



ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล
กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม
หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
คณะบัญชี

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยรังสิต
ปีการศึกษา 2567



**THE RELATIONSHIP BETWEEN THE ESG SCORE DISCLOSURES
AND THE FINANCIAL PERFORMANCE OF COMPANIES LISTED
ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

BY

PANIDA KHAMPAMUANG



**A THESIS SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT
OF THE REQUIREMENTS FOR
THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTANCY
FACULTY OF ACCOUNTANCY**

GRADUATE SCHOOL, RANGSIT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2024

วิทยานิพนธ์เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล
กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

พนิดา คำภาเมือง

ได้รับการพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

มหาวิทยาลัยรังสิต

ปีการศึกษา 2567

รศ.ดร.พนารัตน์ ปานมณี
ประธานกรรมการสอบ

รศ.ดร.คณิตศร เทอดเผ่าพงศ์
กรรมการ

ดร.ภัทรนัชชา โชติคุณากิตติ
กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษา

บัณฑิตวิทยาลัยรับรองแล้ว

(ศ.ดร.สื้อจิตต์ เพ็ชรประสาน)
คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย
9 สิงหาคม 2567

Thesis entitled

**THE RELATIONSHIP BETWEEN THE ESG SCORE DISCLOSURES
AND THE FINANCIAL PERFORMANCE OF COMPANIES LISTED
ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

by

PANIDA KHAMPAMUANG

was submitted in partial fulfillment of the requirements
for the degree of Master of Accountancy

Rangsit University
Academic Year 2024

Assoc.Prof. Panarat Panmanee, Ph.D.
Examination Committee Chairperson

Assoc.Prof. Kanitsorn Terdpaopong, Ph.D.
Member

Phatnatcha Chotkunakitti, D.B.A.
Member and Advisor

Approved by Graduate School

(Prof. Suejit Pechprasarn, Ph.D.)

Dean of Graduate School

August 9, 2024

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้เนื่องจากข้าพเจ้าได้รับความช่วยเหลือและการเอาใจใส่อย่างดียิ่งจาก ดร.ภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่กรุณาให้ความรู้อันเป็นผลให้การวิจัยครั้งนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งให้กำลังใจอย่างดีมาโดยตลอด และใคร่ขอกราบขอบพระคุณ รศ.ดร.พนารัตน์ ปานมณี ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และ ผศ.ดร.นิ่มนวล วิเศษสรรพ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์และคณบดีคณะบัญชี ที่กรุณาให้ข้อเสนอแนะอันมีค่า ทำให้เสริมการวิจัยให้ดียิ่งขึ้น รวมถึงขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต ที่กรุณาอบรมสั่งสอนให้ศิษย์มีความรู้ ความสามารถและมีความมานะพยายามจนสามารถศึกษาได้สำเร็จ รวมทั้งเจ้าหน้าที่ เพื่อนๆ พี่ๆ น้องๆ ในหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิตทุกท่าน ที่ได้กรุณาให้ความช่วยเหลือ ติดตาม ประสานงาน กับหน่วยงานต่างๆ ได้เป็นอย่างดี ผู้วิจัยมีความซาบซึ้งและถือเป็นพระคุณอย่างยิ่ง จึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

ท้ายที่สุดนี้ ข้าพเจ้าสำนึกในคุณค่าของตำรา เอกสารอ้างอิง และความรู้จากคณาจารย์ ตลอดจนนักวิชาการทุกท่านที่ได้นำมากล่าวอ้างไว้ด้วยความเคารพอย่างสูง ความอนุเคราะห์และเกื้อกูลจากคณาจารย์ทุกท่านที่กล่าวไว้และไม่ได้กล่าวไว้ในที่นี้ จะถูกจารึกในจิตใจของข้าพเจ้าด้วยความระลึกถึงตลอดไป

พนิดา คำภาเมือง
ผู้วิจัย

- 6105967 : พนิดา คำภาเมือง
 ชื่อวิทยานิพนธ์ : ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล
 กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์
 แห่งประเทศไทย
 หลักสูตร : บัญชีมหาบัณฑิต
 อาจารย์ที่ปรึกษา : ดร.ภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ

บทคัดย่อ

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

ผลการศึกษาพบว่า คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) และตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ)

(วิทยานิพนธ์มีจำนวนทั้งสิ้น 76 หน้า)

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

6105967 : Panida Khampamuang
 Thesis Title : The Relationship Between the ESG Score Disclosures and the Financial Performance of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand
 Program : Master of Accountancy
 Thesis Advisor : Phatnatcha Chotkunakitti, D.B.A.

Abstract

The purpose of this study was to study the relationship between the Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure score and the financial performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The financial statement data were collected for the period 2018 - 2022 from the SETSMART and the BLOOMBERG databases. The independent variable used in the study was the Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure score, and the control variables were 1) ratio working capital (CR) 2) asset turnover rate (AT) 3) asset growth rate and 4) firm size (Size) whereas the dependent variables for financial performance included Return on Total Assets (ROA), Return on Equity (ROE) and Tobin’s Q (TBQ). This research employed multiple regression analysis to test the relationship between the variables.

The results of the study found that ESG disclosure scores have a negative relationship with financial performance measured by return on total assets (ROA). However, no relationship was found between the ESG disclosure scores and financial performance measured by Return on Equity (ROE) and Tobin’s Q (TBQ).

(Total 76 pages)

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


Student’s Signature Thesis Advisor’s Signature

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ก
บทคัดย่อภาษาไทย	ข
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	ค
สารบัญ	ง
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญรูป	ช
บทที่ 1	
บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย	3
1.3 คำถามการวิจัย / สมมติฐานการวิจัย	3
1.4 กรอบแนวคิดการวิจัย	4
1.5 นิยามศัพท์	4
1.6 ขอบเขตและข้อจำกัดในการศึกษา	6
1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	7
บทที่ 2	
ทบทวนวรรณกรรม	9
2.1 การเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมชาติบาลบาล	9
2.2 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	16
2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	18
บทที่ 3	
ระเบียบวิธีการวิจัย	23
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	23
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	27
3.3 แบบจำลองความสัมพันธ์และตัวแปร	27
3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	33

สารบัญ

	หน้า	
บทที่ 4	ผลการวิจัย	35
	4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	35
	4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	37
	4.3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย	39
บทที่ 5	สรุปผลและข้อเสนอแนะ	65
	5.1 สรุปผลการวิจัย	65
	5.2 อภิปรายผลการศึกษา	67
	5.3 ข้อเสนอแนะ	68
บรรณานุกรม		70
ประวัติผู้วิจัย		76



มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
3.1	จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย	26
3.2	สรุปรายละเอียดการวัดค่าตัวแปร	31
4.1	แสดงข้อมูลลักษณะพื้นฐานของตัวแปร	35
4.2	แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation)	37
4.3	แสดงผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี Pooled OLS Regression (ROA)	40
4.4	แสดงผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี Pooled OLS Regression (ROE)	42
4.5	แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี Pooled OLS Regression (TBQ)	43
4.6	แสดงผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณตามแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression (ROA)	45
4.7	แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression (ROE)	47
4.8	แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression (TBQ)	49
4.9	แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี Random-Effects Regression (ROA)	51
4.10	แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี Random-Effects Regression Random (ROE)	52
4.11	แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี Random-Effects Regression Random (TBQ)	54
4.12	แสดงผลการพิจารณาเลือกใช้การประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test (ROA)	55

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่		หน้า
4.13	แสดงผลการพิจารณาเลือกใช้การประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test (ROE)	57
4.14	แสดงผลการพิจารณาเลือกใช้การประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test (TBQ)	59
4.15	การเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์และแสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอย พหุคูณ	62



สารบัญรูป

รูปที่

หน้า

1.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

5



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันความรับผิดชอบต่อสังคมมีความชัดเจนมากขึ้นถือเป็นหนึ่งในการขับเคลื่อนสังคมในระดับประเทศก่อให้เกิดการพัฒนาอย่างมีส่วนร่วม องค์กรที่มีความชำนาญ มีศักยภาพในแต่ละด้านดำเนินความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (ESG) มุ่งเน้นการดำเนินงานภายใต้หลักธรรมาภิบาล (ESG) คำนึงถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม เพื่อประโยชน์ของทุกภาคส่วน โดยได้กำหนดแนวทางการพัฒนาไปสู่เป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน อีกทั้งการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศวิกฤตจากภัยธรรมชาติและโรคระบาดที่เกิดขึ้นในระยะหลัง แนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืน หรือ ESG (Environmental, Social และ Governance) มีบทบาทและเป็นรูปธรรมมากขึ้นในองค์กรขนาดใหญ่ทั่วโลกโดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุโรปและสหรัฐอเมริกาต่างให้ความสนใจกับการลงทุนใน ESG ซึ่งมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมาโดยเชื่อว่าจะสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าบริษัทที่ไม่คำนึงถึงปัจจัยเหล่านี้ในระยะยาว (ศิริรัตน์ ปิยะอัยภูรัตน์, 2563)

ปัจจัยด้าน ESG ที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท 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) ซึ่งนักลงทุนจะต้องหาข้อมูลผลการดำเนินงานด้านการใช้เทคโนโลยีที่เป็นมิตร

ต่อสิ่งแวดล้อม การดูแลความปลอดภัยของพนักงาน และการบริหารจัดการด้านนวัตกรรม ซึ่งปัจจัยเหล่านี้สุดท้ายแล้วจะมีผลกระทบต่อผลดำเนินงานด้านการเงินของกิจการ (ภัสสิริ ศรสงคราม, 2560)

การดำเนินธุรกิจภายใต้การคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ได้รับความสนใจที่เพิ่มมากขึ้นจากบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ที่มุ่งเน้นให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย เช่น ลูกค้า พนักงาน ผู้ผลิต สิ่งแวดล้อม สังคมและชุมชน หากบริษัทมีการบริหารจัดการเรื่องการใช้ทรัพยากรอย่างมีคุณภาพจะช่วยลดปัญหาด้านสิ่งแวดล้อมจากการลดการใช้ทรัพยากรธรรมชาติต่าง ๆ ลงอีกทั้งยังสามารถลดความเสี่ยง และเพิ่มโอกาสทางธุรกิจ แทนที่จะมุ่งเน้นผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ลงทุนเพียงอย่างเดียว ซึ่งที่ผ่านมานักลงทุนมองว่าบริษัทที่ไม่ได้มีคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลนั้น คือ บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ ในขณะที่บริษัทที่มีคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล คือบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง โดยนักลงทุนมองว่าบริษัทอาจส่งผลให้การลงทุนไม่ดีอาจก่อให้เกิดมลพิษต่อสิ่งแวดล้อม สังคม ซึ่งบริษัทที่สะท้อนให้เห็นถึงความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ในการดำเนินงาน อีกทั้งยังสามารถพัฒนาชุมชนและสังคม โดยใช้ความรู้ความเชี่ยวชาญและทรัพยากรของบริษัทเพื่อสร้างผลกระทบเชิงบวกที่นำไปสู่การเปลี่ยนแปลงทางสังคมที่ดีขึ้น

ในปัจจุบันการรวม ESG เข้ากับการตัดสินใจลงทุนของบริษัทช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจโดยพิจารณาจากผลการดำเนินงานโดยรวมมากกว่าผลประโยชน์ทางการเงินหรือผลตอบแทนในรูปของผลกำไรเพียงอย่างเดียว โดยการประเมินมูลค่าของบริษัทอาจเป็นตัวชี้วัดการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งบริษัทที่แสดงให้เห็นถึงการคำนึงถึง สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลที่นำไปสู่ผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้นความได้เปรียบที่ส่งผลแก่นักลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนของบริษัทเพิ่มขึ้น พบว่าการเปิดเผยข้อมูล ESG ไม่เพียงแต่ใช้วัดแค่ในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล แต่ใช้วัดในส่วนที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงินที่อาจส่งผลกระทบที่เป็นตัวเงินต่อองค์กร ซึ่งในท้ายที่สุดจะไปสะท้อนถึงโอกาสและความเสี่ยงของบริษัทในด้านของผลการดำเนินงาน (ณัฐฐศิษฏ์ ศิริอัสสกุล, 2566) บริษัทที่มีคะแนน ESG สูง จะมีความสามารถในการทำกำไรสูงและจ่ายปันผลสูงเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีคะแนน ESG ต่ำ (Giese, Lee, Melas, Nagy, & Nishikawa 2019) ในขณะเดียวกัน Koundouri, Pittis, and Plataniotis (2022) ยังให้ความเห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลการดำเนินงานทางการเงินมีพื้นฐานจากความเชื่อที่ว่า การจัดการองค์กรที่ดีเกี่ยวกับปัญหา ESG สามารถนำไปสู่การปรับปรุง

ผลการดำเนินงานทางการเงิน อีกทั้งการใช้ EGS ในการตัดสินใจลงทุนยังเป็นประเด็นที่ยังถกเถียงอยู่เช่นกัน ต่างแย้งว่าการรวม ESG เข้ากับการตัดสินใจลงทุนไม่ใช่แนวปฏิบัติที่ดีที่สุดในการลงทุนเพื่อผลตอบแทนที่ดี

จากการศึกษาคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงาน ในอดีต ปัจจุบัน และอนาคต ผู้วิจัยมุ่งหวังว่าจะมีส่วนช่วยทำให้เกิดประโยชน์ในการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งส่วนใหญ่จะไม่ตระหนักถึงผลกระทบจากปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินมากนัก แต่ในความเป็นจริงปัจจัยด้าน ESG มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการค่อนข้างมาก

1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 คำถามการวิจัย / สมมติฐานการวิจัย

1.3.1 คำถามงานวิจัย

คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่อย่างไร

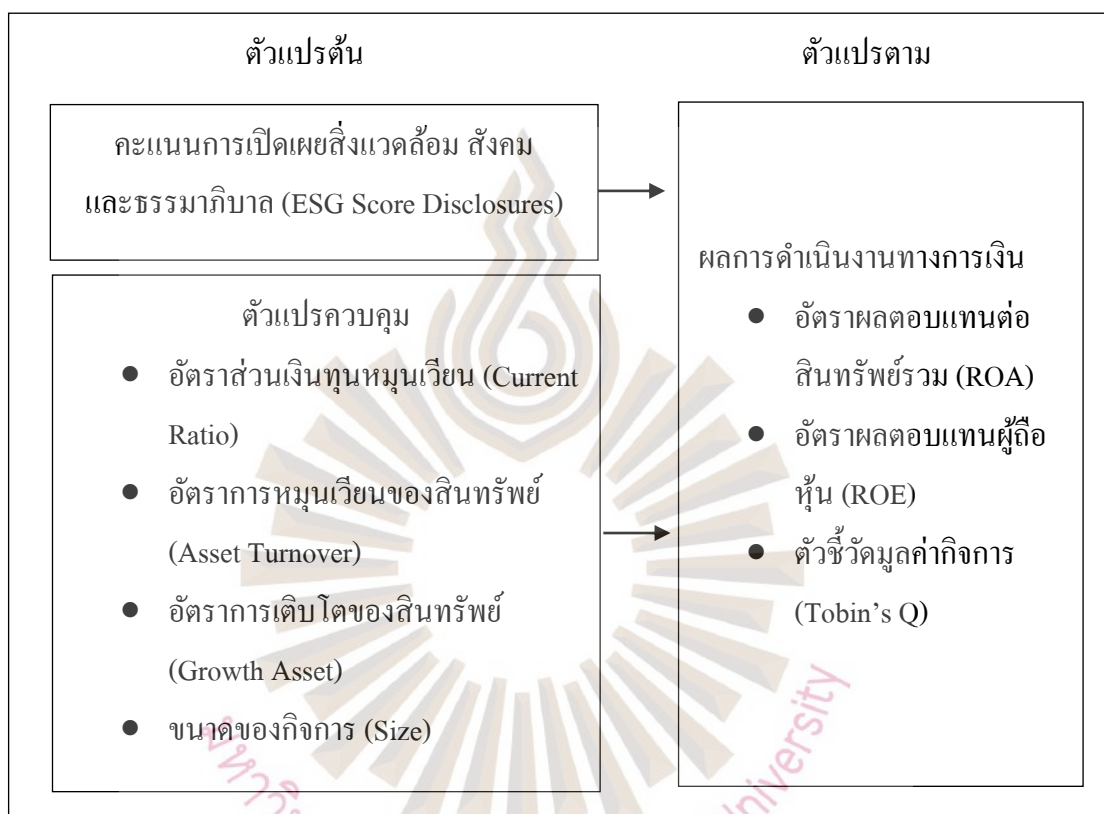
1.3.2 สมมติฐานงานวิจัย

H1: คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

H2: คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

H3: คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ

1.4 กรอบแนวคิดการวิจัย



รูปที่ 1.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

1.5 นิยามศัพท์

คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Scores Disclosure) หมายถึง การเปิดเผยสิ่งแวดล้อม (Environment) สังคม (Social) และธรรมาภิบาล (Governance) ที่มีความครบถ้วนและถูกต้องตามมาตรฐานการรายงาน ซึ่งข้อมูลที่เปิดเผยเพียงพอและมีสาระสำคัญเพื่อให้ผู้ใช้ได้รับข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจที่จะลงทุนว่าบริษัทที่เลือกมีความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม และธรรมาภิบาล และเป็นบริษัทที่มีแนวคิดเรื่องการพัฒนาอย่างยั่งยืนเพียงใด (ชนาภรณ์ ชูแก้ว, 2565)

