

ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings
Cost of Debt Affecting Sustainability of Listed Companies
in the Stock Exchange of Thailand SET ESG Ratings

อริสรา ธานีรณานนท์^{1*} และ เปรมารัช วิลาลัย²

Arisara Thaneerananon^{1*}, and Premarat Vilalai

หลักสูตรบัญชีบัณฑิต วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

Accountancy Program, College of Business Administration Innovation and Accounting,

Dhurakij Pundit University, Thailand.

¹Corresponding author. E-mail: arisara.tha@dpu.ac.th^{1*}

Received April 18, 2025; Revised June 15, 2025; Accepted June 30, 2025

Abstract

The objective of this study is to analyze the influence of the cost of debt on three dimensions of sustainability performance: 1) environmental sustainability, 2) social sustainability, and 3) governance sustainability. This research adopts a quantitative approach. The sample comprises 256 companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) with ESG ratings. Data were collected from financial statements and SET Fin Lab (Bloomberg) covering the period from 2021 to 2023. Multiple regression analysis was employed to examine the relationships. The findings reveal that the cost of debt, as determined by the capital structure, has a significant impact on ESG sustainability performance. Specifically: 1) the cost of debt has a positive impact on environmental and social dimensions; 2) the cost of debt also shows an adverse effect on the social dimension; and 3) the cost of debt positively influences the governance dimension. These results suggest that a well-balanced cost of debt can enhance environmental and social sustainability. Long-term debt facilitates investments in responsible and sustainable activities, while an excessively high level of debt may increase financial risk and negatively affect corporate governance. Effective debt management promotes transparency and strengthens internal control systems, thereby contributing to long-term value creation for the firm.

Keywords: cost of debt; sustainability; SET ESG

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อ 1) ผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม 2) ผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม 3) ผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET ESG Ratings โดยเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 – พ.ศ. 2566 จากระายงานทางการเงินและ SET Fin Lab (Bloomberg) จำนวน 256 กลุ่มตัวอย่าง ใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่าต้นทุนของหนี้สินโดยโครงสร้างหนี้สินมีอิทธิพลต่อระดับความยั่งยืนในมิติ ESG อย่างมีนัยสำคัญ 1) ต้นทุนของหนี้สินส่งผลเชิงบวกต่อมิติสิ่งแวดล้อมและสังคม 2) ต้นทุนของหนี้สินส่งผลเชิงลบต่อมิติสังคม 3) ต้นทุนของหนี้สินส่งผลเชิงบวกต่อมิติธรรมาภิบาล สะท้อนว่าต้นทุนหนี้สินที่สมดุลช่วยเสริมสร้างความยั่งยืนในมิติสิ่งแวดล้อมและสังคม โดยการใช้นี้สินระยะยาวสามารถสนับสนุนการลงทุนในกิจกรรมที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม ขณะที่การมีหนี้สินในระดับที่สูงเกินไปอาจเพิ่มความเสี่ยงและกระทบต่อธรรมาภิบาล การบริหารหนี้ที่ดีส่งเสริมความโปร่งใส และการควบคุมภายในที่มีประสิทธิภาพช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับธุรกิจในระยะยาว

คำสำคัญ: ต้นทุนของหนี้สิน; ความยั่งยืน; กลุ่มหุ้นยั่งยืน

บทนำ

การดำเนินงานในโลกธุรกิจปัจจุบันมีความซับซ้อนและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วจากอิทธิพลของปัจจัยภายนอก เช่น ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี การเปลี่ยนแปลงทางสังคม และภาวะเศรษฐกิจโลก ในบริบทของเศรษฐกิจสมัยใหม่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ถือเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ ทั้งในด้านการระดมทุน การสร้างงาน และการส่งเสริมการพัฒนาอย่างยั่งยืน ด้วยบทบาทในฐานะผู้ประกอบการขนาดใหญ่ที่มีอิทธิพลต่อทั้งห่วงโซ่อุปทานและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในวงกว้าง บริษัทจดทะเบียนจึงมิได้มีหน้าที่เพียงแสวงหากำไร แต่ยังมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมควบคู่กันไป (The Stock Exchange of Thailand, 2023) ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา แนวคิดด้านความยั่งยืนในการดำเนินธุรกิจได้ถูกผลักดันเข้าสู่กระแสหลักของภาคธุรกิจไทยอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะภายใต้กรอบแนวคิด ESG (Environment, Social, and Governance) ซึ่งให้ความสำคัญกับผลกระทบขององค์กรในสามมิติหลัก ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment: E) ด้านสังคม (Social: S) และด้านธรรมาภิบาล (Governance: G) การดำเนินงานตามหลัก ESG ไม่เพียงสะท้อนถึงความรับผิดชอบต่อองค์กรต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย แต่ยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เล็งเห็นความสำคัญของ ESG ในการสร้าง “คุณค่าองค์กรอย่างยั่งยืน” และได้พัฒนามาตรฐานและตัวชี้วัดต่าง ๆ เช่น การจัดทำดัชนีความยั่งยืน (SETTHSI และ SET ESG Ratings) เพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนนำ ESG มาใช้เป็นกรอบในการกำหนดกลยุทธ์และดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม ด้วยเหตุนี้ การวิเคราะห์ความเชื่อมโยงระหว่างการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์กับหลัก ESG จึงเป็นประเด็นที่มีความสำคัญในเชิงวิชาการและในเชิงกลยุทธ์ของภาคธุรกิจไทย ซึ่งหนึ่งในเครื่องมือพื้นฐานที่ใช้ในการวิเคราะห์สถานะทางการเงินของกิจการ อัตราส่วนทางการเงิน เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีบทบาทสำคัญในการประเมินโครงสร้างเงินทุนและความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ โดยเฉพาะในภาวะเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน การศึกษาโดย Barua and Saha (2023) พบว่าอัตราส่วนที่อิงจากกระแสเงินสด

มีความสามารถในการทำนายความล้มเหลวทางการเงินได้ดีกว่าอัตราส่วนแบบดั้งเดิม ขณะที่ Nguyen and Tran (2024) พบว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในระดับเหมาะสมสามารถส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในเวียดนามมีความสำคัญอย่างยิ่งในการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนและประเมินความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า การดำเนินงานขององค์กรธุรกิจในยุคปัจจุบันเผชิญกับสภาพแวดล้อมที่ซับซ้อนและเปลี่ยนแปลงรวดเร็วส่งผลต่อความสามารถในการปรับตัวและความยั่งยืนของกิจการ องค์กรจึงจำเป็นต้องบริหารจัดการภายใต้กรอบแนวคิดที่สอดคล้องกับแนวโน้มสากล โดยเฉพาะอย่างยิ่ง หลัก ESG (Environmental, Social, and Governance) ที่มุ่งเน้นการดำเนินงานอย่างมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในทุกภาคส่วน ซึ่งได้รับการสนับสนุนอย่างเป็นทางการจากรัฐบาลไทยผ่านการจัดทำดัชนี SET ESG Ratings (The Stock Exchange of Thailand, 2023) นอกจากนี้พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีบทบาทสำคัญในการประเมินโครงสร้างเงินทุนและความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ โดยเฉพาะในภาวะเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน กิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สินในระดับสูงแม้จะได้รับประโยชน์จากหนี้สินในภาวะเศรษฐกิจขาขึ้น แต่ก็มีแนวโน้มเผชิญความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นต่อเสถียรภาพทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้ โดยเฉพาะเมื่อรายได้ผันผวนหรือต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น (Parkatt et al., 2021) การบริหารการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ ควบคู่กับการดำเนินงานตามหลัก ESG จึงเป็นกลยุทธ์สำคัญที่ช่วยเสริมสร้างทั้งความเชื่อมั่นและความยั่งยืนขององค์กร

