

อิทธิพลของคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่มีต่อผลการดำเนินงาน
ทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**THE INFLUENCE OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE
DISCLOSURE SCORES ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF
COMPANIES LISTED ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

พนิดา คำภาเมือง¹ ภัทธัชชา โชติคุณากิตติ²

Panida Khampamuang¹ Phatnatcha Chotikunakitti²

¹นักศึกษาระดับปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

¹Master Student in Accounting Program, Faculty of Accountancy, Rangsit University, Thailand

Tel. 09-7232-8409 E-mail: panida.k61@rsu.ac.th

²อาจารย์ประจำ คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

²Instructure in Faculty of Accountancy, Rangsit University, Thailand

Tel. 08-6994-9154 E-mail: phatnatcha.c@rsu.ac.th

(Received: July 1, 2024 ; Revised: July 18, 2024 ; Accepted: July 18, 2024)

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บข้อมูลทางการเงินในช่วงปี พ.ศ. 2561 - 2565 จากฐานข้อมูล SETSMART และฐานข้อมูล BLOOMBERG โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา คือ คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และตัวแปรควบคุม ได้แก่ 1. อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) 2. อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) 3. อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ 4. ขนาดของกิจการ (Size) ในขณะที่ตัวแปรตาม คือผลการดำเนินงานทางการเงิน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) โดยการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

ผลการศึกษามีการทดสอบการประมาณค่าสมการถดถอยด้วยตัวแบบคงที่และตัวแบบสุ่ม โดยใช้ Hausman's Specification Test ในการเลือกตัวแบบที่เหมาะสม ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าแบบจำลองด้วยวิธี Random-Effects Regression พบว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

รวม (ROA) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดด้วยตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) และผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression พบว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ตามลำดับ

คำสำคัญ: คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล, ผลการดำเนินงานทางการเงิน, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น, ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ

Abstract

The purpose of this research was to study the relationship between environmental, social, and governance disclosure scores and financial performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Financial statement data was collected during the period 2018 - 2022 from the SETSMART database and the BLOOMBERG database. The independent variable used in the study was Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure score and the control variables were 1. current ratio (CR) 2. asset turnover rate (AT) 3. asset growth rate 4. Firm size (Size). Whereas, the dependent variable was financial performance, including 1. Return on Total Assets (ROA) 2. Return on Equity (ROE) and 3. Tobin's Q (TBQ). This research used multiple regression analysis to test the relationship between the variables

The results of the study were to test the estimation of the regression equation with a fixed model and a random model using Hausman's Specification Test to select the appropriate model. The results of the study indicate that the model using the method Random-Effects Regression found that Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure scores were negatively related to financial performance as measured by return on total assets (ROA), with statistical significance at the confidence level was 90%, but no relationship was found with financial performance measured by the TBQ indicator. The results of the study indicated that the model using the method Fixed-Effects Regression found that environmental, social, and governance (ESG) disclosure scores were not found to be related to financial performance as measured by return on equity (ROE), respectively.

Keywords: ESG Disclosure Score, Financial Performance, Return on Assets, Return on Equity, Tobin's Q

บทนำ

ปัจจัยด้าน ESG มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ประกอบด้วย 1) ปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) เทคโนโลยีที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม (Clean Tech) การปล่อยก๊าซพิษและของเสีย (Toxic Emissions & Waste) ความต้องการน้ำจืดที่เพิ่มสูงขึ้น (Water Stress) 2) ปัจจัยด้านสังคม (Social) สุขภาวะและความปลอดภัย (Health & Safety) การบริหารจัดการแรงงาน (Labor Management) การพัฒนาทรัพยากรบุคคล (Human Capital Development) 3) ปัจจัยด้านธรรมาภิบาล (Governance) การกำกับดูแลที่ดี (Codes of Business Conduct) การบริหารนวัตกรรมอย่างเป็นระบบเพื่อให้เกิดการสร้างนวัตกรรมอย่างต่อเนื่อง (Innovation Management) การจัดการห่วงโซ่อุปทานอย่างเป็นระบบและตรวจสอบได้ (Supply Chain Management) ซึ่งนักลงทุนจะต้องหาข้อมูลผลการดำเนินงานด้านการใช้เทคโนโลยีที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม การดูแลความปลอดภัยของพนักงาน และการบริหารจัดการด้านนวัตกรรม ซึ่งปัจจัยเหล่านี้สุดท้ายแล้วจะมีผลกระทบต่อผลดำเนินงานด้านการเงินของกิจการ (Sornsongkram, 2017)

การดำเนินธุรกิจภายใต้การคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ได้รับความสนใจที่เพิ่มมากขึ้นจากบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ที่มุ่งเน้นให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย เช่น ลูกค้า พนักงาน ผู้ผลิต สิ่งแวดล้อม สังคมและชุมชน หากบริษัทมีการบริหารจัดการเรื่องการใช้ทรัพยากรอย่างมีคุณภาพจะช่วยลดปัญหาด้านสิ่งแวดล้อมจากการลดการใช้ทรัพยากรธรรมชาติต่างๆ ลงอีกทั้งยังสามารถลดความเสี่ยง และเพิ่มโอกาสทางธุรกิจ แทนที่จะมุ่งเน้นผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ลงทุนเพียงอย่างเดียว ซึ่งที่ผ่านมานักลงทุนมองว่าบริษัทที่ไม่ได้มีคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลนั้น คือบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ ในขณะที่บริษัทที่มีคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล คือบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง โดยนักลงทุนมองว่าบริษัทอาจส่งผลให้การลงทุนไม่ดี อาจก่อให้เกิดมลพิษต่อสิ่งแวดล้อม สังคม ซึ่งบริษัทที่สะท้อนให้เห็นถึงความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ในการดำเนินงาน อีกทั้งยังสามารถพัฒนาชุมชนและสังคม โดยใช้ความรู้ความเชี่ยวชาญและทรัพยากรของบริษัทเพื่อสร้างผลกระทบเชิงบวกที่นำไปสู่การเปลี่ยนแปลงทางสังคมที่ดีขึ้น

