

ผลการดำเนินงานของบริษัทกับการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน:
อิทธิพลตัวแปรส่งผ่านด้านความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Firm Performance and Corporate Sustainability Performance Management:
The Mediating Effect of Investors' Reliability towards
Companies listed on the Market for Alternative Investment (MAI)

ธเนศ อุ่นปรีชาวนิชย์*
(Thanet Oonprechavanich)

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ วิเคราะห์อิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของตัวแปรที่มีต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีตัวแปรแฝงจำนวน 3 ตัวแปร ได้แก่ ตัวแปรสาเหตุคือ ผลการดำเนินงานของบริษัท ตัวแปรส่งผ่านคือ ความไว้วางใจของนักลงทุนต่อบริษัท และตัวแปรผลคือ การบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัท เป็นการวิจัยเชิงสำรวจโดยอาศัยแบบสอบถามในการเก็บข้อมูลจากผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 125 ราย โดยอาศัยการสุ่มตัวอย่างแบบชั้นภูมิ และเลือกตัวอย่างแบบง่าย ทำการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างแบบ Partial Least Square (PLS-SEM) ผลการศึกษา พบว่า (1) ผลการดำเนินงานของบริษัทส่งผลโดยตรงต่อความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทเท่ากับ 0.820 (ร้อยละ 82.00) และการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทเท่ากับ 0.311 (ร้อยละ 31.10) (2) ความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทส่งผลโดยตรงต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัท เท่ากับ 0.595 (ร้อยละ 59.50) และ (3) ผลการดำเนินงานของบริษัทส่งผลทางอ้อมต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทผ่านความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทเท่ากับ 0.488 (ร้อยละ 48.80)

คำสำคัญ: ผลการดำเนินงานของบริษัท การบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน ความไว้วางใจของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

* สาขาวิชาการตลาด คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม 65000
Marketing Program in Faculty of Management Science, Pibulsongkram Rajabhat University 65000

Corresponding author: thanet.o@psru.ac.th

ABSTRACT

This research aimed to analyze direct and indirect effects of variables influencing the corporate sustainability performance management. The model consisted of 3 latent variables, namely firms' performance as cause variable, investors' reliability as mediator variable, and the effect variable as the corporate sustainability performance management of companies listed on the Market for Alternative Investment (MAI). This research was the survey research testing 125 respondents from entrepreneurs in Market for Alternative Investment (MAI). The research samples were obtained from stratified random sampling. The data was collected by questionnaire. In this study, Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) technique was used for hypothesis testing. According to the analysis found that (1) the firm's performance had a direct effect on the investors' reliability and the corporate sustainability performance management of companies listed on MAI were equal to 0.820 and 0.311 respectively (2) the investors' reliability had a direct effect on the corporate sustainability performance management of companies listed on MAI was equal to 0.595 and (3) the firm's performance had indirect effect on the corporate sustainability performance management of companies listed on MAI by passing through the investors' reliability was equal to 0.488.

Keywords: firm performance, sustainability performance management, investors' reliability, Market for Alternative Investment (MAI)

Article history:

Received 10 March 2023

Revised 25 April 2023

Accepted 27 April 2023

SIMILARITY INDEX = 3.39 %

1. บทนำ

นับตั้งแต่ปี 2558 องค์การสหประชาชาติได้ประกาศเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนหรือ Sustainable Development Goals (SDGs) สำหรับแนวทางและข้อตกลงร่วมกันในประชาคมโลก เพื่อร่วมกันพัฒนา เศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมให้เติบโตอย่างสมดุลและยั่งยืน ทั้งนี้ตลาดทุนทั่วโลกได้ถูกใช้เพื่อเป็นกลไก สำคัญเพื่อการขับเคลื่อนตลาดทุนสู่เป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน รวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ด้วย เป็นไปตามที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมกับ UN Sustainable Stock Exchanges (SSE) ซึ่งเป็นเครือข่ายความร่วมมือระหว่างหน่วยงานขององค์การสหประชาชาติ และในเดือนกันยายน 2558 พล.อ.ประยุทธ์ จันทร์โอชา นายกรัฐมนตรีได้ร่วมลงนามรับรองวาระการพัฒนาใหม่ของ โลกที่เรียกว่า เป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) พ.ศ. 2559 - 2573 ทำให้ไทยเป็น 1 ใน 193 ประเทศที่เข้าร่วมเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (ThaiPublica, 2020: ออนไลน์)

บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ภายใต้การขับเคลื่อน ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสู่เป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน นอกจากจะต้องเป็นบริษัทที่มีศักยภาพ มี ผลการดำเนินงานที่ประสบผลสำเร็จหรือบรรลุเป้าหมายตามที่กำหนดไว้ โดยอาศัยตัวชี้วัดทางการเงินและ ตัวชี้วัดที่ไม่ใช่ทางการเงินในการควบคุมและประเมินผลการดำเนินงาน (Kopecka, 2015: 67-68) แล้ว บริษัท ยังจะต้องให้ความสำคัญอย่างยิ่งต่อการมุ่งสู่กระบวนการพัฒนาที่ยั่งยืนในการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน เพื่อสร้าง ความมั่นคงทางการเงิน สร้างชื่อเสียง และการเป็นที่ยอมรับของทุกภาคส่วน เกิดภาพลักษณ์ที่ดีโดยเฉพาะ ภาพลักษณ์ที่คำนึงถึงผลประโยชน์ต่อสังคมโดยรวม ก่อให้เกิดผลการดำเนินงานที่ก้าวหน้าอย่างยั่งยืน (Mio, Costantini and Panfilo, 2022: 380)