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) หมายถึง ความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้น ถ้าค่าที่คำนวณได้สูงมากเท่าใด แสดงว่าบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนที่ประกอบไปด้วย เงินสด ลูกหนี้ และสินทรัพย์คงเหลือ มากกว่าหนี้ระยะสั้น ทำให้ความคล่องตัวในการชำระหนี้ระยะสั้นมีค่อนข้างมาก คำนวณจาก สินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน (ประภัสสร อธิกสุรพงศ์, 2564)

อัตรการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset Turnover) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงถึง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมด วัดจากความสามารถของกิจการในการใช้สินทรัพย์ทั้งสิ้น อย่างมีประสิทธิภาพเพียงใด ยิ่งสูง ยิ่งดีเมื่อเทียบกับยอดขาย ถ้าอัตราส่วนนี้ต่ำ แสดงว่า บริษัทมีสินทรัพย์มากกว่าความต้องการ (ทริยา พงษ์พันธ์, 2558)

อัตรการเติบโตของสินทรัพย์ (Growth Asset) หมายถึง อัตราที่แสดงให้เห็นการเติบโตของสินทรัพย์ของกิจการใช้ในการดำเนินงาน การเติบโตของสินทรัพย์มีทิศทางเดียวกับระดับการก่อหนี้สิน ซึ่งการดำเนินกิจการยังมีอัตรการเติบโตของสินทรัพย์ที่สูงขึ้น ย่อมต้องการแหล่งเงินทุนมาก เพื่อนำมาลงทุนในโครงการต่าง ๆ ให้บริษัทเติบโตยิ่งขึ้นไป คำนวณจาก สินทรัพย์รวมปีปัจจุบัน-สินทรัพย์รวมปีก่อน/สินทรัพย์รวมปีก่อน (อาภา ประดิษฐวัฒนา, 2561)

ขนาดของกิจการ (Size) หมายถึง ขนาดของบริษัทวัดได้จากสินทรัพย์รวมของบริษัท วัดได้จากค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดของบริษัท ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี (มยุรี สินธุเจริญ, 2560)

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset or ROA) หมายถึง อัตราที่แสดงให้เห็นความสามารถในการทำกำไรของกิจการจากการลงทุนสินทรัพย์ทั้งหมดที่ธุรกิจใช้ในการดำเนินงาน (ทริยา พงษ์พันธ์, 2558)

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity or ROE) หมายถึง อัตราที่แสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้น จะได้รับผลตอบแทนคืนมาจากการดำเนินงานของกิจการมากน้อยเพียงใด (ทริยา พงษ์พันธ์, 2558)

ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) หมายถึง มูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่ใช้วัดผลการดำเนินงานทางการเงินที่สะท้อนมูลค่าตลาดที่เกิดขึ้น วัดได้จากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญที่

คำนวณจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดบวกหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม (ณัฐนันท์ ใจสะอาด, 2565)

1.6 ขอบเขตและข้อจำกัดในการศึกษา

การวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยมุ่งเน้นในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน สำหรับระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2561 – 2565)

1.6.1 ขอบเขตด้านเนื้อหา

การวิจัยครั้งนี้มุ่งเน้นในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการดำเนินงานจะวัดด้วยข้อมูล 3 รายการ คือ 1) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset or ROA) 2) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity or ROE) 3) ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จากข้อมูลในงบการเงิน สำหรับระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2561 – 2565)

1.6.2 ขอบเขตด้านพื้นที่

ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตด้านพื้นที่ในการวิจัยครั้งนี้ศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.6.3 ขอบเขตด้านประชากร และกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้เก็บข้อมูลจากประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลังจากคัดเลือกบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วน กลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 106 บริษัท ใน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน ประกอบด้วย 1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค 3) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้า

อุตสาหกรรม 4) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 5) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร 6) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และ 7) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ซึ่งบ่งบอกถึงโครงสร้างเศรษฐกิจและศักยภาพการเติบโตของประเทศ ซึ่งบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาอยู่ในช่วงระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2561 – 2565) มีผลการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง

1.6.4 ขอบเขตด้านเวลา

การวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของบริษัทจดทะเบียนที่มีการรายงานข้อมูลต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ระยะเวลารวบรวมข้อมูลสำหรับงานวิจัยในครั้งนี้ โดยใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2561 – 2565 รวมเป็นระยะเวลา 5 ปี

1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีประโยชน์ในการศึกษาดังนี้

1.7.1 ประโยชน์ทางด้านวิชาการ

1) เป็นส่วนหนึ่งในการยืนยันหรือเพิ่มเติมการศึกษาที่เป็นประโยชน์ต่อกิจการเกี่ยวกับแนวคิด ทฤษฎี งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล รวมถึงผลการดำเนินงานของบริษัท

2) นักวิชาการ นักวิจัย และผู้ที่สนใจสามารถนำข้อมูลที่ได้รับจากการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ไปใช้ในการพิจารณา และประกอบการตัดสินใจการลงทุนในบริษัทที่สนใจได้อย่างเหมาะสม เพื่อลดความเสี่ยง เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลไม่ได้เป็นเพียงข้อมูลทางการเงินเท่านั้น

1.7.2 ประโยชน์ทางด้านวิชาชีพหรือการนำไปปฏิบัติ

1) ช่วยให้นักลงทุนผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ในกลุ่มของลูกค้า คู่ค้า เพื่อทำความเข้าใจความสำคัญของความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม โดยไม่สร้างผลกระทบเสียหายแก่ชุมชนและสิ่งแวดล้อมในระยะยาว

2) เพื่อเป็นแนวทางสำหรับช่วยให้บริษัทมีความสามารถในการแข่งขันระยะยาว ผ่านการปรับปรุงด้านผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อช่วยลดความเสี่ยงทางการเงิน และช่วยให้เล็งเห็นถึงความสำคัญของสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล



บทที่ 2

ทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาวิจัยของผู้วิจัยในครั้งนี้มุ่งศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการค้นคว้าศึกษา และรวบรวมข้อมูลจากบทความทางวิชาการ แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อประโยชน์ในการศึกษา ซึ่งประกอบไปด้วยแนวคิด ทฤษฎี บทความและผลงานวิจัย ดังต่อไปนี้

- 2.1 การเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล
- 2.2 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง
- 2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 การเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล

ในตลาดทุนมีปัจจัยมากมายที่มีส่วนต่อการกำหนดความสำเร็จของการลงทุน ทั้งในเรื่องของเศรษฐกิจมหภาค ปัจจัยพื้นฐาน รูปแบบธุรกิจ รวมถึงปัจจัยเฉพาะตัวต่าง ๆ แต่เรื่องของความยั่งยืนก็ เป็นส่วนที่สำคัญ นอกจากนี้ยังมีประโยชน์ด้านการส่งเสริมความยั่งยืนของโลกใบนี้ ปัจจุบันความต้องการข้อมูลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment Social and Governance: ESG) เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วทั้งในและต่างประเทศ โดยผู้มีส่วนได้เสียของธุรกิจตั้งแต่ผู้ลงทุนลูกค้าและหน่วยงานกำกับดูแลต่างแสดงความต้องการให้ภาคธุรกิจมีการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งจะสร้างความมั่นใจว่าผู้ประกอบการมีการปรับตัวเพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขันบริหารความเสี่ยง ควบคู่ไปกับความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย สังคม และสิ่งแวดล้อม สอดคล้องกับเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนของสหประชาชาติ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึง เล็งเห็นความสำคัญของการส่งเสริมศักยภาพเหล่านี้ให้เติบโตอย่างเข้มแข็งและยั่งยืน นอกจากนี้ต้องมีการบริหารจัดการธุรกิจที่มีประสิทธิภาพแล้วยังต้องดำเนินธุรกิจอย่างรับผิดชอบต่อและคำนึงถึง สิ่งแวดล้อม สังคม ธรรมาภิบาล (Environment Social and Governance: ESG) เพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืน ในระยะยาว

การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล สามารถเปิดเผยข้อมูลในรูปแบบรายงานการเปิดเผยข้อมูลประจำปีตามที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. กำหนดหรือแยก เนื้อหา รายงานความยั่งยืน โดยเฉพาะ ซึ่งมีชื่อเรียกที่หลากหลาย เช่น Sustainable Development (SD) Report, Sustainability Report, ESG Report เป็นต้น นอกจากนี้การเปิดเผยข้อมูล ESG ยังมี มาตรฐานของการเปิดเผยข้อมูลของ Global Reporting Initiative (GRI) ซึ่งเป็นที่ยอมรับและนิยมมากที่สุดในปัจจุบัน จะมีการเปิดเผยข้อมูลทั้งหมด 2 ระดับ คือ

ระดับที่ 1 การรายงานข้อมูลทั่วไป ตามแนวปฏิบัติ GRI 101 (Foundation) GRI 102 (General Disclosures) และ GRI 103 (Management Approach)

ระดับที่ 2 รายงานข้อมูลในมิติเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม ตามประเด็นสาระสำคัญ (Topic-specific Standards) ตามแนวปฏิบัติ GRI 200 (มิติเศรษฐกิจ) GRI 300 (มิติสิ่งแวดล้อม) GRI 400 (มิติสังคม)

ซึ่งการเปิดเผยข้อมูล ESG จะครอบคลุมประเด็นสำคัญด้านความยั่งยืนที่เป็นพื้นฐาน 11 ประเด็น ภายใต้มิติ 3 ด้าน ได้แก่

ด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) คือ การที่กิจการมีนโยบาย การบริหาร จัดการกับปัญหาที่เกิดขึ้นกับสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจน มีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจของกิจการ รวมไปถึงการใช้ทรัพยากรอย่างมีคุณค่าและประสิทธิภาพสูงสุด ซึ่งประกอบด้วย 4 ประเด็น คือ

- 1) การบริหารจัดการพลังงาน
- 2) การบริหารจัดการน้ำ
- 3) การบริหารจัดการขยะ ของเสียและมลพิษ
- 4) การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก

ด้านสังคม (Social) คือ การคำนึงถึงสิทธิมนุษยชน และความเป็นอยู่ของสังคม การบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเท่าเทียมกัน มีการส่งเสริมการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง เพื่อคุณภาพและประสิทธิภาพของพนักงาน นอกจากนี้กิจการ ควรตอบแทนด้วยการคืนกำไรให้สังคม อย่างเช่น การจัดโครงการพัฒนาชุมชนและสังคมซึ่งประกอบด้วย 3 ประเด็น คือ

- 5) การปฏิบัติต่อแรงงาน/พนักงาน
- 6) ความรับผิดชอบต่อลูกค้า
- 7) การพัฒนาสังคม/ชุมชน

ด้านบรรษัทภิบาล (Governance) คือ การมีระบบการจัดการภายในที่ดี มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ลดปัญหาการฉ้อโกง การทุจริตคอร์รัปชัน ลดปัญหาความขัดแย้งภายใน บริษัท ลดอัตรา การลาออก สดุดันทุนในการฝึกพนักงานใหม่ รวมถึงการสร้าง ความเชื่อแก่ผู้มีส่วนได้เสียนำไปสู่ ความยั่งยืนของธุรกิจในอนาคต ซึ่งประกอบด้วย 4 ประเด็น คือ

- 8) การกำกับดูแลกิจการที่ดี
- 9) การบริหาร ความเสี่ยงด้านความยั่งยืน
- 10) การบริหารจัดการห่วงโซ่อุปทาน
- 11) นวัตกรรมองค์กร

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านการเปิดเผยและวิเคราะห์ของฝ่ายบริหาร เพื่อให้บริษัทต่าง ๆ แสดงถึงปัจจัยที่มีผลกระทบกับการดำเนินงานและสถานะทางการเงินของบริษัทที่คาดว่าจะเกิดขึ้นหรือได้เกิดขึ้นแล้ว เพื่อให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถประเมิน โยบายในการดำเนินงาน และกำหนดทิศทางในอนาคตของบริษัทได้ เช่น รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม รายงานการกำกับดูแล กิจการที่ดี และรายงานประเด็นข้อเรียกร้องของกลุ่มพนักงานหรือลูกค้า เป็นต้น (ศิริพร วัลย์เปี้ย และดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์, 2561) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า การที่กิจการมีความรับผิดชอบต่อสังคมจะเป็นการรักษา สิ่งแวดล้อมและยังช่วยพัฒนาคุณภาพชีวิต ซึ่งมีผลกระทบต่อภาพลักษณ์ขององค์กรมากที่สุด และข้อมูล ในส่วนนี้จะมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจเลือกลงทุนของผู้ที่มีความสนใจในบริษัทต่าง ๆ อีกด้านหนึ่ง

การจัดทำรายงานและการเปิดเผยข้อมูลต่อสังคมสำหรับประเทศไทยนั้น แต่เดิมแล้วจะมีการจัดทำรายงานด้วยความสมัครใจของบริษัทเอง โดยสามารถที่จะนำแนวทางที่จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2555 ด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการมาใช้เป็นแนวทาง ในการปฏิบัติ และเพื่อเป็นการส่งเสริมให้กิจการให้ความสำคัญและสนใจในเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคม และความยั่งยืนของกิจการมากขึ้น ต่อมาในปี พ.ศ. 2556 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ทำการปรับปรุงแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และยังมีกำหนดให้เปิดเผยข้อมูลเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) เพิ่ม ในแบบแสดงรายการข้อมูล ประจำปี (แบบ 56-1) ซึ่งฝ่ายพัฒนาบริษัทสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้มีการแสดงข้อกำหนดของแบบ 56-1 ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน และได้มีการจัดทำคู่มือเพื่อแสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลง

ในส่วนของการจัดกลุ่มหัวข้อและหมวดเนื้อหาในการเปิดเผย ข้อมูลของบริษัทในเรื่องต่าง ๆ ที่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมที่ใช้กันมาในอดีต

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เห็นถึงความสำคัญของการดำเนินธุรกิจโดยยึดหลักการมีความรับผิดชอบต่อสังคม เช่นกัน จึงจัดให้มีการประกวดและให้รางวัลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมยอดเยี่ยม (Best Corporate Social Responsibility Awards: CSR Awards) และรางวัล CSR Recognition และให้บริษัทที่ได้รับรางวัลเป็นแบบอย่างเพื่อบูรณาการกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของนโยบายการดำเนินงาน (ศิริพร มาลัยเปีย และดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์, 2561) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า รางวัลความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นส่งผลให้บริษัทมีชื่อเสียง มั่นคง สร้าง ความน่าเชื่อถือ และได้รับการไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ นอกจากนี้ยังสามารถดึงดูดความสนใจ ของนักลงทุน ได้อีกด้วย

การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความยั่งยืน เป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยสร้างความรับผิดชอบต่อสังคม และสร้างความโปร่งใสในการดำเนินงานขององค์กร สำหรับผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องเพื่อใช้ข้อมูลดังกล่าวในการตัดสินใจ ซึ่งเป็นปัจจัยสู่การสร้างบรรทัดฐาน และความคาดหวังใหม่ ๆ ในการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้เกิดการพัฒนานโยบายองค์กร และการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมองค์กรให้ไปในทิศทางที่มีความสอดคล้องกับข้อกำหนดในการเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนขององค์กรมากขึ้น นอกจากนี้ยังเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการจัดการกระบวนการบริหารงานที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนภายในองค์กร การบริหารจัดการความเสี่ยง การวางกลยุทธ์ขององค์กรที่ส่งเสริมให้องค์กรเห็นภาพผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมที่เกิดจากการดำเนินงานขององค์กรชัดเจนขึ้น จะเห็นได้ว่า ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนขององค์กร จึงเป็นข้อมูลที่ได้รับ ความสนใจจากนักลงทุน งานวิจัยหลายชิ้นได้ชี้ให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมที่เป็นบวกขององค์กรส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน (Holm & Rikhardsson, 2008)

ประโยชน์ของการเปิดเผยข้อมูลทำให้ในปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความยั่งยืนและความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรในหลากหลายรูปแบบและหลากหลายช่องทางมากขึ้นกว่าเดิม ทั้งข้อมูลในส่วนของรายงานประจำปี การเปิดเผยข้อมูลโดยจัดทำรายงานความยั่งยืนแบบแยกเล่ม หรือเปิดเผยข้อมูลทางเว็บไซต์ของบริษัท ซึ่งอาจจะมีชื่อเรียกต่างกันออกไป เช่น รายงานการพัฒนาที่ยั่งยืน รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม หรือรายงาน ESG เป็นต้น แม้การจัดทำรายงานความยั่งยืนจะได้รับความนิยมที่เพิ่มขึ้น จะเห็นได้ว่า นอกเหนือจากการรายงาน

ข้อมูลความยั่งยืนที่เพิ่มขึ้น การสร้างการกำกับดูแลด้านความยั่งยืนขององค์กรให้เกิดการรวบรวมประเด็นด้านความยั่งยืนที่สำคัญเข้าไปในการตัดสินใจทางธุรกิจ การปฏิบัติงาน และการวัดผลการดำเนินงานจึงมีความสำคัญมาก แต่ก็เป็นการท้าทายขององค์กรต่าง ๆ เช่นกัน ดังนั้นองค์กรที่เปิดเผยข้อมูล รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแล ควรเน้นถึงความสำคัญในการเปิดเผยข้อมูล กระบวนการได้มาซึ่งประเด็นที่ความยั่งยืน กระบวนการรับฟังผู้มีส่วนได้เสีย และกระบวนการวัดผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน โดยไม่ได้เน้นแค่การทำรายงานที่เป็นเพียงผลผลิตของกระบวนการดังกล่าวเท่านั้น การเปิดเผยข้อมูลของธุรกิจเป็นกลไกสำคัญที่ใช้ตัดสินใจเพื่อการลงทุน โดยธุรกิจที่มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ถูกต้อง และครบถ้วนก็จะยิ่งสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย และดึงดูดให้ผู้ลงทุนเกิดความสนใจ การเปิดเผยข้อมูลของธุรกิจควรแสดงให้เห็นถึงการดำเนินธุรกิจและบริหารความเสี่ยงที่ครอบคลุมประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment Social and Governance: ESG) เพื่อให้นักลงทุนมีข้อมูลเพียงพอสำหรับการพิจารณาตัดสินใจการลงทุน

จากการกำกับดูแลกิจการทำให้กิจการมีระบบการบริหารและการจัดการที่มีคุณภาพ รวมทั้งมีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส มีผลการปฏิบัติงานที่เป็นมาตรฐานเพื่อส่งเสริมประสิทธิภาพ สร้างความสามารถในการแข่งขัน และเพิ่มมูลค่าแก่กิจการ ซึ่งจะสร้างความพึงพอใจแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย และยังเป็นการบริหารจัดการบริษัทให้มีความโปร่งใสมีประสิทธิภาพสามารถตรวจสอบได้ เป็นการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน (ทอฝัน คำวงศ์ และคณะ, 2562) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้านการเปิดเผยและวิเคราะห์ของฝ่ายบริหาร เพื่อให้บริษัทต่าง ๆ แสดงถึงปัจจัยที่มีผลกระทบกับการดำเนินงานและสถานะทางการเงินของบริษัทที่คาดว่าจะเกิดขึ้นหรือเกิดขึ้นแล้ว เพื่อให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถประเมินนโยบายการดำเนินงานและกำหนดแนวทางของบริษัทในอนาคตได้ (ศิริพร มาลัยเปีย และดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์, 2561)

แนวคิดด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment Social and Governance : ESG) เป็นแนวคิดส่วนหนึ่งในการพัฒนาความยั่งยืนที่แสดงให้เห็นถึงการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของธุรกิจ เพราะการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของธุรกิจนั้นเป็นกลไกที่สำคัญที่ช่วยให้บริษัทจดทะเบียนได้มีการติดตาม ประเมินผล และทบทวนผลการดำเนินงานที่ผ่านมา (พรชนก ยิ้มพันธ์, 2563)

แนวปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม (Environment Practices) ผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอกแสดงความสนใจเพิ่มขึ้นในการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมขององค์กรเอกชน เนื่องจากผลกระทบของมลพิษที่ถูกสร้างขึ้น (Jasch, 2006) ผู้มีส่วนได้เสียภายใน เช่น พนักงาน อาจได้รับผลกระทบจากมลพิษในสภาพแวดล้อมการทำงาน ในขณะที่ผู้มีส่วนได้เสียภายนอก ได้แก่ ชุมชนที่ได้รับผลกระทบจากมลพิษในท้องถิ่น ดังนั้นจึงจำเป็นที่บริษัทจะต้องใช้แนวทางปฏิบัติในการจัดการที่ดีที่สุดเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก สารทำลายโอโซน คาร์บอนไดออกไซด์ ของเสียอันตราย การปล่อยน้ำ การรั่วไหล หรือผลกระทบต่อความหลากหลายทางชีวภาพ ฝ่ายบริหารของบริษัทควรตรวจสอบให้แน่ใจว่ามีการใช้ทรัพยากรธรรมชาติในกระบวนการผลิตอย่างดีเยี่ยม การสนับสนุนเทคโนโลยีขั้นสูงและนวัตกรรมผลิตภัณฑ์สามารถเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมได้ เนื่องจากเผยให้เห็นความสามารถของบริษัทในการลดต้นทุนและภาวะด้านสิ่งแวดล้อมให้กับลูกค้า และด้วยเหตุนี้จึงสร้างโอกาสทางการตลาดใหม่ ๆ ผ่านเทคโนโลยีและกระบวนการด้านสิ่งแวดล้อมใหม่ ๆ หรือผลิตภัณฑ์ที่ออกแบบเชิงนิเวศ และลดปริมาณวัตถุดิบ เพิ่มความคงทน (Reuters, 2015) ประสิทธิภาพด้านสิ่งแวดล้อมสามารถปรับปรุงมูลค่าของบริษัทและดึงดูดผู้มีส่วนได้เสียรายใหม่ จะเห็นได้ว่าแนวปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมที่ดีในกิจกรรมการดำเนินงานสามารถประหยัดต้นทุนได้สมเหตุสมผล และหลีกเลี่ยงผลกระทบทางธุรกิจจากปัญหาการปนเปื้อน (Warschauer, 2015) ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจ เช่น ของเสียอันตราย การปล่อยสารพิษที่ ระดับมลพิษในน้ำทิ้ง การไม่ปฏิบัติตามกฎหมายด้านสิ่งแวดล้อมหรือการจัดอันดับด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทที่พัฒนาโดยกลุ่มภายนอก

แนวปฏิบัติเพื่อสังคม (Corporate Social Practices หรือ CSP) เนื่องจากกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อมที่ไม่มีการควบคุมอย่างเหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อโลก ผู้คน และผลกำไร ดังนั้นบริษัทจึงควรรับผิดชอบต่อสังคม การกำหนดแนวคิด CSP ให้เป็นแนวคิดแบบ 3 มิติ คือ 1) ความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร เช่น เศรษฐกิจ กฎหมาย จริยธรรม คุณยพินิจ เป็นต้น 2) การตอบสนองทางสังคมขององค์กร เช่นการป้องกัน การอำนวยความสะดวก หรือการกระทำ เป็นต้น 3) ประเด็นทางสังคม เช่น ผู้บริโภค สิ่งแวดล้อม ความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์ การเลือกปฏิบัติของพนักงาน เป็นต้น ผลการปฏิบัติงานแสดงให้เห็นว่าสิ่งสำคัญคือบริษัทต่าง ๆ สามารถบรรลุผลสำเร็จและผลลัพธ์จากการยอมรับความรับผิดชอบต่อสังคมและการนำปรัชญาการตอบสนองมาใช้ ด้วยเหตุนี้บริษัทที่มีผลการปฏิบัติงานทางสังคมสูงจะสามารถดึงดูดพนักงานที่มีคุณสมบัติ ที่เหมาะสมได้ง่ายขึ้น ดังนั้นเพื่อสร้างความไว้วางใจและความภักดีต่อพนักงาน ลูกค้า และสังคม บริษัทควรมีความรับผิดชอบต่อสังคมและตอบสนองต่อประเด็นทางสังคม ตัวอย่างที่บริษัทจะต้องรับผิดชอบต่อ

สังคมเกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ต่อผลิตภัณฑ์ ชุมชน สิทธิมนุษยชน ความหลากหลายและโอกาส คุณภาพการจ้างงาน สุขภาพและความปลอดภัยของพนักงาน รวมถึงการฝึกอบรมและการพัฒนา จากผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มี CSP ต่ำจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินสูงกว่าบริษัทที่มี CSR ปานกลาง แต่บริษัทที่มี CSR สูงจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินที่สูงตามไปด้วย จะเห็นได้ว่า ทฤษฎีที่ว่าผู้มีส่วนได้เสียสามารถเปลี่ยนความสัมพันธ์ต่อสังคมให้เป็นผลกำไรได้ (Barnett, 2012)

แนวปฏิบัติด้านธรรมาภิบาล (Governance Practices) ระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็น องค์ประกอบสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ สูงสุดของผู้ถือหุ้น การจำกัดต้นทุนของตัวแทน และเอื้อต่อการอยู่รอดของบริษัท การกำกับดูแล กิจการมีลักษณะเป็นขั้นตอน และโครงสร้างที่ใช้ในการประสานงาน จัดการกับธุรกิจ และการ ดำเนินงานขององค์กรเพื่อยกระดับธุรกิจที่ต้องการความยั่งยืน (Sustainability) เนื่องจากแนวปฏิบัติ ด้านธรรมาภิบาลขององค์กรช่วยกำหนดแนวทางที่ชัดเจนเกี่ยวกับวิธีการตัดสินใจ วิธีการจัดการ หรือ แม้กระทั่งการทำบัญชีที่ถูกต้องตามกฎหมาย ข้อบังคับ และมาตรฐานของอุตสาหกรรม ผลที่ตามมา คือการดำเนินงานขององค์กรเป็นไปอย่างถูกต้องตามกฎหมายและข้อบังคับต่าง ๆ ซึ่งหมายถึง การที่ องค์กรจะไม่มีปัญหาเกี่ยวกับความโปร่งใสตามมาในภายหลัง ซึ่งทำให้บุคลากรภายนอก ที่เป็นผู้มีส่วน เกี่ยวข้องเชื่อมั่นในองค์กรที่ดำเนินธุรกิจอยู่บนหลักธรรมาภิบาลอย่างเช่น ความไว้วางใจในการร่วม ทำธุรกิจ ความเชื่อมั่นของนักลงทุน และภาพลักษณ์ที่น่าเชื่อถือขององค์กรนั้น การดำเนินธุรกิจอยู่บน หลักธรรมาภิบาล (Good Governance) เป็นเรื่องของการดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรมซึ่งองค์กรดำเนิน ธุรกิจอย่างมีจริยธรรมก็จะไม่มีปัญหาตามมาขัดขวางการเติบโตของธุรกิจในระยะยาวอีกทั้งยังได้รับ ความเชื่อถือจากผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) ทุกฝ่าย (สถาบันสิ่งแวดล้อมไทย, 2548)

ผลการดำเนินงานทางด้านเศรษฐกิจ การจัดการสิ่งแวดล้อมที่มีต่อความสามารถในการ แข่งขันและความสำเร็จทางเศรษฐกิจขององค์กรได้รับการถกเถียงกันอย่างแข็งขันมานานหลายปี ดัชนีทางการเงินและที่ไม่ใช่ทางการเงินสามารถสะท้อนถึงผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจได้ โดยตรง ดัชนีทางการเงิน หมายถึง ยอดขาย ความสามารถในการทำกำไร การหมุนเวียนสินค้าคง คลัง และผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ในขณะที่ดัชนีที่ไม่ใช่ทางการเงิน หมายถึง ส่วนแบ่งการตลาด ภูมิภาคการขายและจำนวนลูกค้า (Earmhart & Lizal, 2010) โดยทั่วไปแนวทางการจัดการ สิ่งแวดล้อมขององค์กรจะเกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจ ด้วยการนำแนวทางปฏิบัติ ด้านสิ่งแวดล้อมใหม่ ๆ มาใช้ เช่น การลดแหล่งกำเนิดมลพิษ วิธีการดำเนินงานที่เป็นมิตรต่อ

สิ่งแวดล้อม เป็นต้น จึงสามารถลดต้นทุนในการกำจัดของเสียลงได้ ดังนั้นจึงนำมาซึ่งผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจที่มีประสิทธิผลสำหรับองค์กรต่าง ๆ

ดังนั้น แนวคิดความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (E5G) จึงเป็น 3 มิติของความรับผิดชอบต่อสังคมที่ไม่เพียงคำนึงถึงการไม่ทำผิดกฎหมายแต่ยังดูแล ผู้มีส่วนได้เสียอย่างเป็นธรรมและมีคุณค่า ซึ่งเป็นแนวความคิดที่ตอบสนองความต้องการของนักลงทุนยุคใหม่ที่ไม่เพียงแต่ต้องการตัวเลขผลการดำเนินงานที่ดีเท่านั้น แต่ยังต้องการความรับผิดชอบต่อสังคม และสิ่งแวดล้อมที่ดีด้วย (พิพัฒน์ ยอดพฤติการ, 2556)

2.2 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นหัวใจสำคัญของ CSR ซึ่งแสดงให้เห็นผลประโยชน์ต่อบริษัท จากความรับผิดชอบต่อสังคม โดยทฤษฎีนี้มีพื้นฐานมาจากกรอบความคิดของ Branstetter (1938) ได้กล่าวถึงมุมมองและแนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีต่อสังคมในมุมมองของระดับผู้บริหาร แสดงให้เห็นว่าธุรกิจมีความรับผิดชอบต่อสังคมในประเด็นที่ส่งผลต่อผู้มีส่วนได้เสียต่อบุคคลกลุ่มต่าง ๆ ทั้งจากภายในและภายนอกองค์กร บุคคลในองค์กร เช่น พนักงาน คณะผู้บริหาร ผู้จัดการ เป็นต้น และอีกกลุ่มคือบุคคลภายนอกองค์กร เช่น ลูกค้า ผู้ผลิต ผู้จัดจำหน่าย คู่ค้า คู่แข่ง รวมไปถึงผู้ถือหุ้น และนักลงทุน เป็นต้น บุคคลเหล่านี้ล้วนมีผลต่อการตัดสินใจขององค์กรและมีอิทธิพลที่ช่วยขับเคลื่อนให้เกิดผลลัพธ์ในแง่ต่าง ๆ ต่อองค์กร ซึ่งธุรกิจไม่ได้ดูแลผู้มีส่วนได้เสียเพียงอย่างเดียว แต่ต้องทำประโยชน์เพื่อสังคม และต้องการดำเนินกิจการที่ต่อเนื่อง ดังนั้นการดำเนินธุรกิจแบบมีจริยธรรม ส่งผลให้องค์กรประสบความสำเร็จ (มาลินี สายก้อน และณัฐนันท์ จิตติยาปราโมทย์, 2560)

ความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรถูกนำมาใช้โดยทั่วไปเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจทำให้เกิดความสนใจสำหรับบริษัทต่าง ๆ ที่จะตระหนักถึงภาระหน้าที่ของตนเพื่อดูแลประเด็นทางสังคมขั้นพื้นฐาน การศึกษาแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมจะถูกวัดโดยพิจารณาจากความมุ่งมั่นและประสิทธิผลของฝ่ายบริหารของบริษัทในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การใช้ทรัพยากรธรรมชาติอย่างมีประสิทธิภาพ ในกระบวนการการผลิตและการดำเนินงาน การมีส่วนร่วมของบริษัท ในการสนับสนุนการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์หรือบริการที่มี

ประสิทธิภาพเชิงนิเวศ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทใช้แนวปฏิบัติด้านการจัดการที่ดีที่สุดเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและใช้ประโยชน์จากโอกาสด้านสิ่งแวดล้อมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพทางเศรษฐกิจ (ปัญญาชติ พิมพ์วงศ์, 2560)

ดังนั้นจะเห็นได้ว่า ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียสามารถเพิ่มระดับความตระหนักรู้ด้านสิ่งแวดล้อม และสร้างความจำเป็นสำหรับบริษัทต่าง ๆ ในการขยายการวางแผนองค์กรของตนให้ครอบคลุมผู้มีส่วนได้เสีย จากการศึกษา ชีรพร ทองชะโชค (2556) พบว่า ผู้มีส่วนได้เสียมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความอยู่รอดของกิจการ เพราะอาจได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจของกิจการเอง ไม่ว่าผู้มีส่วนได้เสียจะมีความสำคัญต่อกิจการในระดับใดก็ตามกิจการจะต้องมีความรับผิดชอบ รวมถึงการตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อสร้างความไว้วางใจ การเคารพซึ่งกันและกัน ตลอดจนการสร้างรูปแบบของความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งนำไปสู่เป้าหมายและวัตถุประสงค์ของการดำรงอยู่เติบโตเจริญก้าวหน้า และคุณภาพกรรมได้ซึ่งเป็นหัวใจหลักของการดำเนินกิจการ ที่องค์กรจะสร้างความมั่งคั่งในระยะยาวได้ หรือ ไม่นั้นได้ถูกกำหนดจากปัจจัยด้านความสัมพันธ์ที่มีต่อผู้มีส่วนได้เสียในหลาย ๆ กลุ่ม และองค์กรเองควรจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลไม่ว่าจะเป็นข้อมูลทั่วไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตัวเลขทางการเงินที่ควรจะต้องมีการเปิดเผยอย่างโปร่งใสและตรวจสอบได้

2.2.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนคือ คณะกรรมการบริษัท ซึ่งมีบทบาทสำคัญ ในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการให้บรรลุตามเป้าหมายของบริษัทและรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น และบุคคลภายนอก ทฤษฎีตัวแทนเป็นทฤษฎีที่ใช้ในการอธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งสะท้อนพฤติกรรมของคนและความเป็นไปในองค์กร โดยมองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้ จึงทำให้มีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ในแง่ของธรรมาภิบาลนั้น Matemane, Msomi, and Ngundu (1976) ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ที่เกิดจากบุคคลสองฝ่าย โดยเปรียบเทียบจาก บุคคลฝ่ายหนึ่ง เรียกว่า ตัวการ และอีกฝ่ายเรียกว่า ตัวแทน ซึ่งฝ่ายตัวการจะเป็นผู้ยินยอมมอบทรัพยากรและสิทธิในการจัดการทรัพยากรที่ตนมีอยู่ให้กับฝ่ายตัวแทนทำการบริหารจัดการกิจการให้ตน เพื่อให้ตัวการได้รับผลตอบแทนที่สูงที่สุด และตัวแทนจะได้รับค่าตอบแทนจากการทำงานนั้น กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นให้ฝ่ายบริหารดำเนินการแทนตน ซึ่งการที่

ผู้ถือหุ้นไม่สามารถล่วงรู้ข้อมูลการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร ย่อมทำให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจในการดำเนินการขึ้น

ความสัมพันธ์ในทางธุรกิจเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดจากความยินยอมพร้อมใจกันระหว่างบุคคล สอง ฝ่าย โดยแต่ละฝ่ายมีแรงจูงใจที่จะตัดสินใจที่จะก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัวความขัดแย้งกันในผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นเมื่อแต่ละฝ่ายดำเนินการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง (วรงค์ดี ทูมมานนท์, 2543) ดังนั้น ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ได้อธิบายถึงวิธีการจัดระเบียบความสัมพันธ์ของหน่วยงานให้ดีที่สุดเพื่อป้องกันความขัดแย้งและปัญหาอื่น ๆ ที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแทนและผู้บริหาร

2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แวมณิ ชัยยีน (2563) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Performance กับประสิทธิภาพทางการเงินในกลุ่มอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industries) ในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป จำนวน 16 ประเทศ ได้แก่ อังกฤษ สวีเดน เยอรมัน โปแลนด์ ฝรั่งเศส รัสเซีย อิตาลี สเปน เดนมาร์ก ฟินแลนด์ เนเธอร์แลนด์ ออสเตรีย สวิตเซอร์แลนด์ เบลเยียม นอร์เวย์ และกรีซ อยู่ระหว่างปี 2553 – 2561 จำนวน 428 บริษัท มีทั้งหมด 2,852 กลุ่ม โดยทำการรวบรวมตัวแปรจากแนวคิดและทฤษฎีต่าง ๆ ตัวแปรตามคือผลการดำเนินงานด้าน ESG ตัวแปรอิสระคืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Rate of Return on Total Assets: ROA) กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow of Firm: FCFF) ดัชนีวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk index: BETA) และตัวแปรควบคุมคือขนาดของกิจการ (Firm Size) ตัวแปรหุ่นคือ อุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industry) ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Rate of Return on Total Assets: ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ESG Performance และ GOV Performance หมายความว่า บริษัทในยุโรปจะมีกิจกรรมโดยรวมด้าน ESG และผู้บริหารมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อเมื่อบริษัทนั้นมีความสามารถในการทำกำไรที่ดีและมีกระแสเงินสดที่ไม่มากเกินไป เพื่อป้องกันการทุจริต สำหรับปัจจัยด้านขนาดของบริษัทคือมูลค่าสินทรัพย์รวมพบว่าบริษัทขนาดใหญ่มีผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่ดีกว่าขนาดเล็ก เนื่องจากประสิทธิภาพทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ESG Performance, Env Performance, Soc Performance และ Gov Performance

Fried (2015) ทำการศึกษาผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และผลการดำเนินงานของบริษัทในอินเดีย (ESG Scores and Firm Performance-Evidence from Emerging Market) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินและ ESG

Zhang, Liang, Li, and Wang (2022) ทำการศึกษาผลกระทบของ ESG และนวัตกรรมสีเขียวที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการจากมุมมองของการเปิดเผยข้อมูล เพื่อศึกษาการตอบโต้ผลกระทบของ ESG ว่าส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการหรือไม่อย่างไร โดยทำการศึกษายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้และเซินเจิ้นช่วงระหว่างปี 2555 – 2561 ตัวแปรอิสระวัดค่าจากการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และตัวแปรตามคือ มูลค่ากิจการ จากผลสรุปการศึกษาพบว่า นวัตกรรมสีเขียวมีบทบาทที่แข็งแกร่งขึ้นในการส่งเสริมบริษัทระดับกลางและระดับสูงกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

Alsayegh, Abdul Rahman, and Homayoun (2020) ทำการศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของเศรษฐกิจ สิ่งแวดล้อมและสังคม (EES) ในกลุ่มบริษัทในเอเชีย ระหว่างปี 2548 – 2560 จำนวน 1,244 กลุ่มตัวอย่าง โดยใช้ตัวแปรอิสระคือการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล ตัวแปรตามคือ ประสิทธิภาพความยั่งยืนทางเศรษฐกิจ (ECN) ประสิทธิภาพทางสังคม (SOC) ประสิทธิภาพด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG เป็นโครงสร้างที่เสริมความแข็งแกร่งให้กับองค์กรและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของเศรษฐกิจ สิ่งแวดล้อมและสังคม (EES) ของบริษัทในเอเชีย เห็นถึงความโปร่งใสและมีคุณภาพสูง นอกจากนี้ยังช่วยสร้างโอกาสที่ดีขึ้นใน เพิ่มความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสีย

Matemane, Msomi, and Ngundu (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการดำเนินงาน ESG และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศแอฟริกาใต้ พบว่าคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดด้วย ROA โดยได้ทำการวิเคราะห์แยกระหว่างบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินและไม่ใช้กลุ่มธุรกิจการเงินแยกออกจากกัน

Lubis and Rokhim (2021) ศึกษาบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลในเชิงลบกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดด้วย Tobin Q แต่เมื่อวิเคราะห์โดยเพิ่มตัวแปรความได้เปรียบเชิงแข่งขัน ได้ผลสรุปว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

พรพิชชา พรหมประสิทธิ์ (2565) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับโอกาสการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2562 - 2564 จำนวน 8 หมวดธุรกิจ รวมเป็น 1,005 ตัวอย่าง โดยตัวแปรอิสระ คือ ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ประกอบด้วยตัวชี้วัด ได้แก่ 1) ผลการประเมินการกำกับดูแลของบริษัทจดทะเบียน (CGR) 2) การได้รับการจัดอันดับใน EGS100 (ESG) 3) การได้รับคัดเลือกรายชื่ออยู่ใน (Thailand Sustainability Index (THIS) 4) รางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ตัวแปรตามคือ โอกาสในการเติบโต ประกอบด้วย 1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ 2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ 3) อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นขั้นพื้นฐานต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ และตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ (SIZE) และอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) โดยการศึกษาได้ข้อสรุปว่า ความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาสเติบโตของบริษัท ซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีการดำเนินกิจการด้าน ESG มากขึ้น จะส่งผลต่อโอกาสการเติบโตของบริษัทมากขึ้นตามไปด้วย

ณัฐศิษฏ์ ศิริอัสสกล (2566) ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงิน (Corporate Financial Performance) กับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Scores) รวมไปถึงคะแนนแยกตามหมวดหมู่ในแต่ละหมวด (Pillar Scores) ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี NASDAQ 100 ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้หลักของทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ในระหว่างปี 2015 – 2020 โดยใช้ตัวแปรตามคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ตัวแปรอิสระคือ คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Scores) ตัวแปรควบคุมคือ ขนาด ความเสี่ยงทางการเงิน สรุปผลการศึกษา แสดงให้เห็นว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Scores) และผลคะแนนทางด้านหมวดหมู่สังคม (SOC Scores) แต่ไม่พบความสัมพันธ์ในส่วนของคะแนนทางด้านหมวดหมู่สิ่งแวดล้อม (ENV Scores) และคะแนนด้านหมวดหมู่บรรษัทภิบาล (GOV Scores)

ทริยา พงษ์พันธุ์ (2557) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับผลประกอบการทางการเงินของบริษัทหมวดธุรกิจพลังงานที่อยู่ในดัชนี SET 50 ตั้งแต่ช่วงปี 2555 - 2557 ระยะเวลาการวิเคราะห์ 3 ปี

กลุ่มตัวอย่างจำนวน 10 บริษัท โดยตัวแปรอิสระคือ ระดับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร(ESG) ตัวแปรตาม คือ ผลประกอบการทางการเงิน จากผลการศึกษาค้นคว้าว่าการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับผลประกอบการทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) ในขณะเดียวกันสรุปได้ว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ขององค์กรกับผลประกอบการทางการเงิน ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin)

นัทธมน ทรงวุฒิ (2565) ทำศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทฯ ในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับมูลค่าของกิจการในกลุ่ม ESG100 ระยะเวลาปี 2561 - 2564 ตัวแปรอิสระ คือ 1) คะแนนประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในมิติการกำกับดูแลกิจการ (CG) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2) คะแนนการประเมินความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) โดยสถาบันไทยพัฒน์ 3) คะแนนการประเมินการด้านทุจริต (Anti-Corruption) โดยสถาบันไทยพัฒน์ ตัวแปรตาม คือ มูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) ตัวแปรควบคุม คือ 1) ขนาดของกิจการ (Size) 2) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Liabilities To Assets (L/A) Ratio) โดยใช้การวิเคราะห์สมการเชิงถดถอยในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ สรุปได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทฯ ในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q)

พิมพ์โพยม สุดเจริญ (2564) ทำการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของระดับความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานผ่านความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยโมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM) ระหว่างปี 2561 - 2563 จำนวนทั้งสิ้น 1,203 ตัวอย่าง โดยผลการศึกษาพบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม (ESG) ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้านตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ความรับผิดชอบต่อสังคม (ESG) ส่งผลกระทบต่อทั้งทางตรงและทางอ้อมในด้านบวกต่ออัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) และตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

กัตสิริ ศรีสงคราม (2560) ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ในหมวดธุรกิจ

พลังงานที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในระหว่างปี 2558 – 2560 จำนวน 38 หลักทรัพย์ จำนวน 106 ข้อมูล ตัวแปรอิสระคือความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ซึ่งได้แก่ 1) ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (CG) 2) การได้รับการจัดอันดับ ESG100 (ESG) 3) การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Index (THIS) 4) การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) 5) การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (CSR) ตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และตัวแปรควบคุมคือ ขนาดกิจการ (Size) และอัตราส่วนระหว่างกระแสเงินสดของบริษัทต่อทรัพย์สินทั้งหมดของบริษัท โดยผลการศึกษาพบว่า ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทกลุ่มพลังงานที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกิจการที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) ในปัจจุบันและอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการในอนาคต



บทที่ 3

ระเบียบวิธีการวิจัย

ในการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผู้วิจัย มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในการศึกษาจะใช้ตัวแปรที่วัด คือ 1) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return On Asset or ROA) 2) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return On Equity or ROE) 3) ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จากข้อมูลในงบการเงินในการทำวิจัยครั้งนี้เป็นการเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิซึ่งเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินประจำปีของแต่ละบริษัทที่อยู่ในเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (แบบ 56-1 ฐานข้อมูล SETSMART และฐานข้อมูล BLOOMBERG) ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยจะดำเนินการตามประเด็นดังนี้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากร

กลุ่มประชากรที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 อุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินกลุ่ม ประกอบด้วย กลุ่มที่ 1 กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มที่ 2 กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มที่ 3 กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มที่ 4 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มที่ 5 กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มที่ 6 กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มที่ 7 กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ด้วยการกรองข้อมูลบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ไม่สมบูรณ์ออกจากกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา ซึ่งเป็นข้อมูลประจำปี 2561 - 2565 มีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 106 บริษัท 530 กลุ่มตัวอย่าง (ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2565) โดยไม่รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในการการศึกษาจะใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2560-2565 จำนวน 433 บริษัท โดยมีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง โดยยกเว้น

- 1) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และหน่วยลงทุนซึ่งไม่มีลักษณะการบริหารงานเหมือนกับบริษัททั่วไป แต่มุ่งเน้นผลตอบแทนของผู้ลงทุนเป็นหลัก
- 2) บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงาน เนื่องจาก มีฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานที่มีความเสี่ยง และต้องอยู่ภายใต้แผนการฟื้นฟูกิจการตามพระราชบัญญัติการล้มละลาย ผู้วิจัยจึงไม่นำข้อมูลของบริษัทดังกล่าวมารวมด้วย เพราะจะทำให้ผลการวิจัยเบี่ยงเบนและเกิดความผิดพลาดได้
- 3) บริษัทที่เข้าข่ายการถูกเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์ และถูกขึ้นเครื่องหมายห้ามซื้อขายทำให้ไม่สามารถจัดเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน
- 4) บริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากธุรกิจเหล่านี้มีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างจากธุรกิจทั่วไป มีหน่วยงานที่กำกับดูแลโดยเฉพาะ และต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์และข้อบังคับของธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งเป็นกฎหมายสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนประกอบธุรกิจสถาบันการเงิน โดยเฉพาะ

3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในการการศึกษาจะใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยการกรองข้อมูลบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ไม่สมบูรณ์ออกจากกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาในปี พ.ศ. 2561 - 2565 จำนวน 106 บริษัท ประกอบด้วย

