

ผลกระทบของการรายงาน ESG ต่อต้นทุนการกู้ยืมเงินจากภายนอก COD
และต้นทุนการกู้ยืมจากแหล่งภายใน COE ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย

THE IMPACT OF ESG REPORTING ON Cost of Debt (COD)
AND COST OF EQUITY (COE) OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK
EXCHANGE OF THAILAND

นัทชนก อรรถสมุทร¹, พรรณภัทร น่วมเกิด¹, มาริสา ลามอ¹, รัศมี อมรโชติธัญ¹, และดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์^{1*}
Natchanok Autthasamut¹, Pannapat Nuamkoed¹, Marisa Lamo¹, Ratsamee Amornchotithan¹, and Dararat Phoprachak^{1*}

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ¹
Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

*Corresponding Author E-mail: dararat.ph@rmutsb.ac.th, 087-1656188

Received October 21, 2025; Revised December 29, 2025; Accepted Revised December 29, 2025

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาผลกระทบของการรายงานข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อต้นทุนการกู้ยืมจากแหล่งภายนอก (Cost of Debt: COD) และต้นทุนการกู้ยืมจากแหล่งภายใน (Cost of Equity: COE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมข้อมูล ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565-2567 โดยมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 147 บริษัท จากฐานข้อมูล Bloomberg Terminal โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าการดำเนินงานด้าน ESG ในด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) และสังคม (SOC) มีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ต่อต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt: COD) สะท้อนว่าสถาบันการเงินและเจ้าหนี้ให้ความสำคัญต่อการประเมินความเสี่ยงด้านความยั่งยืนองค์กรที่มีคะแนน ESG สูงจึงถูกมองว่ามีความเสี่ยงต่ำกว่าและได้รับเงื่อนไขทางการเงินที่เอื้อประโยชน์มากขึ้น ผลการศึกษายังชี้ว่าการพัฒนาและการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่ได้มาตรฐานมีบทบาทสำคัญในการลดต้นทุนทางการเงินในระยะยาว สร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ให้กู้และผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งสอดคล้องกับแนวโน้มสากลที่ให้ความสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน การดำเนินงาน ESG ในภาพรวมกลับไม่พบผลกระทบเชิงนัยสำคัญทางสถิติต่อต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity: COE) สะท้อนว่านักลงทุนยังไม่ได้ให้ความสำคัญกับข้อมูล ESG อย่างเพียงพอในการประเมินอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ อาจมาจากการรับรู้คุณค่าของ ESG อยู่ในระยะเริ่มต้น หรือการขาดเกณฑ์การประเมินที่ชัดเจน ซึ่งบ่งชี้ถึงโอกาสในการพัฒนาส่งเสริมให้ ESG มีบทบาทมากขึ้นในกระบวนการตัดสินใจลงทุนในอนาคต

คำสำคัญ: การเปิดเผยข้อมูล ESG, ต้นทุนหนี้สิน, ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This research aims to examine the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) reporting on the cost of debt (COD) and cost of equity (COE) of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. Data were collected from 2022 to 2024, with a sample of 147 companies obtained from the Bloomberg Terminal database. Multiple regression analysis was employed for data analysis.

Research findings reveal that ESG performance in environmental (ENV) and social (SOC) dimensions has a statistically significant negative impact on the cost of debt (COD) at the 0.05 level. This reflects that financial institutions and creditors place importance on sustainability risk assessment, whereby organizations with higher ESG scores are perceived as lower risk and receive more favorable financing terms. The study also indicates that the development and disclosure of standardized ESG information plays a crucial role in reducing long-term financial costs and building confidence among lenders and stakeholders, which aligns with the global trend emphasizing sustainable business practices. However, overall ESG performance was not found to have a statistically significant impact on the cost of equity (COE), suggesting that investors have not yet placed sufficient importance on ESG information in determining their required rate of return. This may stem from the nascent stage of ESG value recognition or the lack of clear evaluation criteria, indicating opportunities for development and promotion to enhance ESG's role in future investment decision-making processes.

Keywords: ESG Disclosure, Cost of Debt, Cost of Equity, Stock Exchange of Thailand, Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ในสภาพแวดล้อมทางธุรกิจร่วมสมัย การประเมินด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ได้กลายเป็นกลไกสำคัญที่มีอิทธิพลโดยตรงต่อศักยภาพการเข้าถึงแหล่งเงินทุนขององค์กร ดังที่ Apergis et al. (2022) ชี้ให้เห็นว่าสถาบันการเงินทั่วโลกกำลังบูรณาการเกณฑ์ ESG เข้าสู่มาตรฐานการพิจารณาสินเชื่อและการเปิดเผยข้อมูล สำหรับประเทศไทยนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้ยกระดับการเปิดเผยข้อมูลผ่าน One Report และการประกาศรายชื่อนักลงทุน SET ESG Ratings เพื่อสร้างมาตรฐานการประเมินที่ชัดเจน

ความเคลื่อนไหวนี้สอดคล้องกับแนวโน้มโลกที่ Fiorillo et al. (2025) พบว่าประสิทธิภาพ ESG ที่เหนือกว่าช่วยลดต้นทุนทางการเงินได้จริง โดยในประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ได้เริ่มผลักดันมาตรฐาน Thailand Taxonomy ซึ่งเป็นเกณฑ์การจัดกลุ่มกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม ทำให้บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงสามารถเข้าถึง สินเชื่อสีเขียว (Green Loans) หรือการออก หุ้นกู้