จากการบริหารจัดการด้านการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะการควบคุมอัตราส่วนหนี้สินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อเสถียรภาพและความมั่นคงของกิจการ ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เพื่อหาแนวทางการพัฒนาการดำเนินธุรกิจที่มีความสมดุลทั้งด้านการเงินและความยั่งยืนในระยะยาวต่อไป และการศึกษาเป็นแนวทางเชิงนโยบายที่สำคัญในการกำหนดกลยุทธ์ทางการเงินของภาคธุรกิจไทย โดยช่วยให้ผู้บริหารสามารถวางโครงสร้างหนี้ให้สอดคล้องกับเป้าหมายด้านความยั่งยืน ขณะเดียวกัน นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวประเมินความเสี่ยงและโอกาสจากมุมมอง ESG ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้หน่วยงานรัฐอาจนำผลการศึกษาไปใช้ในการออกแบบมาตรการจูงใจด้านภาษีหรือการสนับสนุนการเข้าถึงแหล่งทุนสำหรับกิจการที่มีโครงสร้างหนี้เหมาะสมและส่งเสริมความยั่งยืนในระยะยาว อันเป็นการยกระดับคุณภาพการลงทุนและพัฒนาเศรษฐกิจไทยอย่างยั่งยืน

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings
2. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings
3. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

ขอบเขตการวิจัย

ขอบเขตด้านเนื้อหา ประกอบด้วย แนวคิดเกี่ยวกับการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน ต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) การวิเคราะห์อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Long-term debt to total asset ratio) การวิเคราะห์อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Long-term debt to equity ratio) การวิเคราะห์อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Total debt to total asset ratio) การวิเคราะห์อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Total debt to equity ratio) และแนวคิดความรับผิดชอบต่อหลักของการบริหารที่ยั่งยืน 3 มิติ สิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล (Environment, Social and Governance : ESG)

ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง การศึกษาครั้งนี้มุ่งศึกษาประชากรคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่ผ่านการประเมินผลหุ้นยั่งยืน ทั้งหมด 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มเกษตรและอาหาร กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี จำนวน 503 บริษัท ได้ตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่ต่อเนื่องจำนวน 247 บริษัท คงเหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 256 บริษัท

ขอบเขตด้านพื้นที่ การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาจากข้อมูลในรายงานทางการเงิน ที่ถูกเผยแพร่ทางเว็บไซต์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและข้อมูลจาก SET Fin Lab (Bloomberg)

ขอบเขตด้านเวลา ผู้วิจัยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานประจำปี และฐานข้อมูล SET SMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และข้อมูลจาก SET Fin Lab (Bloomberg) ระหว่างปี พ.ศ. 2564 – พ.ศ. 2566 เป็นรายปี

ทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (Corporate Social Responsibility: CSR)

ทฤษฎีความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (Corporate Social Responsibility: CSR) เป็นแนวคิดที่มุ่งเน้นให้องค์กรตระหนักและรับผิดชอบต่อผลกระทบที่เกิดจากการดำเนินงานของตนต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยไม่จำกัดอยู่เพียงการแสวงหาผลกำไรสูงสุดเท่านั้น Chandratreya (2025) ได้สำรวจความสัมพันธ์ระหว่างทฤษฎีการบัญชีเชิงวิพากษ์ (Critical Accounting Theory) กับ CSR โดยชี้ให้เห็นว่า CSR ไม่ได้เป็นเพียงกิจกรรมโดยสมัครใจ แต่เป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ที่องค์กรใช้เพื่อรักษาความชอบธรรมและสร้างความสัมพันธ์ทางอำนาจผ่านการรายงานและการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชี นอกจากนี้ การศึกษาโดย Susilawati et al. (2022) พบว่า CSR มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ขณะที่งานวิจัยของ Stewart (2025) ได้เน้นย้ำถึงการเปลี่ยนแปลงของ CSR ไปสู่การเน้นคุณค่าทางการเงินผ่านกรอบ ESG (Environmental, Social, and Governance) ซึ่งสะท้อนถึงการบูรณาการ CSR เข้ากับกลยุทธ์ทางธุรกิจเพื่อสร้างมูลค่าอย่างยั่งยืน

ในบริบทของประเทศไทย แนวคิด CSR ได้รับการส่งเสริมจากทั้งภาครัฐและเอกชน โดยเฉพาะในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ต้องดำเนินงานควบคู่ระหว่างหลักบรรษัทภิบาลกับ CSR ผ่านการกำหนดนโยบายรายงานความยั่งยืน และการประเมินผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอย่างเป็นระบบ ซึ่งแนวคิดนี้สอดคล้องกับการพัฒนาอย่างยั่งยืน และมีบทบาทสำคัญต่อความสามารถในการแข่งขันและความสำเร็จทางธุรกิจในระยะยาว

(Jenkanob & Loatong, 2022) สรุปได้ว่า ทฤษฎี CSR เน้นให้องค์กรดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงผลกระทบต่อสังคม เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมควบคู่กับการแสวงหากำไร โดยยึดหลักทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ที่ให้ความสำคัญกับทุกภาคส่วนที่เกี่ยวข้อง แนวคิดนี้ได้รับการส่งเสริมอย่างกว้างขวางในประเทศไทย และมีบทบาทสำคัญต่อความยั่งยืนและความสำเร็จขององค์กรธุรกิจ