จากผลการดำเนินงานที่ประสบความสำเร็จของบริษัทเป็นการสร้าง “ชื่อเสียง” และ “คุณค่า” กับ บริษัท ตลอดจนการเพิ่มมูลค่าทางการตลาดให้กับบริษัท ทำให้นักลงทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนทั่วไป นักลงทุน สถาบัน ตลอดจนนักลงทุนต่างประเทศเกิดความไว้วางใจต่อการลงทุนในหุ้นของบริษัท สอดคล้องกับแนวคิด ของ Friedman (1970: 122) ตลอดจนงานวิจัยของ Dakhallh et al. (2020: 16); Bajo, Croci and Marinelli (2020: 65) และ Nair et al. (2020: 12) พบว่า บริษัทที่สามารถเพิ่มประสิทธิภาพผลการดำเนินงาน ตลอดจนความสามารถทางการแข่งขัน จะทำให้มูลค่าของบริษัทสูงขึ้นและเป็นที่ต้องการของนักลงทุนที่สนใจ ลงทุนกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สร้างความมั่นคงให้เกิดขึ้นกับธุรกิจและผู้ลงทุน นอกจากนี้ ความน่าเชื่อถือ/ชื่อเสียงของบริษัทฯ ตลอดจนความเชื่อมั่นในการร่วมลงทุนในหุ้นของบริษัทนับเป็นปัจจัย สำคัญที่ทำให้บริษัทต้องมุ่งสู่กระบวนการพัฒนาที่ยั่งยืนสำหรับการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน สอดคล้องกับทฤษฎี ผู้มีส่วนได้เสียของ Freeman (1984: 107) อธิบายถึง การสร้างความสัมพันธ์และคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มี ส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ย่อมส่งผลต่อผลลัพธ์ความสำเร็จของบริษัท นับเป็นรากฐานสำคัญเพื่อสร้าง การเติบโตอย่างยั่งยืนให้กับบริษัทในปัจจุบันและอนาคต สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีและยั่งยืนในระยะยาว ให้กับนักลงทุน (Abdioglu, 2020: 203)

จากที่กล่าวมาทั้งหมด ทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างด้านผลการ ดำเนินงานของบริษัท ความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท และการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ทั้งนี้เพื่อแนวทางสู่การบริหารผลการดำเนินงานอย่าง ยั่งยืน สอดคล้องกับวิสัยทัศน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ว่า “ธุรกิจเติบโตอย่างมีคุณภาพ มุ่งมั่น สร้างสรรค์ให้ตลาดทุนเกิดประโยชน์ต่อทุกภาคส่วนของสังคม ยกระดับคุณภาพชีวิตของคนในชาติ และสร้าง ความแข็งแกร่งให้แก่ประเทศ”

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีความไว้วางใจของนักลงทุนต่อบริษัทเป็นตัวแปรส่งผ่าน

2. เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาค้นคว้าวิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรตามกรอบแนวคิดของการวิจัยดังนี้

จากแนวคิด “ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย” ที่พัฒนามาจาก “กรอบแนวคิดด้านความร่วมมือ” ของ Barnard (1938: 84) และ Freeman (1984: 107) กล่าวถึง คุณธรรมและค่านิยมในการจัดการองค์กรที่ให้ความสำคัญต่อการสร้างความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียเพื่อความได้เปรียบทางการแข่งขัน ความไว้วางใจของนักลงทุนที่นำไปสู่ความยั่งยืนขององค์กรในบริบทที่แตกต่างกันในแต่ละองค์กร โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ที่ผู้มีส่วนได้เสียมีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อการสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน ความเชื่อมั่นต่อองค์กร และความสำเร็จอย่างยั่งยืน

ผลการดำเนินงานของบริษัท คือ ความสามารถของบริษัทในการบรรลุเป้าหมายตามแผนการดำเนินงานที่กำหนดไว้ ซึ่งเกิดจากการใช้ทรัพยากรที่สอดคล้องประสานกันกับวิธีดำเนินการต่างๆ อย่างมีประสิทธิภาพ (Neely, Kennerley and Adams, 2007: 145-146) ซึ่งความสำเร็จของบริษัทเป็นผลจากการวางแผน การนำแผนไปปฏิบัติใช้ และการปรับเปลี่ยนให้เข้ากับสภาวะแวดล้อม เพื่อบรรลุตามเป้าหมายหรือเป้าประสงค์ของบริษัท นอกจากนี้งานวิจัยของ Singer and Edmondson (2008: 54); Kaplan and Norton (2005: 6) และ Hoque (2005: 479) พบว่า การที่บริษัทสามารถบรรลุเป้าหมายตามที่กำหนดไว้ จำเป็นต้องอาศัยตัวชี้วัดทางการเงินและตัวชี้วัดที่ไม่ใช่ทางการเงิน เพื่อควบคุมและประเมินผลการดำเนินงาน ให้บริษัทประสบความสำเร็จ โดยอาศัยแนวคิดของระบบการวัดผลดุลยภาพ (Balanced Scorecard: BSC) ที่ประกอบด้วย (1) มุมมองด้านการเงิน (2) มุมมองด้านลูกค้า (3) มุมมองด้านกระบวนการภายในธุรกิจ และ (4) มุมมองด้านการเรียนรู้และการเจริญเติบโต ทั้งรวมถึงธุรกิจ SME ก็อาศัยแนวคิดของระบบการวัดผลดุลยภาพเพื่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานด้วยเช่นกัน (Gumbus and Lussier, 2006: 407)

ผลประกอบการของบริษัทที่เป็นไปตามเป้าหมายตามที่กำหนดไว้แสดงในรูปแบบของผลกำไร อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน หรือกำไรเมื่อเทียบกับมูลค่าราคาหุ้นของบริษัท เป็นการสร้าง “ชื่อเสียง” ให้เกิดขึ้นกับบริษัท สามารถสร้างความประทับใจในลักษณะองค์กรรวมและเด่นชัดของกลุ่มบุคคลที่มีต่อบริษัท (van Riel and Fombrun, 2007: 2-3) และคุณค่าของชื่อเสียงที่ดีของบริษัทนั้นสามารถเพิ่มมูลค่าทางการตลาดให้กับบริษัทได้ รวมถึงชื่อเสียงที่ดีของบริษัทย่อมส่งผลต่อความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท (Investors' Reliability) ทั้งนักลงทุนโดยทั่วไป รวมถึงนักลงทุนสถาบัน ตลอดจนนักลงทุนต่างประเทศที่มีต่อมูลค่าของบริษัท (Black, Carnes and Richardson (2000: 39)