ในปัจจุบันการรวม ESG เข้ากับการตัดสินใจลงทุนของบริษัทช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจโดยพิจารณาจากผลการดำเนินงานโดยรวม มากกว่าผลประกอบการทางการเงินหรือผลตอบแทนในรูปของผลกำไรเพียงอย่างเดียว โดยการประเมินมูลค่าของบริษัทอาจเป็นตัวชี้วัดการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งบริษัทที่แสดงให้เห็นถึงการคำนึงถึง สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่นำไปสู่ผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้นความได้เปรียบที่ส่งผลแก่นักลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนของบริษัทเพิ่มขึ้น พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่เพียงแต่ใช้วัดแค่ในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล แต่ใช้วัดในส่วนที่ไม่ใช่ตัวเลข

ทางการเงินที่อาจส่งผลกระทบต่อที่เป็นตัวเงินต่อองค์กร ซึ่งในท้ายที่สุดจะไปสะท้อนถึงโอกาส และ ความเสี่ยงของบริษัทในด้านของผลการดำเนินงาน (Siriasakul, 2023) บริษัทที่มีคะแนน ESG สูง จะมีความสามารถในการทำกำไรสูงและจ่ายปันผลสูงเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีคะแนน ESG ต่ำ (Giese et al., 2019) ในขณะเดียวกัน Koundouri et al. (2022) ยังให้ความเห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลการดำเนินงานทางการเงินมีพื้นฐานจากความเชื่อที่ว่าการจัดการองค์กรที่ดีเกี่ยวกับปัญหา ESG สามารถนำไปสู่การปรับปรุงผลการดำเนินงานทางการเงิน

วัตถุประสงค์ในการวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทบทวนวรรณกรรมและกรอบแนวคิด

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เห็นถึงความสำคัญของการดำเนินธุรกิจโดยยึดหลักการมีความรับผิดชอบต่อสังคมเช่นกัน จึงจัดให้มีการประกวดและให้รางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมยอดเยี่ยม (Best Corporate Social Responsibility Awards: CSR Awards) และรางวัล CSR Recognition และให้บริษัทที่ได้รับรางวัลเป็นแบบอย่างเพื่อบูรณาการกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของนโยบายการดำเนินงาน Malaipia & Phoprajak (2018) ซึ่งแสดงให้เห็นว่ารางวัลความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นส่งผลให้บริษัทมีชื่อเสียง มั่นคง สร้าง ความน่าเชื่อถือ และได้รับการไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ นอกจากนี้ยังสามารถดึงดูดความสนใจ ของนักลงทุนได้อีกด้วย

การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความยั่งยืน เป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยสร้างความรับผิดชอบต่อสังคม และสร้างความโปร่งใสในการดำเนินงานขององค์กร สำหรับผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องเพื่อใช้ข้อมูลดังกล่าวในการตัดสินใจ ซึ่งเป็นปัจจัยสู่การสร้างบรรทัดฐาน และความคาดหวังใหม่ๆ ในการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้เกิดการพัฒนา นโยบายขององค์กร และการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมองค์กรให้ไปในทิศทางที่มีความสอดคล้องกับข้อกำหนดในการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนขององค์กรมากขึ้น นอกจากนี้ยังเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการจัดการกระบวนการบริหารงานที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนภายในองค์กร การบริหารจัดการความเสี่ยง การวางกลยุทธ์องค์กรที่ส่งเสริมให้องค์กรเห็นภาพผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมที่เกิดจากการดำเนินงานขององค์กรชัดเจนขึ้น จะเห็นได้ว่าข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนขององค์กร จึงเป็นข้อมูลที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน งานวิจัยหลายชิ้นได้ชี้ให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมที่เป็นบวกขององค์กรส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน (Holm & Rikhardsson, 2008)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้านการเปิดเผยและวิเคราะห์ของฝ่ายบริหาร เพื่อให้บริษัทต่าง ๆ แสดงถึงปัจจัยที่มีผลกระทบกับการดำเนินงานและสถานะทางการเงินของบริษัทที่คาดว่าจะเกิดขึ้นหรือเกิดขึ้นแล้ว เพื่อให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถประเมินนโยบายการดำเนินงานและกำหนดแนวทางของบริษัทในอนาคตได้ (Malaipia & Phoprajak, 2018)

ผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอกองค์กรให้ความสนใจที่เพิ่มขึ้นในการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมขององค์กรเอกชน เนื่องจากผลกระทบของมลพิษที่ถูกสร้างขึ้น (Jasch, 2006) ผู้มีส่วนได้เสียภายใน เช่น พนักงาน อาจได้รับผลกระทบจากมลพิษในสภาพแวดล้อมการทำงาน ในขณะที่ผู้มีส่วนได้เสียภายนอก ได้แก่ ชุมชนที่ได้รับผลกระทบจากมลพิษในท้องถิ่น ดังนั้นจึงจำเป็นที่บริษัทจะต้องใช้แนวทางปฏิบัติในการจัดการที่ดีที่สุดเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก สารทำลายโอโซน การรั่วไหลของเสียอันตราย การปล่อยน้ำ การรั่วไหล หรือผลกระทบต่อความหลากหลายทางชีวภาพ ฝ่ายบริหารของบริษัทควรตรวจสอบให้แน่ใจว่ามีการใช้ทรัพยากรธรรมชาติในกระบวนการผลิตอย่างมีประสิทธิภาพ การสนับสนุนเทคโนโลยีขั้นสูงและนวัตกรรมผลิตภัณฑ์สามารถเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมได้ เนื่องจากเผยให้เห็นความสามารถของบริษัทในการลดต้นทุนและภาวะด้านสิ่งแวดล้อมให้กับลูกค้า และด้วยเหตุนี้จึงสร้างโอกาสทางการตลาดใหม่ ๆ ผ่านเทคโนโลยีและกระบวนการด้านสิ่งแวดล้อมใหม่ ๆ หรือผลิตภัณฑ์ที่ออกแบบเชิงนิเวศ และลดปริมาณวัตถุดิบ เพิ่มความคงทน (Warschauer, 2015)

