

ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่า
กิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์โควิด-19

The Relationship between the Environmental, Social, and Governance
Performance and the Firm Value of Thai Listed Companies
during the COVID-19 Pandemic

ณัฏฐาพร ภูระหงษ์¹ วิจิตรา จำลองราษฎร์²
Natthaporn Phurahong, Wichitra Chamlongrath

บทคัดย่อ (Abstract)

บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์โควิด-19 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี พ.ศ.2563-2564 มีจำนวนทั้งสิ้น 810 ราย เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ งบการเงินประจำปี พ.ศ. 2563-2564 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1 One Report) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) และรายงานความยั่งยืน ประมวลผลทางสถิติโดยใช้ตัวแบบการวิเคราะห์การถดถอยของข้อมูลผสมแบบผลกระทบคงที่ ผลการวิจัยพบว่า ในช่วงสถานการณ์โควิด-19 ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลยังคงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย

คำสำคัญ (Keywords) : ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล; มูลค่ากิจการ;
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

The purpose of this study was to empirically investigate the relationship between environmental, social, and governance (ESG) performance, and the firm value of Thai listed companies during the Covid-19 pandemic. The sample group consisted of the Thai listed companies in the period of 2020 to 2021, totaling 810 observations. The instruments used for data collection were the 2020 - 2021 annual financial statements of the companies listed on the Stock Exchange of Thailand, annual registration statement (Form 56-1 One Report), annual report (Form 56-2) and sustainability reporting. A fixed-effects panel of the data regression model was applied for statistical data analysis. The empirical results revealed that during the

Received: 2023-09-25 Revised: 2023-10-11 Accepted: 2023-10-13

¹ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม Faculty of Management Science of Pibulsongkram Rajabhat University. E-mail: natthaporn@psru.ac.th

² คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม Faculty of Management Science of Pibulsongkram Rajabhat University. E-mail: wichitra.j@psru.ac.th

COVID-19 pandemic, ESG performance had a positive relationship with the firm value, with the statistical significance level of 0.01. These findings are supporting the stakeholder theory.

Keywords: ESG Performance; Firm Value; Thai Listed Companies

บทนำ (Introduction)

จากการที่สหประชาชาติและประเทศสมาชิกร่วมกันกำหนดเป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน (Sustainable Development Goals: SDGs) ระดับโลก โดยส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาสังคมที่มุ่งเน้นเรื่องจัดปัญหาความหิวโหย ความยากจนและความเหลื่อมล้ำ การไม่รู้หนังสือ ความเจ็บป่วยและความเสื่อมโทรมของสิ่งแวดล้อม ด้วยการขับเคลื่อนเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน โดยเน้นความสำคัญของการพัฒนาอย่างยั่งยืนเชิงพื้นที่ เพื่อนำวาระการพัฒนาระดับโลกสู่ชุมชนท้องถิ่นให้บรรลุผลลัพธ์ตามเป้าหมายได้อย่างมีประสิทธิภาพ เป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนจะต้องพัฒนาให้เกิดความสมดุลกันใน 3 เสาหลักของมิติความยั่งยืน (Three pillars of sustainability) นั่นคือ สังคม เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อม (สหประชาชาติประเทศไทย, 2566) ข้อมูลด้านความยั่งยืน (Sustainability information) เป็นข้อมูลที่แสดงถึงนโยบาย ผลกระทบ และผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมของธุรกิจ ภายใต้ระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือที่เรียกว่า ข้อมูล ESG (Environmental Social and Governance) ซึ่งจะช่วยให้นักลงทุนและผู้ใช้ข้อมูลได้เห็นถึงมุมมองการดำเนินธุรกิจในมิติที่กว้างกว่าข้อมูลทางการเงิน ทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อองค์กรทั้งในด้านความสามารถในการจัดการธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ โปร่งใส มีศักยภาพในการแข่งขัน และการสร้างผลตอบแทนในระยะยาว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจให้สอดคล้องกับมุมมองด้าน ESG ซึ่งเป็นแนวคิดเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate social responsibility: CSR) อยู่ภายใต้ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder theory) ของฟรีแมน (Freeman, 1984) โดยมีพื้นฐานมาจากกรอบแนวคิดของบาร์นาร์ด (Barnard, 1968: 40-61) ที่นำเสนอมุมมองด้านบวกของผู้จัดการในการสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคม โดยผู้บริหารต้องสร้างความพึงพอใจต่อบุคคลที่หลากหลาย อาทิเช่น พนักงาน ลูกค้า ผู้ขายปัจจัยการผลิต องค์กรชุมชนในท้องถิ่น นอกเหนือจากผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของบริษัท จึงนำไปสู่แนวคิดเกี่ยวกับความจำเป็นที่ผู้บริหารต้องทำในสิ่งที่ถูกต้อง นอกเหนือไปจากการกระทำที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นทฤษฎีที่มีความสัมพันธ์ต่อการเกิดความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท และเป็นทฤษฎีที่เชื่อมโยงถึงปัจจัยที่ก่อให้เกิดการสร้าง ความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท โดยในอดีตบริษัทให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสังคมในมิติของความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นหลัก โดยดำเนินกิจการมุ่งเน้นเป้าหมายกำไรสูงสุด เพื่อสามารถตอบสนองความต้องการของเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น แต่การศึกษาในระยะหลังพบว่าการให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสังคมในมิติทางเศรษฐกิจควบคู่กับการให้ความสำคัญในมิติของสิ่งแวดล้อม สังคม การกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อตอบสนองความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียที่หลากหลายได้อย่างสมดุล อันจะเกิดการอยู่ร่วมกันในสังคมและดำเนินธุรกิจได้อย่างยั่งยืน

การดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นและเสริมสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้กับกิจการ (ชไมพร รัตนเจริญชัย, 2560) โดยนักลงทุนจะนำข้อมูลมารวบรวมพิจารณาประกอบการตัดสินใจและประเมินความสามารถในการดำเนินงาน และมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็น

เห็นถึงความโปร่งใสของกิจการและความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนได้เสีย (Aksan & Gantyowati, 2020) และช่วยเพิ่มความน่าสนใจและมูลค่าของกิจการในสายตาของนักลงทุน (Nwanji & Howell, 2007: 353-354; Wardhani & Hamidah, 2019: 27-28) อย่างไรก็ตามการดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล ทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น เนื่องจากการดำเนินงานหรือกิจกรรมด้าน ESG ทำให้กิจการมีต้นทุนและค่าใช้จ่ายเพิ่มสูงขึ้น อาจส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง (Friedman, 1970: 234-235) และสอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนธุรกรรม (Transaction cost theory) ของ Williamson (2010: 675-676) ที่กล่าวว่า การทำธุรกรรมใด ๆ ของกิจการ ย่อมทำให้เกิดต้นทุนหรือค่าใช้จ่าย ดังนั้นการดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล ย่อมส่งผลให้กิจการมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาในอดีตที่ผ่านมา ยังไม่สามารถสรุปผลการศึกษาได้อย่างชัดเจนว่าการดำเนินงานด้าน ESG ส่งผลต่อมูลค่ากิจการอย่างไร อีกทั้งยังไม่มีการศึกษาในช่วงที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ซึ่งเป็นสถานการณ์ที่ไม่ปกติ ดังนั้น คณะผู้วิจัยจึงทำการศึกษาเพื่อค้นหาคำตอบว่า ในช่วงที่เกิดสถานการณ์วิกฤติ การดำเนินงานด้าน ESG จะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างไร เพื่อให้กิจการสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ในการวางแผนดำเนินธุรกิจ สถานการณ์ที่ไม่ปกติ และกำหนดนโยบายให้บรรลุเป้าหมายมูลค่ากิจการสูงสุด ในขณะที่นักลงทุนสามารถนำผลไปใช้พิจารณาการตัดสินใจในการลงทุน และหน่วยงานที่กำกับดูแลสามารถกำหนดทิศทางและนโยบายในการกำกับดูแลกิจการที่ดี

วัตถุประสงค์การวิจัย (Research Objectives)