แนวคิด ESG กับการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืน

แนวคิด ESG ซึ่งย่อมาจาก Environmental, Social, and Governance เป็นกรอบแนวทางที่ใช้ในการประเมินและส่งเสริมการดำเนินงานขององค์กรที่มุ่งเน้นความยั่งยืนในระยะยาว โดยครอบคลุมความรับผิดชอบหลัก 3 ด้าน ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล (Sornsongkram, 2017) Environmental หมายถึง การดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การจัดการทรัพยากร การลดคาร์บอนฟุตพริ้นท์ และการดูแลระบบนิเวศโดยรอบ Social สะท้อนถึงการบริหารจัดการความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ไม่ว่าจะเป็นลูกจ้าง ชักพลาเยอร์ ลูกค้า หรือชุมชนในวงกว้าง ขณะที่ Governance เน้นถึงระบบการบริหารจัดการองค์กรที่มีธรรมาภิบาล โปร่งใส ตรวจสอบได้ และมุ่งคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย แนวคิด ESG จึงมีบทบาทสำคัญในการยกระดับความน่าเชื่อถือขององค์กร เนื่องจากสามารถแสดงถึงเจตนารมณ์และแนวทางการดำเนินธุรกิจที่รับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม ซึ่งนำไปสู่การเสริมสร้างความไว้วางใจจากนักลงทุนและสาธารณชน อีกทั้งยังเป็นการแสดงถึงศักยภาพในการพัฒนาองค์กรให้เติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืนในระยะยาว (Promlao, 2021)

สรุปได้ว่า แนวคิด ESG เป็นกรอบการดำเนินงานขององค์กรที่มุ่งเน้นความยั่งยืนใน 3 ด้าน ได้แก่ สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โดยเน้นความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างรอบด้าน แนวคิดนี้ได้รับความนิยมจากนักลงทุนทั่วโลก เนื่องจากช่วยสะท้อนความน่าเชื่อถือและศักยภาพในการเติบโตขององค์กรในระยะยาว

แนวคิดต้นทุนของหนี้สิน (Concept of Cost of Debt)

การวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินมีความสำคัญในการประเมินความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ กิจการที่มีต้นทุนของหนี้สินสูงอาจสะท้อนถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้หรือความสามารถในการทำกำไรที่ลดลง การศึกษาของ Santosuosso (2024) พบว่าต้นทุนของหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยกิจการที่มีต้นทุนของหนี้สินสูงมักมีผลกำไรลดลง นอกจากนี้ Baule (2023) ได้เสนอโมเดลการคำนวณต้นทุนของหนี้สินที่พิจารณาความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ โดยใช้ข้อมูลจากอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้และอัตราการฟื้นตัวของเจ้าหนี้ในกรณีที่กิจการผิดนัดชำระหนี้ การวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินจึงเป็นเครื่องมือสำคัญในการตัดสินใจทางการเงินและการบริหารความเสี่ยงขององค์กร

การวิเคราะห์อัตราส่วนหนี้สินเป็นเครื่องมือสำคัญในการประเมินเสถียรภาพทางการเงินของกิจการ โดยเฉพาะอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับหนี้สินระยะยาวและหนี้สินรวมซึ่งสะท้อนถึงภาระทางการเงินและการพึ่งพาแหล่งทุนจากภายนอก อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Long-term debt to total asset ratio) แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของสินทรัพย์ทั้งหมดที่ได้รับการสนับสนุนจากหนี้ระยะยาวมีมากน้อยเพียงใด ส่วนอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Long-term debt to equity ratio) บ่งชี้ถึงความเสี่ยงระหว่างเงินทุนจากเจ้าหนี้ระยะยาวกับเงินทุนของเจ้าของ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Total debt to total asset ratio) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Total debt to equity ratio) ใช้ประเมินระดับความเสี่ยงทางการเงินโดยรวม หากกิจการมีอัตราส่วนเหล่านี้อยู่ในระดับสูง อาจบ่งชี้ถึงความเสี่ยงต่อภาวะด้อยสภาพและภาระผูกพันในอนาคต งานวิจัยของ Atapolpitak (2019) พบว่า บริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่ดีสามารถรักษาระดับอัตราส่วนหนี้สินให้อยู่ในระดับ

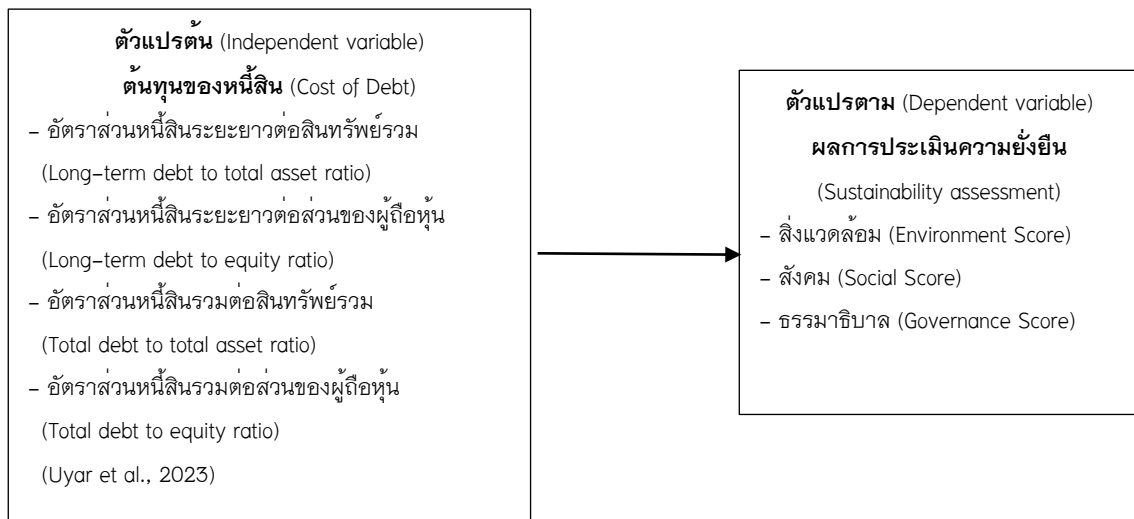
เหมาะสม และลดต้นทุนทางการเงินได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนถึงความสำคัญของการบริหารโครงสร้างทุนอย่างมีประสิทธิภาพในมุมมองของนักลงทุนและเจ้าหนี้ Uyar et al. (2023) พบว่า ในประเทศกำลังพัฒนามีลักษณะแตกต่างจากประเทศพัฒนาแล้ว ทั้งในด้านอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงซึ่งนำไปสู่ความต้องการเงินทุนมากขึ้น รวมถึงมีสภาพแวดล้อมทางสถาบันที่อ่อนแอกว่า และอำนาจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่น้อยกว่า ดังนั้นการบริหารโครงสร้างเงินทุนผ่านการควบคุมสัดส่วนหนี้สินในแต่ละมิติจึงเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญในการรักษาต้นทุนหนี้สินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม พร้อมสร้างความมั่นคงทางการเงินระยะยาวให้กับองค์กรอย่างยั่งยืน