จากผลการศึกษา Barnett (2012) พบว่าบริษัทที่มีแนวทางการปฏิบัติเพื่อสังคม (Corporate Social Practices หรือ CSP) ต่ำ จะมีผลการดำเนินงานทางการเงินสูงกว่าบริษัทที่มี CSR ปานกลาง แต่บริษัทที่มี CSR สูงจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินที่สูงตามไปด้วย จะเห็นได้ว่าทฤษฎีที่ว่าผู้มีส่วนได้เสียสามารถเปลี่ยนความรับผิดชอบต่อสังคมให้เป็นผลกำไรได้ การดำเนินธุรกิจอยู่บนหลักธรรมาภิบาล (Good Governance) เป็นเรื่องของ การดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรมซึ่งองค์กรดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรมก็จะไม่มีปัญหาตามมาขัดขวางการเติบโตของธุรกิจในระยะยาว อีกทั้งยังได้รับความเชื่อถือจากผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) ทุกฝ่าย (Thailand Environment Institute, 2005)

ผลการดำเนินงานทางด้านเศรษฐกิจการจัดการสิ่งแวดล้อมที่มีต่อความสามารถในการแข่งขันและความสำเร็จทางเศรษฐกิจขององค์กรได้รับการถกเถียงกันอย่างแข็งขันมานานหลายปี ดัชนีทางการเงินและที่ไม่ใช่ทางการเงินสามารถสะท้อนถึงผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจได้โดยตรง ดัชนีทางการเงิน หมายถึง ยอดขาย ความสามารถในการทำกำไร การหมุนเวียนสินค้าคงคลัง และผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ในขณะที่ดัชนีที่ไม่ใช่ทางการเงิน หมายถึง ส่วนแบ่งการตลาด ภูมิภาคการขายและจำนวนลูกค้า (Earnhart & Lizal, 2007) โดยทั่วไปแนวทางการจัดการสิ่งแวดล้อมขององค์กรจะเกี่ยวข้องกับผล

การดำเนินงานทางเศรษฐกิจ ด้วยการนำแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมใหม่ ๆ มาใช้ เช่น การลดแหล่งกำเนิดมลพิษ วิธีการดำเนินงานที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม เป็นต้น

สำหรับแนวคิดเรื่องของ ESG มีทฤษฎีหลายๆ ทฤษฎีที่สามารถนำมาอธิบายถึงความเกี่ยวข้องหรือความสัมพันธ์อย่างเป็นเหตุเป็นผลกัน เช่น ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) เป็นทฤษฎีที่สำคัญของ CSR ที่แสดงให้เห็นผลประโยชน์ต่อบริษัทจากความรับผิดชอบต่อสังคม โดยทฤษฎีมีพื้นฐานมาจากกรอบความคิดของ (Barnard, 1938-1968) ได้กล่าวถึงมุมมองและแนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีต่อสังคมในมุมมองของระดับผู้บริหาร แสดงให้เห็นว่าธุรกิจมีความรับผิดชอบต่อสังคมในประเด็นที่ส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียต่อบุคคลกลุ่มต่าง ๆ ทั้งจากภายในและภายนอกองค์กร บุคคลในองค์กร เช่น พนักงาน คณะผู้บริหาร ผู้จัดการ เป็นต้น และอีกกลุ่มคือบุคคลภายนอกองค์กร เช่น ลูกค้า ผู้ผลิต ผู้จัดจำหน่าย คู่ค้า คู่แข่ง รวมไปถึงผู้ถือหุ้น และนักลงทุน เป็นต้น บุคคลเหล่านี้ล้วนมีผลต่อการตัดสินใจขององค์กรและมีอิทธิพลที่ช่วยขับเคลื่อนให้เกิดผลลัพธ์ในแง่ต่าง ๆ ต่อองค์กร ซึ่งธุรกิจไม่ได้ดูแลผู้มีส่วนได้เสียเพียงอย่างเดียว แต่ต้องทำประโยชน์เพื่อสังคมและต้องการดำเนินกิจการที่ต่อเนื่อง ดังนั้นการดำเนินธุรกิจแบบมีจริยธรรม ส่งผลให้องค์กรประสบความสำเร็จ (Saikon & Thitiyapramote, 2018) ความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรถูกนำมาใช้โดยทั่วไปเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจทำให้เกิดความสนใจสำหรับบริษัทต่างๆ ที่จะตระหนักถึงภาระหน้าที่ของตนเพื่อดูแลประเด็นทางสังคมขึ้นพื้นฐาน การศึกษาแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมจะถูกวัดโดยพิจารณาจากความมุ่งมั่นและประสิทธิผลของฝ่ายบริหารของบริษัทในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การใช้ทรัพยากรธรรมชาติอย่างมีประสิทธิภาพ ในกระบวนการการผลิตและการดำเนินงาน การมีส่วนร่วมของบริษัท ในการสนับสนุนการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์หรือบริการที่มีประสิทธิภาพเชิงนิเวศ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทใช้แนวปฏิบัติด้านการจัดการที่ดีที่สุดเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและใช้ประโยชน์จากโอกาสด้านสิ่งแวดล้อมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพทางเศรษฐกิจ (Phimonwong, 2017) นอกจากนี้ยังมีทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมการดำเนินงานระหว่างผู้เป็นเจ้าของและผู้บริหารองค์กร นั่นคือ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่ใช้ในการอธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งสะท้อนพฤติกรรมของคนและความเป็นไปในองค์กร โดยมองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้ จึงทำให้มีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ในแง่ของธรรมาภิบาลนั้น Meckling et al. (1976) ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ที่เกิดจากบุคคลสองฝ่าย โดยเปรียบเทียบจาก บุคคลฝ่ายหนึ่ง เรียกว่า ตัวการ และอีกฝ่ายเรียกว่า ตัวแทน ซึ่งฝ่ายตัวการจะเป็นผู้ยินยอมมอบทรัพยากรและสิทธิในการจัดการทรัพยากรที่ตนมีอยู่ให้กับฝ่ายตัวแทนทำการบริหารจัดการกิจการให้ตน เพื่อให้ตัวการได้รับผลตอบแทนที่สูงที่สุด และตัวแทนจะได้รับค่าตอบแทนจากการทำงานนั้น