เพื่อความยั่งยืน (Sustainability-Linked Bonds) ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่จูงใจ สอดคล้องกับข้อมูลของ Malich and Husi (2024) ที่ระบุว่าองค์กรที่มีระดับความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมที่ดีจะมีต้นทุนการระดมทุนต่ำกว่าอย่างชัดเจน

นอกจากนี้ ในปี 2566-2567 ตลาดทุนไทยยังเผชิญกับแรงกดดันจากกลุ่มนักลงทุนสถาบันและกองทุนรวมไทยเพื่อความยั่งยืน (Thai ESG Fund) ที่เน้นลงทุนในบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลดีและไม่มีประวัติการตกแต่งตัวเลขกำไร ทำให้ ESG กลายเป็น “ใบเบิกทาง” สำคัญในการดึงดูดเม็ดเงินลงทุนในประเทศ การบูรณาการ ESG เข้ากับความโปร่งใสทางการเงินจึงไม่ใช่เพียงเรื่องของภาพลักษณ์ แต่เป็นยุทธศาสตร์สำคัญในการบริหารจัดการความเสี่ยงและต้นทุนทางการเงินในตลาดทุนไทยที่มีความผันผวนสูง

ESG ส่งผลต่อภาระต้นทุนการเงินจากแหล่งภายนอก (Cost of Debt) อย่างมีนัยสำคัญ โดย Shi et al. (2024) พบว่าองค์ประกอบ Governance มีอิทธิพลสูงสุดในการลดต้นทุนตราสารหนี้ รองลงมาคือ Social และ Environmental เนื่องจาก ESG ช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลและสร้างความเชื่อมั่นในการชำระหนี้ ในทางกลับกัน Chen (2025) ยืนยันว่าความไม่แน่นอนของคะแนน ESG ทำให้ต้นทุนหนี้เพิ่มขึ้นผ่านกลไกความเสี่ยงด้านเครดิตและชื่อเสียง ขณะเดียวกัน You et al. (2024) พบว่ามาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล ESG มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนหนี้ขององค์กรในจีน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า “คุณภาพของข้อมูล ESG” เป็นปัจจัยสำคัญไม่แพ้ “ระดับคะแนน ESG” เมื่อพิจารณาพร้อมกับ Apergis et al. (2022) และ Fiorillo et al. (2025) จะเห็นว่าองค์กรที่มี ESG สูงไม่เพียงลดต้นทุนการกู้ยืม แต่ยังเข้าถึงตราสารหนี้ด้วยเงื่อนไขที่ดีกว่า โดยเฉพาะองค์กรที่มีภาระหนี้สูง (Alves & Meneses, 2024) นอกจากนี้ ESG ยังมีผลต่อภาระต้นทุนเงินทุนส่วนของเจ้าของ (Cost of Equity) โดย Li et al. (2025) ชี้ว่าความไม่สอดคล้องของคะแนน ESG ทำให้ตลาดคิดค่าความเสี่ยงเพิ่ม ส่งผลให้ต้นทุนตราสารทุนสูงขึ้น ในขณะที่ Zahid et al. (2023) และ Malich and Husi (2024) พบว่า ESG ที่ดีช่วยลดต้นทุนและสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน

ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และต้นทุนทางการเงินไม่เป็นเชิงเส้น หากแต่แปรผันตามระดับภาระหนี้สิน โครงสร้างการกำกับดูแล และค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการขององค์กรดังที่ Alves et al. (2024) เน้นย้ำว่าส่งผลแตกต่างกันระหว่างองค์กรที่มีภาระหนี้สูงหรือต่ำ อีกทั้งในยุคเทคโนโลยีดิจิทัล (Fu & Li, 2023) การตัดสินใจด้านการเงินมีความซับซ้อนมากขึ้น ส่งผลให้บทบาทที่แท้จริงของ ESG ในการลดภาระต้นทุนและเสริมขีดความสามารถในการแข่งขันยังคงเป็นประเด็นที่ต้องการการศึกษาเพิ่มเติม ด้วยเหตุนี้งานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งวิเคราะห์ ESG ในฐานะปัจจัยเชิงกลยุทธ์ที่กำหนดต้นทุนการเงิน ทั้งจากแหล่งภายนอกและภายใน เพื่อสร้างความเข้าใจที่ชัดเจนและสนับสนุนการกำหนดกลยุทธ์ทางการเงินอย่างยั่งยืนขององค์กรในอนาคต

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการรายงานการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ซึ่งสะท้อนต้นทุนการระดมทุนภายในของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการรายงานการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานของการวิจัย

1. ผลการดำเนินงาน ESG มีผลกระทบเชิงลบกับต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น Cost of Equity (COE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ผลการดำเนินงาน ESG มีผลกระทบเชิงลบกับต้นทุนหนี้สิน Cost of Debt (COD) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม

ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อต้นทุนเงินทุนและการประเมินความเสี่ยง