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด-19

สมมติฐานการวิจัย (Research Hypothesis)

ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล

ปัจจุบันสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (Environmental Social and Governance: ESG) เป็นแนวคิดเกี่ยวกับการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืนที่ได้รับความนิยมทั่วโลก เนื่องจากเป็นแนวคิดที่ผู้ประกอบการให้ความสำคัญกับการทำธุรกิจที่ต้องคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อ 3 ด้านหลัก คือ สิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล โดยธุรกิจต้องคำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม ส่วนด้านสังคมต้องคำนึงถึงการจัดการความสัมพันธ์และการสื่อสารกับพนักงาน ลูกค้า หรือผู้มีส่วนได้เสียของธุรกิจ และด้านบรรษัทภิบาลต้องจัดการบริหารความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแลของธุรกิจ เพื่อให้การบริหารจัดการมีประสิทธิภาพ โปร่งใส และตรวจสอบได้ ทั้งนี้แนวคิด ESG ช่วยสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่ธุรกิจด้วยการสะท้อนบทบาทความรับผิดชอบต่อธุรกิจที่มีต่อผู้มีส่วนได้เสีย โดยธุรกิจมีการนำเสนอผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG Performance) ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563)

ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม เป็นผลการดำเนินงานและผลลัพธ์ที่เกี่ยวกับการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมของธุรกิจ โดยมีการกำหนดนโยบายและแนวปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมในกระบวนการดำเนินธุรกิจ

ได้แก่ 1) การจัดการน้ำ (Water management) 2) การจัดการด้านพลังงาน (Gas emission management) 3) การจัดการการปล่อยก๊าซ (Gas emission management) และ 4) การจัดการของเสีย (Waste management) ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถของธุรกิจในการใช้ทรัพยากรอย่างคุ้มค่า

ผลการดำเนินงานด้านสังคม เป็นผลการดำเนินงานและผลลัพธ์ที่เกี่ยวกับการจัดการด้านสังคมของธุรกิจ โดยมีการกำหนดนโยบายและแนวปฏิบัติด้านสังคมในกระบวนการดำเนินธุรกิจ ซึ่งรวมถึงการเคารพสิทธิมนุษยชน ตลอดห่วงโซ่คุณค่า ได้แก่ 1) ความรับผิดชอบด้านแรงงาน (Labor responsibility) 2) ความรับผิดชอบต่อลูกค้า (Customer responsibility) และ 3) การพัฒนาสังคมและชุมชน (Social and community development)

ผลการดำเนินงานด้านบรรษัทภิบาล เป็นผลการดำเนินงานและผลลัพธ์ที่เกี่ยวกับการจัดการการกำกับดูแลกิจการของธุรกิจ โดยมีการกำหนดนโยบายและแนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการในกระบวนการดำเนินธุรกิจ ได้แก่ 1) การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good corporate governance) 2) การบริหารจัดการความเสี่ยง (Risk management) 3) นวัตกรรม (Corporate innovation) และ 4) ห่วงโซ่อุปทาน (Supply chain) ซึ่งสะท้อนถึงการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส มีความรับผิดชอบต่อและการพัฒนานวัตกรรมที่เป็นการสร้างประโยชน์ต่อธุรกิจ และผู้มีส่วนได้เสียตลอดห่วงโซ่คุณค่า

มูลค่ากิจการ

ธุรกิจมีเป้าหมายที่สำคัญในการดำเนินงานเพื่อตอบสนองต่อผู้มีส่วนได้เสีย โดยมีเป้าหมายทางการเงิน คือ การสร้างมูลค่ากิจการสูงสุด (Maximized value of the firm) เมื่อกิจการมีมูลค่าสูงที่สุดก็จะส่งผลให้ราคาหุ้นสามัญสูงและสร้างความพอใจให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยมูลค่ากิจการเป็นตัวชี้วัดความเจริญเติบโตของกิจการ ซึ่งแนวคิดการประเมินมูลค่ากิจการมีหลายวิธี เช่น Tobin's Q ตามแนวคิดของ Chung & Pruitt (1994: 70-72) ซึ่งคำนวณโดยนำราคาตลาด (Market value) ของสินทรัพย์หารด้วยราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ (Replacement cost) (Yordudom & Suttipun, 2020: 108-109; Yoon et al., 2018: 15-16; Jagannathan et al., 2017: 276)