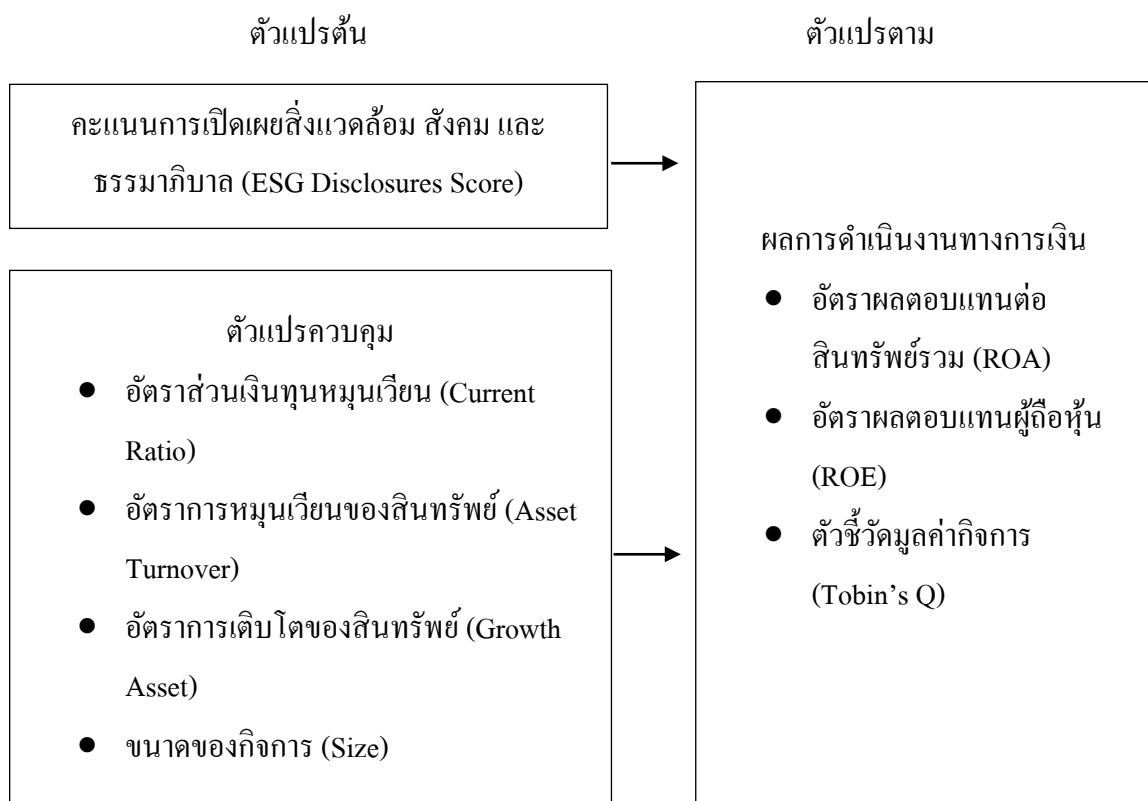
กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นให้ฝ่ายบริหารดำเนินการแทนตน ซึ่งการที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถล่วงรู้ข้อมูลการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร ย่อมทำให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจในการดำเนินการขึ้น

สำหรับงานวิจัยในอดีต พบว่านักวิจัยจำนวนมากได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท และ ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม เช่น Fried (2015) ทำการศึกษาผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และผลการดำเนินงานของบริษัทในอินเดีย (ESG Scores and Firm Performance-Evidence from Emerging Market) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินและ ESG ผลผลการศึกษาในแนวทางเดียวกัน โดย Lubis & Rokhim (2021) ศึกษาบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG พบว่า มีผลในเชิงลบกับ Tobin Q ผลการวิจัยนี้สนับสนุนโดย Songwutti (2022) และ Sudcharean (2021) และนักวิจัยบางท่านไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง ESG กับผลกำไรของกิจการ วัดโดย ROA และ ROE เช่น Somsongkram, 2017 และ Phongphant (2015) อย่างไรก็ตามนักวิจัยอื่นได้ทำการศึกษาผลกระทบต่อนวัตกรรมสีเขียว เช่น Zhang et al. (2020) ทำการศึกษาผลกระทบของ ESG และนวัตกรรมสีเขียวที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการจากมุมมองของการเปิดเผยข้อมูล พบว่านวัตกรรมสีเขียวมีบทบาทที่แข็งแกร่งขึ้นในการส่งเสริมบริษัทระดับกลางและระดับสูงกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) นอกจากนี้ยังมีการวิจัยเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีผลต่อการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของเศรษฐกิจ สิ่งแวดล้อมและสังคม (EES) ในกลุ่มบริษัทในเอเชีย Alsayegh et al. (2020) พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นโครงสร้างที่เสริมความแข็งแกร่งให้กับองค์กรและส่งผลกระทบต่อการทำงานด้านความยั่งยืนของเศรษฐกิจ สิ่งแวดล้อมและสังคม (EES) ของบริษัทในเอเชียเห็นถึงความโปร่งใสและมีคุณภาพสูง นอกจากนี้ยังช่วยสร้างโอกาสที่ดีขึ้นใน เพิ่มความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสีย

Matemane, Msomi & Ngundu (2024) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการดำเนินงาน ESG และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศแอฟริกาใต้ พบว่าคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดด้วย ROA โดยได้ทำการวิเคราะห์แยกแยะระหว่างบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินและไม่ใช่กลุ่มธุรกิจการเงินแยกออกจากกัน นอกจากนี้ Promprasit (2022) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับโอกาสการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ข้อสรุปว่าความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาสเติบโตของบริษัท ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการดำเนินกิจการด้าน ESG มากขึ้น จะส่งผลต่อโอกาสการเติบโตของบริษัทมากขึ้นตามไปด้วย Siriasakul (2023) ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงิน (Corporate Financial Performance) กับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Scores) รวมไปถึงคะแนนแยกตามหมวดหมู่