การเชื่อมโยงระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR), แนวคิด ESG และโครงสร้างเงินทุน โดยมุ่งศึกษาการดำเนินงานที่สอดคล้องกับหลัก ESG ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยเฉพาะต้นทุนของหนี้สินในบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET ESG Ratings องค์กรที่ดำเนินกลยุทธ์ CSR อย่างเข้มแข็งจะได้รับความเชื่อมั่นจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและสามารถลดต้นทุนทางการเงินได้ ส่งผลให้ความเสี่ยงลดลงในมุมมองของผู้ให้กู้ (Dhaliwal et al., 2011) ในขณะที่แนวคิด ESG ช่วยกำหนดกรอบการประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนที่มีความเป็นมาตรฐานสากล (Kotsantonis et al., 2016) ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงเสนอการวิเคราะห์เชิงประจักษ์เพื่อวัดความสัมพันธ์ระหว่างระดับของหนี้สินกับคะแนน ESG ในมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โดยใช้ CSR เป็นกรอบอธิบายเชิงทฤษฎี ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้สามารถใช้เป็นข้อมูลในการกำหนดกลยุทธ์การเงินอย่างมีความรับผิดชอบ และสนับสนุนการพัฒนานโยบายเพื่อเสริมสร้างความยั่งยืนในภาคธุรกิจไทยอย่างเป็นระบบ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรมมีงานวิจัยที่แสดงต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนซึ่งส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินลดลงอย่างชัดเจนของ Albuquerque et al. (2024) พบว่าบริษัทที่มี ESG score สูง มี อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการถือครองพันธบัตรต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับการศึกษาของ Binder (EU) ที่ชี้ว่าผลการดำเนินการความยั่งยืนและการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนมีผลเชิงลบต่อต้นทุนหนี้สินกลุ่มตัวอย่างบริษัทฝั่งประเทศยุโรป 15 ประเทศ ระหว่างปี 2005–2016 สะท้อนให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนส่งเสริมความเชื่อมั่นและลดการซ้ำซ้อนของข้อมูลระหว่างบริษัทกับผู้ให้กู้ และช่วยลดความเสี่ยงของผู้ให้กู้และนักลงทุน ในทางตรงกันข้ามงานวิจัยบางฉบับพบว่าผลการประเมินความยั่งยืนบางมิติ อาจไม่มีผลต่อต้นทุนของหนี้สินอย่างมีนัยทางสถิติ การศึกษาในตลาดอินโดนีเซียพบว่า ESG combined score ไม่ได้มีอิทธิพลโดยตรงต่อค่าใช้จ่ายทางการเงินในตลาดหนี้ แต่มีผลเพียงบาง Component เช่น Emission reduction และ Environmental innovation เท่านั้น ขณะที่การศึกษาทั่วโลกโดย MSCI พบว่าบริษัทในตลาดเกิดใหม่หรือที่มี ESG score ต่ำมาก บางครั้งก็ไม่มีผลชัดเจนต่อ Cost of debt สำหรับบริษัทในกลุ่มกลางถึงสูง นอกจากนี้ยังมีกรณีที่ ESG Disclosure ของบางมิติอาจไม่เกี่ยวข้อง หรือไม่มีผลทางสถิติอย่างเด่นชัดกับต้นทุนของหนี้ (Fiorillo et al., 2025)

จากการทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถพัฒนาเป็นกรอบแนวคิดได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

Figure 1 Research Conceptual Framework

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data Collection) ดังนี้

1) ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง คือ กลุ่มดัชนี SETESG ซึ่งเป็นบริษัทที่มีการประเมินผลหุ้นยั่งยืน ทั้งหมด 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2564 – ปี พ.ศ. 2566 ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 503 บริษัท จำนวน 3 ปี ศึกษาข้อมูลเป็นรายปี เทคนิคและวิธีการเลือกตัวอย่าง ผู้วิจัยเลือกตัวอย่างจากประชากรทั้งหมดที่มีข้อมูลครบตามองค์ประกอบของตัวแปร สามารถทำการวิเคราะห์ให้ตอบตามสมมติฐานของงานวิจัยได้ ตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่ต่อเนื่อง จำนวน 247 บริษัท คงเหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 256 กลุ่มตัวอย่าง

2) การเก็บรวบรวมข้อมูล การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data Collection) จากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ SET Fin Lab (Bloomberg) เก็บข้อมูล ณ วันที่ 8 ธันวาคม 2567 ซึ่งเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2564 – พ.ศ. 2566

3) การวิเคราะห์ข้อมูล การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ ต้นทุนของหนี้สินวัดโดย อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ ผลการประเมินความยั่งยืนตามแนวคิดความรับผิดชอบต่อหลักของการบริหารที่ยั่งยืน 3 มิติ วัดโดย คะแนนประเมินมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) คะแนนประเมินมิติสังคม (Social Score) และคะแนนประเมินมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) (Uyar et al., 2023)

ผลการวิจัย

ผลการวิจัยเรื่อง ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings เพื่อทดสอบความมีอิทธิพลระหว่างต้นทุนของหนี้สินซึ่งเป็นตัวแปรอิสระ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) และตัวแปรตาม ได้แก่ คะแนนประเมินมิติสิ่งแวดล้อม (EnvScore) คะแนนประเมินมิติสังคม (SocScore) คะแนนประเมินมิติธรรมาภิบาล (GovScore) พบว่า สมการถดถอยไม่เกิดปัญหา Multicollinearity เนื่องจากค่า VIF ไม่เกิน 10 อธิบายผลการวิจัยได้ดังนี้

ผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 1 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ผลการวิจัย พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ $R^2 = 0.066$ และค่า Adjusted $R^2 = 0.051$ หมายความว่า สมการถดถอยสามารถอธิบายผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) ได้ 6.6% เป็นระดับต่ำ ซึ่งถือว่าจำกัดอย่างมาก โดยสาเหตุหลักมาจากการที่ตัวแปรต้นในแบบจำลองเป็นเพียงตัวแปรทางการเงิน เช่น อัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งไม่ครอบคลุมปัจจัยสำคัญที่มีผลโดยตรงต่อมิติด้านสิ่งแวดล้อม ปัจจัยที่มักส่งผลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ การบริหารจัดการของเสีย การใช้พลังงานหมุนเวียน การปล่อยก๊าซเรือนกระจก การปฏิบัติตามกฎหมายสิ่งแวดล้อม และการมีมาตรฐานสิ่งแวดล้อมภายในองค์กร เช่น ISO 14001 ซึ่งเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพและไม่ได้สะท้อนในอัตราส่วนทางบัญชีโดยตรง ส่งผลให้แบบจำลองมีข้อจำกัดในการอธิบายพฤติกรรมที่แท้จริงด้านความยั่งยืนทางสิ่งแวดล้อมของบริษัทจดทะเบียน โดยตัวแปรที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) ต้นทุนของหนี้สินที่มาจากรัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) ในทางตรงกันข้ามอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) ไม่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) รายละเอียดดังแสดงตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม

Table 1 Multiple regression analysis of the cost of debt affecting environment score

ตัวแปร (Variable)	Standardized Coefficients		SEb	t	p-value
	B	Std. Error			
(Constant)	2.637	0.166		15.861	0.000**
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA)	0.006	0.003	1.171	2.089	0.038*
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE)	-0.840	0.739	-0.578	-1.136	0.257
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA)	-0.005	0.002	-2.429	-2.442	0.015*
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE)	0.972	0.498	1.921	1.951	0.049*
$R^2 = 0.066$ Adjusted $R^2 = 0.051$ F-Value=4.429 Sig. F=0.002**					