- 1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry)
 - ธุรกิจเกี่ยวกับการเพาะปลูก ทำป่านไม้ ทำปศุสัตว์ แปรรูปผลิตผลทางการเกษตร และผลิตอาหารและเครื่องดื่ม ประกอบด้วย :
 - 1.1) ธุรกิจการเกษตร (Agribusiness)
 - 1.2) ธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม (Food & Beverage)

2) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค (Consumer Products)

ธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตหรือตัวแทนจำหน่ายสินค้า เพื่อการอุปโภคบริโภคต่าง ๆ ทั้งที่เป็นสินค้าจำเป็น และสินค้าฟุ่มเฟือย ประกอบด้วย :

- 2.1) ธุรกิจแฟชั่น (Fashion)
- 2.2) ธุรกิจของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน (Home & Office Products)
- 2.3) ธุรกิจของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์ (Personal Products &

Pharmaceuticals)

3) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)

กลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตและจัดจำหน่ายวัตถุดิบทั่วไปที่สามารถนำไปใช้ได้หลายอุตสาหกรรม สินค้าขั้นต้นหรือสินค้าขั้นกลาง เครื่องมือและเครื่องจักรต่าง ๆ ที่นำไปใช้ต่อในอุตสาหกรรมการผลิตต่าง ๆ นอกจากนี้ยังรวมถึงอุตสาหกรรมยานยนต์ ประกอบด้วย :

- 3.1) ธุรกิจยานยนต์ (Automotive)
- 3.2) ธุรกิจวัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร (Industrial Materials &
- 3.3) ธุรกิจบรรจุภัณฑ์ (Packaging)
- 3.4) ธุรกิจกระดาษและวัสดุการพิมพ์ (Paper & Printing Materials)
- 3.5) ธุรกิจปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ (Petrochemicals & Chemicals)
- 3.6) ธุรกิจเหล็กและผลิตภัณฑ์โลหะ (Steel and Metal Products)

Machine)

4) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction)

กลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวกับผู้ผลิตวัสดุก่อสร้าง ผู้พัฒนาและบริหารอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงบริการก่อสร้างและงานวิศวกรรม ประกอบด้วย :

- 4.1) ธุรกิจวัสดุก่อสร้าง (Construction Materials)
- 4.2) ธุรกิจบริการรับเหมาก่อสร้าง (Construction Services)
- 4.3) ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Development)

5) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (Resources)

ธุรกิจเกี่ยวกับการแสวงหา หรือจัดการทรัพยากรต่าง ๆ เช่น การผลิตและจัดสรรเชื้อเพลิงพลังงาน และการทำเหมืองแร่ เป็นต้น ประกอบด้วย :

5.1) ธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค (Energy & Utilities)

5.2) ธุรกิจเหมืองแร่ (Mining)

6) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Services)

ธุรกิจในสาขาบริการต่าง ๆ ยกเว้นบริการทางการเงินและบริการด้านข้อมูลสารสนเทศหรือเทคโนโลยี หรือเป็นบริการที่ถูกจัดไว้ในกลุ่มอุตสาหกรรมหรือหมวดธุรกิจอื่นแล้ว ประกอบด้วย :

6.1) ธุรกิจพาณิชย์ (Commerce)

6.2) ธุรกิจการแพทย์ (Health Care Services)

6.3) ธุรกิจสื่อสิ่งพิมพ์ (Media & Publishing)

6.4) ธุรกิจบริการเฉพาะกิจ (Professional Services)

6.5) ธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ (Tourisms & Leisure)

6.6) ธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์ (Transportation & Logistics)

7) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Technology)

ธุรกิจเกี่ยวกับสินค้าเทคโนโลยี ไม่ว่าจะเป็นสินค้าขั้นต้น ชั้นกลางหรือขั้นสุดท้าย และรวมถึงผู้ให้บริการทางเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ประกอบด้วย :

7.1) ธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Components)

7.2) ธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (Information & Communication Technology)

ตารางที่ 3.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

กลุ่ม	รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม	ชื่อย่อกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
1	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry)	AGRO	9
2	สินค้าอุปโภคและบริโภค (Consumer Products)	CONSUMP	1
3	สินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)	INDUS	6

ตารางที่ 3.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย (ต่อ)

กลุ่ม	รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม	ชื่อย่อกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
4	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction)	PROPCON	24
5	ทรัพยากร (Resources)	RESOURC	26
6	บริการ (Services)	SERVICE	31
7	เทคโนโลยี (Technology)	TECH	9
รวม			106

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาความสัมพันธ์คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลจำนวน 106 บริษัท โดยเก็บจากข้อมูลงบการเงินและรวมทั้งราคาตลาดหลักทรัพย์ในฐานข้อมูล SetSMART แบบ (56-1) และฐานข้อมูล BLOOMBERG ปี 2561 - 2565 รวมทั้งราคาตลาดหลักทรัพย์จากสรุปข้อมูลราคาหลักทรัพย์

3.3 แบบจำลองความสัมพันธ์และตัวแปร

การศึกษาความสัมพันธ์คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบว่าความสัมพันธ์ว่าเป็นไปในทิศทางใด และมีความสัมพันธ์มากน้อยเพียงใด สามารถอธิบายได้ ดังสมการต่อไปนี้

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

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

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

โดยที่		
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

3.3.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนของการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาถึงองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องกับการคะแนนการเปิดเผยของบริษัท ในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล จึงนำมาเป็นตัวแปรอิสระในการค้นคว้า โดยจะทำการวัดผลการดำเนินงานในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.3.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

3.3.2.1 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการนำเงินมาลงทุนในสินทรัพย์ ว่าก่อให้เกิดผลกำไรมากน้อยเพียงใด สินทรัพย์รวมดังกล่าวหมายถึง สินทรัพย์ซึ่งกิจการใช้งานอยู่เท่านั้น ไม่รวมสินทรัพย์ที่กิจการไม่ได้ใช้งานหรือสินทรัพย์ถาวรที่อยู่ระหว่างการสร้าง หากกิจการมีค่าแสดงตัวเลข ในอัตราส่วนที่สูงแสดงให้เห็นว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการหากำไรสุทธิเพื่อมาตอบแทนส่วนของสินทรัพย์ทั้งสิ้น ได้คุ้มค่ากับการลงทุน หากค่าที่ได้ต่ำ หมายถึง กิจการไม่มีประสิทธิภาพในการหากำไรสุทธิ ในอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ คืออัตรา

ที่ใช้วัดความสามารถในการใช้สินทรัพย์ของกิจการเพื่อสร้างกำไรและอัตราส่วนนี้ถือเป็นการวัดประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์รวมของบริษัท ค่าที่อ่านได้ เป็นเปอร์เซ็นต์ หรือร้อยละการคำนวณอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}} \times 100 \quad (3-4)$$

3.3.2.2 อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)

เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นทราบว่า เป็นส่วนของเจ้าของที่มีอยู่นั้น จะทำให้เกิดผลกำไรเป็นจำนวนเท่าใด แสดงให้เห็นความสามารถของฝ่ายบริหารในการใช้สินทรัพย์ให้มีประโยชน์ให้มากที่สุด ค่าของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ควรมีตัวเลขที่สูงแสดงถึงประสิทธิภาพในการหากำไรสุทธิในการหากำไรสุทธิ เพื่อมาตอบแทนส่วนของเจ้าของได้ดี หากแสดงตัวเลขต่ำ หมายถึง กิจการไม่มีประสิทธิภาพในการหากำไรสุทธิในการคำนวณอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของค่าที่อ่านได้เป็นเปอร์เซ็นต์ หรือร้อยละ คำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}} \times 100 \quad (3-5)$$

อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น คืออัตราส่วนนี้จะเกี่ยวกับส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถใช้วัดผลตอบแทนจากการลงทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งแสดงถึงเงินลงทุนของกิจการในส่วนของผู้ถือหุ้นได้นำไปลงทุนและได้บริหารการลงทุนเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการ

3.3.2.3 ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

วัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่ากิจการตลาดและมีการนำมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์มาใช้ในการพิจารณาพร้อมด้วย หรือเป็นการวัดมูลค่ากิจการโดยสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นวิธีการวัดผลการปฏิบัติงานโดยการหารมูลค่าตลาด Tobin's Q การวัดค่ากิจการ โดยใช้แนวคิดเกี่ยวกับ Tobin's Q โดย Tobin (1969) ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale โดยเป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสาน

ข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด และมีการนำมูลค่าทางเศรษฐกิจมาใช้ในการพิจารณาด้วย จะเห็นได้ว่าบริษัทที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จัดว่าเป็นบริษัทที่มีความสามารถชำระหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ ตรงกันข้ามกับบริษัทที่มีค่า Tobin's Q ต่ำกว่า 1 จัดว่าเป็นบริษัทที่ไม่สามารถชำระหนี้ให้เกิดประโยชน์ได้อย่างเต็มที่ ไม่ก่อให้เกิดมูลค่าของกิจการ Chung and Pruitt ได้กำหนดสูตรและพัฒนาโดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดของกิจการจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญตามสมการดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT}) / \text{BV}$$

MVE = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ

PS = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ

DEBT = มูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน

BV = มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์

3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

3.3.3.1 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio)

เป็นอัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน แสดงถึงกิจการมีทรัพย์สินหมุนเวียนเป็นกี่เท่าของหนี้สินหมุนเวียน

$$\text{อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}} \quad (3-6)$$

3.3.3.2 อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover Ratio)

เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมด (TAT) เมื่อเทียบกับยอดขาย (SALES) ถ้าอัตราส่วนนี้ต่ำ แสดงว่า บริษัทมีสินทรัพย์มากเกินไปเกินความต้องการ

$$\text{อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover)} = \frac{\text{ขายสุทธิ (SALES)}}{\text{สินทรัพย์รวม (Total Assets)}} \quad (3-7)$$

3.3.3.3 อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (Asset Growth)

แสดงให้เห็นการเติบโตของสินทรัพย์ของกิจการใช้ในการดำเนินงาน การเติบโตของสินทรัพย์มีทิศทางเดียวกัน กับระดับการก่อหนี้สิน ซึ่งการดำเนินกิจการยังมีอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ที่สูงขึ้น ย่อมต้องการแหล่งเงินทุนมาก เพื่อนำมาลงทุนในโครงการต่าง ๆ ให้บริษัทเติบโตยิ่งขึ้นไป

$$\text{อัตราการเติบโตของสินทรัพย์} = \frac{\text{สินทรัพย์รวมปีปัจจุบัน} - \text{สินทรัพย์รวมปีก่อน}}{\text{สินทรัพย์รวมปีปัจจุบัน}} \quad (3-8)$$

3.3.3.4 ขนาดของกิจการ (Size)

คือ ขนาดของบริษัท (Firm Size) ใช้วัดขนาดของบริษัท โดยคำนวณได้จากลอการิทึม (Logarithm) ของสินทรัพย์รวม (Total Asset) ณ วันสิ้นปี

ตารางที่ 3.2 สรุปรายละเอียดการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร	ผู้วิจัย
ตัวแปรอิสระ		
คะแนนการเปิดเผย สิ่งแวดล้อม สังคม และ ธรรมาภิบาล(ESG SCORES DISCLOSURES)	= ระดับคะแนนที่ ตั้งแต่ 0 จนถึง 100	ณัฐศิษฏ์ ศิริอัสสกุล, 2566; ชนาภรณ์ ชูแก้ว, 2565; Koundouri et al., 2022; OECD, 2020; Nelson, 2017
ตัวแปรควบคุม		
อัตราส่วนเงินทุน หมุนเวียน (CR)	อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio) = (สินทรัพย์หมุนเวียน – สินค้าคงเหลือ) / หนี้สิน หมุนเวียน	สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต, และดวงกมล นีรพัฒน์กุล, 2560; สุดาทิพย์ ปรัชญาสกุล, 2557; Gill & Biger, 2013

ตารางที่ 3.2 สรุปรายละเอียดการวัดค่าตัวแปร (ต่อ)

ตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร	ผู้วิจัย
ตัวแปรควบคุม		
อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT)	อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover) (ครั้งหรือเท่า) = ขายสุทธิ (SALES) / สินทรัพย์รวม (Total Assets)	ทริยา พงษ์พันธ์, 2558
อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG)	สินทรัพย์รวม (ต้นปี) - สินทรัพย์รวม (ปลายปี) x 100 / สินทรัพย์รวม (ปลายปี)	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558
ขนาดของกิจการ (SIZE)	ลอการิทึม (Logarithm) ของสินทรัพย์รวม (Total Asset)	มยุรี สิ้นธุเจริญ, 2560; สุชาติพงษ์ ปรัชญาสกุล, 2557; Gill & Biger, 2013
ตัวแปรตาม		
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)	= (ลูกหนี้การค้าเฉลี่ย x 365) / ขายสุทธิ	ทริยา พงษ์พันธ์, 2558; Ahmad, Mobaarek, & Roni, 2021; Luo & Bhattacharya, 2006; Sorescu & Spanjol, 2008
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)	= (กำไรสุทธิรายปีเฉลี่ย x 365) / ส่วนของผู้ถือหุ้น	ทริยา พงษ์พันธ์, 2558; ฉันทนันท์ ใจสะอาด, 2565
ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TOBIN'S Q)	= (เจ้าหนี้การค้า x 365) / ต้นทุนขาย	ทริยา พงษ์พันธ์, 2558; ฉันทนันท์ ใจสะอาด, 2565

ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS (Statistical Package for the Social Science) ช่วยอธิบายและวิเคราะห์ข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ และใช้สถิติวิเคราะห์ข้อมูล ซึ่งประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

เพื่อวัดข้อมูลเชิงตัวเลข ซึ่งการวัดข้อมูลเชิงตัวเลขเพื่อบอกคุณลักษณะของชุดข้อมูล มีหลายรายการที่อยู่ในส่วนนี้ คือ เพื่อศึกษาค่าเฉลี่ย การเบี่ยงเบนมาตรฐาน การสำรวจความสัมพันธ์ และความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลที่จับคู่ ซึ่งสามารถช่วยให้เห็นถึงรูปแบบระหว่างข้อมูล และทำให้เข้าใจข้อมูลนั้นได้ จะเห็นได้ว่าสถิติเชิงพรรณนาสามารถใช้อธิบายกลุ่มประชากรหรือชุดข้อมูล ภายใต้การศึกษาเท่านั้น ซึ่งไม่สามารถทำให้เห็นภาพรวมในกลุ่มของประชากรอื่น ๆ

3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

งานวิจัยนี้ใช้สถิติอนุมาน 2 ประเภท ได้แก่

1) การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient Analysis) หรือบางครั้งเรียกว่า สหสัมพันธ์อย่างง่าย (Simple Correlation) เป็นการวิเคราะห์ ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยการคำนวณหาค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (r) เพื่ออธิบาย ระดับ ความสัมพันธ์ และทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ทำการศึกษา โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่า ระหว่าง -1 และ $+1$

-1 หมายถึง การที่ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในทางลบแบบสมบูรณ์

0 หมายถึง ตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กันเลย และ

$+1$ หมายถึง ตัวแปรมีความสัมพันธ์ในทางบวกแบบสมบูรณ์

การที่ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในทางบวก หมายถึง เมื่อตัวแปรหนึ่งขึ้นหรือลดลงอีกตัวแปรก็มีทิศทางขึ้นหรือลดลงในทางเดียวกัน ในขณะที่การที่ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในทางลบนั้น หมายถึง เมื่อตัวแปรตัวหนึ่งเพิ่มขึ้นอีกตัวแปรมีทิศทางในทางตรงกันข้ามคือ ลดลง

2) การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นการวิเคราะห์การถดถอยเพื่อหาความสัมพันธ์หรือสร้างสมการทำนายหรือพยากรณ์ตัวแปรตาม (Y) หนึ่งตัว จากกลุ่มตัวแปรอิสระ (X) หลายตัวนั้น ตัวแปรอิสระที่นำมาวิเคราะห์จะต้องมีหลักฐานตามทฤษฎีหรือรายงานการวิจัยที่เกี่ยวข้องว่าเป็นตัวแปรต้นที่ส่งผลต่อตัวแปรตาม การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่าหนึ่งตัวและตัวแปรตามหนึ่งตัวเพื่อใช้เปรียบเทียบความสามารถของตัวแปรอิสระในการอธิบายตัวแปรตามซึ่งก็คือ ผลการดำเนินงานทางการเงิน