ในแต่ละหมวด (Pillar Scores) ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี NASDAQ100 ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้หลักของทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ในระหว่างปี 2015 – 2020 โดยใช้ตัวแปรตามคืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ตัวแปรอิสระคือคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Scores) ตัวแปรควบคุมคือขนาด ความเสี่ยงทางการเงิน ทรัพยากรศึกษาแสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล (ESG Scores) และผลคะแนนทางด้านหมวดหมู่สังคม (SOC Scores) แต่ไม่พบความสัมพันธ์ในส่วนของคะแนนทางด้านหมวดหมู่สิ่งแวดล้อม (ENV Scores) และคะแนนด้านหมวดหมู่ธรรมาภิบาล (GOV Scores)

กรอบแนวคิดการวิจัย



รูปที่ 1.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีการวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มประชากรที่ใช้ในการศึกษานี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 อุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินกลุ่ม ประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ด้วยการกรองข้อมูลบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ไม่สมบูรณ์ออกจากกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา ซึ่งเป็นข้อมูลประจำปี 2561 - 2565 มีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 106 บริษัท 530 กลุ่มตัวอย่าง (ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2565)

2. วิธีเก็บข้อมูล

เก็บจากข้อมูลงบการเงินในฐานะข้อมูล SETSMART แบบ 56-1 และฐานข้อมูล BLOOMBERG ปี 2561 - 2565 ทั้งหมด 7 กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 106 บริษัท รวมทั้งราคาตลาดหลักทรัพย์จากสรุปข้อมูลราคาหลักทรัพย์

3. สมมติฐานของการวิจัย

จากวัตถุประสงค์ของงานวิจัย จึงกำหนดสมมติฐานของการวิจัย เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ดังนี้

H1: คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

H2: คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

H3: คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ

4. ตัวแบบความสัมพันธ์

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (3-1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (3-2)$$

$$TBQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (3-3)$$

กำหนดให้

ROA	คือ	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
ROE	คือ	อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น
TBQ	คือ	ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ
ESG	คือ	คะแนนการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล
CR	คือ	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน
AT	คือ	อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม
AG	คือ	อัตราการเติบโตของสินทรัพย์
Size	คือ	ขนาดของกิจการ
it	คือ	บริษัท i ณ ปีที่ t
β_0	คือ	ค่าคงที่
β_j	คือ	สัมประสิทธิ์ความถดถอยโดยที่ j มีค่าเท่ากับ 1-5

5. การวิเคราะห์ข้อมูล

ข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้นำมาวิเคราะห์ โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ประกอบด้วยค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และสถิติเชิงอนุมานซึ่งประกอบด้วย การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สันและการวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุคูณ

ผลการวิจัย

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลลักษณะพื้นฐานของตัวแปร

ตัวแปร	Mean	Standard Deviation	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล	48.2691	14.3662	8.5605	81.6216	-0.1969	3.0653
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (เท่า)	1.7880	1.4254	0.0700	12.7400	3.1081	19.0698
อัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ (เท่า)	0.7743	0.7389	0.0002	5.5069	2.3902	10.6310
อัตรากำไรเติบโตของสินทรัพย์ (ร้อยละ)	19.2279	30.6336	0.0000	291.0932	3.7369	23.2690
ขนาดของกิจการ	4.5790	0.6530	2.9886	6.5335	-0.0044	3.0692
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ร้อยละ)	7.2265	6.9534	0.0218	63.3931	4.0932	27.9323
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ร้อยละ)	16.1749	13.5125	0.0561	116.0800	2.7938	14.9537
ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (เท่า)	1.8928	1.3642	0.6636	11.7747	2.7508	13.7506

จากตารางที่ 1 พบว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 48.2691 คะแนน และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ 14.3662 คะแนน โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 81.6216 คะแนน และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 8.5605 คะแนน อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.7880 เท่า และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ 1.4254 เท่า โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 12.7400 เท่า และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.0700 เท่า อัตราส่วนกำไรสุทธิของสินทรัพย์ (AT) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.7743 เท่า และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ 0.7389 เท่า โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 5.5069 เท่า และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.0002 เท่า อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 19.2279 และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ 30.6336 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 291.0932 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.0000 ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 4.5790 และมีการกระจาย

ของข้อมูลอยู่ที่ 0.6530 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 6.5335 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 2.9886 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.2265 และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ร้อยละ 6.9534 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 63.3931 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0.0218 อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 16.1749 และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ร้อยละ 13.5125 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 116.0800 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0.0561 ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.8928 เท่า และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ 1.3642 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 11.7747 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.6636

2. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation)

COR	ESG	CR	AT	AG	Size	ROA	ROE
CR	-0.0720*	1*					
AT	-0.0835*	-0.0212*	1*				
AG	0.0846*	-0.0592*	0.0417*	1*			
Size	0.4888*	-0.2072*	-0.1846*	0.0979*	1*		
ROA	-0.1823*	0.0305*	0.2192*	0.1114*	-0.2203*	1	
ROE	-0.1432*	-0.1175*	0.2605*	0.1015*	-0.1194*	0.8133*	1*
TBQ	-0.0872*	-0.0189*	0.1910*	0.0327*	-0.2519*	0.3865*	0.3101*

* มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 2 ผู้วิจัยพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับผลการดำเนินงานทางการเงิน มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) ของ Size มีความสัมพันธ์กับ ESG และ AG ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นบวกเท่ากับ 0.4888 และ 0.0979 ตามลำดับ และมีความสัมพันธ์กับ ESG กับ CR และ AT ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นลบเท่ากับ เท่ากับ 0.2072 และ -0.1846 ตามลำดับ ROA มีความสัมพันธ์กับ ROE, TBQ, AT, AG ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นบวกเท่ากับ 0.8133 0.3865 0.2192 และ 0.1114 ตามลำดับ และ ROA มีความสัมพันธ์กับ ESG และ Size ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นลบเท่ากับ -0.1823 และ -0.2203 ตามลำดับ ROE มีความสัมพันธ์กับ TBQ, AT และ AG มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นบวกเท่ากับ 0.3101 0.2605 และ 0.1015 ตามลำดับและมี

