ สนับสนุนสมมติฐานที่ 1 (H1) และยืนยันตามแนวคิดทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียและทฤษฎีการส่งสัญญาณว่า การดำเนินงานด้านความยั่งยืนช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้อย่างเป็นรูปธรรม ในขณะที่ผลการวิจัยเพื่อเปรียบเทียบระหว่างประเทศพบว่าระดับความสัมพันธ์ระหว่างคะแนน ESG กับมูลค่ากิจการในประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซียไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิจัยในส่วนนี้จึง ปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 (H2) และบ่งชี้ว่ากลไกตลาดทุนของทั้งสองประเทศมีการตอบสนองต่อปัจจัยด้าน ESG ในทิศทางและขนาดของความสัมพันธ์ที่สอดคล้องกัน แม้จะมีบริบทเชิงโครงสร้างเศรษฐกิจและกฎระเบียบที่แตกต่างกันก็ตาม

ในเชิงนโยบายและการบริหาร ผู้บริหารควรบูรณาการ ESG ให้เป็นกลยุทธ์หลักขององค์กรเพื่อสร้างความเชื่อมั่นและเพิ่มมูลค่ากิจการในระยะยาว ขณะที่หน่วยงานกำกับดูแลควรประสานความร่วมมือในการกำหนดมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนร่วมกันในระดับภูมิภาค เพื่อเสริมสร้างศักยภาพในการดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศเข้าสู่กลุ่มอาเซียนได้อย่างยั่งยืน

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

1) สำหรับผู้บริหาร ผู้บริหารควรยกระดับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) โดยบูรณาการให้เป็นกลยุทธ์หลักในการดำเนินธุรกิจมากกว่าการดำเนินการเพียงเพื่อส่งเสริมภาพลักษณ์องค์กร เนื่องจากผลการศึกษาเชิงประจักษ์ยืนยันว่ากลไกตลาดทุนมีการรับรู้และสะท้อนมูลค่า (Price–in) ของผลการดำเนินงานด้าน ESG เข้าไปในราคาหลักทรัพย์ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการในระยะยาว

2) สำหรับหน่วยงานกำกับดูแล เนื่องจากผลการศึกษาบ่งชี้ว่าตลาดทุนของประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซียมีรูปแบบการตอบสนองต่อปัจจัย ESG ในทิศทางเดียวกัน หน่วยงานกำกับดูแลควรพิจารณาความร่วมมือในการผลักดันมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล ESG ร่วมกันในระดับภูมิภาค (ASEAN Common Standard) เพื่อสร้างความเป็นมาตรฐานเดียวกัน ซึ่งจะช่วยลดความซับซ้อนในการวิเคราะห์ข้อมูลและส่งเสริมศักยภาพในการดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศเข้าสู่ภูมิภาคอาเซียนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

3) สำหรับนักลงทุน สามารถนำคะแนน ESG มาประยุกต์ใช้เป็นปัจจัยคัดกรองหลัก (Screening Factor) ในกระบวนการจัดสรรสินทรัพย์ลงทุน (Portfolio Allocation) สำหรับตลาดทุนในกลุ่ม ASEAN–5 ได้ เนื่องจากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าปัจจัยด้าน ESG เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์และสามารถอธิบายความผันแปรของมูลค่ากิจการได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทั้งสองตลาดทุน

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

1) ควรขยายขอบเขตการศึกษาให้ครอบคลุมตลาดทุนอื่นในกลุ่ม ASEAN-5 หรือตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) อื่น ๆ เพื่อเปรียบเทียบผลกระทบของบริบทเชิงสถาบันและวัฒนธรรมที่มีต่อการให้มูลค่า ESG ในระดับภูมิภาค

2) ควรศึกษาผลกระทบขององค์ประกอบย่อยแต่ละด้าน (Individual ESG Pillars) หรือจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Sectors) เพื่อให้ทราบว่ามิติใดของ ESG ที่มีอิทธิพลสูงสุดต่อมูลค่ากิจการในแต่ละบริบทอุตสาหกรรม

เอกสารอ้างอิง

Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., & Homayoun, S. (2020). Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. *Sustainability, 12*(9), 3910. https://doi.org/10.3390/su12093910

Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters, 38*, 101716. https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management, 23*(3), 70–74.

Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management, 37*(1), 39–67. https://doi.org/10.1177/0149206310388419

Dang, C., Li, Z. F., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance, 86*, 159–176. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.006

E-Vahdati, S., Wan-Hussin, W. N., & Mohd Ariffin, M. S. (2023). The value relevance of ESG practices in Japan and Malaysia: Moderating roles of CSR award, and former CEO as a board chair. *Sustainability, 15*(3), 2728. https://doi.org/10.3390/su15032728

Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal, 38*, 45–64. https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.

Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production, 150*, 135–147. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180

Grewal, J., Hauptmann, C., & Serafeim, G. (2021). Material sustainability information and stock price informativeness. *Journal of Business Ethics, 171*(3), 513–544. https://doi.org/10.1007/s10551-020-04451-2

Kamnan, S., & Jaroenwiriyakul, S. (2022). Factors affecting on the saving in ASEAN-5. *Santapol College Academic Journal, 8*(1), 18–27.

Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review, 50*(1), 60–75. https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007

Loderer, C., & Waelchli, U. (2010). *Firm age and performance* [MPRA Paper No. 26450]. Munich Personal RePEc Archive. Retrieved from https://mpra.ub.uni-muenchen.de/26450/

Marciano, D., Wijaya, L. I., Sugianto, L. L., & Zunairoh, Z. (2025). The effect of behavioral factors on investment decision towards stock market between Indonesia, Japan, and Thailand. *Jurnal Siasat Bisnis, 29*(2), 179–193. https://doi.org/10.20885/jsb.vol29.iss2.art4

Masyhuri, M. (2017). Is Thailand better than Indonesia? A comparative study between the listed state-owned enterprises (SOEs) corporate governance practices on disclosures and transparency. *International Business Management, 11*(11), 1795–1807. Retrieved from https://makhillpublications.co/files/published-files/mak-ibm/2017/11-1795-1807.pdf

Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Valente Gonçalves, L. M. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability*, *10*(3), 574. https://doi.org/10.3390/su10030574

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, *53*(3), 433–443. http://www.jstor.org/stable/1809167

Nikmah, U., & Khasanah, U. (2025). Assessing the value relevance of environmental, social and governance (ESG) performance from a religiosity perspective. *Global Business Review*, Advance online publication. https://doi.org/10.1177/09721509251346197

Nur'aeni, N., & Sari, W. (2023). The effect of environmental, social and governance (ESG) on firm value in companies listed on the Indonesia stock exchange. *Indonesian Journal of Economics and Management*, *4*(1), 129–139. https://doi.org/10.35313/ijem.v4i1.5479

Sahlian, D. N., Popa, A. F., Bantaş, V. C., Răpan, C. M., & Chiriac, S. C. V. (2024). The value relevance of financial performance and ESG scores during tumultuous economic periods. *Eastern European Economics, 62*(4), 528–546. https://doi.org/10.1080/00128775.2023.2225500

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics, 87*(3), 355–374.

Suryanto, D., & Wardah, N. C. (2023). Comparison of daily transaction performance of Indonesia stock exchange against Singapore, Thailand, and Philippines stock exchanges during the COVID-19 pandemic. *Proceedings 2022, 83*, 70. https://doi.org/10.3390/proceedings2022083070

Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking, 1*(1), 15–29.

Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability, 10*(10), 3635. https://doi.org/10.3390/su10103635

Zheng, Y., Wang, B., Sun, X., & Li, X. (2022). ESG performance and corporate value: Analysis from the stakeholders' perspective. *Frontiers in Environmental Science, 10*, 1084632. https://doi.org/10.3389/fenvs.2022.1084632