

คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม
และธรรมาภิบาลที่มีต่อผลการดำเนินงาน ผ่านกลไก
การเปิดเผยความเสี่ยงและภาพลักษณ์องค์กร
หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

The impact of environmental, social, and
governance (ESG) disclosure quality on firm
performance through risk disclosure and
corporate image: Empirical evidence from
companies listed on the Stock Exchange of
Thailand

Received: July 24, 2026

Revised: September 6, 2026

Accepted: September 7, 2026

เอณัฐรา สุริยะโอภาไชย*

Aynatthar Suriyaohphachai*

*สาขาการบัญชี คณะบัญชี มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์

*Department of Accounting, Faculty of Accountancy, Rajapruk University

*Email: aysuri@rpu.ac.th

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ผ่านกลไกการเปิดเผยความเสี่ยงและภาพลักษณ์องค์กร ใช้ข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 414 บริษัท รวม 1,242 ปี-บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2565–2567 การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา สหสัมพันธ์เพียร์สัน วิเคราะห์เส้นทาง และการทดสอบอิทธิพลทางอ้อมด้วยวิธี Bootstrap ด้วยโปรแกรม IBM SPSS AMOS ผลการวิจัยพบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีอิทธิพลต่อการเปิดเผยความเสี่ยงและภาพลักษณ์องค์กรแตกต่างกัน โดยมีมิติธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเปิดเผยความเสี่ยงเด่นชัดที่สุด ขณะที่มิติสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อภาพลักษณ์องค์กรครอบคลุมทุกตัวชี้วัดและมีอิทธิพลสูงที่สุด ส่วนมิติสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีอิทธิพลต่อการเปิดเผยความเสี่ยง ขณะที่การเปิดเผยความเสี่ยงมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ส่วนภาพลักษณ์องค์กรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานเฉพาะมิติคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และไม่พบอิทธิพลทางอ้อมของ ESG ต่อผลการดำเนินงานผ่านการเปิดเผยความเสี่ยงและภาพลักษณ์องค์กร ผลการวิจัยอาจอธิบายได้ด้วยทฤษฎีฐานทรัพยากรว่า ESG แต่ละมิติสามารถสร้างคุณค่าแก่กิจการแตกต่างกัน ขณะที่ทฤษฎีสถาบันอธิบายว่า ผลของ ESG อาจแตกต่างกันตามบริบทเชิงสถาบันของแต่ละประเทศ และผลการศึกษาเป็นประโยชน์ต่อการกำหนดแนวทางการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท การประเมินมูลค่ากิจการของนักลงทุนและการกำหนดนโยบายของหน่วยงานกำกับดูแล

คำสำคัญ: การเปิดเผยข้อมูล ESG การเปิดเผยความเสี่ยง ภาพลักษณ์องค์กร ผลการดำเนินงาน

Abstract

This study examines the influence of ESG disclosure on firm performance (Tobin's Q) through the mechanisms of risk disclosure and corporate image. Secondary data were collected from companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). The sample comprised 414 companies, yielding 1,242 firm-year observations during 2022–2024. The data were analyzed using descriptive statistics, Pearson correlation, path analysis, and bootstrap testing of indirect effects via IBM SPSS AMOS. The findings reveal that ESG disclosure exerts differential influences on risk disclosure and corporate image: the governance dimension shows the most pronounced positive influence on risk disclosure, while the social dimension exhibits a positive influence on corporate image across all indicators and demonstrates the strongest overall effect. The environmental dimension has a significant positive influence on firm performance but shows no influence on risk disclosure, whereas risk disclosure negatively influences firm performance. Corporate image positively influences firm performance only through the corporate governance score dimension, and no significant indirect effect of ESG disclosure on firm performance was found through either risk disclosure or corporate image. The findings may be explained by the resource-based view, which suggests that each ESG dimension may create different levels of value for firms, while

institutional theory suggests that the effects of ESG may vary across countries' institutional contexts. The results offer practical implications for corporate disclosure policy formulation, investors' firm valuation decisions, and regulatory policymaking.

Keywords: ESG Disclosure, Risk Disclosure, Corporate Image, Firm Performance

บทนำ

การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) เป็นประเด็นสำคัญทั้งเชิงทฤษฎีและเชิงนโยบาย โดยมีฐานแนวคิดจากทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทฤษฎีความชอบธรรม และทฤษฎีการส่งสัญญาณ ในประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลผ่านแบบ 56-1 One Report และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการประเมิน SET ESG Ratings ซึ่งในปี พ.ศ. 2568 ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนถึง 263 บริษัท มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมกว่า 11.5 ล้านล้านบาท หรือประมาณร้อยละ 70 ของมูลค่าตลาดรวม เมื่อเทียบกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดทั้งหมดของ SET และ MAI (ฝ่ายพัฒนาการลงทุนอย่างยั่งยืน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2568) อย่างไรก็ตาม ประเด็นที่ยังไม่มีข้อสรุปชัดเจน คือ การเปิดเผยข้อมูล ESG สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการได้หรือไม่ และผ่านกลไกใด งานวิจัยที่ผ่านมาแสดงความไม่สอดคล้องกันของความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงาน แม้ Narula et al. (2025) จากการวิเคราะห์ทอริมาน 198 บทความจะสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงบวกโดยรวม แต่ผลการศึกษาในบริบทตลาดเกิดใหม่กลับแตกต่างออกไป เช่น Biju et al. (2025) พบว่า ความสัมพันธ์ทางตรงในตลาดอินเดียไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ Firmansyah et al. (2023) พบว่า การเปิดเผย ESG โดยรวมและมีมิติสังคมส่งผลเชิงลบต่อ Tobin's Q ขณะที่มิติสิ่งแวดล้อมไม่มีนัยสำคัญ และมีธรรมาภิบาลส่งผลเชิงบวกต่อ Tobin's Q ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานพื้นฐาน ความไม่สอดคล้องกันนี้อธิบายได้ด้วยทฤษฎีฐานทรัพยากร ที่เสนอว่าทรัพยากรจะสร้างมูลค่าได้ก็ต่อเมื่อถูกแปรเปลี่ยนเป็นความสามารถเชิงกลยุทธ์เสียก่อน กล่าวคือ อิทธิพลของ ESG อาจเกิดขึ้นโดยตรงหรือผ่านกลไกส่งผ่าน เช่น การเปิดเผยความเสี่ยง (Ibrahim & Aboud, 2024) และภาพลักษณ์องค์กร (Le, 2023) อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีสถาบัน อธิบายว่า กลไกดังกล่าวขึ้นอยู่กับโครงสร้างสถาบันของแต่ละประเทศ จึงเป็นเพียงสมมติฐานเชิงทฤษฎีที่รอการทดสอบเชิงประจักษ์ในบริบทตลาดทุนไทยโดยเฉพาะที่สำคัญ ผลการศึกษาที่ผ่านมาจึงแตกต่างกัน จึงไม่อาจสรุปได้อย่างชัดเจนว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างไร อีกทั้งงานวิจัยส่วนใหญ่มักศึกษาการส่งผ่านด้านการเปิดเผยความเสี่ยงหรือภาพลักษณ์องค์กรแยกจากกัน ทำให้ยังไม่สามารถเปรียบเทียบบทบาทของทั้งสองกลไกได้ โดยเฉพาะในตลาดทุนไทยซึ่งมีบริบทเชิงสถาบันแตกต่างจากประเทศพัฒนาแล้ว งานวิจัยนี้จึงศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG แยกตามมิติ การเปิดเผยความเสี่ยง ภาพลักษณ์องค์กร และผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) พร้อมทั้งทดสอบอิทธิพลทางอ้อมผ่านกลไกทั้งสองในแบบจำลองเดียว เพื่อเปรียบเทียบบทบาทของแต่ละกลไกและตรวจสอบว่าข้อค้นพบจากต่างประเทศสามารถอธิบายบริบทตลาดทุนไทยได้หรือไม่ ผลการศึกษจะช่วยเติมเต็มองค์ความรู้ด้าน ESG และสนับสนุนการพัฒนาแนวทางการเปิดเผยข้อมูลที่เหมาะสมกับบริบทของประเทศไทย

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาลักษณะของการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล การเปิดเผยความเสี่ยง ภาพลักษณ์องค์กร และผลการดำเนินงาน จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

2. เพื่อศึกษาอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ผ่านกลไกการเปิดเผยความเสี่ยง และภาพลักษณ์องค์กรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

แนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การเปิดเผยข้อมูล ESG หมายถึง การสื่อสารผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลต่อผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อเสริมสร้างความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจ โดยมีฐานคิดจากทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) ที่มองว่าการเปิดเผยข้อมูลช่วยลดความไม่สมดุลของข้อมูลและต้นทุนตัวแทน และทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Spence, 1973) ที่มองว่าการเปิดเผย ESG เป็นสัญญาณคุณภาพกิจการต่อตลาด สอดคล้องกับทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Akerlof, 1970) ที่ระบุว่า การเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วนช่วยให้ผู้ลงทุนประเมินความเสี่ยงและมูลค่าของกิจการได้แม่นยำยิ่งขึ้น การศึกษานี้วัดการเปิดเผยข้อมูล ESG ตามแนวทาง SET ESG Metrics ซึ่งครอบคลุม 3 มิติ ได้แก่ สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โครงสร้างการกำกับดูแลที่เข้มแข็งทำหน้าที่เป็นทั้งกลไกควบคุมภายในตามทฤษฎีตัวแทน และกลไกส่งสัญญาณคุณภาพต่อตลาดตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ การเปิดเผย ESG จึงควรดำเนินควบคู่กับการเปิดเผยความเสี่ยงเพื่อสร้างความโปร่งใสและความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุน สอดคล้องกับ Chouaibi et al. (2024) ที่พบว่า ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปิดเผยความเสี่ยงทางการเงิน ขณะที่ผลการดำเนินงานด้านสังคมไม่มีอิทธิพลต่อการเปิดเผยความเสี่ยง จึงนำไปสู่สมมติฐานที่ 1 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเปิดเผยความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับมูลค่ากิจการยังให้ผลแตกต่างกัน โดย Difa and Larasati (2024) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ สะท้อนว่ามิติสิ่งแวดล้อมมีบทบาทในการสร้างมูลค่ากิจการเมื่อเทียบกับมิติอื่นของ ESG จึงนำไปสู่สมมติฐานที่ 2 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Freeman, 1984) และทฤษฎีความชอบธรรม (Dowling & Pfeffer, 1975) อธิบายร่วมกันได้ว่าการเปิดเผย ESG ช่วยสร้างความไว้วางใจและความชอบธรรมจากสังคม ซึ่งสะสมเป็นภาพลักษณ์องค์กรที่ดีและเชื่อมโยงไปสู่ผลการดำเนินงานของกิจการ สอดคล้องกับ Kim and Cho (2024) ที่ยืนยันบทบาทของมิติสิ่งแวดล้อมและธรรมาภิบาลต่อภาพลักษณ์องค์กรและความตั้งใจของผู้บริโภค ในการรักษาความสัมพันธ์กับองค์กร นำไปสู่สมมติฐานที่ 3 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มีอิทธิพลเชิงบวกต่อภาพลักษณ์องค์กรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