ตัวแปรควบคุม

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าขนาดกิจการ (Size) ความเสี่ยงกิจการ (Risk) และความสามารถในการทำกำไร (ROA) มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (Yordudom & Suttipun, 2020: 110-112; Hodkum & Chanruang, 2017: 50-52; สัตยา ตันจันทรพงศ์ และคณะ, 2561: 140-142) โดยขนาดกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ (Yordudom & Suttipun, 2020: 110-112; Hodkum & Chanruang, 2017: 50-52) ในขณะที่ความเสี่ยงกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ (Yordudom & Suttipun, 2020: 110-112) และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ (สัตยา ตันจันทรพงศ์ และคณะ, 2561: 140-142)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาพบว่าการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการยังไม่ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน งานวิจัยของ Aydogmus et al. (2022: 125); Yordudom & Suttipun (2020: 111-113); Yoon et al. (2018: 15-16); วัฒนีย์ รัมมะพ้อ และนิมนวล วิเศษสรรพ (2563: 18-20) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel

(2021: 322-326); Garcia & Orsato (2020: 6-7) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม และยังมีงานวิจัยที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการ (พลวัฒน์ เลิศกุลวัฒน์ และสุธาวลัย พุกษ์อำไพ, 2561: 10; สัตยา ตันจันทรพงศ์ และคณะ, 2561: 131; ภัสสิริ ศรสงคราม, 2560: 31-32) อย่างไรก็ตามงานวิจัยในอดีตเป็นการทดสอบทฤษฎีในช่วงสถานการณ์ปกติ ยังมีงานวิจัยอยู่เป็นจำนวนน้อยที่ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการในช่วงสถานการณ์ที่ไม่ปกติ เช่น งานวิจัยของ Folger-Laronde et al. (2022: 492-495) ที่ศึกษาเรื่องการจัดอันดับ ESG และผลการดำเนินงานทางการเงินของกองทุนรวมอีทีเอฟ (Exchange-traded funds) ในช่วงการระบาดของโควิด-19 ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการในทิศทางตรงกันข้าม

วิธีดำเนินการวิจัย (Research Methods)

งานวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด-19 เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ คณะผู้วิจัยได้กำหนดวิธีดำเนินการวิจัย ดังนี้

1. ขอบเขตของการวิจัย

1.1 ขอบเขตด้านเนื้อหา

เนื้อหาที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วยตัวแปรอิสระ คือ ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG) ตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ (FV) และตัวแปรควบคุม คือ ขนาดกิจการ (Size) ความเสี่ยงกิจการ (Risk) และความสามารถในการทำกำไร (ROA)

1.2 ขอบเขตด้านประชากร กลุ่มตัวอย่าง

ประชากรเป้าหมาย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2563-2564 มีจำนวนทั้งหมดเท่ากับ 1,362 ราย (Observations) คณะผู้วิจัยได้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากประชากร โดยยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากมีงบการเงินที่มีลักษณะเฉพาะแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น กองทุนรวม บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ บริษัทที่ไม่ได้ปิดรอบบัญชี 12 เดือน และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ดังนั้นจึงมีขนาดกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 810 ราย (Observations)

1.3 ขอบเขตด้านระยะเวลา

การศึกษานี้อยู่ในระหว่างปี พ.ศ.2563-2564 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดสถานการณ์แพร่ระบาดของโควิด-19

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ได้แก่ งบการเงินประจำปี พ.ศ.2563-2564 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1 One Report) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) และรายงานความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary data) โดยมีลักษณะเป็นข้อมูลแบบผสม (Panel data) คือ ข้อมูลรายบริษัทตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563-2564 คณะผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลมูลค่ากิจการ

จากฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Marketing Analysis and Reporting Tool: SET SMART) ข้อมูลผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี รายงานประจำปี และรายงานความยั่งยืนของแต่ละบริษัท ส่วนตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดกิจการ (Size) ความเสี่ยงกิจการ (Risk) และความสามารถในการทำกำไร (ROA) เก็บข้อมูลจากงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2563-2564 ของแต่ละบริษัท

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

คณะผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด มัธยฐาน ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และสถิติเชิงอนุมานด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยของข้อมูลผสม (Panel data regression model) โดยมีตัวแบบความสัมพันธ์ ดังนี้

$$FV_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{ij} + \beta_2 Size_{ij} + \beta_3 Risk_{ij} + \beta_4 ROA_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

โดยที่ FV คือ มูลค่ากิจการ วัดด้วยลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาด

ESG คือ ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล วัดด้วยการให้คะแนนในระดับต่าง ๆ โดย ESG = 1 เมื่อบริษัทได้ดำเนินการในแต่ละประเด็นของเรื่องสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล

ESG = 0 เมื่อบริษัทไม่ได้ดำเนินการในแต่ละประเด็นของเรื่องสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล โดยคะแนนรวมของ ESG เท่ากับ 11 คะแนน ประกอบด้วยคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม 4 คะแนน ด้านสังคม 3 คะแนน และด้านบรรษัทภิบาล 4 คะแนน โดยรายละเอียดแต่ละด้านมี ดังนี้

1. ด้านสิ่งแวดล้อม แบ่งออกเป็น 4 ประเด็น ได้แก่ 1.1) การจัดการน้ำ 1.2) การจัดการด้านพลังงาน 1.3) การจัดการการปล่อยก๊าซ และ 1.4) การจัดการของเสีย
2. ด้านสังคม แบ่งออกเป็น 3 ประเด็น ได้แก่ 2.1) ความรับผิดชอบต่อด้านแรงงาน 2.2) ความรับผิดชอบต่อลูกค้า และ 2.3) การพัฒนาสังคมและชุมชน
3. ด้านบรรษัทภิบาล แบ่งออกเป็น 4 ประเด็น ได้แก่ 3.1) การกำกับดูแลกิจการที่ดี 3.2) การบริหารจัดการความเสี่ยง 3.3) นวัตกรรม และ 3.4) ห่วงโซ่อุปทาน

Size คือ ขนาดกิจการ วัดด้วยลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม

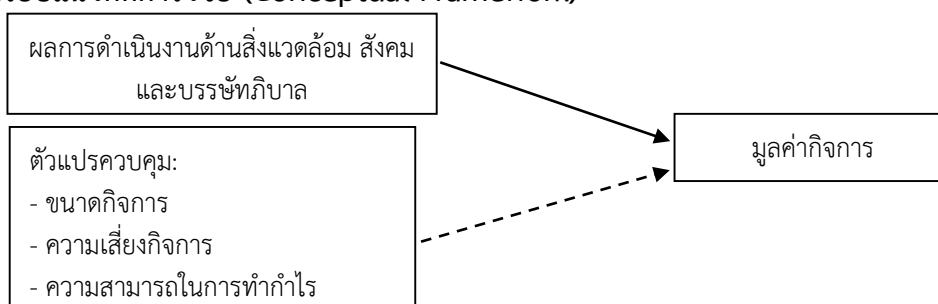
Risk คือ ความเสี่ยงกิจการ วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ROA คือ ความสามารถในการทำกำไร วัดด้วยอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม

i คือ บริษัทแต่ละราย ตั้งแต่ 1,...,i บริษัท

j คือ ปี ตั้งแต่ 1,...,j ปี

กรอบแนวคิดการวิจัย (Conceptual Framework)



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ผลการวิจัย (Research Results)

ผลการวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด-19 มีข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2563-2564 จำนวนค่าสังเกต 810 รายการ ดังนี้

ตารางที่ 1 ข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2563-2564

รายการ	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	มัธยฐาน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
มูลค่ากิจการ (ล้านบาท)	273.00	530,002.98	4,270.88	5,485.45	53,627.09
ขนาดกิจการ (ล้านบาท)	483.34	931,892.56	2,206.85	628.60	40.65
ความเสี่ยงกิจการ (เท่า)	0.02	19.13	0.83	1.25	1.51
ความสามารถในการทำกำไร (%)	-45.08	64.17	5.34	6.06	9.80