ความสัมพันธ์กับ ESG, Size และ CR มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นลบเท่ากับ -0.1432 -0.1194 และ -0.1432 ตามลำดับ TBQ มีความสัมพันธ์กับ ROA, ROE และ AT ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นบวกเท่ากับ 0.3865 0.3101 และ 0.1910 ตามลำดับ และมีความสัมพันธ์กับ ESG, Size) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นลบเท่ากับ -0.2519 -0.0872 ตามลำดับ

ตารางที่ 3 การเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์และแสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ

Variables	Model 1 ROA			Model 2 ROE			Model 3 TBQ		
	Simple Coefficient	Fixed-effect Coefficient	Random-effects Coefficient	Simple Coefficient	Fixed-effect Coefficient	Random-effects Coefficient	Simple Coefficient	Fixed-effect Coefficient	Random-effects Coefficient
Constant	14.9975***	5.0392	12.9828***	24.6864***	-13.5886	14.9250	4.0943***	4.7015***	4.2989***
ESG	-0.0510**	-0.4981	-0.0512*	-0.1063**	-0.0459	-0.0854	0.0044	-0.0039	-0.0018
CR	-0.0149	0.4414	0.0295	-1.2052	0.7025	-0.1839	-0.0625	-0.0360	-0.4093
AT	1.6819***	2.8099***	1.9734***	4.2869***	7.4685***	5.3669***	0.2637***	0.4108***	0.3691***
AG	0.0274***	0.0254***	0.0281***	0.0409***	0.0142	0.0309*	0.0018	-0.0009	-0.0009
Size	-1.5659***	0.2472	-1.2428**	-1.1661***	5.3870*	0.2068	-0.5551***	-0.6228***	-0.5482***
R-square	0.1037	within = 0.0499	within = 0.0454	0.1077	Within = 0.0639	Within = 0.0469	0.0926	Within = 0.0928	Within = 0.0923
Adjusted R-square	0.0952	between = 0.1012	between = 0.1636	0.0992	Between = 0.0261	Between = 0.1295	0.0839	Between = 0.0835	Between = 0.0853
Prob > F-statistic	0	overall = 0.0728	overall = 0.1013	0	Overall = 0.0312	Overall = 0.0916	0	Overall = 0.0833	Overall = 0.0848
Hausman Test	4.1			17.5			6.18		
Hausman (Prob > chi2)	0.5357			0.0036			0.2887		

จากตารางที่ 3 เนื่องจากข้อมูลเป็นลักษณะข้อมูลแบบพาแนล จึงมีการใช้สมการถดถอยสหสัมพันธ์แบบ Fixed-Effect Regression และ Random-Effects Regression จะพิจารณาจากการทดสอบ Hausman's Specification Test โดยหากค่า Probability > Chi-Square Statistics ที่น้อยกว่า 0.05 จะเลือกใช้ Fixed-Effect Regression แต่หากค่า Probability > Chi-Square Statistics ที่มากกว่า 0.05 จะเลือกใช้ Random-Effects Regression ซึ่งแสดงผลการศึกษา Model ROA ROE และ Tobin's Q ผลการทดสอบค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test's Specification Test พบว่าสมการถดถอยสหสัมพันธ์แบบจำลองด้วยวิธี Random-Effect Regression เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับ Model ROA และ Tobin's Q โดยมีค่า Prob > chi2 เท่ากับ 0.5357, 0.2887 ตามลำดับ (Probability > Chi-square Statistics ที่มากกว่า 0.01) ขณะที่สมการถดถอยสหสัมพันธ์แบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effect Regression เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับ Model ROE โดยมีค่า Prob > chi2 เท่ากับ 0.0036 (Probability > Chi-square Statistics ที่น้อยกว่า 0.01)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ Random-Effect GLS (within) (1) regression ของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) ตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติได้แก่ ตัวแปรคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ค่าสัมประสิทธิ์ -0.0512 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0600 ซึ่งค่า P-Value < 0.10) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ตัวแปรอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) ค่าสัมประสิทธิ์ 1.9734 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0000 ซึ่งค่า P-Value < 0.01) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ตัวแปรอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) ค่าสัมประสิทธิ์ 0.0281 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0001 ซึ่งค่า P-Value < 0.01) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ตัวแปรขนาดของกิจการ (Size) ค่าสัมประสิทธิ์ -1.2428 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0080 ซึ่งค่า P-Value < 0.05) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ตามลำดับ

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ Fixed-Effect (within) (2) regression ของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติได้แก่ ตัวแปรอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) ค่าสัมประสิทธิ์ 7.4685 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0000 ซึ่งค่า P-Value < 0.01) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% และตัวแปรขนาดของกิจการ (Size) ค่าสัมประสิทธิ์ 5.3870 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0550 ซึ่งค่า P-Value < 0.10) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ Random-Effect GLS (within) (3) Regression ของมูลค่าชีวิตรกิจการ (TBQ) ตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติได้แก่ ตัวแปรอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) ค่าสัมประสิทธิ์ 0.3691 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0000 ซึ่งค่า P-Value < 0.01) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% และตัวแปรขนาดของกิจการ (Size) ค่าสัมประสิทธิ์ -0.5482 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0000 ซึ่งค่า P-Value < 0.01) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