การเปิดเผยความเสี่ยง คือ การเปิดเผยข้อมูลปัจจัยความไม่แน่นอนที่อาจกระทบต่อผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน และความสามารถในการดำเนินธุรกิจต่อเนื่องของกิจการ โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยผ่านแบบ

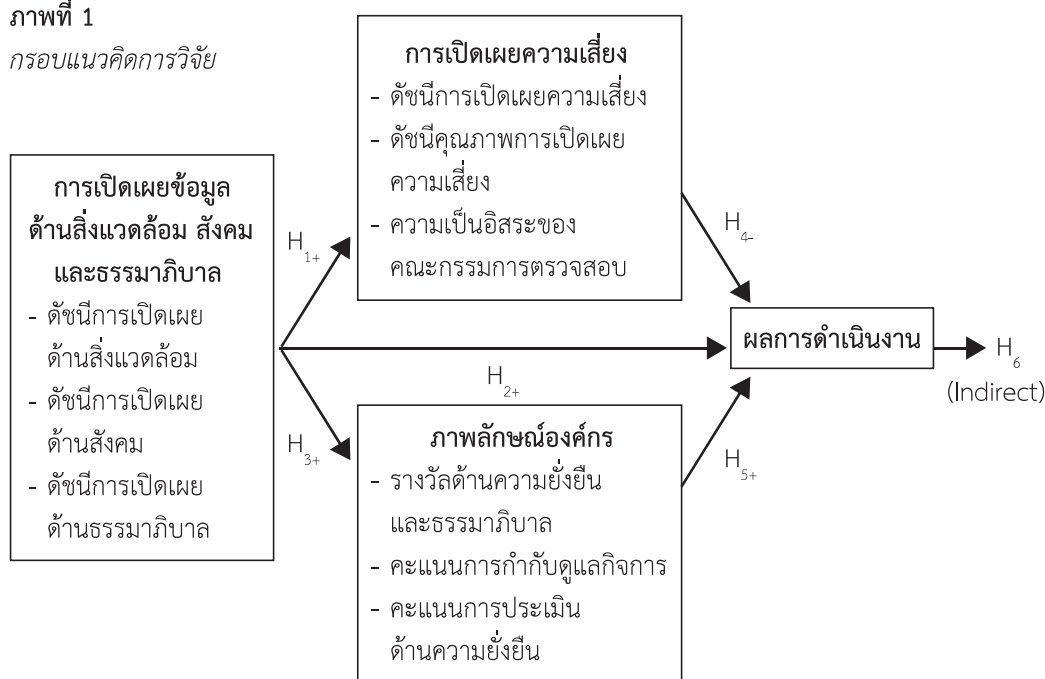
56-1 One Report การศึกษานี้วัดการเปิดเผยความเสี่ยงผ่าน 3 องค์ประกอบ ได้แก่ (1) ดัชนีการเปิดเผยความเสี่ยง (2) ดัชนีคุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยง และ (3) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ เป็นกลไกการกำกับดูแล แม้ Ibrahim and Aboud (2024) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการเปิดเผยความเสี่ยงกับมูลค่ากิจการ แต่ Jain and Raithatha (2022) พบว่า การเปิดเผยความเสี่ยงในระดับสูงมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่ลดลง แสดงให้เห็นว่าหลักฐานเชิงประจักษ์ยังมีผลแตกต่างกัน

ภาพลักษณ์องค์กร คือ การรับรู้และการประเมินคุณค่าที่ผู้มีส่วนได้เสียมีต่อองค์กร ซึ่งเป็นผลสะสมจากพฤติกรรมและผลลัพธ์เชิงประจักษ์ตามเวลา สอดคล้องกับ Fombrun (1996) ที่มองว่าภาพลักษณ์เป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนเชิงกลยุทธ์ และทฤษฎีฐานทรัพยากรของ Barney (1991) ที่เสริมว่าเป็นทรัพยากร VRIN ซึ่งสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันและเสริมผลการดำเนินงานระยะยาว การศึกษานี้วัดภาพลักษณ์องค์กรผ่าน 3 ตัวชี้วัด ได้แก่ (1) รางวัลด้านความยั่งยืนและธรรมาภิบาล (2) คะแนนการกำกับดูแลกิจการ และ (3) คะแนนการประเมินความยั่งยืน สอดคล้องกับ Eze et al. (2022) ที่พบว่า กลยุทธ์การบริหารภาพลักษณ์องค์กรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของธนาคาร จึงนำไปสู่สมมติฐานที่ 5 ภาพลักษณ์องค์กรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

การศึกษานี้ใช้ Tobin's Q (Chung & Pruitt, 1994) เป็นตัวแทนผลการดำเนินงาน เนื่องจากสะท้อนมุมมองตลาดทุนและรองรับผลจากตัวแปร ESG การเปิดเผยความเสี่ยงและภาพลักษณ์องค์กรได้อย่างครอบคลุม แม้ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียและทฤษฎีการส่งสัญญาณจะบ่งชี้ว่าการเปิดเผยข้อมูลควรสร้างมูลค่าผ่านกลไกการส่งผ่านหลายช่องทาง แต่หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับตัวแปรส่งผ่านที่มีนัยสำคัญยังมีความไม่สอดคล้องกัน เช่น Dewi (2025) พบว่า ผลการดำเนินงานทางการเงินไม่สามารถทำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จึงนำไปสู่สมมติฐานที่ 6 การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล มีอิทธิพลทางอ้อมต่อผลการดำเนินงาน ผ่านกลไกการเปิดเผยความเสี่ยงและภาพลักษณ์องค์กร

ภาพที่ 1

กรอบแนวคิดการวิจัย



วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตัวอย่างได้จากการคัดเลือกแบบเฉพาะเจาะจง คัดเลือกจากบริษัทที่มีข้อมูลตัวแปรครบถ้วนตลอดช่วงปี พ.ศ. 2565–2567 และตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบออกจากตัวอย่าง ทั้งนี้ ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินเนื่องจากมีหลักเกณฑ์กำกับดูแล โครงสร้างเงินทุน และรูปแบบรายงานทางการเงินแตกต่างจากธุรกิจทั่วไป กลุ่มตัวอย่างสุดท้าย ประกอบด้วย บริษัท 414 แห่ง จำนวน 3 ปี รวม 1,242 ปี-บริษัท มีลักษณะเป็นข้อมูลแบบสมดุลง โดยใช้อ้างอิงข้อมูลเชิงปริมาณและแบบบันทึกข้อมูลเป็นเครื่องมือเป็นเครื่องมือในการรวบรวมและจัดหมวดหมู่ข้อมูลให้สอดคล้องกับนิยามเชิงปฏิบัติการของตัวแปรที่ศึกษา

ตารางที่ 1

สรุปตัวแปรและตัวชี้วัดการวิจัย

ตัวแปร	ตัวชี้วัด	วิธีการวัด/เกณฑ์การให้คะแนน
ตัวแปรต้น (IV) : การเปิดเผยข้อมูล ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Disclosure)	ดัชนีการเปิดเผย ด้านสิ่งแวดล้อม (E_Index)	วัดระดับการเปิดเผยด้านพลังงาน น้ำ ขยะ และก๊าซเรือนกระจก ตามแนวทาง SET ESG Metrics เกณฑ์: 0 = ไม่มีการเปิดเผย, 1 = เชิงคุณภาพ, 2 = เชิงปริมาณ สูตร: ผลรวมคะแนน ÷ (จำนวนหัวข้อ × คะแนนสูงสุด)
	ดัชนีการเปิดเผย ด้านสังคม (S_Index)	วัดการเปิดเผยข้อมูลด้านบุคลากร ความปลอดภัย สิทธิมนุษยชน และชุมชน ตามแนวทาง SET ESG Metrics เกณฑ์: 0 = ไม่มีการเปิดเผย, 1 = เชิงคุณภาพ, 2 = เชิงปริมาณ สูตร: ผลรวมคะแนน ÷ (จำนวนหัวข้อ × คะแนนสูงสุด)
	ดัชนีการเปิดเผย ด้านธรรมาภิบาล (G_Index)	วัดความโปร่งใสด้านการบริหาร การจัดการความเสี่ยง และการป้องกัน ทุจริต ตามแนวทาง SET ESG Metrics เกณฑ์: 0 = ไม่มีการเปิดเผย, 1 = เชิงคุณภาพ, 2 = เชิงปริมาณ สูตร: ผลรวมคะแนน ÷ (จำนวนหัวข้อ × คะแนนสูงสุด)
ตัวแปรแทรก (MV) 1. การเปิดเผยความเสี่ยง (RDI)	ดัชนีการเปิดเผย ความเสี่ยง (RDI)	การเปิดเผยความเสี่ยงตามข้อกำหนด ก.ล.ต. เกณฑ์ 1 = มีการเปิดเผย, 0 = ไม่มีการเปิดเผย (ผลรวมคะแนน รายการ ÷ จำนวนรายการความเสี่ยง ทั้งหมด)