การศึกษาความเชื่อมโยงระหว่างความยั่งยืนขององค์กรและต้นทุนทางการเงินสามารถอธิบายได้ชัดเจนผ่าน ทฤษฎีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk Theory) ซึ่งระบุว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่มีประสิทธิภาพช่วยลดความเสี่ยงเฉพาะขององค์กร (Idiosyncratic Risk) และความเสี่ยงที่เป็นระบบ ทำให้ต้นทุนเงินทุนลดลง สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Dalò et al. (2023) ที่วิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างบริษัทระหว่างประเทศและพบว่า คะแนน ESG ที่สูงขึ้นช่วยลดต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนประเมินว่าความเสี่ยงด้าน ESG ที่ลดลงส่งผลให้กิจการมีความมั่นคงมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่าสังเกตว่าหน่วยงานจัดอันดับเครดิต (CRA) ยังไม่ได้นำปัจจัยการลดความเสี่ยงจาก ESG มาพิจารณาในการประเมินอันดับเครดิตอย่างเต็มที่ สะท้อนให้เห็นถึงช่องว่างในการนำเครื่องมือด้านความยั่งยืนมาใช้เป็นเกณฑ์มาตรฐานในฝั่งสถาบันการเงิน

ในทำนองเดียวกัน Ernst and Woithe (2024) ได้ศึกษาดัชนี S&P 500 และยืนยันข้อเท็จจริงว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงจะได้รับประโยชน์จากต้นทุนส่วนหนี้และต้นทุนหนี้ (Cost of Debt) ที่ต่ำกว่า โดยเฉพาะผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อปัจจัยเบต้า (Beta) ซึ่งเป็นตัววัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยได้ชี้ประเด็นสำคัญในเรื่องโครงสร้างเงินทุนว่า คะแนน ESG ที่สูงขึ้นอาจไม่ได้ส่งผลต่อต้นทุนทางการเงินเฉลี่ย (WACC) ในทันที เนื่องจากบริษัทที่มีคะแนน ESG ต่ำมักใช้กลยุทธ์การระดมทุนผ่านหนี้สินในสัดส่วนที่สูงกว่าเพื่อชดเชยต้นทุนส่วนหนี้ที่แพง การวิจัยนี้จึงเน้นย้ำว่าการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนเป็นกลยุทธ์สำคัญในการลดระดับความเสี่ยง (De-risking) และสร้างความได้เปรียบด้านต้นทุนในระยะยาว

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาผ่านมุมมองของ ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry Theory) การเปิดเผยข้อมูล ESG ทำหน้าที่เป็นกลไกในการลดช่องว่างข้อมูลระหว่างบริษัทและนักลงทุน ซึ่ง Truong et al. (2024) ได้ศึกษาผลกระทบจากการบังคับเปิดเผยข้อมูล ESG ทั่วโลก และพบว่าช่วยลดต้นทุนส่วนหนี้ได้ถึง 50 basis points โดยเฉพาะในประเทศที่มีการบังคับใช้กฎหมายเข้มงวด กลไกนี้ทำงานผ่านสองช่องทางหลักคือ การยกระดับคุณภาพข้อมูลทางการเงินที่มีใช้ตัวเลข (Non-financial Disclosure) และการดึงดูดนักลงทุนสถาบันที่ให้ความสำคัญกับความยั่งยืน การศึกษานี้จึงตอกย้ำว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ตามกฎระเบียบไม่เพียงแต่ช่วยปรับปรุงสภาพแวดล้อมด้านข้อมูลให้มีความโปร่งใสมากขึ้น แต่ยังส่งผลเชิงประจักษ์ต่อการเพิ่มมูลค่าบริษัทผ่านการลดต้นทุนส่วนหนี้อย่างมีประสิทธิภาพจากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงถูกมองว่ามีความเสี่ยงต่ำกว่า มีความโปร่งใส

ด้านข้อมูล และธรรมาภิบาลที่ดี ทำให้นักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทน COE ลดลง จึงนำมาสู่การตั้งสมมติฐาน

H₁: ผลการดำเนินงาน ESG มีผลกระทบเชิงลบกับต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น Cost of Equity (COE)

ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน ESG และต้นทุนหนี้ภายใต้กลไกการกำกับดูแลและสื่อ

การศึกษาผลกระทบของ ESG ต่อต้นทุนทางการเงินในตลาดตราสารหนี้สามารถอธิบายได้ผ่าน ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งเชื่อว่าการตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย (เช่น สิ่งแวดล้อม และสังคม) จะช่วยลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับองค์กรในอนาคต สอดคล้องกับการศึกษาของ Larsson and Larsson (2023) ในกลุ่มประเทศนอร์ดิก ที่พบว่าผลการดำเนินงานด้าน ESG ในระดับสูงช่วยลดต้นทุนหนี้ (Cost of Debt) ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะในมิติด้านสังคมและความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซคาร์บอน (Carbon Intensity) ซึ่งถูกนำมาพิจารณาเป็นส่วนต่างความเสี่ยง (Credit Spread) เมื่อเทียบกับพันธบัตรที่ปลอดภัย ข้อมูลนี้ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนในตลาดตราสารหนี้เริ่มให้มูลค่ากับบริษัทที่มีการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมที่จับต้องได้จริง

ในมิติของตลาดพันธบัตรระหว่างประเทศ Fiorillo et al. (2025) ได้ยืนยันปรากฏการณ์ดังกล่าวผ่านการวิเคราะห์พันธบัตรกว่า 25,234 ฉบับ โดยพบว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงจะมีผลตอบแทน (Yield) ต่ำกว่าบริษัทที่มีคะแนนต่ำประมาณ 10 bps ซึ่งผลลัพธ์นี้ถูกขับเคลื่อนโดยเสาหลักด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมเป็นสำคัญ นอกจากนี้ งานวิจัยยังชี้ให้เห็นถึงบทบาทของ กรอบระเบียบภาครัฐ (Regulatory Framework) เช่น การเปิดตัวของมาตรฐาน SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) ที่ช่วยลดความขัดแย้งด้านข้อมูล (Information Conflict) และเพิ่มความคุ้มครองแก่ผู้ถือพันธบัตร ทำให้เจ้าหนี้มีความเต็มใจที่จะยอมรับผลตอบแทนที่ต่ำลงเพื่อแลกกับความเสี่ยงด้านความยั่งยืนที่ลดลง