สรุปผลการวิจัย

ผลการศึกษาคะแนนการเปิดเผย ESG สำหรับปี 2561 ถึงปี 2565 พบว่าคะแนนการเปิดเผย ESG มีแนวโน้มสูงขึ้น (คะแนนการเปิดเผย ESG ปี 2561 เฉลี่ยเท่ากับ 47.4051 และเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2565 มีคะแนนเฉลี่ยเท่ากับ 51.2884) แต่อย่างไรก็ดีจากผลการวิจัยพบว่าคะแนนการเปิดเผย ESG มีทิศทางที่ตรงข้ามกับการเพิ่มขึ้นของความสามารถในการทำกำไรของบริษัท หรือกล่าวอีกในหนึ่งมีทิศทางเป็นลบ เนื่องจากบริษัทมีการลงทุนในการปฏิบัติด้าน ESG เช่น การลงทุนในด้านเทคโนโลยีให้มีความทันสมัย เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม การฝึกอบรมพนักงานเพื่อให้ความเข้าใจเกี่ยวกับข้อปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม รวมถึงการปรับกระบวนการปฏิบัติงานให้สอดคล้องกับมาตรฐาน ESG การลงทุนเหล่านี้ อาจมีผลทำให้บริษัทมีผลประกอบการ (กำไร) ที่ลดลง

สำหรับการประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณตามแบบจำลองที่ 1 ซึ่งผลการดำเนินงานวัดค่าด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ด้วยวิธี Random -Effects Regression ผลการวิเคราะห์พบว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ส่วนตัวแปรควบคุมประกอบด้วยอัตรากำไรหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) และอัตรากำไรเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ขณะที่ขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการ ที่ 2 ด้วยวิธี Fixed-Effects Regression พบว่า คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Disclosures) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนตัวแปรควบคุม ประกอบด้วยอัตรากำไรหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีความสัมพันธ์เชิงบวก กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 ขณะที่ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.10 กับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 3 ผลการดำเนินงานวัดด้วยตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จากการประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ด้วยวิธี Random -Effects Regression พบว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) ส่วนตัวแปรควบคุม อัตรากำไรหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 และขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01

อภิปรายผลการศึกษา

จากผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งวัดค่าด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) พบว่าสำหรับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีสมการถดถอยสหสัมพันธ์ $ROA = 12.9828 - 0.0512ESG + 0.0295CR + 1.9734AT + 0.0281AG - 1.2428Size$ ซึ่งจะพบว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Fried (2015) ทำการศึกษาผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และผลการดำเนินงานของบริษัทในอินเดีย

พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินและ ESG แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Siriassakul (2023) และ Yungyuen (2020) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กับผลคะแนนสิ่งแวดล้อมสังคมและธรรมาภิบาล (ESG Scores) และ Matemane, Msomi and Ngundu (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการดำเนินงาน ESG และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศแอฟริกาใต้ พบว่าคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดด้วย ROA ทั้งนี้ผลการศึกษาในประเทศอื่น เช่น ในประเทศอินเดีย ประเทศอเมริกาใต้ และประเทศไทย อาจมีความแตกต่างกันเนื่องจากบริบทด้านการส่งเสริม การกำกับดูแลจากภาครัฐ และกฎหมายควบคุมด้านสิ่งแวดล้อม อาจมีความแตกต่างกัน เป็นต้น และผลการศึกษาของ Phongphant (2015) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลขององค์กรกับผลประกอบการทางการเงินของบริษัทหมวดธุรกิจพลังงานที่อยู่ในดัชนี SET 50 ผลการศึกษาได้สรุปว่าการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ขององค์กรกับผลประกอบการทางการเงิน ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

ในส่วนผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากผลการวิจัยสามารถเขียนเป็นสมการถดถอยสหสัมพันธ์ ดังนี้ $ROE = -13.5886 - 0.0459ESG + 0.7025CR + 7.4685AT + 0.0142AG + 5.3870Size$ ซึ่ง ESG พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Alsayegh et al. (2020)

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จากผลการวิจัยสามารถเขียนเป็นสมการถดถอยสหสัมพันธ์ ดังนี้ $TBQ = 4.2989 - 0.0008 ESG - 0.4093 CR + 0.3691 AT - 0.0009 AG - 0.5482Size$ ซึ่ง ESG พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งต่างกับ Songwutti (2022) พบความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทฯ ในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ในเชิงลบกับมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) และ Lubis and Rokhim (2021) พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลในเชิงลบกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดด้วย Tobin Q แต่เมื่อวิเคราะห์โดยเพิ่มตัวแปรความได้เปรียบเชิงแข่งขัน ได้ผลสรุปว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่สอดคล้องกับ Sornsongkram (2017) ซึ่งพบความสัมพันธ์เชิงบวก

กล่าวโดยสรุปการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) มี

ความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) เท่านั้น ทั้งนี้อาจเนื่องจากการลงทุนในการดำเนินงานเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลส่งผลให้กิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์จำนวนมาก รวมทั้งอาจทำให้มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูงส่งผลให้กำไรจากการดำเนินงานลดลง ซึ่งเป็นสาเหตุให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ลดลง

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะที่ได้จากงานวิจัย

1.1 ผลของงานวิจัยในครั้งนี้ ระบุว่า การเปิดเผย ESG มีผลในทางตรงข้ามกับการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการ ไม่ว่าจะวัดด้วย ROA, ROE และ TBQ ซึ่งฝ่ายบริหารและนักลงทุนอาจนำข้อมูลนี้ไปประกอบการตัดสินใจสำหรับการลงทุน หรือเลือกตัดสินใจที่จะลงทุน

1.2 จากคะแนนการเปิดเผย ESG ที่มีผลในทางตรงกันข้ามกับการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการ หน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้องควรมีนโยบายเพื่อกระตุ้นให้บริษัทหันมาสนใจดำเนินงาน โดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาลให้มากขึ้น เช่น ภาครัฐควรมีนโยบายสนับสนุนการลงทุนใน ESG โดยอาจพิจารณาลดภาษีให้กับบริษัทที่มีการเปิดเผย ESG หรือลดภาษีให้กับบริษัทที่มีคะแนน ESG เพิ่มขึ้น อย่างมีนัยสำคัญ หรือให้การสนับสนุนด้านอื่นๆ เพื่อเป็นการกระตุ้นให้มีการลงทุนด้าน ESG เป็นต้น