บทที่ 4

ผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยมีการเก็บข้อมูลจากข้อมูลในงบการเงินในการทำวิจัยครั้งนี้เป็นการเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาในช่วงปี 2561-2565 จำนวน 106 บริษัท (530 กลุ่มตัวอย่าง) ทั้งนี้ในบทนี้จะแสดงถึงผลที่ได้จากการวิเคราะห์จากข้อมูล

- 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)
- 4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)
- 4.3 การวิเคราะห์การถดถอยแบบพาด (Panel Data Regression)
- 4.4 สรุปผลและอภิปรายผลการทดสอบสมมติฐาน

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากการวิเคราะห์เชิงพรรณนาโดยใช้เครื่องมือทางสถิติ ซึ่งเป็นข้อมูลทั่วไปของตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ได้แก่ กลุ่มตัวอย่าง (Observe) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) โดยผลการวิเคราะห์เป็นดังนี้

ตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลลักษณะพื้นฐานของตัวแปร

ตัวแปร	Mean	Standard Deviation	Minimum	Maximum
คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล	48.2691	14.3662	8.5605	81.6216
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (เท่า)	1.7880	1.4254	0.0700	12.7400

ตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลลักษณะพื้นฐานของตัวแปร (ต่อ)

ตัวแปร	Mean	Standard Deviation	Minimum	Maximum
อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์ (เท่า)	0.7743	0.7389	0.0002	5.5069
อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (ร้อยละ)	19.2279	30.6336	0.0000	291.0932
ขนาดของกิจการ	4.5790	0.6530	2.9886	6.5335
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ร้อยละ)	7.2265	6.9534	0.0218	63.3931
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ร้อยละ)	16.1749	13.5125	0.0561	116.0800
ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (เท่า)	1.8928	1.3642	0.6636	11.7747

จากตารางที่ 4.1 จากการวิเคราะห์ข้อมูล 106 บริษัท 530 ตัวอย่าง แสดงข้อมูลลักษณะพื้นฐานของตัวแปรแต่ละประเภท ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Disclosures) ตัวแปรควบคุม (Control Variable) คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset Turnover) อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (Growth Asset) และขนาดของกิจการ (Size) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ผลการดำเนินงานทางการเงิน ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) และตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ)

คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม 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 12.7400 เท่า โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.0700 เท่า และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 1.4254 เท่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.7743 เท่า และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ 0.7389 เท่า โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 5.5069 เท่า และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.0002 เท่า อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 19.2279 และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ร้อยละ 30.6336 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 291.0932 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0.0000 ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 4.5790 และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ 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 และมีการกระจาย

ของข้อมูลอยู่ที่ร้อยละ 13.5125 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 116.0800 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0.0561 ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.8928 เท่า และมีการกระจายของข้อมูลอยู่ที่ 1.3642 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 11.7747 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.6636

4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation)

COR	ESG	CR	AT	AG	Size	ROA	ROE	TBQ
ESG	1							
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*	1

* มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.2 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างคู่ของตัวแปรแต่ละคู่ ทั้งหมด 8 ตัว หาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับผลการดำเนินงานทางการเงินว่าอยู่ในทิศทางใด ผู้วิจัยพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) มีขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์กับคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นบวกเท่ากับ 0.4888 และ 0.0979 ตามลำดับและขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์กับคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) กับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นลบเท่ากับ เท่ากับ -0.2072 และ -0.1846 ตามลำดับ

ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นบวกเท่ากับ 0.8133, 0.3865, 0.2192 และ 0.1114 ตามลำดับ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์กับคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และขนาดของกิจการ (Size) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นลบเท่ากับ -0.1823 และ -0.2203 ตามลำดับ

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นบวกเท่ากับ 0.3101, 0.2605 และ 0.1015 ตามลำดับและมีความสัมพันธ์กับคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ขนาดของกิจการ (Size) และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นลบเท่ากับ -0.1432, -0.1194 และ -0.1432 ตามลำดับ

ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นบวกเท่ากับ 0.3865, 0.3101 และ 0.1910 ตามลำดับ และมีความสัมพันธ์กับคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเป็นลบเท่ากับ -0.2519 และ -0.0872 ตามลำดับ

โดยสรุป หากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ในสมการของแต่ละแบบจำลอง จะเห็นว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต่ำกว่า 0.50 แสดงว่า มีความสัมพันธ์กันต่ำ ไม่เกิดปัญหาตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์กันเอง จึงสามารถนำตัวแปรเหล่านี้เข้าสมการได้

4.3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย

ในการศึกษาส่วนนี้แสดงผลลัพธ์ของความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินกับคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลและตัวแปรควบคุม โดยใช้ข้อมูล ระหว่างปี พ.ศ. 2561 ถึง 2565 และใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอย 3 วิธี คือ 1) วิธี Pooled OLS Regression 2) วิธี Fixed-Effects Regression และ 3) วิธี Random-Effects Regression โดยประมาณค่าแบบจำลอง 3 สมการดังต่อไปนี้

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4-1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4-2)$$

$$TBQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4-3)$$

โดยที่

ROA	คือ	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
ROE	คือ	อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น
TBQ	คือ	ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ
ESG	คือ	คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม 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

4.3.1 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองด้วยวิธี Pooled OLS Regression

1) ผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองที่ 1

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (4-4)$$

ตารางที่ 4.3 แสดงผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี Pooled OLS Regression (ROA)

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.	Interval]
ESG	-0.5102	0.02298	-2.2200	0.0270	-0.0961	-0.0058
CR	-0.0149	0.2068	0.0700	0.9430	-0.3914	0.4212
AT	1.6819	0.3973	4.2300	0.0000	0.9012	2.4625
AG	0.0274	0.0094	2.9200	0.0040	0.0900	0.0459
Size	-1.5659	0.5240	-2.9900	0.0030	-2.5954	-0.5364
_cons	14.9975	2.3081	6.5000	0.0000	10.4632	19.5318

จากตารางที่ 4.3 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณตามแบบจำลองด้วยวิธี Pooled OLS Regression เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามดัชนี สำหรับการเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยในตัวแปรควบคุม โดยถือว่าตัวแปรอื่น ๆ ทั้งหมดคงที่ ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ดังนี้

สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ ประกอบด้วย คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีสัมประสิทธิ์ (Coefficient) เท่ากับ -0.0510 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.0229 ค่า t เท่ากับ -2.2200 และค่า p-value (P>|t|) เท่ากับ 0.0270 แสดงให้เห็นว่า คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ขนาดของกิจการ (Size) มีสัมประสิทธิ์ (Coefficient) เท่ากับ -1.5659 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.5240 ค่า t เท่ากับ -2.9900 และค่า p-value ($P > |t|$) เท่ากับ 0.0030 แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ในขณะที่ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก ประกอบด้วย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) เท่ากับ 0.1490 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.2068 ค่า t เท่ากับ 0.0700 และค่า p-value ($P > |t|$) เท่ากับ 0.9430 แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA

อัตรากำไรหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) เท่ากับ 1.6819 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.3973 ค่า t เท่ากับ 4.2300 และค่า p-value ($P > |t|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่า อัตรากำไรหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่กับ ROA ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

อัตรากำไรเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) เท่ากับ 0.0274 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.0094 ค่า t เท่ากับ 2.9200 และค่า p-value ($P > |t|$) เท่ากับ 0.0040 แสดงให้เห็นว่า อัตรากำไรเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ค่าคงที่ ($_cons$) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) เท่ากับ 14.9975 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 2.3081 ค่า t เท่ากับ 6.5000 และค่า p-value ($P > |t|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าค่าคงที่ ($_cons$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

2) ผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองที่ 2

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (4-5)$$

ตารางที่ 4.4 แสดงผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี

Pooled OLS Regression (ROE)

ROE	Coef.	Std.Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG	-0.1063	0.0445	-2.3900	0.0170	-0.1938 -0.0187
CR	-1.2052	0.4011	-3.0000	0.0030	-1.9931 -0.4172
AT	4.2869	0.7704	5.5600	0.0000	2.7733 5.8005
AG	0.0409	0.0182	2.2500	0.0250	0.0051 0.0768
Size	-1.1661	1.0161	-1.1500	0.2520	-3.1623 0.8299
_cons	24.6864	4.4752	5.5200	0.0000	15.8948 33.4780

จากตารางที่ 4.4 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยตามแบบจำลอง เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) กับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามดัชนีซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามดัชนี สำหรับการเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยในตัวแปรควบคุม โดยถือว่าตัวแปรอื่น ๆ ทั้งหมดคงที่ ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ดังนี้

สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ ประกอบด้วย คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) สัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.1063 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0445 ค่า t เท่ากับ -2.3900 และค่า p-value (P>|t|) เท่ากับ 0.0170 สิ่งนี้ชี้ให้เห็นว่า คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROE ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -1.2052 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.4011 ค่า t เท่ากับ -3.0000 และค่า p-value (P>|t|) เท่ากับ 0.0030 แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROE ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -1.1661 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 1.0161 ค่า t เท่ากับ -1.1500 และค่า p-value (P>|t|) เท่ากับ 0.2520 แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROE ที่ไม่มีนัยสำคัญทาง

สถิติที่ในขณะที่ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก ประกอบด้วย อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 4.2869 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.7704 ค่า t เท่ากับ 5.5600 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.0409 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0182 ค่า t เท่ากับ 2.2500 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0250 แสดงให้เห็นว่าอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ค่าคงที่ (_cons) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 24.6864 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 4.4752 ค่า t เท่ากับ 5.5200 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าค่าคงที่ (_cons) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี

Pooled OLS Regression (TBQ)

TBQ	Coef.	Std.Err.	t	$P> t $	[95% Conf.	Interval]
ESG	0.0044	0.0045	0.9700	0.3310	-0.0045	0.0133
CR	-0.0625	0.0408	-1.5300	0.1260	-0.1427	0.0177
AT	0.2637	0.0784	3.3600	0.0010	0.1096	0.4178
AG	0.0018	0.0018	0.9800	0.3280	-0.0018	0.0054
Size	-0.5551	0.1034	-5.3700	0.0000	-0.7584	-0.3519
_cons	4.0943	0.4556	8.9900	0.0000	3.1992	4.9894

3) ผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ แบบจำลองที่ 3

$$TOBIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (4-6)$$

จากตารางที่ 4.5 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวชี้วัดมูลค่าของกิจการ (TBQ) กับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามดัชนี สำหรับการเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยในตัวแปรควบคุม โดยถือว่าตัวแปรอื่น ๆ ทั้งหมดคงที่ ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ดังนี้

ในขณะที่สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ ประกอบด้วย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.0625 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0408 ค่า t เท่ากับ -1.5300 และค่า p -value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.1260 แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ TBQ

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.5551 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.1034 ค่า t เท่ากับ -5.3700 และค่า p -value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก ประกอบด้วย คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) สัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.0044 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0045 ค่า t เท่ากับ 0.9700 และค่า p -value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.3310 สิ่งนี้ชี้ให้เห็นว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ TBQ

อัตรากำไรหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.2637 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0784 ค่า t เท่ากับ 3.3600 และค่า p -value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0010 แสดงให้เห็นว่าอัตรากำไรหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

อัตรากำไรเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.0018 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0018 ค่า t เท่ากับ 0.9800 และค่า p -value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.3280 แสดงให้เห็นว่าอัตรากำไรเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ค่าคงที่ ($_cons$) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 4.0943 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.4556 ค่า t เท่ากับ 8.9900 และค่า p -value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าค่าคงที่ ($_cons$) มีความสัมพันธ์เชิงบวก มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

4.3.2 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression

1) ผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการ แบบจำลองที่ 1

ตารางที่ 4.6 แสดงผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression (ROA)

ROA	Coef.	Std.Err.	t	P> t	[95% Conf.	Interval]
ESG	-0.4981	0.3852	-1.2900	0.1970	-0.1255	0.2591
CR	0.4414	0.2937	1.5000	0.1340	-0.1359	1.0188
AT	2.8099	0.8427	3.3300	0.0010	1.1534	4.4665
AG	0.0254	0.0098	2.5900	0.0010	0.0061	0.4477
Size	0.2472	1.5584	0.1600	0.8740	-2.8162	3.3106
$_cons$	5.0392	7.1088	0.7100	0.4790	-8.9342	19.0128
sigma_u	4.6133					
sigma_e	5.5047					
rho	0.4125 (fraction of variance due to u_i)					
F test that all $u_i=0$: F(105, 419) = 3.21 Prob > F = 0.0000						

ที่มา : รวบรวมโดยนักวิจัย

จากตารางที่ 4.6 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยที่มีผลกระทบคงที่ (Within) โดยตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามดัชนี สำหรับการเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยในตัวแปรควบคุม โดยถือว่าตัวแปรอื่น ๆ ทั้งหมดคงที่ ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ดังนี้

สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ ประกอบด้วย คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.0498 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0385 ค่า t เท่ากับ -1.2900 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.1970 สิ่งนี้บ่งชี้ให้เห็นว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA

ในขณะที่ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก ประกอบด้วย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.4414 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.2937 ค่า t เท่ากับ 1.5000 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.1340 แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA

อัตรการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 2.8099 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.8427 ค่า t เท่ากับ 3.3300 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0010 แสดงให้เห็นว่าอัตรการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

อัตรการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.0254 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0098 ค่า t เท่ากับ 2.5900 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0100 แสดงให้เห็นว่าอัตรการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.2472 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 1.5584 ค่า t เท่ากับ 0.1600 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.8740 แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA

ค่าคงที่ ($_cons$) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 5.0392 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 7.1088 ค่า t เท่ากับ 0.7100 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.4790 แสดงให้เห็นว่าค่าคงที่ ($_cons$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA

2) ผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการ แบบจำลองที่ 2

ตารางที่ 4.7 แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี

Fixed-Effects Regression (ROE)

ROE	Coef.	Std.Err.	t	P> t	[95% Conf.	Interval]
ESG	-0.0459	0.0691	-0.6600	0.5070	-0.1818	0.0899
CR	0.7025	0.5272	1.3300	0.1830	-0.3337	1.7388
AT	7.4685	1.5125	4.9400	0.0000	4.4955	10.4416
AG	0.0142	0.0176	0.8100	0.4210	-0.0204	0.4885
Size	5.3870	2.7971	1.9300	0.0550	-0.1112	10.8852
_cons	-13.5886	12.7588	-1.0700	0.2870	-38.6680	11.4907
sigma_u	10.6092					
sigma_e	9.8798					
rho	0.5355 (fraction of variance due to u_i)					
F test that all u_i=0: F(105, 419) = 4.4200 Prob > F = 0.0000						

ที่มา : รวบรวมโดยนักวิจัย

จากตารางที่ 4.7 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) กับตัวแปรอิสระต่างๆ ค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามดัชนี สำหรับการเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยในตัวแปรควบคุม โดยถือว่าตัวแปรอื่น ๆ ทั้งหมดคงที่ ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ดังนี้

สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ ประกอบด้วย คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.4595 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0691 ค่า t เท่ากับ -0.6600 และค่า p-value (P>|t|) เท่ากับ 0.5070 สิ่งนี้ชี้ให้เห็นว่า คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ไม่มีความสำคัญทางสถิติกับ ROE

ในขณะที่ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก ประกอบด้วย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.7025 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.5272 ค่า t เท่ากับ 1.3300 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.1830 แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROE

อัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ (AT) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 7.4685 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 1.5125 ค่า t เท่ากับ 4.9400 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ (AT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

อัตรากำไรเดบิตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.0142 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0176 ค่า t เท่ากับ 0.8100 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.4210 แสดงให้เห็นว่าอัตรากำไรเดบิตของสินทรัพย์ (AG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROE

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 5.3870 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 2.7971 ค่า t เท่ากับ 1.9300 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.055 แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 90%

ค่าคงที่ (_cons) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -13.5886 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 12.7588 ค่า t เท่ากับ -1.0700 และค่า p-value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.2870 แสดงให้เห็นว่าค่าคงที่ (_cons) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROE

3) ผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการ แบบจำลองที่ 3

ตารางที่ 4.8 แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี

Fixed-Effects Regression (TBQ)