สมมติฐานที่ 1 (H1): ผลการดำเนินงานของบริษัทมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไว้วางใจจากนักลงทุนที่มีต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ทั้งนี้ความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทนั้นอธิบายได้จาก 1) ความน่าเชื่อถือของบริษัท และ 2) ความเชื่อมั่นในการร่วมลงทุนกับบริษัท (Bajo, Croci and Marinelli, 2020: 78; Dakhilallh et al., 2020: 16; Nair et.al, 2020: 1)

บริษัทในตลาดทุนภายใต้การดำเนินงานที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมและผู้มีส่วนได้เสียย่อมส่งผลต่อความสำเร็จและชื่อเสียงของบริษัท สามารถสร้างความไว้วางใจให้กับนักลงทุน (Javed, Rashid, Hussain and Ali, 2020: 1395) รวมถึงการดำเนินธุรกิจภายใต้การขับเคลื่อนตลาดทุนสู่เป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืนเพื่อให้เกิดประโยชน์กับประชาชน และทุกภาคส่วน บริษัทฯ จึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่ต้องมุ่งสู่การบริหารผลการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืน (Awan, Kraslawski and Huiskonen, 2017: 768; Cooper and Weber, 2021: 979; Nikolaou, Tsalis and Evangelinos, 2019: 14;) เป็นการสร้างความมั่นใจว่าบริษัทฯ สามารถอยู่รอดในระยะยาวภายใต้ระบบเศรษฐกิจ สังคม และ สภาพแวดล้อมที่มีความซับซ้อนและเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว ทั้งนี้การบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน

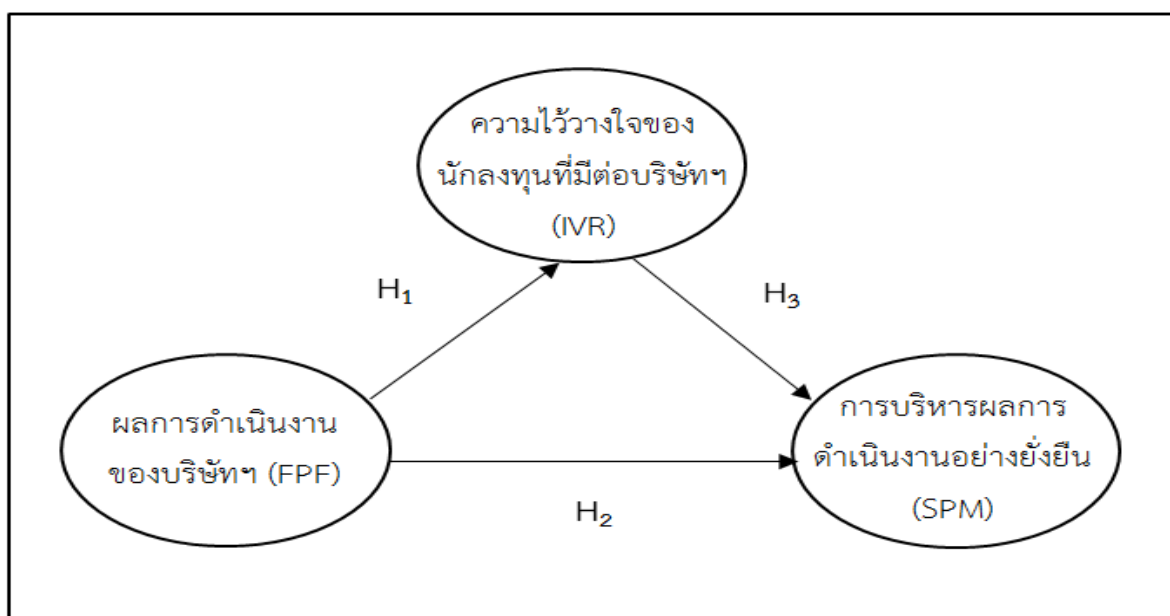
สมมติฐานที่ 2 (H2): ผลการดำเนินงานของบริษัทฯ มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

สมมติฐานที่ 3 (H3): ความไว้วางใจจากนักลงทุนที่มีต่อบริษัทฯ มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ทั้งนี้การบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนอธิบายได้จาก 1) ทิศทางสังคม 2) การจัดการทรัพยากร 3) ทิศทางปัญญา และ 4) การกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ (Abdioglu, 2020: 67; Amiraslan, Lins, Servaes and Tamayo, 2022: 35; Bananuka et al., 2022: 1; Maharantika and Fuad, 2022: 10)

กรอบแนวคิดในการทำวิจัย

จากแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถกำหนดเป็นกรอบแนวคิดของการวิจัยได้ ดังนี้



แผนภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

3. วิธีดำเนินการวิจัย

โครงการวิจัยนี้ผ่านการพิจารณาจริยธรรมการวิจัยในมนุษย์ มหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม (PSRU-EC) แบบเร่งรัด (Expedited Review) หมายเลขโครงการวิจัยคือ PSRU-EC. 2021/069 การศึกษาวิจัยนี้ เริ่มตั้งแต่เดือนธันวาคม 2564 ถึงเดือนพฤศจิกายน 2565 โดยมีวิธีการดำเนินการวิจัยดังนี้

3.1 ประชากร คือ ประชากรของการวิจัยครั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม รวมทั้งสิ้นจำนวน 181 บริษัท ข้อมูล ณ วันที่ 22 มีนาคม 2565 (ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ, 2565: ออนไลน์)

3.2 กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 125 ราย จากสูตรการคำนวณของ Yamane (1973) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ความคลาดเคลื่อน 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับ Hair, Black, Babin and Anderson (2010: 100-102) ได้แนะนำให้ใช้จำนวน 10-20 กลุ่มตัวอย่างต่อ 1 ตัวแปรที่สังเกตได้ และจำนวนกลุ่มตัวอย่างไม่น้อยกว่า 100 ตัวอย่าง ผู้วิจัยได้ทำการสุ่มตัวอย่างแบบอาศัยความน่าจะเป็น โดยวิธีการสุ่มแบบชั้นภูมิ และเลือกตัวอย่างแบบง่าย ดังรายละเอียดตามตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มอุตสาหกรรมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัย

กลุ่มอุตสาหกรรม	AGRO	CONS	FINC	INDS	PROP	RESU	SERV	TECH
จำนวน (บริษัท)	8	14	10	38	34	12	47	18
กลุ่มตัวอย่าง (บริษัท)	6	10	7	26	24	8	32	12

การวิจัยครั้งนี้ผู้ตอบแบบสอบถามคือ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กรรมการผู้อำนวยการ หรือกรรมการผู้จัดการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยการส่งแบบสอบถามทางไปรษณีย์

3.3 เครื่องมือวิจัยในการวิจัย เป็นแบบสอบถามแบบปลายปิดประกอบด้วย

ส่วนที่ 1) ข้อมูลทั่วไปของผู้ตอบแบบสอบถาม ได้แก่ เพศ อายุ วุฒิการศึกษา สาขาที่สำเร็จการศึกษา และระยะเวลาการทำงาน

ส่วนที่ 2) ผลการดำเนินงานของบริษัท (FPF) ประกอบด้วย มุมมองด้านการเงิน (FP) มุมมองด้านลูกค้า (CP) มุมมองด้านกระบวนการภายในธุรกิจ (IP) และมุมมองด้านการเรียนรู้และการเจริญเติบโต (LP)

ส่วนที่ 3 ความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท (IVR) ประกอบด้วย ความน่าเชื่อถือ/ชื่อเสียงของบริษัทฯ (CR) และความเชื่อมั่นในการร่วมลงทุนกับบริษัทฯ (CI) และ

ส่วนที่ 4) การบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัท (SPM) ประกอบด้วย ด้านทุนทางสังคม (SC) ด้านการจัดการทรัพยากร (RM) ด้านทุนทางปัญญา (IC) และด้านการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ (GE)

สำหรับแบบสอบถามในส่วนที่ 2, 3 และ 4 เป็นแบบมาตราส่วนประมาณค่า (Rating Scale) มีค่าความเที่ยงตรงเชิงเนื้อหาโดยค่าความอยู่ระหว่าง 0.67 – 1.00 (จากผู้ทรงคุณวุฒิ 3 ท่าน) ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.50 แสดงว่า แบบสอบถามมีความเที่ยงตรงเชิงเนื้อหา (Rovinelli and Hambleton, 1977: 11-14) จากนั้นนำไปทดสอบกับบริษัทที่มีลักษณะคล้ายคลึงกับตัวอย่างที่ศึกษาจำนวน 30 ราย ผลการวิเคราะห์ความน่าเชื่อถือของแบบสอบถามส่วนที่ 2, 3 และ 4 มีค่า Cronbach's Alpha เท่ากับ 0.898, 0.945 และ 0.882 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.70 แสดงว่าแบบสอบถามมีความเชื่อมั่นสูง (Cronbach, 1970: 102-104)

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย 1) การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product-moment Correlation) เพื่อตรวจสอบปัญหาสถานะร่วมเส้นตรงเชิงพหุ (Multicollinearity) ของตัวแปรด้านผลการดำเนินงานของบริษัท ความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท และการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ 2) การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling) แบบ Partial Least Square (PLS-SEM) เพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัย

4. ผลการวิจัย

4.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันของตัวแปรด้านผลการดำเนินงานของบริษัท ความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท และการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัท

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันของตัวแปรด้านผลการดำเนินงานของบริษัท ความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท และการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัท

ตัวแปร	FP	CP	IP	LP	CR	CI	SC	RM	IC	GE
FP	1									
CP	.442**	1								
IP	.476**	.623**	1							
LP	.470**	.376**	.501**	1						
CR	.558**	.539**	.646**	.589**	1					
CI	.484**	.373**	.418**	.436**	.536**	1				
SC	.554**	.525**	.534**	.478**	.613**	.581**	1			
RM	.516**	.438**	.400**	.485**	.501**	.438**	.488**	1		
IC	.566**	.524**	.491**	.495**	.625**	.534**	.590**	.576**	1	
GE	.493**	.501**	.461**	.371**	.481**	.428**	.407**	.426**	.643**	1

** นัยสำคัญที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 2 พบว่า ตัวแปรจำนวน 45 คู่ มีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.371 ถึง 0.646 ซึ่งมีค่าไม่เกิน ± 0.85 ตามเกณฑ์การพิจารณาของ (Kline, 2005: 56) ดังนั้นข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์ผลการวิจัยครั้งนี้จะไม่มีปัญหาสถานะร่วมเส้นตรงเชิงพหุ (Multicollinearity)

4.2 การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างของผลการดำเนินงานของบริษัทฯ กับการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน โดยมีอิทธิพลตัวแปรส่งผ่านด้านความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

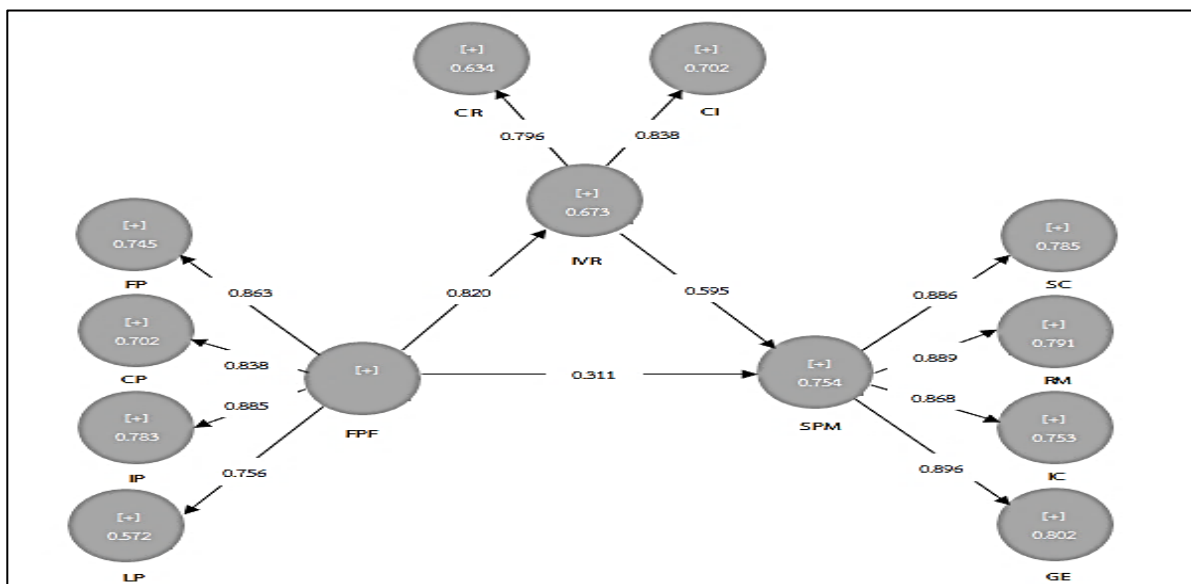
ตารางที่ 3 การเปรียบเทียบแบบจำลองที่กำหนด/ไม่กำหนดความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทเป็นตัวแปรส่งผ่าน