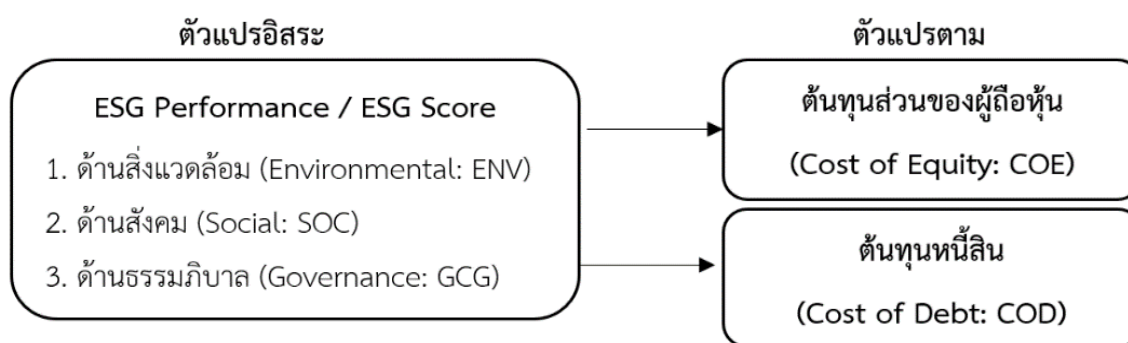
นอกจากนี้ กลไกการกำกับดูแลมิได้จำกัดอยู่เพียงแค่กฎหมายเท่านั้น แต่ยังรวมถึง ทฤษฎีการตรวจสอบทางสังคม (Social Monitoring Theory) ที่มีสื่อมวลชนเป็นตัวกลาง ดังที่ Rong and Kim (2024) ได้ทำการศึกษาในประเทศเกาหลีใต้ และพบข้อค้นพบที่น่าสนใจว่า แม้บริษัทที่มีอันดับ ESG ต่ำจะมีต้นทุนหนี้ที่สูงขึ้นตามความเสี่ยงที่ปรากฏ แต่หากบริษัทดังกล่าวได้รับการรายงานข่าวจากสื่อ (Media Coverage) ในปริมาณมาก พลังของการตรวจสอบจากสื่อจะเข้ามาทำหน้าที่เป็นกลไกช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล และบรรเทาผลกระทบเชิงลบทางด้านต้นทุนหนี้ลงได้ การศึกษานี้จึงตอกย้ำว่าทั้งผลการดำเนินงาน ESG และการเปิดเผยข้อมูลผ่านสื่อต่างเป็นปัจจัยเชิงกลยุทธ์ที่ส่งผลโดยตรงต่อการประเมินมูลค่าความเสี่ยงและต้นทุนทางการเงินของกิจการในยุคปัจจุบัน

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงถูกมองว่ามีความเสี่ยงต่ำกว่า มีความโปร่งใสด้านข้อมูล และธรรมาภิบาลที่ดี ทำให้นักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทน COE ลดลง จึงนำมาสู่การตั้งสมมติฐาน

H₂: ผลการดำเนินงาน ESG มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น Cost of Equity (COE)

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนหนี้สิน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



แผนภาพที่ 1 แสดงภาพกรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีการดำเนินงาน

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การวิจัยนี้ศึกษาเชิงปริมาณเป็นการรวบรวมข้อมูล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีจำนวนประชากรทั้งสิ้น 923 บริษัท โดยมีฐานข้อมูลจาก Bloomberg Terminal ที่เปิดเผยข้อมูลการรายงาน ESG จำนวน 147 ข้อมูล ผู้วิจัยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2565-2567 รวม 3 ปี มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 441 ข้อมูล โดยมีระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และยอมให้คลาดเคลื่อนได้ร้อยละ 5

เครื่องมือที่ใช้การวัด

เครื่องมือที่ผู้วิจัยใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล ได้สำรวจข้อมูลทุติยภูมิจากฐานข้อมูล Bloomberg Terminal ในช่วงปี 2565-2567 รวม 3 ปี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกำหนดตัวแปรอิสระเป็นคะแนน ESG ซึ่งประกอบด้วยคะแนน ESG รวม คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ ส่วนตัวแปรตาม ได้แก่ ต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt: COD) และต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity: COE) และการเก็บข้อมูลจากฐานของ Bloomberg

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บข้อมูลทุติยภูมิ เพื่อศึกษาผลกระทบการรายงาน ESG ต่อ ต้นทุนการกู้ยืมเงินจากภายนอก (COD) และต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเก็บข้อมูลจาก Bloomberg Terminal ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ย้อนหลัง 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565-2567

สถิติที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ใช้สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมติฐานซึ่งผู้วิจัยได้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ Jamovi ในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

1. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่ามัธยฐาน (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential or Inductive Statistic) ได้แก่ การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อย่างง่าย (Simple Correlation) การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผลการวิจัย

จากการศึกษาเรื่องผลกระทบการรายงาน ESG ต่อ ต้นทุนการกู้ยืมเงินจากภายนอก (COD) และ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการรายงานการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ซึ่งสะท้อนต้นทุนการระดมทุนภายใน และต้นทุนการกู้ยืมเงินจากภายนอก (Cost of Debt) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) จะทำการศึกษาวเคราะห์ข้อมูลการรายงาน ESG ต่อ ต้นทุนการกู้ยืมเงินจากภายนอก (COD) และต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) การคำนวณค่าทางสถิติประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่ามัธยฐาน (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์สถิติพื้นฐานเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยทั้ง 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2565 - 2567

ตัวแปร/ตัวชี้วัด	สูงสุด	ต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ENV	8.81	0.00	3.00	2.10
SOC	9.00	0.00	4.09	2.12
GCG	6.40	1.65	4.49	0.808
COE	23.30	4.21	11.80	2.92
COD	4.24	0.00	2.61	0.596

จากตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนาของปัจจัยเหตุที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน กรณีศึกษา ผลกระทบของการรายงาน ESG ต่อ ต้นทุนการกู้ยืมเงินจากภายนอก (COD) และต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิเคราะห์ผลการศึกษาวิจัยตามกรอบแนวคิดในการวิจัย ซึ่งเกิดจากการทบทวนแนวคิดทฤษฎีในการวิจัย ผลการวิเคราะห์สามารถแสดงได้ดังต่อไปนี้

การวิเคราะห์สถิติพื้นฐานเชิงพรรณนาของปัจจัยในการศึกษาผลกระทบของการรายงาน ESG ต่อต้นทุนการกู้ยืมเงินจากภายนอก (COD) และต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปได้ว่า ด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีค่าตัวแปรสูงสุดที่ 8.81 และค่าต่ำสุดที่ 0.00 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.00 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2.10 สะท้อนถึงความแตกต่างในการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมระหว่างบริษัท ด้านสังคม (SOC) พบว่ามีค่าสูงสุดที่ 9.00 และต่ำสุดที่ 0.00 ค่าเฉลี่ย 4.09 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2.12 บ่งชี้ถึงการดำเนินงานที่หลากหลายเช่นกัน ขณะที่ด้านธรรมาภิบาล (GCG) มีค่าสูงสุดที่ 6.40 ต่ำสุดที่ 1.65 และค่าเฉลี่ยที่ 4.49 พร้อมค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.808 แสดงให้เห็นถึงระดับการดำเนินงานที่ใกล้เคียงกันระหว่างบริษัทต่าง ๆ ในด้านธรรมาภิบาล ส่วนต้นทุนทางการเงิน พบว่า ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) มีค่าสูงสุด 23.30 ต่ำสุด 4.21 ค่าเฉลี่ย 11.80 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2.92 แสดงถึงความแตกต่างของผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการระหว่างบริษัท ส่วนต้นทุนหนี้สิน (COD) มีค่าสูงสุด 4.24 ต่ำสุด 0.00 ค่าเฉลี่ย 2.61 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.596 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างด้านความเสี่ยงเครดิตของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ไทยโดยรวม ทั้งนี้ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวช่วยชี้ให้เห็นลักษณะทั่วไปของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ก่อนเข้าสู่การทดสอบสมมติฐานและการวิเคราะห์ถดถอยในขั้นตอนต่อไป

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์ค่าเมทริกซ์สหสัมพันธ์ และ Tolerance และค่า VIF ระหว่างตัวแปรอิสระในปี พ.ศ. 2565 - 2567

ตัวแปรอิสระ	ENV	SOC	GCG	Tolerance	VIF
ENV	1			0.904	1.11
SOC	0.307***	1		0.904	1.11
GCG	0.055	0.062	1	0.995	1.01

จากตารางพบว่า ตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรโดยพิจารณา จากค่าสหสัมพันธ์น้อยกว่า 0.80 ($r < 0.80$) ซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ที่ยอมรับได้ตามที่ Best and Kahn (2005) ได้กล่าวไว้แสดงให้เห็นว่าตัวแปรทุกตัวไม่มีภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) และมีความเป็นอิสระจากกัน ดังนั้น เพื่อให้การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมีความชัดเจนยิ่งขึ้น ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ในขั้นตอนที่ 2 โดยจะพิจารณาค่า Tolerance และค่า VIF พบว่า ค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระ ESG ทั้ง 3 ตัวแปร ด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) ด้านสังคม (SOC) ด้านธรรมาภิบาล (GCG) มีค่าเข้าใกล้ 1 ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 0.904 - 0.994 ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่ยอมรับได้ แสดงให้เห็นว่าไม่มีตัวแปรใดมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่นในระดับที่สูงจนก่อให้เกิดปัญหาความซ้ำซ้อนของข้อมูล นอกจากนี้ ค่า VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าต่ำกว่า 10 อยู่ในช่วง 1.01 - 1.11 ซึ่งถือว่าอยู่ในเกณฑ์ที่ไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ตามเกณฑ์ของ Hair et al. (2006) ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัวแปร ไม่มีความสัมพันธ์กันและมีความเหมาะสมที่จะนำไปใช้ในการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในลำดับถัดไป

จากตารางที่ 4 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อตรวจสอบผลของการดำเนินงานด้าน ESG ต่อ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity: COE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2565-2567 พบว่า แบบจำลองการถดถอยโดยรวม

ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ .05 ($p\text{-value} = 0.947 > .05$) โดยมีค่า R^2 เท่ากับ 0.000842 และ Adjusted R^2 เท่ากับ -0.00602 แสดงให้เห็นว่าแบบจำลองไม่สามารถอธิบายความแปรปรวนของ COE ได้อย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้ง เมื่อพิจารณาตัวแปรอิสระแต่ละมิติ ได้แก่ สิ่งแวดล้อม (ENV) สังคม (SOC) และธรรมาภิบาล (GCG) ล้วนไม่ส่งผลต่อ COE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} > .05$ ทุกตัวแปร)