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ตัวแปร	ตัวชี้วัด	วิธีการวัด/เกณฑ์การให้คะแนน
ตัวแปรแทรก (MV)	ดัชนีการเปิดเผย ดัชนีคุณภาพการเปิดเผย ความเสี่ยง (RDQI)	การเปิดเผยความเสี่ยงตามข้อกำหนด ให้คะแนนตามจำนวนรายการความเสี่ยง ที่เปิดเผย $0 = 0, 1-2 = 1, 3-4 = 2, 5-6 = 3, 7+ = 4$ (คะแนนรวมทุกหมวด ÷ คะแนนเต็มทั้งหมด)
	ความเป็นอิสระของ คณะกรรมการตรวจสอบ (ACIND)	วัดเชิงโครงสร้างของกลไกที่สนับสนุน คุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยงโดยวัดจาก สัดส่วนกรรมการตรวจสอบที่เป็นกรรมการ อิสระต่อกรรมการตรวจสอบทั้งหมด (จำนวนกรรมการตรวจสอบอิสระ ÷ จำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งหมด)
2. ภาพลักษณ์องค์กร (CI)	รางวัลด้านความยั่งยืน และธรรมาภิบาล (SSA)	วัดการยอมรับความโดดเด่น ด้านความยั่งยืนและธรรมาภิบาลจากรางวัล ภายนอก Sustainability Excellence ของ SET Awards (ปี 2565–2567) 3 = เกียรติยศ, 2 = ดีเด่น, 1 = ชมเชย และ 0 = ไม่ได้รับ
	คะแนนการกำกับดูแล กิจการ (CG Score)	วัดการยอมรับด้านคุณภาพการกำกับดูแล กิจการจากหน่วยงานภายนอก จากคะแนนธรรมาภิบาลจากสมาคม ส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai IOD) 5 = 5 ดาว, 4 = 4 ดาว, 3 = 3 ดาว, 2 = 2 ดาว และ 1 = 1 ดาว หรือต่ำกว่า
	คะแนนประเมิน ด้านความยั่งยืน (ESG Rating)	วัดการยอมรับด้านผลการดำเนินงานและ การบริหารจัดการ ESG จากหน่วยงาน ภายนอก วัดระดับความรับผิดชอบ ด้าน ESG จากฐานข้อมูลความยั่งยืน 4 = AAA, 3 = AA, 2 = A, 1 = BBB และ 0 = ไม่มีคะแนนหรือต่ำกว่า
ตัวแปรตาม (DV) : ผลการดำเนินงาน (FP)	Tobin's Q	ตามแนวทาง Chung and Pruitt (1994) $Tobin's Q = (\text{มูลค่าตลาดส่วนผู้ถือหุ้น} + \text{มูลค่าบัญชีหนี้สิน}) \div \text{มูลค่าบัญชีสินทรัพย์รวม}$

การเปิดเผยความเสี่ยง ตามแนวทางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ
ตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จากหมวดปัจจัยความเสี่ยง 5 หมวด ดังนี้ ความเสี่ยงด้านกลยุทธ์และการประกอบธุรกิจ ความเสี่ยงด้าน
การเงิน ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบและกฎหมาย ความเสี่ยงด้านการบริหารจัดการและการปฏิบัติงาน ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นใหม่

การวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมติฐาน ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแบบสมดุ และนำมาวิเคราะห์แบบรวมข้อมูลปี-บริษัท การวิเคราะห์ดำเนินการตามขั้นตอนดังนี้ (1) ตรวจสอบความครบถ้วนของข้อมูล ค่าผิดปกติ การแจกแจงปกติแบบตัวแปรเดียวและพหุตัวแปร ภาวะร่วมเส้นตรงพหุด้วยค่า Tolerance และ VIF และความเพียงพอของขนาดตัวอย่าง (2) วิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ จำนวนร้อยละ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน รวมทั้งสหสัมพันธ์เพียร์สันด้วยโปรแกรม IBM SPSS Statistics (3) วิเคราะห์เส้นทางด้วยโปรแกรม IBM SPSS AMOS เพื่อประมาณค่าอิทธิพลทางตรง ทางอ้อม และอิทธิพลรวม พร้อมประเมินความสอดคล้องของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยรายงานค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมาตรฐาน ค่า p และดัชนีความสอดคล้องของโมเดล และ (4) ทดสอบอิทธิพลทางอ้อมด้วยวิธี Bootstrap ตามแนวทางของ Preacher and Hayes (2008) จำนวน 10,000 ครั้ง โดยกำหนดช่วงความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และถือว่าอิทธิพลทางอ้อมมีนัยสำคัญทางสถิติเมื่อช่วงความเชื่อมั่นไม่ครอบคลุมศูนย์ ทั้งนี้ การวิเคราะห์ไม่ได้ปรับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบจัดกลุ่มตามบริษัทหรือใช้ fixed effects รายบริษัท

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์ผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาลักษณะและวิเคราะห์อิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อผลการดำเนินงาน ผ่านกลไกการเปิดเผยความเสี่ยงและภาพลักษณ์องค์กร ดังนี้

ลักษณะของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล ของกลุ่มตัวอย่าง 1,242 ปี-บริษัท จำแนกตาม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า อุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนมากที่สุด ได้แก่ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 282 ปี-บริษัท (22.71%) รองลงมา บริการ 258 ปี-บริษัท (20.77%) สินค้าอุตสาหกรรม 195 ปี-บริษัท (15.70%) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 153 ปี-บริษัท (12.32%) ทหยากร 150 ปี-บริษัท (12.08%) เทคโนโลยี 117 ปี-บริษัท (9.42%) และสินค้าอุปโภคบริโภค 87 ปี-บริษัท (7.00%)

จากตารางที่ 2 ข้างต้น แสดงลักษณะของการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล ของกลุ่มตัวอย่าง 1,242 ปี-บริษัท จำแนกตาม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมโดยรวมอยู่ในระดับที่สูง (Mean = 0.793, S.D. = 0.217) โดยมีการเปิดเผยมากที่สุดคือ ด้านพลังงาน (Mean = 1.812) รองลงมา คือ การใช้น้ำ (Mean = 1.787) การจัดการของเสีย (Mean = 1.634) และการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (Mean = 1.118) เมื่อพิจารณาตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า อุตสาหกรรมทรัพยากรมีการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อมเฉลี่ยสูงที่สุด (Mean = 0.856) รองลงมา คือ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Mean = 0.822) และบริการ (Mean = 0.799) ขณะที่สินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยต่ำที่สุด (Mean = 0.731) การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคม ภาพรวมการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมอยู่ในระดับปานกลาง (Mean = 0.466, S.D. = 0.160) โดยประเด็นที่เปิดเผยมากที่สุด คือ การบริหารทรัพยากรบุคคล (Mean = 1.984) รองลงมา คือ ความปลอดภัยในการทำงาน (Mean = 1.303) ส่วนความสัมพันธ์กับชุมชนและลูกค้า (Mean = 0.387) และสิทธิมนุษยชน (Mean = 0.056) มีระดับการเปิดเผยค่อนข้างต่ำ เมื่อจำแนกตามอุตสาหกรรม พบว่า อุตสาหกรรมทรัพยากรมีคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมสูงที่สุด (Mean = 0.542) รองลงมา คือ สินค้าอุตสาหกรรม (Mean = 0.536) และบริการ (Mean = 0.492) ขณะที่เทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยต่ำที่สุด (Mean = 0.443) การเปิดเผยข้อมูลด้านธรรมาภิบาลโดยรวมบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลอยู่ในระดับสูง (Mean = 0.915, S.D. = 0.218) โดยหัวข้อที่มีการเปิดเผยมากที่สุด คือ การป้องกันการทุจริต (Mean = 1.913) รองลงมา คือ ความโปร่งใสในการบริหาร (Mean = 1.881) และการบริหารความเสี่ยง (Mean = 1.693) เมื่อพิจารณารายอุตสาหกรรม พบว่า อุตสาหกรรมทรัพยากรมีการเปิดเผยข้อมูลด้านธรรมาภิบาลสูงที่สุด (Mean = 0.958) รองลงมา คือ เทคโนโลยี (Mean = 0.939) และเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Mean = 0.925) ขณะที่สินค้าอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยต่ำที่สุด (Mean = 0.867)

ตารางที่ 3

ลักษณะของการเปิดเผยความเสี่ยง ภาพลักษณ์องค์กร และผลการดำเนินงาน จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ตัวชี้วัด	เกษตร/ อาหาร	ทรัพยากร	เทคโนโลยี	บริการ	สินค้า อุตสาหกรรม	สินค้า อุปโภค บริโภค	อสังหา ริมทรัพย์/ ก่อสร้าง	รวม
การเปิดเผยความเสี่ยง (Risk Disclosure)								
ความเสี่ยง ด้านกลยุทธ์/ธุรกิจ	4.065 (1.979)	5.487 (2.538)	4.162 (1.961)	4.822 (2.860)	4.246 (2.758)	4.184 (1.833)	4.511 (2.242)	4.541 (2.461)
ความเสี่ยง ด้านการเงิน	2.177 (0.897)	2.827 (1.320)	1.957 (0.875)	2.492 (1.370)	2.200 (0.988)	2.299 (0.990)	2.426 (1.085)	2.369 (1.144)
ความเสี่ยง ด้านกฎระเบียบ/ กฎหมาย	2.163 (1.150)	2.893 (1.631)	1.957 (0.959)	2.399 (1.200)	2.231 (1.393)	2.253 (0.824)	2.287 (1.103)	2.326 (1.245)

ตารางที่ 3 (ต่อ)