จากตารางที่ 1 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2563 – 2564 มีมูลค่ากิจการอยู่ระหว่าง 273.00 ถึง 530,002.98 ล้านบาท โดยมีมูลค่ากิจการเฉลี่ย 5,485.45 ล้านบาท และค่ามัธยฐานอยู่ที่ 4,270.88 ล้านบาท ส่วนขนาดกิจการ มีมูลค่าอยู่ระหว่าง 483.34 ถึง 931,892.56 ล้านบาท โดยมีขนาดกิจการเฉลี่ย 628.60 ล้านบาท และค่ามัธยฐานอยู่ที่ 2,206.85 ล้านบาท ในขณะที่ความเสี่ยงกิจการมีค่าอยู่ระหว่าง 0.02 ถึง 19.13 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ย 1.25 เท่า และค่ามัธยฐานอยู่ที่ 0.83 เท่า ความสามารถในการทำกำไร อยู่ระหว่างร้อยละ -45.08 ถึง 64.17 โดยมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 6.06 และค่ามัธยฐานร้อยละ 5.34

ตารางที่ 2 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยและค่าสถิติพื้นฐาน

รายการ	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	มัธยฐาน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
มูลค่ากิจการ (FV)	5.61	13.18	8.36	8.61	1.51
ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล (ESG)	0	11	9	8.92	2.11
ขนาดกิจการ (Size)	6.18	20.65	14.61	13.35	3.70
ความเสี่ยงกิจการ (Risk)	0.02	19.13	0.83	1.25	1.51

รายการ	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	มัธยฐาน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	-45.08	64.17	5.34	6.06	9.80

จากตารางที่ 2 พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ.2563-2564 มีมูลค่ากิจการซึ่งวัดด้วยลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาด มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.61 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.51 ส่วนผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล มีคะแนนอยู่ระหว่าง 0 ถึง 11 โดยมีคะแนนเฉลี่ย 8.92 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.11 ในขณะที่ขนาดกิจการ ซึ่งวัดด้วยลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 13.35 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.70 ส่วนความเสี่ยงกิจการมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.25 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.51 และความสามารถในการทำกำไรมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 6.06 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 9.80

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล ขนาดกิจการ ความเสี่ยงกิจการ ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่ากิจการ

	ESG	Size	Risk	ROA	FV	VIF
ESG	1	0.033	-0.047	0.103***	0.186***	1.012
Size		1	0.130**	0.068	0.524***	1.028
Risk			1	-0.206***	0.136***	1.069
ROA				1	0.267***	1.063

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

โดยที่ ESG คือ ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล Size คือ ขนาดกิจการ Risk คือ ความเสี่ยงกิจการ ROA คือ ความสามารถในการทำกำไร และ FV คือ มูลค่ากิจการ

จากตารางที่ 3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล ขนาดกิจการ ความเสี่ยงกิจการ ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่ากิจการ โดยภาพรวมพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.047 ถึง 0.524 โดยผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล ขนาดกิจการ ความเสี่ยงกิจการ และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระโดยใช้ Multicollinearity test พบว่าค่า VIF ของตัวแปรมีค่าตั้งแต่ 1.012-1.069 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กันน้อย ทำให้ไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ระหว่างความสัมพันธ์ภายในตัวแปรอิสระ

ก่อนทำการทดสอบสมมติฐาน คณะผู้วิจัยใช้ Hausman specification test เพื่อทดสอบความเหมาะสมของการประมาณค่าโดยใช้ Random effects เปรียบเทียบกับ Fixed effects ผลการทดสอบ Hausman test พบว่าค่า β มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Hausman value = 14.17, p-value = 0.007) จึงควรใช้การประมาณค่าแบบ Fixed effects ทั้งนี้คณะผู้วิจัยได้ตรวจสอบความถูกต้องของผลลัพธ์ (Robustness) เรียบร้อยแล้ว ดังแสดงในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของข้อมูลผสมด้วยตัวแบบ Fixed Effects ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