2. สำหรับข้อเสนอแนะ สำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

1.1 ควรมีการศึกษาแยกวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับแต่ละอุตสาหกรรมอาจทำให้ผลการศึกษามีความชัดเจนมากขึ้น ผ่านสะท้อนแนวโน้มของแต่ละอุตสาหกรรมได้มากขึ้น

1.2 งานวิจัยนี้ศึกษาการดำเนินงานเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล โดยใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลเป็นตัวชี้วัด งานวิจัยครั้งต่อไปอาจใช้ตัวชี้วัดประเภทอื่นหรือจำแนกตัวชี้วัดออกเป็นแต่ละด้าน คือ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล

REFERENCES

- Alsayegh, M. F., Abdul R. R., & Homayoun, S. (2020). Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. *Sustainability*, *12*(9), 3910.
- Barnard, C. I. (1938-1968). *The Executive Functions* (13th ed.). Cambridge Massachusetts and London, England: Harvard University Press.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, *33*(11), 1304-1320. doi:10.1002/smj.1980
- Earnhart D., Lizal L. (2007). Effect of pollution control on corporate financial performance in a transition economy. *European Environment*, *17*, 247-266.
- Fried, G. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 210-233
- Giese, G., Lee, L., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *Journal of Portfolio Management*, *45*(5), 69-83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
- Holm, C., & Rikhardsson, P. (2008). Experienced and Novice Investors: Does Environmental Information Influence Investment Allocation Decisions?. *European Accounting Review*, *17*, 537-557.
- Husnah, N., Hamidah, R., & Sari, R. D. (2018). The Effect of Corporate Social Responsibility Disclosure on Financial Performance: Evidence from Indonesian Public Listed Companies. *Journal of Accounting and Business Research*, *19*(1), 1-10.
- Jasch, C. M. (2006). Environmental Management Accounting (EMA) as the Next Step in the Evolution of Management Accounting. *Journal of Cleaner Production*, *14*(14), 1190-1193. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2005.08.006>
- Koundouri, P., Pittis, N., & Plataniotis, A. (2022). The Impact of ESG Performance on the Financial Performance of European Area Companies: An Empirical Examination. *Environmental Sciences Proceedings*, *15*(1), 13. <https://doi.org/10.3390/environsciproc2022015013>

- Lubis, M. F. F., & Rokhim, R. (2021). The effect of environmental, social, and governance (ESG) disclosure and competitive advantage on companies' performance as an implementation of sustainable economic growth in Indonesia for period of 2015-2019. IOP Conference Series. *Earth and Environmental Science*, 940(1)
<https://doi.org/10.1088/1755-1315/940/1/012059>
- Malaipia, S. & Phoprajak, D. (2018). The Correlation between CSR Disclosure and Sustainable Firm Value: A Case Study of the Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Business Review Journal*, 10(2), 75-86. Retrieved from
<https://so01.tcithaijo.org/index.php/bahcuojs/article/view/162247>
- Matemane, R., Msomi, T., & Ngundu, M. (2024). Environmental, social and governance and financial performance nexus in South African listed firms. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 27(1), 5387.
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). *Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Retrieved from https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-94-009-9257-3_8
- Phimonwong, P. (2017). *Communication of Corporate Social Responsibility (CSR) in Small and Medium Enterprises (SMEs). A Case Study of Dairy Home Co, Ltd.* (Master's thesis). Dhurakij Pundit University. Retrieved from <https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Panchalee.Phi.pdf>
- Phongphant, T. (2015). *The Relationship between a Level of Environmental, Social and Governance Disclosure and Corporate Financial Performance in the Listed Energy Companies in the SET 50 index* (Independent Study). Dhurakij Pundit University.
https://doi.nrct.go.th/ListDoi/listDetail?Resolve_Doi=10.14458/DPU.the.2015.49
- Promprasit, P. (2022). *The relationship between environment, social and governance (ESG) and growth opportunity of Listed Thai Companies* (Independent Study). Thammasat University.
 Retrieved from https://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2022/TU_2022_6402030263_16245_22762.pdf
- Saikon, M., & Thitiyapramote, N. (2018). The Effect of Corporate Social Responsibility and Environmental Accounting Disclosure of Industrial Production has been certified ISO 14001 in Thailand. *Journal of Management Science Chiangrai Rajabhat University*, 12(2), 78–101.
 Retrieved from <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jmscrru/article/view/119811>

- Siriassakul, N. (2023). *Corporate Financial Performance which is measured by Return on Assets with the ESG Scores including each individual pillar scores in the listed companies in NASDAQ100 Index in the United States of America* (Independent Study). Mahidol University. Retrieved from <https://archive.cm.mahidol.ac.th/bitstream/123456789/5156/1/TP%20FM.006%202566.pdf>
- Songwutti, N. (2022). *The relationship between environment, social, and corporate governance (ESG) and firm value of the listed companies* (Independent Study). Thammasat University. Retrieved from https://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2022/TU_2022_6402110487_16903_24611.pdf
- 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. Retrieved from https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:138747
- Sudcharean, P. (2021). *The impact of environmental, social and governance (ESG) performance on financial performance through investment risks of listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET)* (Master's Thesis). Thammasat University. Retrieved from https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:271891
- Thailand Environment Institute (2005). *Thailand's State of Environmental Governance Report 2005* (2nd Assessment). (Independent Study). Retrieved from <https://www.tei.or.th/tai/tai1-thai.html>
- Warschauer, T. (2015). Types of Investment Risk. In *CFP Board Financial Planning Competency Handbook* (pp. 283-289). John Wiley & Sons, inc. <https://doi.org/10.1002/9781119642473.ch32>
- Yungyuen, W. (2020). *ESG Performance and Corporate Financial Performance in Sensitive Industries – an Empirical Study of EUROPEAN union* (Master's Thesis). Mahidol University. Retrieved from <https://archive.cm.mahidol.ac.th/handle/123456789/3457>
- Zhang, N., Liang, Q., Li, H., & Wang, X. (2022). The organizational relationship-based political connection and debt financing: Evidence from Chinese private firms. *Bulletin of Economic Research*, 74(1), 69-105.