ตัวชี้วัด	เกษตร/ อาหาร	ทรัพยากร	เทคโนโลยี	บริการ	สินค้า อุตสาหกรรม	สินค้า อุปโภค บริโภค	อสังหา ิมทรัพย์/ ก่อสร้าง	รวม
ความเสี่ยง ด้านการบริหาร/ ปฏิบัติงาน	2.065 (1.092)	2.760 (1.374)	2.034 (0.982)	2.585 (1.959)	2.159 (1.308)	2.115 (0.945)	2.379 (1.182)	2.344 (1.402)
ความเสี่ยง ที่เกิดขึ้นใหม่	0.928 (1.130)	1.540 (1.379)	1.154 (1.111)	1.256 (1.552)	0.877 (1.008)	1.035 (1.083)	1.312 (1.313)	1.178 (1.294)
ดัชนีการเปิดเผย ความเสี่ยง	0.860 (0.176)	0.935 (0.094)	0.925 (0.097)	0.905 (0.115)	0.896 (0.117)	0.910 (0.109)	0.917 (0.117)	0.907 (0.122)
ดัชนีคุณภาพ การเปิดเผย ความเสี่ยง	0.324 (0.139)	0.420 (0.167)	0.331 (0.119)	0.370 (0.169)	0.338 (0.135)	0.351 (0.126)	0.363 (0.148)	0.359 (0.151)
ความเป็นอิสระ ของคณะกรรมการ ตรวจสอบ	0.313 (0.103)	0.367 (0.112)	0.305 (0.094)	0.315 (0.085)	0.323 (0.099)	0.295 (0.081)	0.318 (0.105)	0.320 (0.100)
ภาพลักษณ์องค์กร (Corporate Image)								
รางวัลด้านความ ยั่งยืนและ ธรรมาภิบาล	0.065 (0.357)	0.360 (0.922)	0.034 (0.225)	0.027 (0.163)	0.133 (0.549)	0.092 (0.328)	0.096 (0.479)	0.110 (0.494)
คะแนนการกำกับ ดูแลกิจการ	3.614 (1.821)	3.733 (1.823)	3.761 (1.750)	3.632 (1.782)	3.056 (1.859)	3.207 (1.942)	3.454 (1.835)	3.494 (1.835)
คะแนนประเมิน ด้านความยั่งยืน	0.680 (1.228)	0.993 (1.557)	0.479 (1.088)	0.605 (1.186)	0.549 (1.131)	0.379 (1.026)	0.543 (1.160)	0.610 (1.217)
ผลการดำเนินงาน (Firm Performance)								
Tobin's Q	1.578 (1.012)	1.038 (0.401)	1.944 (2.451)	1.531 (1.004)	0.988 (0.442)	1.124 (0.828)	1.101 (0.560)	1.305 (1.076)

ตัวเลขในแต่ละช่องแสดงค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) อยู่ในวงเล็บ

จากตารางที่ 3 ข้างต้น ดัชนีการเปิดเผยความเสี่ยงโดยรวมอยู่ในระดับสูง (Mean = 0.907) แต่ดัชนีคุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยงยังอยู่ในระดับปานกลาง (Mean = 0.359) กลุ่มทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยสูงสุดทั้งสองดัชนี (RDI = 0.935, RDQI = 0.420) ขณะที่กลุ่มเกษตร/อาหารต่ำสุด (RDI = 0.860, RDQI = 0.324) สอดคล้องกับตารางที่ 2 เมื่อจำแนกตามประเภทความเสี่ยง ความเสี่ยงด้านกลยุทธ์/ธุรกิจได้รับการเปิดเผยมากที่สุด (Mean = 4.541) ส่วนความเสี่ยงที่เกิดขึ้นใหม่น้อยที่สุด (Mean = 1.178) ด้านภาพลักษณ์องค์กรไม่มีกลุ่มใดครองอันดับสูงสุดทุกตัวชี้วัด กลุ่มเทคโนโลยีมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงสุด (Mean = 3.761)

กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมต่ำสุด (Mean = 3.056) ส่วนคะแนนความยั่งยืนและรางวัลความยั่งยืน กลุ่มทรัพยากรสูงสุดทั้งคู่ (Mean = 0.993, 0.360) โดยรางวัลความยั่งยืนโดยรวมอยู่ในระดับต่ำมาก (Mean = 0.110) ด้านผลการดำเนินงาน (Tobin's Q เฉลี่ย 1.305) พบรูปแบบสวนทางกับการเปิดเผยข้อมูลอย่างชัดเจน กลุ่มเทคโนโลยีมีค่าสูงสุด (Mean = 1.944) ทั้งที่เปิดเผยข้อมูลเพียงระดับปานกลาง ขณะที่กลุ่มทรัพยากรซึ่งเปิดเผยข้อมูลสูงสุดกลับมีค่าต่ำ (Mean = 1.038) ใกล้เคียงกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่ต่ำสุด (Mean = 0.988) สะท้อนว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลกับมูลค่ากิจการมีลักษณะจำเพาะตามอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

	E_Index	S_Index	G_Index	RDQI	RDI	ACIND	SSA	CGScore	ESGRating	TQ
E_Index	1									
S_Index	0.312**	1								
G_Index	0.262**	0.240**	1							
RDQI	0.068*	0.068*	0.098**	1						
RDI	0.079**	0.098**	0.148**	0.541**	1					
ACIND	-0.004	0.015	-0.005	0.087**	-0.017	1				
SSA	0.092**	0.109**	0.070*	0.086**	0.049	0.234**	1			
CGScore	0.255**	0.195**	0.248**	0.167**	0.135**	0.096**	0.171**	1		
ESGRating	0.138**	0.252**	0.135**	0.094**	0.063*	0.117**	0.326**	0.376**	1	
TQ	0.062*	-0.001	-0.005	-0.048	-0.072*	-0.013	-0.039	0.075**	-0.01	1

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตารางที่ 4 ข้างต้น แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน พบว่า ดัชนีการเปิดเผย ESG ทั้งสามมิติสัมพันธ์เชิงบวกต่อกันอย่างมีนัยสำคัญทุกคู่ ($r = 0.240-0.312$) ดัชนีคุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยงกับดัชนีการเปิดเผยความเสี่ยงมีความสัมพันธ์สูงสุดในตาราง ($r = 0.541$) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบไม่สัมพันธ์กับ ESG ทั้งสามด้านและดัชนีการเปิดเผยความเสี่ยง แต่สัมพันธ์กับรางวัลความยั่งยืนและธรรมาภิบาล ($r = 0.234$) ดัชนี ESG ทั้งสามมิติสัมพันธ์เชิงบวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและคะแนนประเมินความยั่งยืน โดยคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับคะแนนประเมินความยั่งยืนสัมพันธ์สูงสุดในกลุ่มนี้ ($r = 0.376$) สำหรับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) พบความสัมพันธ์ขนาดต่ำกับตัวแปรส่วนใหญ่ มีเพียงดัชนีสิ่งแวดล้อม ($r = 0.062$) และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ($r = 0.075$) ที่สัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ดัชนีการเปิดเผยความเสี่ยงสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ($r = -0.072$) ส่วนตัวแปรอื่นไม่มีนัยสำคัญ ทั้งนี้ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ทุกคู่ไม่เกิน 0.80 จึงสรุปได้ว่าไม่พบปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ

ตารางที่ 5

ผลการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	Tolerance	VIF	ผลการพิจารณา
E_Index	0.838	1.194	ไม่พบปัญหา
S_Index	0.835	1.198	ไม่พบปัญหา
G_Index	0.865	1.156	ไม่พบปัญหา
RDQI	0.690	1.450	ไม่พบปัญหา
RDI	0.692	1.445	ไม่พบปัญหา
ACIND	0.929	1.076	ไม่พบปัญหา
SSA	0.850	1.177	ไม่พบปัญหา
CG Score	0.777	1.287	ไม่พบปัญหา
ESG Rating	0.761	1.314	ไม่พบปัญหา

จากตารางที่ 5 ข้างต้น ผลการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ พบว่า ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา มีค่า Tolerance อยู่ระหว่าง 0.690–0.929 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์ Tolerance > 0.20 โดยดัชนีคุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยงมีค่า Tolerance ต่ำที่สุดเท่ากับ 0.690 และความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ มีค่า Tolerance สูงที่สุดเท่ากับ 0.929 ส่วนค่า VIF อยู่ระหว่าง 1.076–1.450 ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ VIF < 5.00 โดย ความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบมีค่า VIF ต่ำที่สุดเท่ากับ 1.076 และดัชนีคุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยงมีค่า VIF สูงที่สุดเท่ากับ 1.450 ดังนั้น เมื่อพิจารณาพร้อมกับผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน จึงสรุปได้ว่าไม่พบปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุในระดับที่ส่งผลกระทบต่อการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ และตัวแปรมีความเหมาะสมในด้านภาวะร่วมเส้นตรงพหุ

ตารางที่ 6

การประเมินความสอดคล้องของโมเดลก่อนและหลังการปรับโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์

ดัชนีชี้วัด	เกณฑ์ยอมรับได้	รายการอ้างอิง	โมเดลเริ่มต้น (Final Model)		โมเดลหลังปรับ (Initial Model)	
			ค่าสถิติจากโมเดล	ผลการพิจารณา	ค่าสถิติจากโมเดล	ผลการพิจารณา
Chi-square (χ^2)		Kline (2023)	805.205	ไม่สอดคล้อง	2.660	สอดคล้อง
df	> 0	Kline (2023)	15	ผ่านเกณฑ์	3	ผ่าน
p-value	> 0.05	Kline (2023)	0.000	ไม่ผ่าน	0.447	ผ่าน
CMIN/DF	< 3.00	Schermelleh-Engel et al. (2003)	53.680	ไม่ผ่าน	0.887	ผ่าน
NFI	> 0.90	Schermelleh-Engel et al. (2003)	0.420	ไม่ผ่าน	0.998	ผ่าน
RFI	> 0.90	Bollen (1986)	-0.740	ไม่ผ่าน	0.971	ผ่าน
IFI	> 0.95	Hu and Bentler (1999)	0.425	ไม่ผ่าน	1.000	ผ่าน
TLI	> 0.95	Hu and Bentler (1999)	-0.764	ไม่ผ่าน	1.004	ผ่าน
CFI	> 0.95	Hu and Bentler (1999)	0.412	ไม่ผ่าน	1.000	ผ่าน
RMSEA	< 0.06	Hu and Bentler (1999)	0.206	ไม่ผ่าน	0.000	ผ่าน