	ค่าสัมประสิทธิ์	t-stat	p-value
ตัวแปรตาม: FV ค่าคงที่	5.875***	10.91	0.000
ESG	0.075***	5.64	0.000
Size	0.140***	3.43	0.001
Risk	0.055	0.95	0.345
ROA	0.022***	5.62	0.000
R ²			0.366
Adjust R ²			0.363
MSE			1.451
F-statistics			18.53***

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

โดยที่ ESG คือ ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล Size คือ ขนาดกิจการ Risk คือ ความเสี่ยงกิจการ ROA คือ ความสามารถในการทำกำไร และ FV คือ มูลค่ากิจการ

จากตารางที่ 4 พบว่าผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล ขนาดของกิจการและความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยที่ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในทิศทางเดียวกันมากที่สุด รองลงมา คือ ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล และความสามารถในการทำกำไรตามลำดับ ค่า R² ของตัวแบบเท่ากับ 0.366 กล่าวคือ ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล ขนาดของกิจการและความสามารถในการทำกำไรสามารถอธิบายความผันแปรของมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 36.60 อธิบายได้ว่าบริษัทที่มีคะแนนรวมของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลมากจะมีมูลค่ากิจการมากกว่าบริษัทที่มีคะแนนรวมน้อย บริษัทที่มีขนาดกิจการใหญ่จะมีมูลค่ากิจการมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก และบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะมีมูลค่ากิจการมากกว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ

ผลการวิจัยที่ได้เป็นหลักฐานสนับสนุนว่าผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ โดยสามารถตอบวัตถุประสงค์การวิจัยได้ โดยพบว่าแม้ในช่วงที่เกิดสถานการณ์วิกฤต เช่น สถานการณ์โควิด-19 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลสูงก็ยังคงมีมูลค่ากิจการสูง สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเช่นเดียวกันกับสมทวนการณ์ปกติ

อภิปรายผลการวิจัย (Research Discussion)

จากผลการวิจัยพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียที่ว่าผู้บริหารต้องสร้างความพึงพอใจต่อบุคคลที่หลากหลาย อาทิเช่น ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ พนักงาน ลูกค้า ผู้ขายปัจจัย

การผลิต นักลงทุน เจ้าหนี้ รัฐบาลและองค์กรชุมชนในท้องถิ่น ซึ่งแสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจ จึงจะทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Aydogmus et al. (2022: 125) ที่ศึกษาและตรวจสอบผลกระทบของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท 1,720 แห่ง ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2556-2564 พบว่าคะแนนรวมของ ESG มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเช่นเดียวกัน โดยผู้มีส่วนได้เสียต่างก็คาดหวังว่าบริษัทจะดำเนินการเกี่ยวกับ ESG มากขึ้น เพื่อตอบสนองความคาดหวังของผลตอบแทนในรูปของมูลค่ากิจการได้อย่างเกินความคาดหมาย และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Yordudom & Suttipun (2020: 111-113) ที่ตรวจสอบอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูล ESG ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม THSI จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 60 บริษัท ช่วงปีพ.ศ. 2558-2562 ผลการศึกษาพบว่า อิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูล ESG มีผลต่อมูลค่ากิจการในเชิงบวก และยังพบว่า การเปิดเผย ESG ที่พบมากที่สุดคือ การเปิดเผยด้านการกำกับดูแลกิจการ รองลงมาคือ ด้านสังคมและด้านสิ่งแวดล้อม ตามลำดับ ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้สามารถนำมาเป็นแนวทางให้ธุรกิจต้องใส่ใจกับการเปิดเผยข้อมูล ESG เนื่องจากมีอิทธิพลต่อปฏิกิริยาของนักลงทุน โดยผู้มีส่วนได้เสียมีสิทธิได้รับการตอบสนองจากการกระทำและกิจกรรมของบริษัท และประโยชน์ของความรับผิดชอบต่อสังคมที่กิจการจะได้รับคือ ชื่อเสียงและความภักดี ตลอดจนมูลค่ากิจการที่ดีขึ้น