เส้นทาง	แบบจำลองที่ไม่กำหนดความไว้วางใจ ของนักลงทุนเป็นตัวแปรส่งผ่าน			เส้นทาง	แบบจำลองที่กำหนดความไว้วางใจ ของนักลงทุนเป็นตัวแปรส่งผ่าน		
	Beta	SE	t-value		Beta	SE	t-value
FPF->SPM	0.799***	0.033	24.212	FPF->SPM	0.311***	0.048	6.479
				FPF->IVR	0.820***	0.033	24.848
				IVR->SPM	0.595***	0.041	14.512

*** นัยสำคัญที่ระดับ 0.001

จากตารางที่ 3 แบบจำลองที่ไม่กำหนดความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทเป็นตัวแปรส่งผ่าน อิทธิพลทางตรงของผลการดำเนินงานของบริษัท (FPF) ที่มีต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน (SPM) เท่ากับ 0.799 แต่สำหรับแบบจำลองที่กำหนดความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท (IVR) เป็นตัวแปรส่งผ่าน (แบบจำลองที่พัฒนาขึ้น) อิทธิพลทางตรงของผลการดำเนินงานของบริษัท (FPF) ที่มีต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน (SPM) จะลดลงเท่ากับ 0.311 และมีอิทธิพลทางอ้อมโดยผ่านความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท (IVR) เป็นตัวแปรส่งผ่านจะเท่ากับ 0.488 (จาก Beta 0.820 x Beta 0.595) ซึ่งทำให้เห็นว่า อิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของผลการดำเนินงานของบริษัท (FPF) ที่มีต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน (SPM) โดยมีความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท (IVR) เป็นตัวแปรส่งผ่านยังคงมีค่าเท่ากับ 0.799 เช่นเดียวกับแบบจำลองที่ไม่กำหนดความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทเป็นตัวแปรส่งผ่าน ดังนั้นพบว่า แบบจำลองสมการโครงสร้างของผลการดำเนินงานของบริษัท กับการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนที่พัฒนาขึ้น โดยกำหนดความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทเป็นตัวแปรส่งผ่านมีความเหมาะสม

แบบจำลองสมการโครงสร้างของผลการดำเนินงานของบริษัท กับการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน โดยมีอิทธิพลตัวแปรส่งผ่านด้านความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แสดงความสัมพันธ์ได้ดังนี้



แผนภาพที่ 2 แบบจำลองสมการโครงสร้างของผลการดำเนินงานของบริษัท กับการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน โดยมีตัวแปรส่งผ่านด้านความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท

ผลจากวิจัยที่ได้ สนับสนุนสมมติฐานการวิจัย ดังนี้ (1) ผลการดำเนินงานของบริษัท (FPF) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท (IVR) เท่ากับ 0.820 (ร้อยละ 82) (2) ผลการดำเนินงานของบริษัทฯ (FPF) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน (SPM) ของบริษัทเท่ากับ 0.311 (ร้อยละ 31.10) และ (3) ความไว้วางใจจากนักลงทุนที่มีต่อบริษัท (IVR) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน (SPM) ของบริษัท 0.595 (ร้อยละ 59.50) ทั้งนี้ผลการดำเนินงานของบริษัทฯ (FPF) ส่งผลทางอ้อมเชิงบวกต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน (SPM) ของบริษัท ผ่านความไว้วางใจของนักลงทุน (IVR) ที่มีต่อบริษัทเท่ากับ 0.488 (48.80)

นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังแสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทฯ (FRF) สามารถอธิบายความไว้วางใจจากนักลงทุนที่มีต่อบริษัท (IVR) ได้เท่ากับ 0.673 (ร้อยละ 67.30) รวมถึงผลการดำเนินงานของบริษัท (FPF) และความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท (IVR) ร่วมกันอธิบายการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัท (SPM) ได้เท่ากับ 0.754 (ร้อยละ 75.40)

5. สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุป และอภิปรายผล

บริษัทที่ประสบผลสำเร็จในการดำเนินงานนั้น เป็นผลสัมฤทธิ์จากการที่บริษัทฯ มีการวางแผน การนำแผนไปปฏิบัติใช้ รวมถึงการควบคุมและประเมินผลการดำเนินงาน ตลอดจนการปรับเปลี่ยนให้เข้ากับสภาวะแวดล้อม เพื่อให้ผลการดำเนินงานเป็นไปตามเป้าหมายหรือเป้าประสงค์ของบริษัทฯ อย่างมีประสิทธิภาพตามที่กำหนดไว้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Sari, Alfiany, Hesti and Nisa (2022: 56) พบว่า ผู้บริหารจะต้องอาศัยตัวชี้วัดในมิติต่างๆ เพื่อการบริหารจัดการแบบสมดุลทั้งในด้านการเงินเพื่อเป้าหมายกำไรที่ชัดเจน ในด้านลูกค้าเพื่อการสร้างยอดขาย/รายได้ตามประมาณการที่กำหนดจากกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของบริษัท ในด้านกระบวนการภายในเพื่อการตอบสนองความต้องการและสร้างความพึงพอใจให้กับลูกค้า และด้านการเรียนรู้และการเติบโต โดยอาศัยกระบวนการพัฒนาการปฏิบัติงานของบุคลากรในบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้บรรลุเป้าหมายผลการดำเนินงานของบริษัท สอดคล้องกับแนวคิดระบบการวัดผลดุลยภาพ (Balanced Scorecard: BSC) ของ Kaplan and Norton (2005: 12) และงานวิจัยของ Wahyudin et al. (2021: 1) พบว่า แนวคิดระบบการวัดผลดุลยภาพมีความจำเป็นต่อการบริหารจัดการของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) เพื่อบรรลุเป้าหมายผลการดำเนินงานของธุรกิจ