TBQ	Coef.	Std.Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	-0.0039	0.0048	-0.8200	0.4150	-0.1352 0.0055	
CR	-0.0360	0.0370	-0.9700	0.3320	-0.1089 0.0368	
AT	0.4108	0.1063	3.8600	0.0000	0.2018 0.6199	
AG	-0.0009	0.0012	-0.7900	0.4300	-0.0034 0.0014	
Size	-0.6228	0.1966	-3.1700	0.0020	-1.0094 -0.2361	
_cons	4.7015	0.8972	5.2400	0.0000	2.9379 6.4652	
sigma_u	1.1688					
sigma_e	0.6947					
rho	0.7389 (fraction of variance due to u_i)					
F test that all u_i=0: F(105, 419) = 13.6400 Prob > F = 0.000						

จากตารางที่ 4.8 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวชี้วัดมูลค่า (TBQ) กับตัวแปรอิสระต่าง ๆ ค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามค่านี สำหรับการเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยในตัวแปรควบคุม โดยถือว่าตัวแปรอื่น ๆ ทั้งหมดคงที่ ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ดังนี้

สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ ประกอบด้วย คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.0039 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0048 ค่า t เท่ากับ -0.8200 และค่า p-value (P>|t|) เท่ากับ 0.4150 สิ่งนี้ชี้ให้เห็นว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ไม่มีความสำคัญทางสถิติกับ TBQ

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.0360 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0370 ค่า t เท่ากับ -0.9700 และค่า p-value (P>|t|) เท่ากับ 0.3320 แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ไม่มีความสำคัญทางสถิติกับ TBQ

อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.0090 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0012 ค่า t เท่ากับ -0.7900 และค่า p -value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.4300 แสดงให้เห็นว่าอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ TBQ

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.6228 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.1966 ค่า t เท่ากับ -3.1700 และค่า p -value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0020 แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ TBQ ที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ในขณะที่ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก ประกอบด้วย อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.4108 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.1063 ค่า t เท่ากับ 3.8600 และค่า p -value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ค่าคงที่ ($_cons$) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 4.7015 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.8972 ค่า t เท่ากับ 5.2400 และค่า p -value ($P>|t|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าค่าคงที่ ($_cons$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

4.3.3 ผลการวิเคราะห์การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี

Random-Effects Regression

1) ผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 1

ตารางที่ 4.9 แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี

Random-Effects Regression (ROA)

ROA	Coef.	Std.Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
ESG	-0.0521	0.2771	-1.8800	0.0600	-0.1064 0.0022
CR	0.2095	0.2332	0.9000	0.3690	-0.2475 0.6667
AT	1.9734	0.5150	3.8300	0.0000	0.9639 2.9830
AG	0.0281	0.0086	3.2500	0.0001	0.0111 0.0452
Size	-1.2428	0.7090	-1.7500	0.0080	-2.6325 0.1468
_cons	12.9828	3.1637	4.1000	0.0000	6.7819 19.1836

จากตารางที่ 4.9 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (Generalized Least Squares :GLS) แบบสุ่มผลกระทบ (Random-Effects) โดยตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น(ROA) กับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามดัชนี สำหรับการเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยในตัวแปรควบคุม โดยถือว่าตัวแปรอื่น ๆ ทั้งหมดคงที่ ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ดังนี้

ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ ประกอบด้วย คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.0521 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.2777 ค่า z เท่ากับ -1.8800 และค่า p-value (P>|z|) เท่ากับ 0.0600 สิ่งนี้บ่งชี้ให้เห็นว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA ที่ระดับนัยสำคัญ 90% หรือ 0.10

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -1.2428 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.7090 ค่า z เท่ากับ -1.7500 และค่า p-value (P>|z|) เท่ากับ 0.0080 แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA ที่ระดับนัยสำคัญ 90% หรือ 0.10

ในขณะที่ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก ประกอบด้วย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.2095 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.2332 ค่า z เท่ากับ 0.0900 และค่า p-value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.3690 แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA

อัตรการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 1.9734 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.5150 ค่า z เท่ากับ 3.8300 และค่า p-value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าอัตรการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

อัตรการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.0281 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0086 ค่า z เท่ากับ 3.2500 และค่า p-value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.0010 แสดงให้เห็นว่าอัตรการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA ที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

ค่าคงที่ (_cons) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 12.9828 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 3.1637 ค่า z เท่ากับ 4.1000 และค่า p-value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าค่าคงที่ (_cons) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA ที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

2) ผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 2

ตารางที่ 4.10 แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี

Random-Effects Regression Random (ROE)

ROE	Coef.	Std.Err.	z	$P> z $	[95% Conf.	Interval]
ESG	-0.0854	0.0534	-1.6000	0.1100	-0.1902	0.0193
CR	-0.1839	0.4432	-0.4200	0.6780	-1.0527	0.6847
AT	5.3669	1.0129	5.3000	0.0000	3.3816	7.3522
AG	0.0309	0.1600	1.9300	0.0530	-0.0004	0.0622
Size	0.2068	1.4191	0.1500	0.8840	-2.5745	2.9883
_cons	14.9250	6.3595	2.3500	0.0019	2.4605	27.3896

จากตารางที่ 4.10 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (Generalized Least Squares : GLS) แบบสุ่มผลกระทบ (Random-Effects) โดยตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) กับ ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามดัชนี สำหรับการเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยในตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม โดยถือว่าตัวแปรอื่น ทั้งหมดคงที่ ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ดังนี้

ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ ประกอบด้วย คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.8543 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0534 ค่า z เท่ากับ -1.6000 และค่า p-value ($P > |z|$) เท่ากับ 0.1100 สิ่งนี้บ่งชี้ให้เห็นว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ไม่มีความสำคัญทางสถิติกับ ROE

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.1839 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.4432 ค่า z เท่ากับ -0.4200 และค่า p-value ($P > |z|$) เท่ากับ 0.6780 แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ไม่มีความสำคัญทางสถิติกับ ROE

ในขณะที่ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก ประกอบด้วย อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 5.3669 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 1.0129 ค่า z เท่ากับ 5.3000 และค่า p-value ($P > |z|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีความสำคัญทางสถิติกับ ROE ที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.0309 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0160 ค่า z เท่ากับ 1.9300 และค่า p-value ($P > |z|$) เท่ากับ 0.0530 แสดงให้เห็นว่าอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีความสำคัญทางสถิติกับ ROE ที่ระดับ 0.10 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 90%

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.2068 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 1.4191 ค่า z เท่ากับ 0.1500 และค่า p-value ($P > |z|$) เท่ากับ 0.8840 แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ไม่มีความสำคัญทางสถิติกับ ROE

ค่าคงที่ ($_cons$) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 14.9250 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 6.3595 ค่า z เท่ากับ 2.3500 และค่า p -value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.0019 แสดงให้เห็นว่าค่าคงที่ ($_cons$) ความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROE ที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความน่าเชื่อถือ 99%

3) ผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 3

ตารางที่ 4.11 แสดงผลการวิเคราะห์ การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณ ตามแบบจำลองด้วยวิธี

Random-Effects Regression Random (TBQ)

TBQ	Coef.	Std.Err.	z	P> z	[95% Conf.	Interval]
ESG	-0.0018	0.0044	-0.4200	0.6740	-0.0104	0.0067
CR	-0.0409	0.0347	-1.1800	0.2390	-0.1090	0.0271
AT	0.3691	0.0898	4.1100	0.0000	0.1930	0.5453
AG	-0.0009	0.0011	-0.8300	0.4070	-0.0032	0.0013
Size	-0.5482	0.1396	-3.9300	0.0000	-0.8219	-0.2746
$_cons$	4.2989	0.6384	6.7300	0.0000	3.0475	5.5502

จากตารางที่ 4.11 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (Generalized Least Squares: GLS) แบบสุ่มผลกระทบ (Random-Effects) โดยตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) กับ ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ ประกอบด้วย คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.0018 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0044 ค่า z เท่ากับ -0.4200 และค่า p -value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.6740 สิ่งนี้บ่งชี้ให้เห็นว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ไม่มีความสำคัญทางสถิติกับ TBQ

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.0409 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0347 ค่า z เท่ากับ -1.1800 และค่า p -value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.2390 แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ไม่มีความสำคัญทางสถิติกับ TBQ

อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.3691 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0898 ค่า z เท่ากับ 4.1100 และค่า p-value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.0010 แสดงให้เห็นว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ TBQ ที่ระดับนัยสำคัญ 99% หรือ 0.01

อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 0.0097 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.0117 ค่า z เท่ากับ -0.8300 และค่า p-value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.4070 แสดงให้เห็นว่าอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ไม่มีความสำคัญทางสถิติกับ TBQ

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ -0.5482 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.1396 ค่า z เท่ากับ -3.9300 และค่า p-value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ TBQ ที่ระดับนัยสำคัญ 99% หรือ 0.01

ค่าคงที่ ($_cons$) มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coef.) เท่ากับ 4.2989 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Err.) เท่ากับ 0.6384 ค่า z เท่ากับ 6.7300 และค่า p-value ($P>|z|$) เท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าค่าคงที่ ($_cons$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ TBQ ที่ระดับนัยสำคัญ 99% หรือ 0.01

ตารางที่ 4.12 แสดงผลการพิจารณาเลือกใช้การประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test (ROA)

	Coefficients	----		
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	m4	m5	Difference	S.E.
ESG	-0.0498	-0.0512	0.0230	0.0267
CR	0.4414	0.2095	0.2318	0.1785
AT	2.8099	1.9734	0.8365	0.6669
AG	0.0254	0.0281	-0.0027	0.0046
Size	-0.2472	-1.2428	1.4901	1.3878

จากตารางที่ 4.12 แสดงผลการพิจารณาเลือกใช้การประมาณค่าสมการถดถอย ด้วยวิธี Hausman Test เพื่อประเมินตัวเลือกระหว่างแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression กับแบบจำลองด้วยวิธี Random-Effects Regression ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ ดังนี้

คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 0.0023 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.0267

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 0.2318 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.1785

อัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ (AT) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 0.8365 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.6669

อัตรากำไรเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ -0.0027 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.0046

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 1.4901 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 1.3878

จากการวิเคราะห์ข้างต้นชี้ให้เห็นว่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B ระหว่างแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression กับแบบจำลองด้วยวิธี Random-Effects Regression แบ่งเป็น 2 กลุ่ม ตัวแปรที่มีค่าความแตกต่างในทิศทางบวก ได้แก่ อัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ (AT) และขนาดของกิจการ (Size) ตัวแปรที่มีค่าความแตกต่างในทิศทางลบ ได้แก่ คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG), อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) และอัตรากำไรเติบโตของสินทรัพย์ (AG) ตามลำดับ

สำหรับสถิติการทดสอบไควสแควร์ (Chi-square) สำหรับการทดสอบการประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test ระหว่าง ROA และ ESG และตัวแปรควบคุมโดยมีสมมติฐานหลัก (H_0) ของการทดสอบ คือ การประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Random-Effects เหมาะสมที่สุด และสมมติฐานทางเลือก คือ การประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Fixed Effect Model เหมาะสมที่สุด ผลการคำนวณจาก $((b-B)'(V_b-V_B)^{-1})(b-B)$ ได้ค่าเท่ากับ 2.03 ค่า p-value ที่เกี่ยวข้อง ($\text{Prob}>\chi^2$) เท่ากับ 0.8449 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานหลัก (H_0) คือ แบบจำลองวิธี Random-Effects Model เหมาะสมที่สุด

ตารางที่ 4.13 แสดงผลการพิจารณาเลือกใช้การประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test (ROE)

	Coefficients	----		
	(b)	(B)	(b-B)	$\text{sqrt}(\text{diag}(V_b-V_B))$
	m6	m7	Difference	S.E.
ESG	-0.0459	-0.0854	0.0394	0.0438
CR	0.7025	-0.1839	0.8865	0.2854
	m6	m7	Difference	S.E.
AT	7.4685	5.3669	2.1016	1.1232
AG	0.0142	0.0309	-0.1669	0.0073
Size	5.3870	0.2068	5.1801	2.4104
b	=	consistent under H_0 and H_a ; obtained from xtreg.		
B	=	inconsistent under H_a , efficient under H_0 ; obtained from xtreg.		
Test of H_0 : Difference in coefficients not systematic				
$\chi^2(5)$	=	$(b-B)'(V_b-V_B)^{-1}(b-B)$		
	=	17.50		
$\text{Prob}>\chi^2$	=	0.0036		
(V_b-V_B) is not positive definite				

จากตารางที่ 4.13 แสดงผลการพิจารณาเลือกใช้การประมาณค่าสมการถดถอย (ROE) ด้วยวิธี Hausman Test เพื่อประเมินตัวเลือกระหว่างแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression กับแบบจำลองด้วยวิธี Random-Effects Regression ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ ดังนี้

คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 0.3948 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.4384

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 0.8865 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.2854

อัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ (AT) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 2.1016 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 1.1232

อัตรากำไรเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ -0.1669 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.0073

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 5.1801 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 2.4104

จากการวิเคราะห์ข้างต้นชี้ให้เห็นว่า ความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B ระหว่างแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression กับแบบจำลองด้วยวิธี Random-Effects Regression แบ่งเป็น 2 กลุ่ม ตัวแปรที่มีค่าความแตกต่างในทิศทางบวก ได้แก่ ขนาดของกิจการ (Size) อัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ (AT) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) และตัวแปรที่มีค่าความแตกต่างในทิศทางลบ ได้แก่ อัตรากำไรเติบโตของสินทรัพย์ (AG)

สำหรับสถิติการทดสอบไควสแควร์ (Chi-square) สำหรับการทดสอบการประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test ระหว่าง ROE และ ESG และตัวแปรควบคุมโดยมีสมมติฐานหลัก (H_0) ของการทดสอบ คือ การประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Random-Effects เหมาะสมที่สุด และสมมติฐานทางเลือก คือ การประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Fixed Effect Model เหมาะสมที่สุด ผลการคำนวณจาก $((b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B))$ ได้ค่าเท่ากับ 17.50 ค่า p-value ที่เกี่ยวข้อง ($\text{Prob}>\chi^2$) เท่ากับ 0.0036 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H_0) คือ แบบจำลองวิธี Fixed Effect Model เหมาะสมที่สุด

ตารางที่ 4.14 แสดงผลการพิจารณาเลือกใช้การประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test (TBQ)

	Coefficients	----		
	(b)	(B)	(b-B)	$\sqrt{\text{diag}(V_b-V_B)}$
	m6	m7	Difference	S.E.
ESG	-0.0039	-0.0018	-0.0021	0.0020
CR	-0.0360	-0.0409	0.0048	0.0129
AT	0.4108	0.3691	0.0417	0.5689
AG	-0.0009	-0.0009	-0.0000	0.0004
Size	-0.6228	-0.5482	-0.7453	0.1385
b	=	consistent under H_0 and H_a ; obtained from xtreg.		
B	=	inconsistent under H_a , efficient under H_0 ; obtained from xtreg.		
Test of H_0 : Difference in coefficients not systematic				
$\chi^2(5)$	=	$(b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$		
	=	6.18		
$\text{Prob}>\chi^2$	=	0.2887		

จากตารางที่ 4.14 แสดงผลการพิจารณาเลือกใช้การประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test เพื่อประเมินตัวเลือกระหว่างแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression กับแบบจำลองด้วยวิธี Random-Effects Regression ซึ่งสามารถแสดงผลการศึกษาได้ ดังนี้

คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ -0.0021 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.0020

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 0.0048 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.0129

อัตรการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 0.0417 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.5689

อัตรการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ 0.0000 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.0004

ขนาดของกิจการ (Size) มีค่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B เท่ากับ -0.7453 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) เท่ากับ 0.1385

จากการวิเคราะห์ข้างต้นชี้ให้เห็นว่าความแตกต่าง (Difference) ของค่าเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ที่ b-B ระหว่างแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-Effects Regression กับแบบจำลองด้วยวิธี Random-Effects Regression แบ่งเป็น 2 กลุ่ม ตัวแปรที่มีค่าความแตกต่างในทิศทางบวก ได้แก่ อัตรการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) ตัวแปรที่มีค่าความแตกต่างในทิศทางลบ ได้แก่ อัตรการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG), และขนาดของกิจการ (Size)