จากตารางที่ 6 ข้างต้น ผลการประเมินแบบจำลองเริ่มต้นพบว่า แบบจำลองไม่สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่า $\chi^2 = 805.205$, $df = 15$, $p < .001$ และ $CMIN/DF = 53.680$ ส่วนดัชนีความสอดคล้องอื่นไม่ผ่านเกณฑ์ ได้แก่ $NFI = 0.420$, $RFI = -0.740$, $IFI = 0.425$, $TLI = -0.764$, $CFI = 0.412$ และ $RMSEA = 0.206$ ผู้วิจัยจึงปรับแบบจำลองโดยพิจารณาค่า Modification Indices (MI) ที่มากกว่า 3.84 ควบคู่กับความสมเหตุสมผลทางทฤษฎีและด้านวิธีวัด โดยเพิ่มเฉพาะความสัมพันธ์ระหว่างค่าตลาดเคลื่อนที่ละคู่จำนวน 12 คู่ และไม่มีการเพิ่มหรือตัดเส้นทางตามสมมติฐาน รายละเอียดแสดงดังตารางที่ 7 ภายหลังการปรับ พบว่า แบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่า $\chi^2 = 2.660$, $df = 3$, $p = .447$, $CMIN/DF = 0.887$, $NFI = 0.998$, $RFI = 0.971$, $IFI = 1.000$, $TLI = 1.004$, $CFI = 1.000$ และ $RMSEA = 0.000$ ทั้งนี้ ค่า TLI สูงกว่า 1.000 เล็กน้อย เนื่องจากเป็นดัชนีที่ไม่ได้จำกัดค่าให้อยู่ระหว่าง 0-1 และอาจเกิดขึ้นเมื่อค่า χ^2/df ต่ำกว่า 1 จึงพิจารณาค่าดังกล่าวเทียบเท่ากับ 1.000 อย่างไรก็ตาม แบบจำลองหลังปรับมีองค์ประกอบต่ำ จึงควรพิจารณาความสอดคล้องของแบบจำลองร่วมกับความสมเหตุสมผลทางทฤษฎีและค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง โดยไม่ใช้ดัชนีความสอดคล้องเป็นเกณฑ์ตัดสินเพียงประการเดียว

ตารางที่ 7

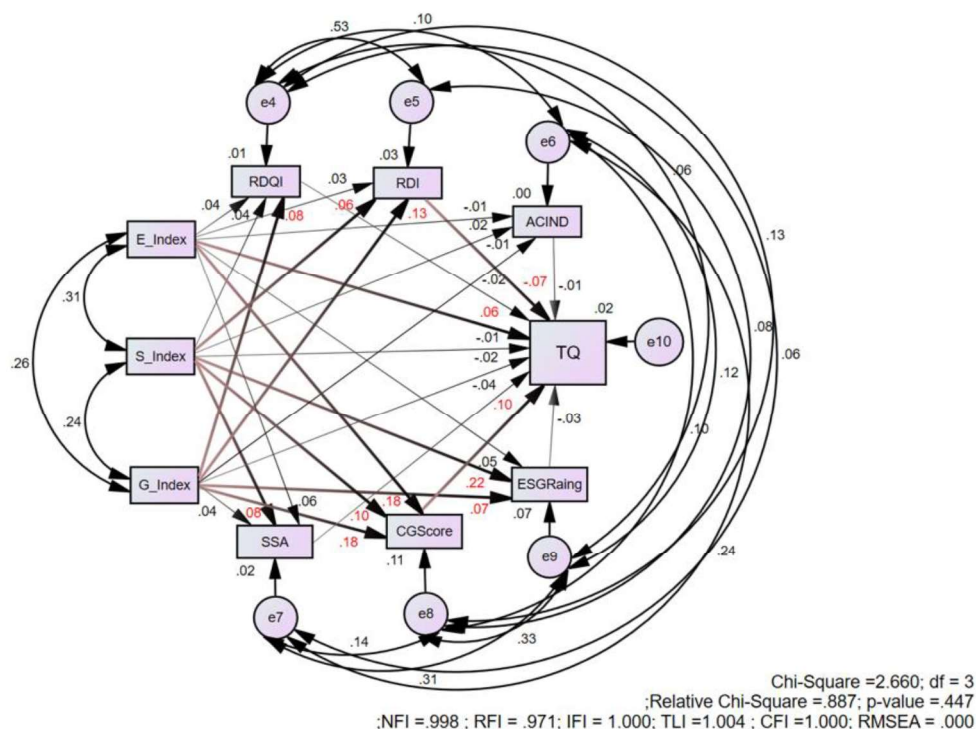
รายละเอียดการกำหนดความแปรปรวนร่วมระหว่างค่าตลาดเคลื่อนไหวของแบบจำลอง

ลำดับ	คู่ค่าตลาดเคลื่อนไหว	คู่ตัวแปร	r (Std.)	p
1	e4 ↔ e5	RDQI-RDI	0.533	< .001
2	e4 ↔ e6	RDQI-ACIND	0.097	< .001
3	e4 ↔ e7	RDQI-SSA	0.057	0.019
4	e4 ↔ e8	RDQI-CGScore	0.135	< .001
5	e4 ↔ e9	RDQI-ESGRating	0.057	0.018
6	e5 ↔ e8	RDI-CGScore	0.083	0.002
7	e6 ↔ e7	ACIND-SSA	0.235	< .001
8	e6 ↔ e8	ACIND-CGScore	0.103	< .001
9	e6 ↔ e9	ACIND-ESGRating	0.118	< .001
10	e7 ↔ e8	SSA-CGScore	0.138	< .001
11	e7 ↔ e9	SSA-ESGRating	0.306	< .001
12	e8 ↔ e9	CGScore-ESGRating	0.331	< .001

จากตารางที่ 7 ข้างต้น กำหนดความแปรปรวนร่วมระหว่างค่าตลาดเคลื่อนไหวโดยพิจารณาค่า Modification Indices (MI) ควบคู่กับความสมเหตุสมผลเชิงทฤษฎีและความสอดคล้องด้านวิธีการวัด (Whittaker, 2012) รวมจำนวน 12 คู่ ค่าสหสัมพันธ์มาตรฐานระหว่างค่าตลาดเคลื่อนไหวอยู่ระหว่าง 0.057–0.533 และมีนัยสำคัญทางสถิติทุกคู่ โดยคู่ RDQI-RDI มีค่าสูงที่สุด ($r = 0.533$) รองลงมา คือ CGScore-ESGRating ($r = 0.331$) และ SSA-ESGRating ($r = 0.306$) ตามลำดับ คู่ RDQI-RDI สะท้อนความใกล้เคียงของตัวชี้วัดและแหล่งข้อมูล ส่วนคู่ที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยความเสี่ยงและกลไกการกำกับดูแลสะท้อนองค์ประกอบร่วมด้านความโปร่งใสและการกำกับติดตามตามทฤษฎีตัวแทน ขณะที่คู่ระหว่าง ACIND, SSA, CGScore และ ESGRating สะท้อนองค์ประกอบร่วมด้านธรรมาภิบาลและการประเมินองค์กรจากภายนอกตามทฤษฎีความชอบธรรมและทฤษฎีสถาบัน ทั้งนี้ การปรับดังกล่าวเป็นเพียงการกำหนดความแปรปรวนร่วมระหว่างค่าตลาดเคลื่อนไหว โดยมิได้เพิ่มหรือตัดเส้นทางตามสมมติฐาน

ภาพที่ 2

เส้นความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Path Analysis) หลังการปรับแบบจำลอง



จากภาพที่ 2 ข้างต้น แสดงเส้นความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลองสมการโครงสร้างหลังการปรับแบบจำลอง โดยเส้นสีแดง หมายถึง เส้นทางที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนเส้นสีดำ หมายถึง เส้นทางที่ไม่มีนัยสำคัญ ดัชนีการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ($\beta = 0.06$) และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ($\beta = 0.18$) ดัชนีด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเปิดเผยความเสี่ยง ($\beta = 0.06$) คะแนนประเมินความยั่งยืน ($\beta = 0.22$) คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ($\beta = 0.10$) และรางวัลความยั่งยืนและธรรมาภิบาล ($\beta = 0.08$) ดัชนีด้านธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อดัชนีคุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยง ($\beta = 0.08$) ดัชนีการเปิดเผยความเสี่ยง ($\beta = 0.13$) คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ($\beta = 0.18$) และคะแนนประเมินความยั่งยืน ($\beta = 0.07$) การเปิดเผยความเสี่ยงมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ($\beta = -0.07$) ขณะที่ดัชนีคุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยงและความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบไม่มีนัยสำคัญ ด้านภาพลักษณ์องค์กร มีเพียงคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ($\beta = 0.10$) สนับสนุนสมมติฐานที่ 5 บางส่วน ส่วนรางวัลความยั่งยืนและคะแนนประเมินความยั่งยืนไม่มีนัยสำคัญ ดัชนี ESG ทั้งสามมิติสัมพันธ์กันเชิงบวกระดับต่ำถึงปานกลาง โดยสิ่งแวดล้อมกับสังคมสูงสุด ($r = 0.31$) รองลงมา คือ สังคมกับธรรมาภิบาล ($r = 0.26$) และสิ่งแวดล้อมกับธรรมาภิบาล ($r = 0.24$)

ตารางที่ 8

ผลการทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis)