ตารางที่ 4 ผลวิเคราะห์การรายงาน ESG ที่มีผลต่อ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ในปี พ.ศ.2565-2567

Predictor	Estimate	SE	95% Confidence Interval		t	p
			Lower	Upper		
Intercept	11.7198	0.8250	10.0984	13.341	14.206	<.001
ENV	0.0398	0.0698	-0.0975	0.177	0.569	0.570
SOC	-0.0236	0.0691	-0.1595	0.112	-0.342	0.733
GCG	0.0180	0.1733	-0.3226	0.359	0.104	0.917
Multiple R = 0.0290, R Square = 8.42e-4, Adjusted R Square = -0.00602, P-value = 0.947						

หมายเหตุ : * หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

** หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

ตารางที่ 5 ผลวิเคราะห์การรายงาน ESG ที่มีผลต่อ ต้นทุนหนี้สิน (COD) ในปี พ.ศ.2565-2567

Predictor	Estimate	SE	95% Confidence Interval		t	p
			Lower	Upper		
Intercept	2.7776	0.1667	2.44999	3.10527	16.662	<.001
ENV	0.0336	0.0141	0.00589	0.06137	2.383	0.018*
SOC	-0.0305	0.0140	-0.05797	-0.00305	-2.184	0.030*
GCG	-0.0317	0.0350	-0.10056	0.03711	-0.906	0.365
Multiple R = 0.141, R Square = 0.0199, Adjusted R Square = 0.0131, P-value = 0.032*						

หมายเหตุ : * หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

** หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตารางที่ 5 จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อศึกษาผลของการดำเนินงานด้าน ESG ต่อ ต้นทุนหนี้สิน (Cost of Debt: COD) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2565–2567 พบว่า แบบจำลองโดยรวมมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ($p\text{-value} = 0.032 < .05$) โดยมีค่า R^2 เท่ากับ 0.0199 และ Adjusted R^2 เท่ากับ 0.0131 สะท้อนว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปรของ COD ได้เพียงเล็กน้อย แต่ยังคงอยู่ในระดับที่มีความหมายทางสถิติ เมื่อพิจารณาตัวแปรรายด้าน พบว่า มิติสิ่งแวดล้อม (ENV: $p = 0.018$) ผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ COD และมิติด้านสังคม (SOC: $p = 0.030$) มีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ COD ขณะที่มิติธรรมาภิบาล (GCG: $p = 0.365$) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น สามารถสรุปได้ว่า การ

ดำเนินงานด้าน ESG โดยรวม โดยเฉพาะมิติด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงต้นทุนหนี้สิน (COD) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2565–2567

การอภิปรายผล

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลของการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) ต่อโครงสร้างต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลตามคู่สมมติฐานได้ ดังนี้

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และ COE พบว่าแบบจำลองการถดถอยโดยรวม ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรย่อยทั้งสามมิติ ได้แก่ สิ่งแวดล้อม (ENV) สังคม (SOC) และธรรมาภิบาล (GCG) ต่างไม่ส่งผลต่อ COE อย่างมีนัยสำคัญ ผลการวิจัยนี้ ไม่สอดคล้องกับงานศึกษาของ Dalò et al. (2023) และ Truong et al. (2024) ที่พบว่า ESG สามารถช่วยลด COE ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะในบริบทของประเทศที่มีการกำกับดูแลและมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลที่เข้มงวดกว่า เช่น สหรัฐอเมริกาและยุโรป ซึ่งนักลงทุนให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม และธรรมาภิบาลในฐานะตัวชี้วัดความเสี่ยงที่อาจกระทบต่อผลตอบแทนในระยะยาว นอกจากนี้ งานวิจัยของ Shi et al. (2024) และ Wong et al. (2024) ยังชี้ว่าบริษัทที่มีคะแนน ESG สูงมักมีต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่า เนื่องจากสามารถลดความเสี่ยงด้านชื่อเสียง และเพิ่มความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนได้ อย่างไรก็ตาม ความแตกต่างของผลการวิจัยในประเทศไทยอาจสะท้อนถึงความแตกต่างด้านบริบททางเศรษฐกิจ การพัฒนาโครงสร้างตลาดทุน และระดับการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่ยังไม่เป็นมาตรฐานเดียวกัน ทำให้ ESG ยังไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ในตลาดทุนไทย ในช่วงระยะเวลาการศึกษาผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าการดำเนินงานด้าน ESG ยังไม่ใช่ปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนในตลาดทุนไทยใช้ในการประเมินอัตราผลตอบแทนที่ต้องการปรากฏการณ์นี้อาจเกิดจากการที่นักลงทุนยังคงให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ทางการเงินและตัวชี้วัดด้านประสิทธิภาพเชิงธุรกิจมากกว่าปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับ ESG อีกทั้งมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของบริษัทไทยยังอยู่ในช่วงพัฒนา จึงอาจยังไม่สามารถสร้างความเชื่อมั่นหรือความแตกต่างที่ชัดเจนให้แก่ นักลงทุนได้