หมายเหตุ* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 **ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

Note* Statistical significance level is 0.05**Statistical significance level is 0.01

ผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 2 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ผลการวิจัยพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ $R^2 = 0.051$ และค่า Adjusted $R^2 = 0.036$ หมายความว่า สมการถดถอยสามารถอธิบายผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) ได้ 5.1% เป็นระดับต่ำ สะท้อนให้เห็นว่าตัวแปรอิสระด้านโครงสร้างต้นทุนหนี้ที่ใช้ในแบบจำลองอาจไม่ใช่ปัจจัยหลักที่มีอิทธิพลต่อมิติสังคมของ ESG โดยผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) มักได้รับผลจากปัจจัยเชิงคุณภาพ เช่น นโยบายแรงงาน ความปลอดภัยในการทำงาน ความเท่าเทียมและสวัสดิการของพนักงาน การมีส่วนร่วมกับชุมชน รวมถึงการดำเนินกิจกรรม CSR ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ไม่สามารถวัดได้ด้วยตัวเลขทางการเงินเพียงอย่างเดียว การใช้เพียงตัวแปรทางบัญชีจึงจำกัดความสามารถของแบบจำลองในการอธิบายหรือทำนายผลการประเมินด้านสังคมได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยตัวแปรที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) แต่สำหรับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) อย่างมีนัยสำคัญ แสดงตารางที่ 2

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม

Table 2 Multiple regression analysis of the cost of debt affecting social score

ตัวแปร (Variable)	Standardized Coefficients		SEb	t	p-value
	B	Std. Error			
(Constant)	3.612	0.162		22.347	0.000**
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA)	0.008	0.003	1.723	3.049	0.003**
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE)	-1.708	0.719	-1.219	-2.376	0.018*
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA)	-0.006	0.002	-3.049	-3.042	0.003**
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE)	1.328	0.484	2.723	2.743	0.007**
$R^2 = 0.051$ Adjusted $R^2 = 0.036$ F-Value=3.383 Sig. F=0.010**					

หมายเหตุ* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 **ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

Note* Statistical significance level is 0.05**Statistical significance level is 0.01

ผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 3 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ผลการวิจัยพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ $R^2 = 0.151$ และค่า Adjusted $R^2 = 0.007$ หมายความว่า สมการถดถอยสามารถอธิบายผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ได้ 15.1% เป็นระดับต่ำ สะท้อนให้เห็นว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปรของผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ได้เพียงเล็กน้อยเท่านั้น ซึ่งสะท้อนถึงข้อจำกัดของการใช้ตัวแปรทางการเงิน เช่น โครงสร้างหนี้ มาเป็นตัวแทนในการอธิบายพฤติกรรมด้านธรรมาภิบาล ทั้งที่ในความเป็นจริง ผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) มักได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเฉพาะด้าน เช่น โครงสร้างคณะกรรมการ ความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล การมีกรรมการอิสระและสัดส่วนเพศ ความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น การควบคุม

ภายใน รวมถึงนโยบายต่อต้านการทุจริต ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยเชิงคุณภาพและข้อมูลนโยบายภายในที่ไม่ได้สะท้อนผ่านตัวเลขทางบัญชีโดยตรง จึงทำให้โมเดลที่ใช้เพียงตัวแปรทางการเงินไม่สามารถอธิบายหรือทำนายผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ได้อย่างแม่นยำ โดยตัวแปรที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) นอกจากนี้ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) ไม่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) อย่างมีนัยสำคัญ รายละเอียดดังแสดงตารางที่ 3

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล

Table 3 Multiple regression analysis of the cost of debt affecting governance score

ตัวแปร (Variable)	Standardized Coefficients		SEb	t	p-value
	B	Std. Error			
(Constant)	4.527	0.065		69.504	0.000**
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA)	0.002	0.001	0.885	1.544	0.124
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE)	-0.539	0.290	-0.968	-1.860	0.044*
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA)	-0.001	0.001	-1.343	-1.320	0.188
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE)	0.278	0.195	1.437	1.427	0.015*
R ² = 0.151 Adjusted R ² =0.007 F-Value=1.467 Sig. F=0.023*					

หมายเหตุ* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 **ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

Note* Statistical significance level is 0.05**Statistical significance level is 0.01

อภิปรายผล

จากผลการวิจัยสามารถอภิปรายตามผลการวิจัยแยกรายวัตถุประสงค์ได้ดังนี้

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 1 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) คือ การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมและหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อาจสะท้อนถึงการตัดสินใจทางการเงินเชิงกลยุทธ์ที่มุ่งใช้แหล่งทุนจากภาระหนี้ในการสนับสนุนกิจกรรมหรือการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อม ซึ่งสะท้อนถึงแนวทางการบริหารทุนที่บูรณาการเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมเข้ากับการเติบโตขององค์กรอย่างยั่งยืน สอดคล้องกับแนวคิด แนวคิดต้นทุนของหนี้สิน (Concept of Cost of Debt) ซึ่งเสนอว่าโครงสร้างเงินทุนของกิจการสะท้อนถึงการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ในการใช้หนี้สินเป็นแหล่งเงินทุน โดยเฉพาะหนี้สินระยะยาวที่อาจได้รับการเจรจาในอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสม ทำให้กิจการสามารถนำเงินทุนดังกล่าวไปลงทุนในโครงการด้านสิ่งแวดล้อมได้โดยไม่กระทบสภาพคล่อง และสอดคล้องกับงานของ Thaneerananon (2024) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการบริหารต้นทุนทางการเงินและทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพส่งผลเชิงบวกต่อศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนขององค์กร ซึ่งสามารถเชื่อมโยง

กับแนวคิดการใช้หนี้สินเพื่อสนับสนุนกิจกรรมด้านความยั่งยืนที่สร้างคุณค่าทางเศรษฐกิจและสิ่งแวดล้อมควบคู่กันอย่างเป็นระบบ สอดคล้องกับแนวคิด ESG ที่เน้นการสร้างคุณค่าร่วมระหว่างผลตอบแทนทางธุรกิจและความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมในระยะยาว โดยใช้ให้เห็นว่าองค์กรสามารถใช้โครงสร้างเงินทุนเป็นเครื่องมือขับเคลื่อนการพัฒนาอย่างยั่งยืนได้อย่างมีประสิทธิภาพ และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) คือ หากหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลการประเมินความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมลดลง สอดคล้องกับผลวิจัยของ Tawfiq et al. (2024) พบว่าหนี้สินรวมสูงส่งผลเสียต่อความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม แต่ในขณะเดียวกัน อัตราส่วนหนี้ระยะยาวกลับมีอิทธิพลเชิงบวกต่อคะแนน ESG ด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม ซึ่งให้เห็นว่าเมื่อองค์กรมีภาระหนี้สินสูง จะมีความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นประเมินความเสี่ยงในการปล่อยสินเชื่อสูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนหนี้เพิ่มขึ้น และองค์กรอาจลดการลงทุนในโครงการที่ไม่สร้างรายได้โดยตรง และในทางกลับกัน Cucari et al. (2020) พบว่าองค์กรที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) สูงมีแนวโน้มที่จะได้รับคะแนนด้านความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (Environment Score) ต่ำกว่ากิจการที่มีโครงสร้างเงินทุนที่มั่นคงกว่า ภาระหนี้ที่สูงอาจจำกัดทรัพยากรขององค์กรในการลงทุนในกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมและอาจสะท้อนถึงการจัดการความเสี่ยงที่ไม่เพียงพอซึ่งบั่นทอนความน่าเชื่อถือในสายตาผู้มีส่วนได้เสีย