สมมติฐาน/เส้นทาง	β (Std.)	C.R.	p	ผลการทดสอบ
H₁: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเปิดเผยความเสี่ยง				
E_Index → RDI	0.027	0.906	0.365	ไม่สนับสนุน
E_Index → RDQI	0.036	1.179	0.239	ไม่สนับสนุน
E_Index → ACIND	-0.008	-0.258	0.797	ไม่สนับสนุน
S_Index → RDI	0.059	1.972*	0.049	สนับสนุน
S_Index → RDQI	0.038	1.273	0.203	ไม่สนับสนุน
S_Index → ACIND	0.019	0.620	0.535	ไม่สนับสนุน
G_Index → RDI	0.126	4.288***	0.000	สนับสนุน
G_Index → RDQI	0.079	2.669**	0.008	สนับสนุน
G_Index → ACIND	-0.007	-0.244	0.807	ไม่สนับสนุน
H₂: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)				
E_Index → TQ	0.062	2.006*	0.045	สนับสนุน
S_Index → TQ	-0.014	-0.446	0.656	ไม่สนับสนุน
G_Index → TQ	-0.023	-0.774	0.439	ไม่สนับสนุน
H₃: การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อภาพลักษณ์องค์กร				
E_Index → CGScore	0.178	6.180***	0.000	สนับสนุน
E_Index → ESGRating	0.057	1.868	0.062	ไม่สนับสนุน
E_Index → SSA	0.051	1.734	0.083	ไม่สนับสนุน
S_Index → CGScore	0.097	3.388***	0.000	สนับสนุน
S_Index → ESGRating	0.220	7.529***	0.000	สนับสนุน
S_Index → SSA	0.083	2.744**	0.006	สนับสนุน
G_Index → CGScore	0.179	6.339***	0.000	สนับสนุน
G_Index → ESGRating	0.069	2.402*	0.016	สนับสนุน
G_Index → SSA	0.036	1.200	0.230	ไม่สนับสนุน

ตารางที่ 8 (ต่อ)

สมมติฐาน/เส้นทาง	β (Std.)	C.R.	p	ผลการทดสอบ
H₄: การเปิดเผยความเสี่ยงมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)				
RDI $\rightarrow$ TQ	-0.071	-2.086*	0.037	สนับสนุน
RDQI $\rightarrow$ TQ	-0.020	-0.596	0.551	ไม่สนับสนุน
ACIND $\rightarrow$ TQ	-0.009	-0.292	0.770	ไม่สนับสนุน
H₅: ภาพลักษณ์องค์กรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)				
CGScore $\rightarrow$ TQ	0.099	3.110**	0.002	สนับสนุน
ESGRating $\rightarrow$ TQ	-0.042	-0.868	0.385	ไม่สนับสนุน
SSA $\rightarrow$ TQ	-0.028	-1.389	0.165	ไม่สนับสนุน

ค่า β (Std.) ได้จาก Standardized Regression Weights; * $p < .05$, ** $p < .01$, *** $p < .001$

จากตารางที่ 8 ข้างต้น ผลการทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Disclosure) มีอิทธิพลต่อการเปิดเผยความเสี่ยง ภาพลักษณ์องค์กร และผลการดำเนินงานของกิจการในหลายเส้นทางอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 การเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเปิดเผยความเสี่ยง ได้รับการสนับสนุนบางส่วน พบ 3 เส้นทางมีนัยสำคัญ ได้แก่ การเปิดเผยด้านสังคมมีอิทธิพลต่อดัชนีการเปิดเผยความเสี่ยง ($\beta = 0.059$, $p = 0.049$) และการเปิดเผยด้านธรรมาภิบาลมีอิทธิพลต่อดัชนีการเปิดเผยความเสี่ยง ($\beta = 0.126$, $p < 0.001$) และดัชนีคุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยง ($\beta = 0.079$, $p = 0.008$) ส่วนเส้นทางที่เหลือทั้งหมดไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 การเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ได้รับการสนับสนุนบางส่วน พบเพียง 1 เส้นทางคือ ดัชนีการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = 0.062$, $p = 0.045$) ขณะที่ดัชนีการเปิดเผยด้านสังคมและดัชนีการเปิดเผยด้านธรรมาภิบาลไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3 การเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อภาพลักษณ์องค์กร ได้รับการสนับสนุนบางส่วน พบ 6 เส้นทางมีนัยสำคัญ ทั้งสามมิติ ดัชนีการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม ดัชนีการเปิดเผยด้านสังคม และดัชนีการเปิดเผยด้านธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการกำกับดูแลกิจการ ($\beta = 0.178$, $\beta = 0.097$, $\beta = 0.179$), ($p < 0.001$ ทุกเส้นทาง) และดัชนีการเปิดเผยด้านสังคมและดัชนีการเปิดเผยด้านธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อคะแนนการประเมินด้านความยั่งยืนขององค์กร ($\beta = 0.22$, $p < 0.001$), ($\beta = 0.069$, $p = 0.016$) และยังพบว่า ดัชนีการเปิดเผยด้านสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อรางวัลด้านความยั่งยืนและธรรมาภิบาลขององค์กร ($\beta = 0.083$, $p = 0.006$) ส่วนเส้นทางที่เหลือทั้งหมดไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 4 การเปิดเผยความเสี่ยงมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ได้รับการสนับสนุนบางส่วน พบดัชนีการเปิดเผยความเสี่ยงมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = -0.071$, $p = 0.037$) ขณะที่ดัชนีคุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยงและความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 5 ภาพลักษณ์องค์กรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ได้รับการสนับสนุนบางส่วน เพียง 1 เส้นทาง คือ คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = 0.099$, $p = 0.002$) ขณะที่ไม่พบอิทธิพลของคะแนนการประเมินด้านความยั่งยืนและรางวัลด้านความยั่งยืนและธรรมาภิบาลต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)

ทั้งนี้ เนื่องจากการวิเคราะห์ห้ได้ปรับค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบจัดกลุ่มตามบริษัทหรือควบคุม firm fixed effects เส้นทาง $E_Index \rightarrow TQ$ ($p = 0.045$), $S_Index \rightarrow RDI$ ($p = 0.049$) และ $RDI \rightarrow TQ$ ($p = 0.037$) จึงอาจทำให้ค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐานและค่า p ที่รายงานคลาดเคลื่อนไปจากกรณีที่มีการปรับการพึ่งพากันของข้อมูลตามบริษัท

ตารางที่ 9

ผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อมรวมด้วยวิธี Bootstrap

สมมติฐาน	ความสัมพันธ์ เชิงเส้นทาง	IE (β)	ขอบเขต ล่าง	ขอบเขต บน	p-value	ผลการ ทดสอบ
H_6	$E_Index \rightarrow \text{Tobin's Q}$	0.0113	-0.0004	0.0237	0.0584	ไม่สนับสนุน
	$S_Index \rightarrow \text{Tobin's Q}$	-0.0051	-0.0186	0.0078	0.4308	ไม่สนับสนุน
	$G_Index \rightarrow \text{Tobin's Q}$	0.0038	-0.0107	0.0171	0.5819	ไม่สนับสนุน

จากตารางที่ 9 ข้างต้น ผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อมของการเปิดเผยข้อมูล ESG แต่ละมิติที่มีต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ผ่านตัวแปรส่งผ่านร่วมกัน โดยใช้วิธี Bootstrap จำนวน 10,000 ครั้ง และช่วงความเชื่อมั่นร้อยละ 95 แบบ Bias-corrected พบว่า ด้านสิ่งแวดล้อมมีค่าอิทธิพลทางอ้อม 0.0113 (ช่วงความเชื่อมั่น -0.0004–0.0237, $p = 0.0584$) ด้านสังคมมีค่า -0.0051 (ช่วงความเชื่อมั่น -0.0186–0.0078, $p = 0.4308$) และด้านธรรมาภิบาลมีค่า 0.0038 (ช่วงความเชื่อมั่น -0.0107–0.0171, $p = 0.5819$) โดยทุกเส้นทางมีช่วงความเชื่อมั่นครอบคลุมค่าศูนย์ จึงไม่พบอิทธิพลทางอ้อมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และผลการศึกษาไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 6

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

1. ลักษณะของการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) การเปิดเผยความเสี่ยงภาพลักษณ์องค์กร และผลการดำเนินงาน จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่าง ประกอบด้วย 414 บริษัท รวม 1,242 ปี-บริษัท ในช่วงปี 2565–2567 ครอบคลุม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ผลการเปรียบเทียบพบรูปแบบสำคัญดังนี้

ด้านการเปิดเผยข้อมูล ESG บริษัทเปิดเผยข้อมูลด้านธรรมาภิบาลสูงสุด รองลงมา คือ สิ่งแวดล้อม และสังคม ตามลำดับ โดยมีมติสังคมมีค่าเฉลี่ยต่ำกว่าอีกสองมิติอย่างชัดเจน สะท้อนว่าประเด็นที่มีข้อกำหนดชัดเจนกว่าได้รับการปฏิบัติตามมากกว่าเช่นกัน กลุ่มทรัพยากรมีระดับการเปิดเผยสูงสุดในทุกมิติ สอดคล้องกับความเสียงด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่สูงตามลักษณะธุรกิจ ที่น่าสังเกต คือ ดัชนีย่อยด้านสิทธิมนุษยชน มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดในทุกดัชนีย่อย แม้เป็นประเด็นที่บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยตามหลักเกณฑ์การรายงาน ในแบบแสดงรายการข้อมูลรายงานประจำปี ตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ผลการศึกษาดังกล่าวสะท้อนว่าข้อกำหนดเชิงบังคับเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอต่อการยกระดับคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลในเชิงลึก

ด้านการเปิดเผยความเสี่ยง กลุ่มทรัพยากรมีระดับการเปิดเผยสูงสุดในความเสี่ยงทุกประเภท สอดคล้องกับความเสียงด้านการดำเนินงานที่สูงตามลักษณะธุรกิจ ทั้งนี้แม้ดัชนีการเปิดเผยจะอยู่ในระดับสูง แต่ดัชนีคุณภาพกลับอยู่ในระดับปานกลางถึงต่ำในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม สะท้อนว่าการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทส่วนใหญ่ยังมีลักษณะเน้นการปฏิบัติตามข้อกำหนดมากกว่าการให้เนื้อหาเชิงลึกที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน เช่นเดียวกับความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบที่อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำและไม่แตกต่างกันมากระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม

ด้านภาพลักษณ์องค์กร กลุ่มเทคโนโลยีมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงสุด ขณะที่กลุ่มทรัพยากรมีคะแนนประเมินด้านความยั่งยืนและการได้รับรางวัลด้านความยั่งยืนสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่นอย่างชัดเจน สะท้อนว่าการยอมรับจากภายนอกในประเด็นความยั่งยืนยังไม่กระจายตัวอย่างทั่วถึงระหว่างอุตสาหกรรม

ด้านผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) กลุ่มเทคโนโลยีมีมูลค่ากิจการสูงสุดอย่างเด่นชัด แต่กลับมีความแปรปรวนสูงมาก ขณะที่กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีมูลค่าต่ำสุด ใกล้เคียงมูลค่าทางบัญชี สะท้อนว่าผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ของกลุ่มเทคโนโลยีน่าจะขับเคลื่อนโดยสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและโอกาสการเติบโตมากกว่าสินทรัพย์ทางบัญชี ต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ที่มีมูลค่ากิจการใกล้เคียงมูลค่าทางบัญชีมากกว่า โดยเฉพาะกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมซึ่งมีค่าต่ำสุด

ผลการศึกษาโดยรวมชี้ว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและธรรมาภิบาลในระดับสูงกว่ามิติสังคม โดยความแตกต่างระหว่างอุตสาหกรรมสอดคล้องกับระดับความอ่อนไหวด้านสิ่งแวดล้อมของแต่ละธุรกิจ ขณะที่การเปิดเผยความเสี่ยงมีปริมาณสูงแต่คุณภาพเพียงปานกลางถึงต่ำ สะท้อนช่องว่างระหว่างการปฏิบัติตามข้อกำหนดกับการให้ข้อมูลที่ เป็นประโยชน์อย่างแท้จริง ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูล ESG กับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) มีทิศทางแตกต่างกันตามมิติของ ESG และขึ้นอยู่กับบริบทของแต่ละอุตสาหกรรม

2. อิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของการเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลต่อผลการดำเนินงานผ่านกลไกการเปิดเผยความเสี่ยง และภาพลักษณ์องค์กร

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 การเปิดเผย ESG มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเปิดเผยความเสี่ยง ได้รับการสนับสนุนบางส่วน โดยมีมติสังคมและธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวก แต่มิติสิ่งแวดล้อมไม่มีนัยสำคัญ อธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล ที่โครงสร้างการกำกับดูแลเข้มแข็งทำหน้าที่เป็นทั้งกลไกควบคุมภายในและส่งสัญญาณคุณภาพต่อตลาด สอดคล้องกับ Chouaibi et al. (2024) ที่พบว่าธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเปิดเผยความเสี่ยงทางการเงิน แต่ผลด้านมิติสังคมแตกต่างกัน และด้านสิ่งแวดล้อมที่ไม่มีอิทธิพล สะท้อนว่าการเปิดเผยด้านนี้ในบริบทไทยยังเป็นการปฏิบัติตามข้อบังคับเฉพาะประเด็น มิได้บูรณาการกับระบบบริหารความเสี่ยงโดยรวม

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 การเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ได้รับการสนับสนุนบางส่วน โดยมีเพียงมิติสิ่งแวดล้อมที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวอธิบายได้ด้วยทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียและทฤษฎีฐานทรัพยากร ซึ่งเสนอว่าการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม ช่วยตอบสนองความคาดหวัง และช่วยลดต้นทุนและความเสี่ยง เพิ่มประสิทธิภาพ สร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน และสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุน และสอดคล้องกับ Difa and Larasati (2024) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ขณะที่การเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมและธรรมาภิบาลไม่พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3 การเปิดเผยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อภาพลักษณ์องค์กร ได้รับการสนับสนุนบางส่วน โดย 6 จาก 9 เส้นทางมีนัยสำคัญตามทิศทางที่กำหนด มิติสังคมมีอิทธิพลต่อภาพลักษณ์องค์กรครบทุกด้าน ผลดังกล่าวอธิบายได้ด้วยทฤษฎีการส่งสัญญาณและทฤษฎีความชอบธรรม ซึ่งเสนอว่าการเปิดเผย ESG แสดงถึงการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย และดำเนินงานสอดคล้องกับบรรทัดฐานของสังคม จึงช่วยเสริมภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือขององค์กร สอดคล้องกับ Kim and Cho (2024) ที่ยืนยันบทบาทของมิติสิ่งแวดล้อมและธรรมาภิบาลต่อภาพลักษณ์องค์กรและความตั้งใจของผู้บริโภคในการรักษาความสัมพันธ์กับองค์กร

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 4 การเปิดเผยความเสี่ยงมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้รับการสนับสนุนบางส่วน และผลดังกล่าวอธิบายได้ด้วยทฤษฎีการส่งสัญญาณ ซึ่งเสนอว่าการเปิดเผยความเสี่ยงหลายด้านมิได้ส่งสัญญาณความโปร่งใสเพียงอย่างเดียว แต่อาจถูกตีความว่ากิจการเผชิญความเสี่ยงหรือความไม่แน่นอนในระดับสูง และสอดคล้องกับ Jain and Raithatha (2022) ซึ่งพบว่า การเปิดเผยความเสี่ยงในระดับสูงมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่ลดลง ขณะที่คุณภาพการเปิดเผยความเสี่ยงและความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนว่า ความเป็นอิสระเชิงโครงสร้างของคณะกรรมการตรวจสอบเพียงอย่างเดียวอาจยังไม่เพียงพอที่จะเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงาน หากไม่พิจารณาคุณลักษณะด้านอื่นร่วมด้วย เช่น ความเชี่ยวชาญ การปฏิบัติหน้าที่ และประสิทธิผลในการกำกับติดตาม

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 5 ภาพลักษณ์องค์กรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ได้รับการสนับสนุนบางส่วน โดยพบเฉพาะคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่รางวัลด้านความยั่งยืนและคะแนนการประเมินด้านความยั่งยืนไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวอาจอธิบายได้ด้วยทฤษฎีความชอบธรรมว่า การปฏิบัติตามหลักธรรมาภิบาลที่ได้รับการยอมรับอาจช่วยเสริมความชอบธรรมและความน่าเชื่อถือของกิจการ ขณะที่ทฤษฎีการส่งสัญญาณ อธิบายว่า คะแนนจากหน่วยงานภายนอกอาจเป็นสัญญาณสะท้อนคุณภาพการกำกับดูแลและช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล สอดคล้องกับ Eze et al. (2022) ที่พบว่า การบริหารภาพลักษณ์เชิงโครงสร้างสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของธนาคาร

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 6 การเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ผ่านการเปิดเผยความเสี่ยงและภาพลักษณ์องค์กรอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่ได้รับการสนับสนุน แม้เส้นทางผ่านมิติสิ่งแวดล้อมจะมีค่า $p = 0.0584$ ใกล้เคียงเกณฑ์ที่สุด แต่ช่วงความเชื่อมั่นยังครอบคลุมค่าศูนย์ทุกเส้นทาง ผลดังกล่าวอธิบายได้ด้วยทฤษฎีฐานทรัพยากร ซึ่งเสนอว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG อาจยังไม่ถูกพัฒนาเป็นความสามารถเชิงกลยุทธ์ที่สร้างมูลค่าแก่กิจการ และทฤษฎีสถาบัน ซึ่งอธิบายว่า บทบาทของตัวแปรส่งผ่านขึ้นอยู่กับบริบทของแต่ละประเทศ มิใช่กลไกที่มีลักษณะเป็นสากลสอดคล้องกับ

Dewi (2025) ซึ่งพบว่า ผลการดำเนินงานทางการเงินไม่สามารถทำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัยที่ผ่านมา ยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ส่งผลต่อผลการดำเนินงานอย่างไร เช่น Biju et al. (2025) พบว่า ความสัมพันธ์ทางตรงในตลาดอินเดียไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับ Firmansyah et al. (2023) พบว่า การเปิดเผย ESG โดยรวมและมีดีสังคมส่งผลเชิงลบต่อ Tobin's Q ขณะที่มิติสิ่งแวดล้อมไม่มีนัยสำคัญ และมีจริยธรรมาภิบาลส่งผลเชิงบวกต่อ Tobin's Q และ Le (2023) ที่พบว่า ภาพลักษณ์องค์กรเป็นกลไกส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่าง CSR กับผลการดำเนินงานของกิจการ อย่างไรก็ตาม การศึกษาครั้งนี้ไม่พบอิทธิพลทางอ้อมของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการผ่านการเปิดเผยความเสี่ยงและภาพลักษณ์องค์กร สะท้อนว่าประสิทธิภาพของกลไกดังกล่าวอาจแตกต่างกันตามบริบทเชิงสถาบันของแต่ละประเทศ (Ioannou & Serafeim, 2012) และการเปิดเผยข้อมูล ESG จะสร้างมูลค่าได้เมื่อกิจการสามารถพัฒนาเป็นความสามารถเชิงกลยุทธ์และสื่อสารเป็นสัญญาณที่น่าเชื่อถือ เพิ่มความเชื่อมั่นต่อนักลงทุน (Barney, 1991; Connelly et al., 2011)

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัยข้างต้น ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะดังนี้

1. บริษัทจดทะเบียนควรเปิดเผยข้อมูล ESG แยกตามมิติ พร้อมระบุตัวชี้วัด เป้าหมาย และผลการดำเนินงานที่ชัดเจน โดยการเปิดเผยความเสี่ยงควรเน้นประเด็นที่มีสาระสำคัญ ผลกระทบ และแนวทางจัดการ ทั้งนี้ ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความครอบคลุมของการเปิดเผยความเสี่ยงกับมูลค่ากิจการไม่ได้หมายความว่ากิจการควรลดการเปิดเผยข้อมูล
2. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงาน ก.ล.ต. ควรส่งเสริมแนวปฏิบัติภายใต้กรอบการรายงานที่มีอยู่ โดยเน้นความชัดเจน ความมีสาระสำคัญ และความสามารถในการเปรียบเทียบข้อมูล ESG แต่ละมิติ
3. นักลงทุนควรพิจารณาข้อมูล ESG แยกตามมิติร่วมกับข้อมูลทางการเงินและความเสี่ยง และใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นข้อมูลสะท้อนคุณภาพการกำกับดูแล โดยไม่ตีความว่าเป็นตัวแทนภาพลักษณ์องค์กรโดยรวม
4. หน่วยงานวิชาชีพบัญชีควรส่งเสริมความรู้และแนวปฏิบัติในการรายงานประเด็นที่ยังเปิดเผยในระดับต่ำ โดยเฉพาะด้านสิทธิมนุษยชน พร้อมพัฒนาศักยภาพผู้จัดทำรายงานให้สามารถนำเสนอข้อมูลที่มีสาระสำคัญและเปรียบเทียบกันได้