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และ COD พบว่าแบบจำลองการถดถอยโดยรวมมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยมีสิ่งแวดล้อม (ENV) และมิติด้านสังคม (SOC) ส่งผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อ COD ขณะที่มิติธรรมาภิบาล (GCG) ไม่พบความสัมพันธ์เชิงนัยสำคัญ ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับ Larsson and Larsson (2023); Fiorillo et al. (2025) และ Rong & Kim (2024) ที่ระบุว่า ESG สามารถช่วยลดต้นทุนหนี้สินได้ โดยเฉพาะด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม เนื่องจากเจ้าหนี้และสถาบันการเงินมีแนวโน้มที่จะพิจารณาปัจจัย ESG เป็นองค์ประกอบสำคัญในการประเมินความเสี่ยงและความน่าเชื่อถือของบริษัท การที่ GCG ไม่ปรากฏผลชัดเจนอาจสะท้อนว่าบริษัทจดทะเบียนไทยส่วนใหญ่มีมาตรฐานบรรษัทภิบาลที่ค่อนข้างใกล้เคียงกันตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ไม่เกิดความแตกต่างที่สามารถอธิบายความผันแปรของ COD ได้

โดยสรุป เมื่อนำผลการวิจัยทั้งสองส่วนมาเปรียบเทียบกัน จะเห็นได้ว่า ESG ไม่มีผลต่อ COE แต่มีผลต่อ COD ซึ่งสะท้อนถึงความแตกต่างด้านการรับรู้ระหว่างนักลงทุนหุ้นและเจ้าหนี้ นักลงทุนหุ้นอาจยังไม่ให้ความสำคัญกับข้อมูล ESG อย่างเพียงพอ หรือยังไม่มองว่า ESG เป็นปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนการลงทุน

ในขณะที่เจ้าหนี้กลับให้ความสำคัญกับ ESG ในการประเมินความเสี่ยงในการปล่อยสินเชื่อมากกว่า โดยเฉพาะในด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับความเสี่ยงเชิงปฏิบัติการและความยั่งยืนทางธุรกิจ ผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของการพัฒนามาตรฐานและการเปิดเผยข้อมูล ESG ในประเทศไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งเพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนในตลาดทุน และยืนยันบทบาทที่ชัดเจนของ ESG ต่อการลดต้นทุนหนี้สิน ขณะเดียวกันยังสะท้อนถึงความจำเป็นในการส่งเสริมให้ผู้ลงทุนในตลาดทุนไทยตระหนักถึงความเชื่อมโยงระหว่าง ESG และความเสี่ยงทางการเงิน เพื่อให้ ESG กลายเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดต้นทุนเงินทุนทั้งในมิติของ COD และ COE ในอนาคต

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะสำหรับการนำไปใช้

1. บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับการดำเนินงานด้าน สิ่งแวดล้อมและสังคม (ENV และ SOC) อย่างเป็นรูปธรรม เนื่องจากผลการวิจัยพบว่ามียุทธศาสตร์การลดต้นทุนหนี้สิน (COD) ซึ่งสามารถช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันด้านการเงินในระยะยาว และควรพัฒนาระบบการเปิดเผยข้อมูล ESG ให้มีความโปร่งใส ชัดเจน และสามารถตรวจสอบได้ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนและเจ้าหนี้
2. นักลงทุนควรพิจารณานำข้อมูลด้าน ESG มาประกอบการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากแม้จะยังไม่ส่งผลชัดเจนต่อ COE ในบริษัทไทย แต่การลงทุนในบริษัทที่มี ESG เข้มแข็งสามารถช่วยลดความเสี่ยงระยะยาวได้
3. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงาน ก.ล.ต. ควรมีมาตรการสนับสนุนการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีมาตรฐานเดียวกัน เพื่อเพิ่มคุณภาพและความน่าเชื่อถือของข้อมูล

ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการวิจัยครั้งต่อไป

1. การขยายขอบเขตของตัวแปร ควรเพิ่มตัวแปรควบคุมด้านการเงิน เช่น ขนาดบริษัท (Firm Size), อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio) หรือความสามารถในการทำกำไร (ROA, ROE) เพื่อให้ผลการวิเคราะห์มีความแม่นยำมากขึ้น
2. การเปรียบเทียบเชิงพื้นที่และอุตสาหกรรม ควรศึกษาในเชิงเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรมต่าง ๆ (เช่น พลังงาน การเงิน การสื่อสาร) เพราะผลของ ESG ต่อโครงสร้างต้นทุนอาจแตกต่างกันไปตามลักษณะธุรกิจ
3. ศึกษาเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) โดยสัมภาษณ์ผู้บริหาร นักลงทุน หรือเจ้าหนี้ เพื่อให้เข้าใจมุมมองที่ลึกซึ้งเกี่ยวกับการรับรู้และการให้คุณค่าแก่ ESG

องค์ความรู้ใหม่

1. การยืนยันเชิงประจักษ์ถึงอิทธิพลของ ESG ต่อโครงสร้างต้นทุนทางการเงินขององค์กรไทย งานวิจัยนี้เป็นหนึ่งในไม่กี่งานที่ใช้ ข้อมูลเชิงปริมาณจาก Bloomberg Terminal (พ.ศ. 2565 - 2567) เพื่อศึกษาผล