นอกจากนี้พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) ไม่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการที่กิจการมีการกู้ยืมหนี้สินมากกว่าการลงทุนของเจ้าของไม่มีผลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tawfiq et al. (2024) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Long-Term Debt to Equity Ratio: LTD/OE) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการประเมินความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม (Environment Score) ขององค์กร การศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าระดับหนี้สินระยะยาวที่สูงไม่ได้ส่งผลกระทบต่อการดำเนินกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมขององค์กรอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเนื่องมาจากองค์กรสามารถบริหารจัดการภาระหนี้สินระยะยาวได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 2 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการที่กิจการใช้ภาระหนี้เป็นกลไกในการระดมทุนเพื่อสนับสนุนกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคม เช่น การพัฒนาชุมชน การส่งเสริมสิทธิแรงงาน หรือความหลากหลายทางสังคม ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดต้นทุนของหนี้สิน (Concept of Cost of Debt) ที่ระบุว่าการดำเนินกิจกรรมด้าน CSR อย่างเข้มข้นช่วยลดความเสี่ยงด้านชื่อเสียงและกฎหมายสร้างชื่อเสียงทางสังคมให้เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดลงได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Jiang et al. (2025) พบว่าองค์กรที่มีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) สูงมีแนวโน้มที่จะได้รับคะแนนด้านความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) สูงขึ้น ซึ่งเห็นว่าการมีโครงสร้างหนี้ที่มั่นคงอาจสะท้อนถึงความสามารถในการบริหารจัดการความเสี่ยงและความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร ซึ่งส่งผลให้ผู้มีส่วนได้เสียมีความเชื่อมั่นในความยั่งยืนขององค์กรมากขึ้น และโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวสูงสามารถส่งเสริมภาพลักษณ์ด้านความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรได้

ในทางตรงกันข้ามอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) ไม่มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะภาระ

หนี้สินที่สูงซึ่งลดความยืดหยุ่นทางการเงินขององค์กร ส่งผลให้กิจการมีข้อจำกัดในการจัดสรรทรัพยากรสำหรับกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคม เช่น การพัฒนาคุณภาพชีวิตแรงงาน หรือการสนับสนุนชุมชน ทั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Jiang et al. (2025) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับคะแนนด้านความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) ขององค์กร การศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าระดับหนี้สินที่สูงอาจสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้นและความสามารถในการจัดการความรับผิดชอบต่อสังคมที่ลดลง ซึ่งส่งผลให้ผู้มีส่วนได้เสียมีความเชื่อมั่นในความยั่งยืนขององค์กรมากขึ้น ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินสูงสามารถบั่นทอนภาพลักษณ์ด้านความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรได้

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 3 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) นอกจากนี้ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) ไม่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) อย่างมีนัยสำคัญ พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) อิทธิพลเชิงลบต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ซึ่งอาจสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่พึ่งพิงเงินกู้ระยะยาวในสัดส่วนสูงมีความเสี่ยงด้านธรรมาภิบาลเพิ่มขึ้น เนื่องจากโครงสร้างหนี้ที่สูงอาจลดความยืดหยุ่นในการกำกับดูแลกิจการ และเพิ่มแรงกดดันจากเจ้าหนี้ในการดำเนินนโยบายต่างๆ ทำให้การตัดสินใจของผู้บริหารอาจไม่สอดคล้องกับหลักธรรมาภิบาลในระยะยาว อีกทั้งอาจกระทบต่อความโปร่งใส ความรับผิดชอบ และความสมดุลในโครงสร้างคณะกรรมการ ส่งผลให้คะแนนการประเมินด้านธรรมาภิบาลลดลง และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ซึ่งอาจสะท้อนว่าบริษัทที่มีระดับหนี้สูงมีแรงจูงใจในการเสริมสร้างระบบธรรมาภิบาลที่เข้มแข็งมากขึ้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่เจ้าหนี้และนักลงทุน โดยเฉพาะในด้านความโปร่งใส การเปิดเผยข้อมูล และการควบคุมภายใน ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าความเข้มงวดด้านธรรมาภิบาลสามารถลดความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นและเอื้อต่อการเข้าถึงแหล่งทุนในต้นทุนที่เหมาะสม สอดคล้องกับ Tawfiq et al. (2024) สะท้อนว่าการมีโครงสร้างเงินทุนที่ประกอบด้วยหนี้สินระยะยาวในสัดส่วนที่สูง อาจถูกตีความว่าเป็นสัญญาณของระบบการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพและมีวินัยทางการเงิน ซึ่งเอื้อต่อการเสริมสร้างความโปร่งใสและการกำกับดูแลกิจการตามหลักธรรมาภิบาล องค์กรที่มีการจัดโครงสร้างหนี้อย่างยั่งยืนจึงได้รับการประเมินว่าเป็นกิจการที่มีศักยภาพในการปฏิบัติตามหลักธรรมาภิบาลที่ดีในมุมมองของนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย

ในทางตรงข้ามพบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) ไม่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะระดับหนี้สินที่สูงหรือต่ำมิได้เป็นปัจจัยที่เพียงพอในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างธรรมาภิบาลขององค์กร หากปราศจากแรงกดดันจากเจ้าหนี้หรือกลไกกำกับภายนอกที่มีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะในบริษัทที่มีโครงสร้างการควบคุมภายในเข้มแข็งอยู่แล้ว สอดคล้องกับงานวิจัยของ Meilanda et al. (2024) ซึ่งเป็นการทบทวนวรรณกรรมอย่างเป็นระบบ (Systematic Literature Review) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน โดยเฉพาะอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) กับคะแนนด้านธรรมาภิบาล

(Governance Score) ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน การศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์อาจขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ เช่น บริบทของประเทศ อุตสาหกรรม และระยะเวลาของการศึกษา ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า โครงสร้างเงินทุนอาจมีอิทธิพลต่อธรรมาภิบาลขององค์กร

สรุปผล

จากผลการวิจัยเรื่องต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings มีตัวแปรต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญดังนี้