สำหรับสถิติการทดสอบไคสแควร์ (Chi-square) สำหรับการทดสอบการประมาณค่าสมการถดถอยด้วยวิธี Hausman Test ระหว่าง TBQ และ ESG และตัวแปรควบคุมโดยมีสมมุติฐานหลักของการทดสอบคือการประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Random-Effects เหมาะสม

ที่สุด และสมมติฐานทางเลือก คือการประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Fixed Effect Model เหมาะสมที่สุด ผลการคำนวณจาก $((b-B)[(V_b-V_B)^{-1}](b-B))$ ได้ค่าเท่ากับ 6.18 ค่า p-value ที่เกี่ยวข้อง (Prob>chi2) เท่ากับ 0.2887 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐาน (H0) คือแบบจำลองวิธี Random-Effects เหมาะสมที่สุด



ตารางที่ 4.15 การเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์และแสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ

Variables	Model 1 ROA			Model 2 ROE			Model 3 TBQ		
	Simple	Fixed-effect	Random-effects	Simple	Fixed-effect	Random-effects	Simple	Fixed-effect	Random-effects
	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient	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	0.0000	overall = 0.0728	overall = 0.1013	0.0000	Overall = 0.0312	Overall = 0.0916	0.0000	Overall = 0.0833	Overall = 0.0848
Hausman Test	4.10			17.50			6.18		
Hausman (Prob > chi2)	0.5357			0.0036			0.2887		

หมายเหตุ : ค่า P-Value < 0.0100 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 99% หรือ ***

: ค่า P-Value < 0.0500 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 95% หรือ **

: ค่า P-Value < 0.1000 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 90% หรือ *

ในการวิเคราะห์การถดถอยแบบพาดแนล เป็นการประมาณสมการโดยวิธี Hausman Specification Test เพื่อเปรียบเทียบว่าควรเลือกใช้การประมาณการแบบ Fixed-Effect Regression หรือ Random-Effects Regression เนื่องจากข้อมูลที่ใช้มีความแปรปรวนของข้อมูลมีการเปลี่ยนแปลงไปตามเวลาที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธี Ordinary Least Square (OLS) จะเกิดความคลาดเคลื่อน ค่าสถิติที่ได้อาจขาดความน่าเชื่อถือและไม่มีประสิทธิภาพ

จากตารางที่ 4.15 เนื่องจากข้อมูลเป็นลักษณะข้อมูลแบบพาดแนล 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

ผลการทดสอบค่าสมการการถดถอยด้วยวิธี 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) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 90% ตัวแปรอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) ค่าสัมประสิทธิ์ 1.9734 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0000 ซึ่งค่า P-Value < 0.01) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 99% ตัวแปรอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) ค่าสัมประสิทธิ์ 0.0281 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0001 ซึ่งค่า P-Value < 0.01) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 99% ตัวแปรขนาดของกิจการ (Size) ค่าสัมประสิทธิ์ -1.2428 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0080 ซึ่งค่า P-Value < 0.05) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 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) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 99% และตัวแปรขนาดของกิจการ (Size) ค่าสัมประสิทธิ์ 5.3870 ($P > |t|$ เท่ากับ 0.0550 ซึ่งค่า P-Value < 0.01) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 90%

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



บทที่ 5

สรุปผลและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้นำเสนอการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตรวจสอบตัวชี้วัดทางการเงินที่สำคัญ ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) ขนาดของกิจการ (Size) การศึกษาด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ) สามารถทำได้ดังต่อไปนี้

- 5.1 สรุปผลการวิจัย
- 5.2 อภิปรายผลการศึกษา
- 5.3 ข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษานี้มีจุดมุ่งเน้นเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2561-2565 จำนวน 106 บริษัท 530 กลุ่มตัวอย่าง โดยใช้ข้อมูลลักษณะ Panel Data ในการวิเคราะห์ถดถอย (Regression Analysis) ประมาณค่าแบบจำลอง 2 วิธี คือ Fixed-Effect Regression และ Random-Effect Regression โดยใช้การทดสอบ Hausman Test เพื่อเลือกวิธีที่เหมาะสมที่สุดในแบบจำลอง

ในการศึกษาครั้งนี้ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนทั้งหมด 8 ตัวแปร ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) ในส่วนตัวแปรควบคุม (Control Variable) คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset Turnover) อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (Asset Growth) ขนาดของกิจการ (Size) และในส่วนของตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ผล

การดำเนินงานทางการเงิน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

การประมาณค่าสมการถดถอยพหุคูณตามแบบจำลองที่ 1 ซึ่งผลการดำเนินงานวัดค่าด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ด้วยวิธี Random -Effects Regression ผลการวิเคราะห์ พบว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ส่วนตัวแปรควบคุม ประกอบด้วยอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ขณะที่ขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการที่ 2 ด้วยวิธี Fixed-Effects Regression พบว่า คะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Disclosures) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนตัวแปรควบคุม ประกอบด้วยอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) มีความสัมพันธ์เชิงบวก กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 ขณะที่ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.10 กับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)

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

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งวัดค่าด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (TBQ)

พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Fried (2015) ทำการศึกษาผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) และผลการดำเนินงานของบริษัทในอินเดีย (ESG Scores and Firm Performance-Evidence from Emerging Market) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินและ ESG แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ ณีภูษิตชัย ศิริอัสสกุล (2566) และแววมณี ยั่งยืน (2563) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Scores) และ Matemane et al. (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการดำเนินงาน ESG และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศแอฟริกาใต้ พบว่าคะแนน ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดด้วย ROA และผลการศึกษาของ ทริยา พงษ์พันธุ์ (2557) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับผลประกอบการทางการเงินของบริษัทหมวดธุรกิจพลังงานที่อยู่ในดัชนี SET 50 ผลการศึกษาได้สรุปว่าการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ขององค์กรกับผลประกอบการทางการเงิน ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

ในส่วนผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG Score Disclosures) กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Alsayegh et al. (2020)

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีความสัมพันธ์เชิงลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งต่างกับนันทมน ทรงวุฒิ (2565) พบความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ในเชิงลบกับมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) และ Lubis and Rokhim (2021) พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลในเชิงลบกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดด้วย Tobin Q แต่เมื่อวิเคราะห์โดยเพิ่มตัวแปรความได้เปรียบเชิงแข่งขัน ได้ผลสรุปว่า ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่สอดคล้องกับภัสสิริ ศรสงคราม (2560) ซึ่งพบความสัมพันธ์เชิงบวก

กล่าวโดยสรุปการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) กับผลการดำเนินงานทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Score Disclosures) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) เท่านั้น ทั้งนี้เนื่องจากการลงทุนในการดำเนินงานเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล ส่งผลให้กิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์จำนวนมาก รวมทั้งอาจทำให้มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูงส่งผลให้กำไรจากการดำเนินงานลดลง ซึ่งเป็นสาเหตุให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ลดลง

5.3 ข้อเสนอแนะ

5.3.1 ข้อเสนอแนะที่ได้จากงานวิจัย

- 1) ผลของงานวิจัยในครั้งนี้อาจนำไปประกอบการตัดสินใจสำหรับนักลงทุนที่กำลังเลือกตัดสินใจที่จะลงทุน โดยพิจารณาข้อมูลการลงทุนในสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล
- 2) หน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้องควรมีนโยบายเพื่อกระตุ้นให้บริษัทหันมาสนใจดำเนินงานโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาลให้มากขึ้น
- 3) นักวิชาการ นักวิจัย และผู้ที่สนใจสามารถนำข้อมูลที่ได้รับจากการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาฐานข้อมูลทางวิชาการในการศึกษา และการวิจัย เป็นแนวทางในการศึกษาเพื่อเพิ่มความแข็งแกร่งของข้อมูล เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับข้อมูลที่น่าเชื่อถือ และเพิ่มเติมการศึกษาเกี่ยวกับแนวคิด ทฤษฎี งานวิจัยในอดีต เกี่ยวกับคะแนนการเปิดเผยสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล

5.3.2 สำหรับข้อเสนอแนะ สำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

1) ควรมีการศึกษาแยกวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับแต่ละอุตสาหกรรมอาจทำให้ผลการศึกษา มีความชัดเจนมากขึ้น ผ่านสะท้อนแนวโน้มของแต่ละอุตสาหกรรมได้มากขึ้น

2) งานวิจัยนี้ศึกษาการดำเนินงานเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคมและธรรมาภิบาล โดยใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลเป็นตัวชี้วัด งานวิจัยครั้งต่อไปอาจใช้ตัวชี้วัดประเภทอื่นหรือจำแนกตัวชี้วัดออกเป็นแต่ละด้าน คือ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล



บรรณานุกรม

- ทริยา พงษ์พันธ์. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับผลประกอบการทางการเงินของบริษัทหมวดธุรกิจพลังงานที่อยู่ในดัชนี SET 50 (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต, กรุงเทพฯ.
- ณัฐศิษฐ์ ศิริอัสสกุล. (2566). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงิน (Corporate Financial Performance) กับผลคะแนนสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG Scores) รวมไปถึงคะแนนแยกตามหมวดหมู่ในแต่ละหมวด (Pillar Scores) ของบริษัทจดทะเบียน ในดัชนี NASDAQ100 ในประเทศสหรัฐอเมริกา (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยมหิดล, นครปฐม.
- ณัฐนันท์ ใจสะอาด. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพด้านการเงินและการดำเนินธุรกิจ โดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG). ใน การประชุมนำเสนอผลงานวิจัยระดับบัณฑิตศึกษา ประจำปี 2565 (น. 56-64). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). ตลาดทุน. สืบค้นจาก <https://setsustainability.com/page/sustainability-management-process>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566ก). การจัดการกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ. สืบค้นจาก <https://www.set.or.th/th/listing/equities/industry-sector-classification>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566ข). ESG Disclosure. สืบค้นจาก <https://www.setsustainability.com/page/esg-disclosure>
- ทอฝัน คำวงศ์, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย, และคนัย ลิขิตรัตน์เจริญ. (2562). บรรษัทภิบาลและคุณภาพกำไร: หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน. วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยราชภัฏภูเก็ต, 15(2), 1-10.
- ธนาภรณ์ ชูแก้ว. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. (Unpublished Master's thesis). มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์, สงขลา.
- นัทธมน ทรงวุฒิ. (2565). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทฯ ในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับมูลค่าของกิจการในกลุ่ม ESG100. (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ประภัศสร อธิกสุรพงศ์. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ในช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์ COVID19 (Unpublished Master's thesis). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- ปัญญาชติ พิมพ์วงศ์. (2560). การสื่อสารความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรในธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม: กรณีศึกษา บริษัท แครีโฮม จำกัด (Unpublished Master's thesis). มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต, กรุงเทพฯ.
- พรชนก ยัมพันธ์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพทางการเงินกับผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของกลุ่มอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industries) ในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป (Unpublished Master's thesis). มหาวิทยาลัยมหิดล, นครปฐม.
- พรพิชชา พรหมประสิทธิ์. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับโอกาสการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- พิพัฒน์ ยอดพฤติการณ์. (2556, 4 มิถุนายน). จัปทีศ 'รายงานความยั่งยืน' GRI ฉบับ G4 ลดขนาด-ไฟล์ที่สุดสำคัญ. หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ. สืบค้นจาก <https://www.thaicr.com/2013/06/gri-g4.html?m=0>
- พิมพ์โพยม สุดเจริญ. (2564). การศึกษาผลกระทบของระดับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานผ่านความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) (Unpublished Master's thesis). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- ภัตติรี ศรสงคราม. (2560). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG) ขององค์กรกับมูลค่ากิจการ (TOBIN'S Q) ในหมวดธุรกิจพลังงานที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- มยรี ลินธุเจริญ. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกิจการและขนาดของกิจการที่มีผลต่อการกระจายผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้น โดยจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยมหิดล, นครปฐม.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- มาลินี สายก้อน, และณัฐนันท์ ฐิติยาปราโมทย์. (2560). ผลกระทบความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจที่มีต่อการเปิดเผยข้อมูลบัญชีสิ่งแวดล้อมของกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตที่ได้รับรอง ISO14001 ในประเทศไทย. *วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย*, 12(2), 78-103.
- วรศักดิ์ ทูมมานนท์. (2543). *คุณรู้จัก Creative Accounting และคุณภาพกำไรแล้วหรือยัง*. กรุงเทพฯ: ไอออนิก อินเทอร์เน็ต.
- แวมณี ชัยยืน. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Performance กับประสิทธิภาพทางการเงินในกลุ่มอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industries) ในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยมหิดล, นครปฐม.
- สิรินันท์ ปิยะอักษรรัตน์. (2563). การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ESG Performance กับประสิทธิภาพทางการเงินในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว (Sensitive Industries) กรณีศึกษาในกลุ่มสมาชิกสหภาพยุโรป (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยมหิดล, นครปฐม.
- ศิริพร มาลัยเปีย, และดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์. (2561). ความสัมพันธ์ของการเปิดเผยความต่อสังคมที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัทอย่างยั่งยืน: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารธุรกิจปริทัศน์*, 10(2), 75-86.
- สถาบันสิ่งแวดล้อมไทย. (2548). *ธรรมาภิบาลสิ่งแวดล้อม: ตัวชี้วัดการมีส่วนร่วม ของประชาชน* (ประเมินผลครั้งที่ 2). กรุงเทพฯ: ผู้แต่ง.
- อาภา ประดิษฐ์วัฒนา. (2561). ผลกระทบของปัจจัยด้านประสิทธิภาพของบริษัทที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอุตสาหกรรมต่าง ๆ (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- Ahmad, N., Mobaarek, A., & Roni, N. N. (2021). Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. *Journal of Finance*, 8(1), 1900500. doi:10.1080/23311975.2021.1900500
- Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., & Hodayoun, S. (2020). Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. *Sustainability*, 12(9), 3910.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Altman, E. I. (1983). *Corporate financial distress: A complete guide to predicting, avoiding, & dealing with bankruptcy*. New York, NY: Wiley-Interscience
- Branard, C. I. (1938). *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
- Chiou, J. R., Cheng, L., & Wu, H. W. (2006). The determinants of working capital management. *Journal of American Academy of Business*, 10(1), 149-155.
- 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*, 5(4), 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>
- Gill, A. S., & Biger, N. (2013). The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. *Managerial Finance*, 39(2), 116 – 131.
- Holm, C., & Rikhardsson, P. (2008). Experienced and Novice Investors: Does Environmental Information Influence Investment Allocation Decisions? *European Accounting Review*, 17, 537-557.
- 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>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance Economics*, 3(4), 305-360.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- 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), 1-6. <https://doi.org/10.1088/1755-1315/940/1/012059>
- Luo, X., & Bhattacharya, C. (2006). Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1-18.
- 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
- S&P Global. (2022). *DJSI Index Family*. Retrieved from <https://www.spglobal.com/esg/performance/indices/djsi-index-family>
- Sorescu, A., & Spanjol, J. (2008). Innovation's Effect on Firm Value and Risk: Insights from Consumer Packaged Goods. *Journal of Marketing*, 72, 114-132. doi:10.1509/jmkg.72.2.114
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, 15-29.
- Warschauer, T. (2015). Types of Investment Risk. In *CFP Board Financial Planning Competency Handbook* (pp. 283-289). New Jersey: John Wiley & Sons, inc. <https://doi.org/10.1002/9781119642473.ch32>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- 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.



ประวัติผู้วิจัย

ชื่อ	พนิดา คำภาเมือง
วัน เดือน ปีเกิด	26 ตุลาคม 2537
สถานที่เกิด	จังหวัดหนองคาย ประเทศไทย
ประวัติการศึกษา	มหาวิทยาลัยรังสิต ปริญญาบัญชีบัณฑิต, 2560 มหาวิทยาลัยรังสิต ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต, 2567
ที่อยู่ปัจจุบัน	69/16 หมู่ 6 ถนนเสมาฟ้าคราม ตำบลคูคต อำเภอลำลูกกา จังหวัดปทุมธานี
สถานที่ทำงาน	บริษัท ไอเอสที ฟาร์ม แมชชีนเนอร์ จำกัด
ตำแหน่งปัจจุบัน	เจ้าหน้าที่บัญชีอาวุโส (Senior Accounting Officer)