ของการดำเนินงาน ESG ต่อทั้ง Cost of Debt (COD) และ Cost of Equity (COE) ของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างเป็นระบบ ผลลัพธ์พบว่า มิติสิ่งแวดล้อม (ENV) และมิติสังคม (SOC) มีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อ ต้นทุนหนี้สิน (COD) ซึ่งว่าธนาคารและเจ้าหนี้ในไทยเริ่มนำ ESG เข้ามาใช้เป็นเกณฑ์ประเมินความเสี่ยงทางเครดิต แต่ ESG โดยรวมยังไม่ส่งผลต่อ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนในตลาดทุนไทยยังไม่ใช้ข้อมูล ESG เป็นปัจจัยหลักในการคำนวณผลตอบแทน คาดหวังนี้เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ใหม่ที่ชี้ถึงช่องว่างระหว่างพฤติกรรมของผู้ให้กู้ (creditors) และผู้ลงทุน (investors) ในบริบทประเทศไทย ซึ่งยังไม่เคยได้รับการยืนยันในเชิงสถิติจากข้อมูลจริงมาก่อน

2. การบูรณาการแนวคิด ESG เข้ากับทฤษฎีต้นทุนเงินทุนในบริบทตลาดทุนไทย งานวิจัยได้เชื่อมโยงแนวคิด ESG กับ ทฤษฎีต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital Theory) และทฤษฎีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) อย่างเป็นระบบโดยเสนอว่า ESG ทำหน้าที่เป็น “ตัวแปรลดความเสี่ยงเชิงสารสนเทศ (information asymmetry reducer)” ซึ่งช่วยให้ผู้ให้กู้ประเมินเครดิตได้แม่นยำขึ้น จึงลด COD ได้จริงในเชิงปฏิบัตินี้เป็นขยายกรอบทฤษฎีทางการเงินดั้งเดิม ให้สอดคล้องกับยุค “sustainable finance” ซึ่งยังไม่เคยถูกนำมาประยุกต์ใช้ในตลาดทุนไทยอย่างเป็นรูปธรรมมาก่อน

เอกสารอ้างอิง

- Alves, C. F., & Meneses, L. L. (2024). ESG scores and debt costs: Exploring indebtedness, agency costs, and financial system impact. *International Review of Financial Analysis*, 94, 103240. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103240>
- Apergis, N., Poufinas, T., & Antonopoulos, A. (2022). ESG scores and cost of debt. *Energy Economics*, 112, 106186. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106186>
- Best, J. W., & Kahn, J. V. (2005). *Research in education* (10th ed.). Boston, MA: Pearson.
- Chen, J., Guo, X., & Liu, R. (2025). ESG rating uncertainty and the cost of debt financing. *International Journal of Finance & Economics*, 30(4), 4328–4342. <https://doi.org/10.1002/ijfe.3123>
- Dalò, A., Mees, R., Scholtens, B., & Zhao, H. (2023). *Corporate sustainability, cost of equity, and credit ratings* (Research Report No. 2023005-EEF). University of Groningen, Faculty of Economics and Business Retrieved from <https://www.rug.nl/feb/research/febri-research-reports/docs-2023/2023005-eef-def.pdf>
- Ernst, D., & Woihte, F. (2024). Impact of the Environmental, Social, and Governance Rating on the Cost of Capital: Evidence from the S&P 500. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(3), 91. <https://doi.org/10.3390/jrfm17030091>

- 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, 104097. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104097>
- Fu, T., & Li, J. (2023). An empirical analysis of the impact of ESG on financial performance: The moderating role of digital transformation. *Frontiers in Environmental Science*, 11, 1256052. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1256052>
- Hair, J., Black, W., Babin, B., Anderson, R., & Tatham, R. (2006). *Multivariate data analysis* (6th ed.). Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
- Larsson, F., & Larsson, H. (2023). *Impact of ESG performance and carbon emissions on cost of debt: A study of the Nordic markets* (Master's thesis). Uppsala University, Uppsala, Sweden. Retrieved from <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2%3A1775321/FULLTEXT01.pdf>
- Li, J., Hou, Y., Tan, C., & Han, L. (2025). Does rating consistency matter? A micro-level study on the impact of corporate ESG rating divergence on equity financing costs. *Accounting & Finance*, 65(4), 3966–3982. <https://doi.org/10.1111/acfi.70057>
- Malich, J., & Husi, A. (2024). *MSCI ESG ratings and cost of capital*. MSCI. Retrieved from <https://www.msci.com/research-and-insights/paper/msci-esg-ratings-and-cost-of-capital>
- Rong, X., & Kim, M.-I. (2024). ESG and the Cost of Debt: Role of Media Coverage. *Sustainability*, 16(12), 4993. <https://doi.org/10.3390/su16124993>
- Shi, Y., Zheng, S., Xiao, P., Zhen, H., & Wu, T. (2024). ESG performance and cost of debt. *China Journal of Accounting Research*, 17(4), 100390. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2024.100390>
- Truong, C., Dang, T. L., Do, D. T., & Ho, T. (2024). *From mandate to market across the globe: The impact of mandatory ESG disclosure on the cost of equity capital*. SSRN. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=4877934>
- Wong, R., Nguyen, H. T. M., & Kwansa, N. A. (2024). ESG performance and cost of capital: What do we know? Evidence from the US. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 17(1). <https://doi.org/10.1504/IJMEF.2023.10059849>
- You, X., Chen, C., Peng, K., & Li, Y. (2025). ESG disclosure quality and cost of debt. *Emerging Markets Review*, 64, 101219. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101219>
- Zahid, R. M. A., Saleem, A., & Maqsood, U. S. (2023). ESG performance, capital financing decisions, and audit quality: Empirical evidence from Chinese state-owned enterprises. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(15), 44086–44099. <https://doi.org/10.1007/s11356-023-25345-6>