อิทธิพลของต้นทุนของหนี้สินที่มีต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) ส่วนตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score) และยังพบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) ไม่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสิ่งแวดล้อม (Environment Score)

อิทธิพลของต้นทุนของหนี้สินที่มีต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score) ส่วนตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติสังคม (Social Score)

อิทธิพลของต้นทุนของหนี้สินที่มีต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) อิทธิพลเชิงบวกต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ส่วนตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score) ในทางตรงข้ามพบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) ไม่มีอิทธิพลต่อผลการประเมินความยั่งยืนมิติธรรมาภิบาล (Governance Score)

สรุปได้ว่า ต้นทุนของหนี้สินโดยโครงสร้างหนี้สินมีอิทธิพลต่อระดับความยั่งยืนในมิติ ESG อย่างมีนัยสำคัญ โดย อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) และ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) ส่งผลเชิงบวกต่อมิติสิ่งแวดล้อมและสังคม ขณะที่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) ส่งผลเชิงลบ และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) มีผลเชิงลบต่อมิติสังคม แต่มีกลับเป็นบวกในมิติธรรมาภิบาล สะท้อนว่าต้นทุนของหนี้สินที่สมดุลสามารถสนับสนุนความยั่งยืนและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้ ขณะที่ระดับหนี้ที่ไม่เหมาะสมอาจเพิ่มความเสี่ยงและกระทบต่อธรรมาภิบาลทางธุรกิจ

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

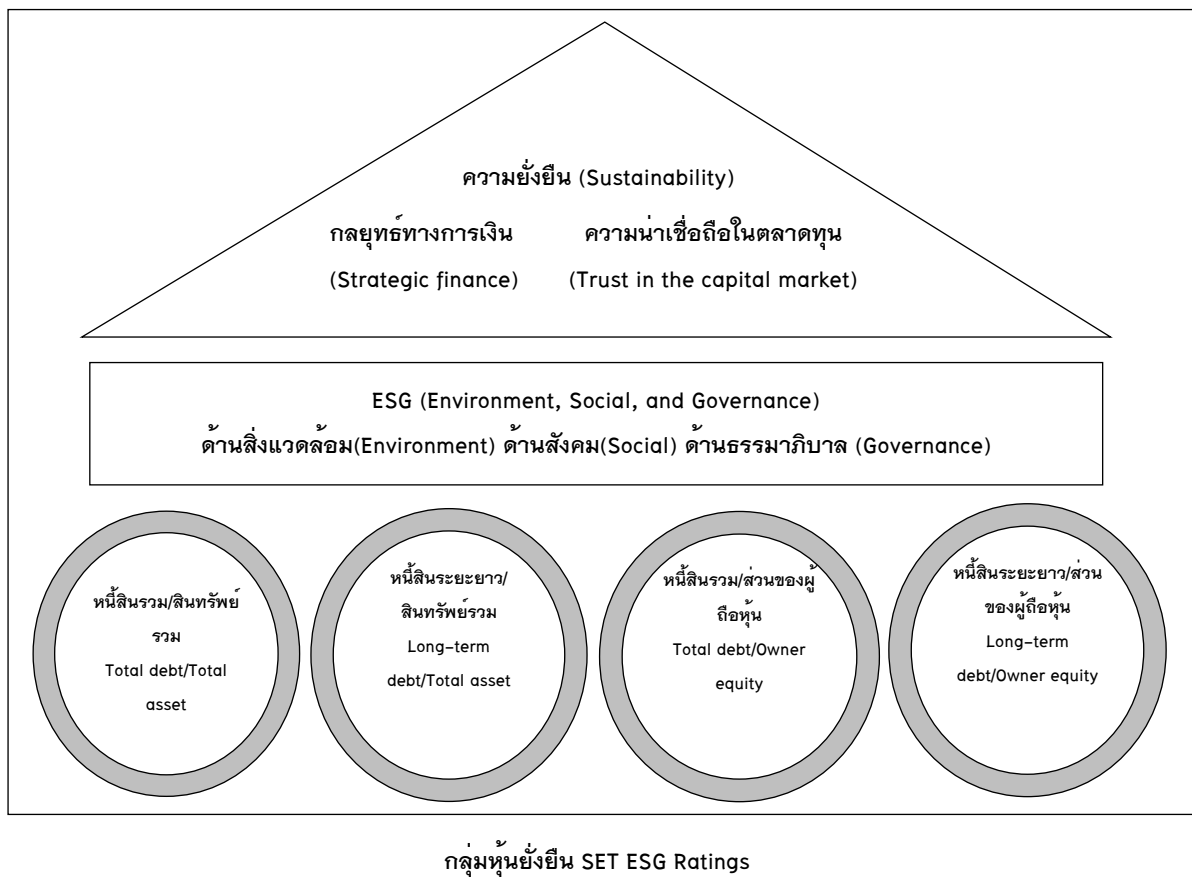
1. ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

ผลการศึกษานี้ควรนำไปใช้เป็นแนวทางในการกำหนดเกณฑ์วิเคราะห์โครงสร้างทุนของบริษัท โดยเฉพาะบริษัทที่ต้องการเข้าสู่ดัชนี SET ESG Ratings เพื่อเพิ่มโอกาสได้รับคะแนนความยั่งยืนที่ดีขึ้น ทั้งนี้การบริหารโครงสร้างหนี้ที่เหมาะสมสามารถสะท้อนถึงศักยภาพด้าน ESG และส่งเสริมภาพลักษณ์และความเชื่อมั่นของนักลงทุนในระยะยาว

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

การวิจัยครั้งต่อไปควรศึกษาผลกระทบของโครงสร้างหนี้ต่อคะแนน ESG ในระยะยาว เพื่อวิเคราะห์แนวโน้มและความยั่งยืนของผลกระทบทางการเงิน หรือเปรียบเทียบต้นทุนของหนี้สินและคะแนน ESG ระหว่างกลุ่มบริษัทในดัชนี SET ESG Ratings กับกลุ่มดัชนีอื่น เพื่อสะท้อนความแตกต่างในเชิงโครงสร้างทุนและกลยุทธ์ความยั่งยืน

องค์ความรู้ใหม่



ภาพที่ 2 ต้นทุนของหนี้สินที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

Figure 2 Cost of Debt Affecting Sustainability of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand SET ESG Ratings.