การวิจัยในอนาคต

1. ควรขยายระยะเวลาและบริบทการศึกษาให้ครอบคลุมประเทศและอุตสาหกรรมที่หลากหลาย เพื่อเพิ่มความสามารถในการอ้างอิงผลการวิจัย
2. ควรใช้แบบจำลองข้อมูลพาเนลที่ควบคุมอิทธิพลคงที่รายบริษัทและรายปี พร้อมปรับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบจัดกลุ่มตามบริษัท รวมทั้งจัดการปัญหา Endogeneity และ Reverse Causality ด้วยวิธีที่เหมาะสม เช่น การใช้การเปิดเผยข้อมูล ESG แบบล่าช้า

3. ควรเพิ่มตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน เช่น ROA, ROE, MVA และ EVA รวมทั้งควบคุมลักษณะเฉพาะของกิจการ เช่น SIZE และ LEV และศึกษาตัวแปรส่งผ่านหรือตัวแปรกำกับเพิ่มเติม เพื่อเพิ่มความสามารถในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลการดำเนินงาน

4. ควรวัดภาพลักษณ์องค์กรจากการรับรู้โดยตรง เช่น แบบสำรวจผู้มีส่วนได้เสีย การวิเคราะห์ความรู้สึกหรือดัชนีชื่อเสียงองค์กร และแยกตัวชี้วัดการเปิดเผยความเสี่ยงออกจากกลไกการกำกับดูแลอย่างชัดเจน

5. ควรทดสอบความแตกต่างระหว่างอุตสาหกรรมด้วยการวิเคราะห์หลายกลุ่ม และตรวจสอบความคงที่ของโมเดลด้วย Cross-validation หรือข้อมูลตัวอย่างชุดอื่น

ข้อจำกัดในการวิจัย

การวิจัยนี้มีข้อจำกัดที่ควรพิจารณาในการตีความผลการศึกษา 5 ประการ

ประการแรก การศึกษาครอบคลุมเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2565–2567 จึงควรใช้ความระมัดระวังในการนำผลไปอ้างอิงกับประเทศหรือช่วงเวลาที่มิบริบทเชิงสถาบันแตกต่างกัน

ประการที่สอง การวัดตัวแปรอาศัยข้อมูลที่เกิดจากการเปิดเผยและผลการประเมินจากหน่วยงานภายนอก ซึ่งอาจได้รับอิทธิพลจากรูปแบบการรายงาน คุณภาพของข้อมูล และการเปลี่ยนแปลงเกณฑ์ประเมินระหว่างปี นอกจากนี้ CG Score อาจสะท้อนคุณภาพการกำกับดูแลมากกว่าภาพลักษณ์องค์กร จึงมีข้อจำกัดด้านความตรงเชิงโครงสร้าง

ประการที่สาม ข้อมูลมีโครงสร้างแบบพาเนล โดยเป็นการสังเกตบริษัทเดิมซ้ำเป็นระยะเวลา 3 ปี แต่การวิเคราะห์ไม่ได้ปรับค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบจัดกลุ่มตามบริษัท หรือควบคุมอิทธิพลคงที่รายบริษัท จึงอาจจัดการการพึ่งพากันของข้อมูลจากบริษัทเดียวกันได้ไม่สมบูรณ์ ดังนั้น ผลของเส้นทางที่มีค่า p ใกล้ระดับนัยสำคัญ .05 จึงควรตีความด้วยความระมัดระวัง

ประการที่สี่ โมเดลได้รับการปรับโดยใช้ Modification Indices จากข้อมูลชุดเดียวและยังไม่ได้ตรวจสอบด้วย Cross-validation จึงอาจมีความเสี่ยงต่อการปรับโมเดลให้สอดคล้องกับข้อมูลตัวอย่างมากเกินไป

ประการสุดท้าย โมเดลอธิบายความแปรปรวนของผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ได้ร้อยละ 2 ($R^2 = .02$) แสดงว่ายังมีปัจจัยอื่นนอกเหนือจากตัวแปรที่ศึกษาซึ่งอาจเกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของกิจการ

กิตติกรรมประกาศ

ผู้วิจัยขอขอบคุณสำนักงานปลัดกระทรวงการอุดมศึกษา วิทยาศาสตร์ วิจัยและนวัตกรรม และกองทุนส่งเสริมการพัฒนาลาดทุน (CMDF) ที่ได้ให้การสนับสนุนทุนวิจัยภายใต้โครงการทุนวิจัยสำหรับนักวิจัยรุ่นใหม่ด้านตลาดทุน ประจำปีงบประมาณ พ.ศ. 2568 ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่เอื้อให้งานวิจัยครั้งนี้บรรลุวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้

รายการอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ฝ่ายพัฒนาการลงทุนอย่างยั่งยืน. (2568, 12 ธันวาคม). *การประกาศผล SET ESG Ratings ประจำปี 2568*. <https://setsustainability.com/libraries/1518/item/-set-esg-ratings-2568>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Biju, A. V. N., Geetha, S., Prasad, S., Sasidharan, A., & Jayachandran, A. (2025). ESG–firm performance nexus: Evidence from an emerging economy. *Business Strategy and the Environment*, 34(3), 3469–3496. <https://doi.org/10.1002/bse.4152>
- Bollen, K. A. (1986). Sample size and Bentler and Bonett’s nonnormed fit index. *Psychometrika*, 51(3), 375–377. <https://doi.org/10.1007/BF02294061>
- Chouaibi, J., Benmansour, H., Ben Fatma, H., & Zouari-Hadji, R. (2024). Does environmental, social, and governance performance affect financial risk disclosure? Evidence from European ESG companies. *Competitiveness Review: An International Business Journal*, 34(6), 1057–1076. <https://doi.org/10.1108/CR-07-2023-0181>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin’s q. *Financial Management*, 23(3), 70–74. <https://www.jstor.org/stable/3665623>
- 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>
- Dewi, G. A. K. R. S. (2025). Carbon emission disclosure, environmental performance, and firm value: The role of financial performance. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 10(1), 70–85. <https://doi.org/10.23887/jia.v10i1.55564>
- Difa, A. P. S., & Larasati, A. Y. (2024). Enhancing value: The impact of environmental, social, and governance disclosure on Indonesian basic materials sector companies. *Jurnal Akuntansi*, 16(1), 27–40. <https://doi.org/10.28932/jam.v16i1.8140>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136. <https://doi.org/10.2307/1388226>
- Eze, F. O., Orga, C. C., & Nwokeukwu, C. J. (2022). Corporate image management strategy and performance of First Bank Nigeria Limited. *British International Journal of Business and Marketing Research*, 5(6), 37–51. <https://aspjournals.net/journals/bijbmr/articles/215>

- Firmansyah, E. A., Umar, U. H., & Jibril, R. S. (2023). Investigating the effect of ESG disclosure on firm performance: The case of Saudi Arabian listed firms. *Cogent Economics & Finance*, 11(2), Article 2287923. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2287923>
- Fombrun, C. J. (1996). *Reputation: Realizing value from the corporate image*. Harvard Business School Press.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Hu, L. T., & Bentler, P. M. (1999). Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional criteria versus new alternatives. *Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal*, 6(1), 1–55. <https://doi.org/10.1080/10705519909540118>
- Ibrahim, A. E. A., & Aboud, A. (2024). Corporate risk disclosure and firm value: UK evidence. *International Journal of Finance & Economics*, 29(4), 4225–4246. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2871>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43(9), 834–864. <https://doi.org/10.1057/jibs.2012.26>
- Jain, S., & Raithatha, M. (2022). Risk disclosures and firm value: The role of governance in an emerging market. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 71(8), 3205–3227. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-09-2020-0476>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kim, Y., & Cho, W. (2024). The effect of airline's ESG management on corporate reputation, corporate image, and relationship continuance intention. *Global Business & Finance Review*, 29(5), 146–159. <https://doi.org/10.17549/gbfr.2024.29.5.146>
- Kline, R. B. (2023). *Principles and practice of Structural Equation Modeling* (5th ed.). Guilford Press.
- Le, T. T. (2023). Corporate social responsibility and SMEs' performance: Mediating role of corporate image, corporate reputation and customer loyalty. *International Journal of Emerging Markets*, 18(10), 4565–4590. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2021-1164>
- Narula, R., Rao, P., Kumar, S., & Paltrinieri, A. (2025). ESG investing & firm performance: Retrospections of past & reflections of future. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 32(1), 1096–1121. <https://doi.org/10.1002/csr.2982>

- Preacher, K. J., & Hayes, A. F. (2008). Asymptotic and resampling strategies for assessing and comparing indirect effects in multiple mediator models. *Behavior Research Methods*, 40(3), 879–891. <https://doi.org/10.3758/BRM.40.3.879>
- Schermelleh-Engel, K., Moosbrugger, H., & Müller, H. (2003). Evaluating the fit of Structural Equation Models: Tests of significance and descriptive goodness-of-fit measures. *Methods of Psychological Research Online*, 8(2), 23–74. https://www.stats.ox.ac.uk/~snijders/mpr_Schermelleh?utm_source=chatgpt.com
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://www.jstor.org/stable/1882010>
- Whittaker, T. A. (2012). Using the modification index and standardized expected parameter change for model modification. *The Journal of Experimental Education*, 80(1), 26–44. <https://doi.org/10.1080/00220973.2010.531299>