การระดมทุนของบริษัทในตลาดทุน หรือตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความจำเป็นที่จะต้องพัฒนาความไว้วางใจให้เกิดขึ้นกับนักลงทุน จากความน่าเชื่อถือ/ชื่อเสียงของบริษัท เพื่อความเชื่อมั่นในการร่วมลงทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Mishra and Mishra (2013: 261) และ Feola, Vesci, Marinato and Parente, (2021: 1246) พบว่า ความไว้วางใจเป็นสิ่งสำคัญที่จะทำให้บริษัทได้รับการยอมรับจากนักลงทุน เปรียบเสมือนเป็นสินทรัพย์ที่ไม่สามารถจับต้องได้ แต่มีอิทธิพลต่อการรับรู้ของนักลงทุน และจากการที่นักลงทุนเกิดความไว้วางใจต่อบริษัท ย่อมเป็นการส่งเสริมให้เกิดพฤติกรรมความร่วมมือระหว่างนักลงทุนกับบริษัทฯ หรือเป็นลักษณะของความมั่นใจในการร่วมลงทุนของนักลงทุนกลุ่มต่างๆ และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wang and Zhao (2021: 11) พบว่า การสร้างความไว้วางใจให้กับนักลงทุนนับเป็นความได้เปรียบทางการแข่งขันของบริษัทฯ เนื่องจากสภาพแวดล้อมทางการแข่งขันที่มีความซับซ้อน ดังนั้นความไว้วางใจของนักลงทุนจึงเป็นสิ่งสำคัญที่จะทำให้ธุรกิจสามารถอยู่ได้อย่างยั่งยืน

จากผลการดำเนินงานที่ประสบความสำเร็จ และความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท ตลอดจนการดำเนินธุรกิจภายใต้การขับเคลื่อนตลาดทุนสู่เป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน เพื่อประโยชน์กับประชาชน

และทุกภาคส่วน ดังนั้นบริษัทมีความจำเป็นต้องมุ่งสู่กระบวนการพัฒนาในการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน เพื่อให้ตราสารทุน (หุ้น) ของบริษัทได้รับการจัดอันดับอยู่ในรายชื่อกลุ่มหุ้นที่ยั่งยืน มีความโดดเด่นผ่านเกณฑ์มาตรฐานด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environment, Social and Governance: ESG) สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีอย่างยั่งยืนในระยะยาวให้กับนักลงทุน (Abdioglu, 2020: 203) สอดคล้องกับแนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืนของ Barbier (1987: 104) ที่กล่าวว่า การพัฒนาอย่างยั่งยืนจะก่อให้เกิดการพัฒนาพร้อมกันอย่างเป็นระบบทั้งในระดับประเทศ และระดับสากล โดยจากผลการวิจัยนี้: ด้านทุนทางสังคม คือ การสร้างเครือข่ายทางสังคมบนพื้นฐานความเชื่อถือไว้วางใจซึ่งกันและกัน การพัฒนาคุณค่าด้านสุขภาพและความปลอดภัยต่อสังคม ด้านการจัดการทรัพยากร สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nugroho, Hanani, Toiba and Sujarwo (2022: 2) ด้านการจัดการทรัพยากร คือ การวางแผน/จัดสรรการใช้ทรัพยากรให้เป็นไปตามเป้าหมายในการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพสูงสุดเท่าที่เป็นไปได้ รวมถึงการสร้างรายได้เปรียบทางการแข่งขันของบริษัทจากข้อจำกัดด้านทรัพยากร สอดคล้องกับงานวิจัยของ Roxas (2021: 2197) และ Maharantika and Fuad (2022: 10) ด้านทุนทางปัญญา คือ การพัฒนานุเคราะห์ที่มีความสามารถในการสร้างความยั่งยืน การสืบทอดองค์ความรู้ ทักษะ และขีดความสามารถให้คงอยู่กับบริษัทต่อไปได้ รวมถึงการพัฒนากระบวนการข้อมูลเพื่อการดำเนินธุรกิจที่มีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Alvino, Di Vaio, Hassan and Palladino (2020: 85); Nasifoglu Elidemir, Ozturen and Bayighomog (2020: 1) และ Bananuka et al. (2022: 15) สำหรับด้านการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ คือ การดำเนินงานที่มุ่งเน้นฉันทามติหรือการหาข้อตกลงทั่วไปภายในกลุ่มของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้อง เพื่อสร้างความเชื่อมั่น/ไว้วางใจให้เกิดขึ้นกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม สอดคล้องกับงานวิจัยของ Jan et al. (2021: 8) นอกจากนี้ ผลการวิจัยทั้งหมดมีความสอดคล้องกับแนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืนของ Naciti (2019: 1) ที่อธิบายถึง การพัฒนาอย่างยั่งยืนมีองค์ประกอบพื้นฐานที่สำคัญ 3 ประการที่เชื่อมโยงสัมพันธ์กัน ได้แก่ ความยั่งยืนด้านเศรษฐกิจ ความยั่งยืนด้านสังคม และความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม ด้วยการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ

ผลการดำเนินงานเป็นไปตามเป้าหมายหรือเป้าประสงค์ของบริษัทฯ นั้นมีความสัมพันธ์กับการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทในประเทศที่พัฒนาแล้ว (Goyal, Rahman and Kazmi, 2013: 361) และรวมถึงบริษัทในประเทศกำลังพัฒนาด้วย (Laskar and Maji, 2018: 414) นอกจากนี้ผลการดำเนินงานเป็นไปตามเป้าหมายหรือเป้าประสงค์ของบริษัทยังส่งผลต่อความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทฯ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Obamuyi (2013: 141) และ Baker and Wurgler (2007: 149) พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจการลงทุนคือ การที่บริษัทสามารถสร้างความเชื่อมั่น/ความมั่นใจในผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับ รวมถึงความคาดหวังต่อผลกำไรของบริษัท ราคาหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งหากนักลงทุนมีความไว้วางใจต่อบริษัทมากก็จะทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อการลงทุน นอกจากนี้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีหน้าที่ในการพัฒนาศักยภาพอย่างมีคุณภาพ ด้วยการสร้างสมดุลทางเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kumar and Firoz (2022: 41) ที่พบว่า บริษัทต้องให้ความสำคัญกับการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืนเพื่อการดำรงอยู่ของธุรกิจในระยะยาว ความยั่งยืนขององค์กรเป็น การสร้างการเติบโตไปพร้อมกันทั้งตลาดทุน สังคม และประเทศชาติอย่างสมดุล มีคุณภาพ และยั่งยืนในระยะยาว จะเป็นการยกระดับคุณภาพชีวิตของประชาชนให้ดีขึ้นอย่างยั่งยืน

5.2 ข้อเสนอแนะในเชิงนโยบาย

การวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากตัวแปรเชิงสาเหตุ ได้แก่ ผลการดำเนินงานของบริษัทฯ และตัวแปรส่งผ่าน ได้แก่ ความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทฯ เท่านั้น อย่างไรก็ตามการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนจะประสบผลสำเร็จได้นั้น บริษัทฯ จำเป็นต้องสร้างพลังแห่งการเป็นหุ้นส่วนและความร่วมมือระหว่างทางธุรกิจตามแนวทางการพัฒนาที่ยั่งยืนเป็นสำคัญด้วย

ผู้บริหารจำเป็นต้องสร้างกระบวนการแลกเปลี่ยนเรียนรู้ การแลกเปลี่ยนประสบการณ์ และการแลกเปลี่ยนวิธีปฏิบัติที่เป็นเลิศกับหุ้นส่วน/บริษัทอื่น เพื่อบรรลุการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืน สอดคล้องกับวิสัยทัศน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อย่างไรก็ตาม การศึกษาวิจัยนี้ได้ดำเนินการในช่วงระยะเวลาที่การระบาดของโรคติดต่อไวรัสโคโรนา 2019 ยังไม่สิ้นสุด ซึ่งนับเป็นข้อจำกัดหนึ่งที่เกิดขึ้นกับการวิจัยในครั้งนี้

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในครั้งต่อไป

เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาในเชิงปริมาณเพียงอย่างเดียว ทั้งนี้เพื่อให้การศึกษานำไปเพื่อเป็นแนวทางในการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น จึงสมควรนำแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเหตุนี้ใช้เป็นประเด็นในการดำเนินงานวิจัยเชิงคุณภาพต่อไป

นอกจากนี้การศึกษาถึงปัญหาหรือข้อจำกัดที่เป็นอุปสรรคต่อการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ก็จะทำให้บริษัทฯ ทราบถึงปัญหาหรืออุปสรรคและสามารถกำหนดนโยบายทางเพื่อการบรรลุการบริหารผลการดำเนินงานอย่างยั่งยืนให้ดียิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- ThaiPublica. (2020). 45 ปีตลาดหลักทรัพย์ฯ “มุ่งพัฒนาตลาดทุน เพื่อทุกคน” อย่างยั่งยืน. [ออนไลน์]. ค้นเมื่อ 20 มกราคม 2565 จาก <https://thaipublica.org/2020/04/45-years-set-native-ad/>.
- ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. (2565). โครงสร้างการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. [ออนไลน์]. ค้นเมื่อ 22 มกราคม 2565 จาก https://www.set.or.th/mai/th/company/industry_group_p1.html.
- Abdioglu, N. (2020). The Role of Corporate Sustainability on Firm Value: An Application on Borsa Istanbul. In *Handbook of Research on Creating Sustainable Value in the Global Economy* (pp. 203-220). IGI Global.
- Alvino, F., Di Vaio, A., Hassan, R., and Palladino, R. (2020). Intellectual capital and sustainable development: A systematic literature review. *Journal of Intellectual Capital*, 22(1), 76-94.
- Amiraslani, H., Lins, K. V., Servaes, H., and Tamayo, A. (2022). Trust, social capital, and the bond market benefits of ESG performance. *Review of Accounting Studies*, 1-42.

- Awan, U., Kraslawski, A., and Huiskonen, J. (2017). Understanding the relationship between stakeholder pressure and sustainability performance in manufacturing firms in Pakistan. **Procedia Manufacturing**, **11**, 768-777.
- Bajo, E., Croci, E., and Marinelli, N. (2020). Institutional investor networks and firm value. **Journal of Business Research**, **112**, 65-80.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. **Journal of economic perspectives**, **21**(2), 129-152.
- Bananuka, J., Nkundabanyanga, S. K., Kaawaase, T. K., Mindra, R. K., and Kayongo, I. N. (2022). Sustainability performance disclosures: the impact of gender diversity and intellectual capital on GRI standards compliance in Uganda. **Journal of Accounting in Emerging Economies**. Retrieved January 28, 2022, from <https://doi.org/10.1108/jaee-09-2021-0301>.
- Barbier, E. B. (1987). The concept of sustainable economic development. **Environmental conservation**, **14**(2), 101-110.
- Barnard, C. I. (1938). **The functions of the executive**. Cambridge, MA Harvard University Press.
- Black, E. L., Carnes, T. A., and Richardson, V. J. (2000). The market valuation of corporate reputation. **Corporate Reputation Review**, **3**(1), 31-42.
- Cooper, L. A., and Weber, J. (2021). Does Benefit Corporation status matter to investors? An exploratory study of investor perceptions and decisions. **Business and Society**, **60**(4), 979-1008.
- Cronbach, L. J. (1970). **Essentials of Psychological Testing**. New York: Harper and Row.
- Dakhlallh, M. M., Rashid, N., Abdullah, W. A. W., Qawqzeh, H. K., and Dakhlallh, A. M. (2020). Accrual-based Earnings Management, Real Earnings Management and Firm Performance: Evidence from Public Shareholders Listed Firms on Jordanian's Stock Market. **Jour of Adv Research in Dynamical and Control Systems**, **12**(1), 16-27.
- Feola, R., Vesci, M., Marinato, E., and Parente, R. (2021). Segmenting “digital investors”: Evidence from the Italian equity crowdfunding market. **Small Business Economics**, **56**(3), 1235-1250.
- Freeman, R.E. (1984). **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman.
- Friedman, M. (1970). **The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits**. New York Times Magazine, 13 September 1970, 122-126.
- Goyal, P., Rahman, Z., and Kazmi, A. A. (2013). Corporate sustainability performance and firm performance research: Literature review and future research agenda. **Management Decision**, **51**(2), 361-379.
- Gumbus, A., and Lussier, R. N. (2006). Entrepreneurs use a balanced scorecard to translate strategy into performance measures. **Journal of Small Business Management**, **44**(3), 407-425.

- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J. and Anderson, R.E. (2010). **Multivariate Data Analysis**. (7th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- Hoque, Z. (2005). Linking environmental uncertainty to non-financial performance measures and performance: a research note. **The British Accounting Review**, 37(4), 471-481.
- Jan, A. A., Lai, F. W., Draz, M. U., Tahir, M., Ali, S. E. A., Zahid, M., and Shad, M. K. (2021). Integrating sustainability practices into islamic corporate governance for sustainable firm performance: from the lens of agency and stakeholder theories. **Quality and Quantity**, 1-24.
- Javed, M., Rashid, M. A., Hussain, G., and Ali, H. Y. (2020). The effects of corporate social responsibility on corporate reputation and firm financial performance: Moderating role of responsible leadership. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 27(3), 1395-1409.
- Kaplan, R. S., and Norton, D. P. (2005). **Creating the office of strategy management**. Boston, MA: Division of Research, Harvard Business School.
- Kline, R. B. (2005). **Principles and practice of structural equation modeling**. New York: Guilford Press.
- Kopecka, N. (2015). The balanced scorecard implementation, integrated approach and the quality of its measurement. **Procedia Economics and Finance**, 25, 59-69.
- Kumar, P., and Firoz, M. (2022). Does Accounting-based Financial Performance Value Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosures? A detailed note on a corporate sustainability perspective. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, 16(1), 1-33.
- Laskar, N., and Maji, S. G. (2018). Disclosure of corporate sustainability performance and firm performance in Asia. **Asian Review of Accounting**, 26(4), 414-443.
- Maharantika, S. F., and Fuad, F. (2022). The Influence of Environmental Performance, Environment Management Systems, and Corporate Social Responsibility Disclosure on the Financial Performance. **Diponegoro Journal of Accounting**, 11(1), 1-15.
- Mio, C., Costantini, A., and Panfilo, S. (2022). Performance measurement tools for sustainable business: A systematic literature review on the sustainability balanced scorecard use. **Corporate social responsibility and environmental management**, 29(2), 367-384.
- Mishra, A., and Mishra, D. (2013). Applications of stakeholder theory in information systems and technology. **Engineering Economics**, 24(3), 254-266.
- Naciti, V. (2019). Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. **Journal of Cleaner Production**, 237, 117727.

- Nair, S., Gopikumar, V., Viswanathan, P. K., Gopakumar, S., and Gil, M. T. (2020). A contingency model of board characteristics and foreign institutional investor ownership: the moderating role of firm size and market valuation. **Cogent Economics and Finance**, 8(1), 1739465.
- Nasifoglu Elidemir, S., Ozturen, A., and Bayighomog, S. W. (2020). Innovative behaviors, employee creativity, and sustainable competitive advantage: A moderated mediation. **Sustainability**, 12(8), 3295.
- Neely, A., Kennerley, M., and Adams, C. (2007). Performance measurement frameworks: a review. **Business Performance Measurement**, 143-162.
- Nikolaou, I. E., Tsalis, T. A., and Evangelinos, K. I. (2019). A framework to measure corporate sustainability performance: A strong sustainability-based view of firm. **Sustainable Production and Consumption**, 18, 1-18.
- Nugroho, T. W., Hanani, N., Toiba, H., and Sujarwo, S. (2022). Promoting Subjective Well-Being among Rural and Urban Residents in Indonesia: Does Social Capital Matter?. **Sustainability**, 14(4), 2375.
- Obamuyi, T. M. (2013). Factors influencing investment decisions in capital market: A study of individual investors in Nigeria. **Organizations and Markets in Emerging Economies**, 4(1), 141-161.
- Rovinelli, R. J., and Hambleton, R. K. (1977). On the use of content specialists in the assessment of criterion-referenced test item validity. **Dutch Journal of Educational Research**, 2, 49-60.
- Roxas, B. (2021). Environmental sustainability engagement of firms: The roles of social capital, resources, and managerial entrepreneurial orientation of small and medium enterprises in Vietnam. **Business Strategy and the Environment**, 30(4), 2194-2208.
- Sari, A. W., Alfiany, N., Hesti, A. N., and Nisa, A. Z. (2022). The Application of a Balanced Scorecard in SME: A case Study of Milanzo Kids. **KEUNIS**, 10(1), 56-65.
- Schermelleh-Engel, K., Moosbrugger, H., and Muller H. (2003). Evaluating the fit of structural equation models: tests of significance and goodness-of-fit models. **Methods of Psychological Research Online**, 8, 23-74.
- Singer, S. J., and EDMONDSON, A. (2008). When Learning and Performance are at Odds: Confronting the Tension Chapter. **Learning and performance matter**, 33-58.
- Van Riel, C. B., and Fombrun, C. J. (2007). **Essentials of corporate communication: Implementing practices for effective reputation management**. London: Routledge.
- Wahyudin, A., Sari, M. P., Ardiansari, A., Raharja, S., and Kalbuana, N. (2021). Instrument design of small industry performance measurement in Semarang city with balanced scorecard concept. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 25(3), 1-9.

- Wang, Y., and Zhao, D. (2021). **Research on the Evaluation Index System of Trust, Innovation and MandA Value.** In International Symposium on Automation, Information and Computing (ISAIC 2020) 2-4 December 2020, Beijing, 1828(012178).
- Yamane, Taro. (1973). **Statistics: An Introductory Analysis.** (3rd ed). New York: Harper and Row Publications.