จากโมเดลดังกล่าวทำให้ทราบว่า โครงสร้างหนี้บางประเภทสามารถส่งผลดีต่อผลการประเมินความยั่งยืนในบางมิติ โดยเฉพาะในมิติสิ่งแวดล้อมและสังคม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการมีหนี้ในระดับที่เหมาะสมอาจช่วยส่งเสริมการลงทุนในกิจกรรมที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม ข้อค้นพบดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า โครงสร้างหนี้สินของกิจการมีบทบาทสำคัญต่อความยั่งยืนในแต่ละมิติของความยั่งยืนอย่างแตกต่างกัน โดยเฉพาะการใช้อัตราส่วนหนี้ในลักษณะเชิงกลยุทธ์ สามารถสะท้อนแนวทางบริหารทุนที่สัมพันธ์กับความยั่งยืนขององค์กรในระยะยาว กล่าวคือ การมีหนี้สินระยะยาวในระดับเหมาะสมจากอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD/TA) และการใช้ทุนจากเจ้าหนี้มากกว่าทุนผู้ถือหุ้นวิเคราะห์จากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TD/OE) อาจเป็นสัญญาณของการลงทุนเชิงรุกในโครงการด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม ซึ่งช่วยเพิ่มผลการประเมินคะแนนความยั่งยืน (ESG Score) แต่ในขณะเดียวกันหากหนี้สินรวมมีสัดส่วนสูงเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ วิเคราะห์จากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) อาจสะท้อนภาระทางการเงินที่กดดันความสามารถในการดำเนินโครงการที่ไม่สร้างรายได้โดยตรง เช่น โครงการเพื่อสังคมหรือสิ่งแวดล้อม ส่วนอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD/OE) ที่ให้ผลเชิงลบต่อมิติสังคมแต่เป็นบวกต่อธรรมาภิบาล อาจชี้ว่ากิจการมีความเข้มงวดด้านกำกับดูแลเพื่อลดความเสี่ยงเจ้าหนี้ แต่ในอีกด้านอาจละเลยการมีส่วนร่วมทางสังคมหรือสวัสดิภาพภายในองค์กร ดังนั้นผลวิจัยนี้จึงชี้แนะให้ภาคธุรกิจตระหนักถึงการจัดโครงสร้างหนี้อย่างสมดุล พร้อมควบคู่กับการพัฒนาความยั่งยืนที่ครอบคลุมทั้งสามมิติเพื่อสร้างความยั่งยืนอย่างแท้จริง

References

- Atapolpitak, N. (2019). Corporate governance and cost of capital: an empirical study of listed firms in the stock exchange of Thailand. *Journal of Federation of Accounting Professions*, 1(1), 68–86. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JFAC/article/view/179926>
- Barua, S., & Saha, A. (2023). Integrative analysis of traditional and cash flow financial ratios: A systematic review. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(4), 62. <https://doi.org/10.3390/jrfm13040062>
- Baule, R. (2023). The cost of debt capital revisited. *Business Research*, 16(1), 1–25. <https://doi.org/10.1007/s40685-018-0070-6>
- Chandratreya, A. (2025). Critical accounting theory and corporate social responsibility: A theoretical exploration. *International Journal of Scientific Research in Engineering and Management*, 9(2), 1–10. <https://doi.org/10.55041/IJSREM41836>
- Chang, A., Meiryani, U., Sumarwan, U., Gunawan, T., Devi, S. R., & Salim, G. (2023). The influence of debt-to-equity ratio, capital intensity ratio, and profitability on effective tax rate in the tourism sector. *Journal of Governance & Regulation*, 12(1), 53–67. <https://doi.org/10.22495/jgrv12i1art5>

- Corporate Finance Institute. (n.d.). *Cost of debt*. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/cost-of-debt>
- Cucari, N., D'Angelo, E., & Esposito De Falco, S. (2020). Corporate governance and environmental social governance disclosure: A meta-analytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 251–273. <https://doi.org/10.1002/csr.1806>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Fiorillo, P., Meles, A., Ricciardi, A., & Verdoliva, V. (2025). ESG performance and the cost of debt: Evidence from the corporate bond market. *International Review of Financial Analysis*, 102, 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104097>
- Jenkanob, T., & Loatong, P. (2022). Corporate Social Responsibility towards Entrepreneurial Ethics. *Journal of Management Science Research, Surindra Rajabhat University*, 5(1), 82–93. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/jmsr/article/view/247291>
- Jiang, K., Zhang, J., Zhou, M., & Chen, Z. (2025). ESG disagreement and corporate debt maturity: Evidence from China. *Financial Innovation*, 11, Article 32. <https://doi.org/10.1186/s40854-024-00724-1>
- Kotsantonis, S., Pinney, C., & Serafeim, G. (2016). ESG integration in investment management: Myths and realities. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 10–16. <https://doi.org/10.1111/jacf.12169>
- Meilanda, P., Fuadah, L. L., Mukhtaruddin, M., & Yusrianti, H. (2024). Development of the Role of Environmental, Social, and Governance (ESG) and Capital Structure with Firm Value: A Systematic Literature Review. *International Journal of Research and Review*, 11(12), 218–232. <https://doi.org/10.52403/ijrr.20241226>
- Nguyen, T. H., & Tran, L. T. (2024). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam. *Open Journal of Business and Management*, 12(2), 123–135. <https://doi.org/10.4236/ojbm.2024.122009>
- Parkatt, G., Pamornmarst, C., & Thavikitikul, Y. (2021). The use of debt in the capital structure and firm value of listed companies in the market for alternative investment. *The Journal of Development Administration Research*, 11(4), 747–760. <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/JDAR/article/view/252824>

- Promlao, K. (2021). *What is the ESG concept? Why is it popular among investors today?*. TRIS CORP Thailand's Leading Consulting Firm. <https://www.tris.co.th/esg/>
- Santosuosso, P. (2024). Cost of debt and corporate profitability: Evidence from Italian unlisted firms. *International Business Research*, 17(2), 13–25. <https://doi.org/10.5539/ibr.v17n2p13>
- Sornsongkram, P. (2017). *Environment, social, governance (ESG) and firm performance (Tobin's Q) of listed Thai energy and resources companies*[Master's thesis, Thammasat University].
- Stewart, R. (2025, February 18). ESG and the changing language of corporate social responsibility. *California Management Review*. <https://cmr.berkeley.edu/2025/02/esg-and-the-changing-language-of-corporate-social-responsibility/>
- Susilawati, S., Shavab, F.A., & Mustila, M. (2022). The effect of debt to equity ratio and current ratio on return on assets. *Journal of Applied Business and Technology Research*, 1(4), 325–337. DOI:10.54408/jabter.v1i4.61
- Tawfiq, T. T., Tawaha, H., Tahtamouni, A., & Almasria, N. A. (2024). The influence of environmental, social, and governance disclosure on capital structure: an investigation of leverage and WACC. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(12), 570. <https://doi.org/10.3390/jrfm17120570>
- Thaneerananon, A. (2024). Agency costs and asset management efficiency influence the profitability of companies listed on the market for alternative investment (MAI). *Rajapark Journal*, 18(58), 491–502. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/272889/182708>
- The Stock Exchange of Thailand. (2023). *Summary of the results of sustainable development operations 2023*. https://www.set.or.th/sd_report/th/2023/index.html
- Uyar, A., Gerged, M.A., Kuzey, C., & Karaman, A.S. (2023). Do CSR performance and reporting facilitate access to debt financing in emerging markets? The role of asset structure and firm performance. *Review of Accounting and Finance*, 23(2), 157–185. <https://www.emerald.com/insight/publication/issn/1475-7702>