อย่างไรก็ตามผลการวิจัยฉบับนี้ไม่สอดคล้องกับ Folger-Laronde et al. (2022) ที่ศึกษาเรื่องการจัดอันดับ ESG และผลการดำเนินงานทางการเงินของกองทุนรวมอีทีเอฟในช่วงการระบาดของโควิด-19 ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการในทิศทางตรงกันข้าม อาจเนื่องมาจากความแปรปรวนทางเศรษฐกิจและสังคมในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำที่เกิดจากวิกฤติโควิด-19 ผลการวิจัยชี้ให้เห็นถึงประสิทธิภาพด้านความยั่งยืนของการลงทุนไม่สามารถใช้เป็นปัจจัยอย่างเดียวในการพิจารณาประสิทธิภาพทางการเงิน ผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนของกองทุนรวมอีทีเอฟไม่สามารถรับประกันว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวได้ในช่วงเกิดวิกฤติ ในขณะที่งานวิจัยฉบับนี้แตกต่างจากงานวิจัยของ Folger-Laronde et al. (2022) ที่ศึกษาบริบทของกองทุนรวมอีทีเอฟในประเทศแคนาดา ซึ่งเป็นตลาดพัฒนาแล้ว (Developed market) แต่งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาในบริบทของการลงทุนในตราสารทุนของประเทศไทย ซึ่งเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging market) ผลการวิจัยฉบับนี้แสดงให้เห็นว่าในช่วงสถานการณ์โควิด-19 นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการนำข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมาใช้ประกอบการพิจารณาการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยบริษัทที่มีคะแนนของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลสูง จะมีมูลค่าของกิจการสูงซึ่งวัดจากราคาตลาด แสดงว่านักลงทุนคาดหวังว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวได้หลังช่วงโควิด-19 จึงลงทุนซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่สูง

องค์ความรู้ที่ได้จากการวิจัย (Research Knowledge)

ในช่วงสถานการณ์วิกฤติ เช่น สถานการณ์โควิด-19 การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ นักลงทุนให้ความสำคัญกับเรื่องการดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลเป็นอย่างมาก แสดงให้เห็นว่าทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียสามารถนำมาอธิบายปรากฏการณ์ดังกล่าวได้ ดังนั้นกิจการที่ต้องการบรรลุเป้าหมายมูลค่ากิจการสูงสุด จึงจำเป็นต้องตระหนักถึงสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลในการดำเนินธุรกิจ

ข้อเสนอแนะการวิจัย (Research Suggestions)

1. ข้อเสนอแนะการนำผลการวิจัยไปใช้

ธุรกิจควรให้ความสำคัญเกี่ยวกับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาล โดยด้านสิ่งแวดล้อม ควรมีนโยบาย กระบวนการทำงานเพื่อจัดการกับปัญหาที่อาจเกิดขึ้นกับสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจน มีการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมไปถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ส่วนด้านสังคมควรมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียมกัน มีการส่งเสริมพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่อง ลูกค้า และพัฒนาสังคมและชุมชน ขณะที่ด้านบรรษัทภิบาล ต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี บริหารจัดการความเสี่ยง

2. ข้อเสนอแนะการวิจัยครั้งต่อไป

งานวิจัยครั้งต่อไปควรศึกษาในรูปแบบการวิจัยเชิงคุณภาพเพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึกเกี่ยวกับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลของธุรกิจ และศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นบริษัทขนาดใหญ่ กับบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อม และศึกษาเป็นรายอุตสาหกรรม

เอกสารอ้างอิง (References)

- ชไมพร รัตนเจริญชัย. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการโดยมีการรายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืนเป็นตัวแปรส่งผ่าน. วิทยานิพนธ์ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยนเรศวร.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). การเปิดเผยข้อมูลและรายงานด้านความยั่งยืน Sustainability Disclosure and Reporting. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://www.setsustainability.com/page/disclosure>. สืบค้นเมื่อ 4 กันยายน 2566.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). คู่มือจัดทำแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี/รายงานประจำปี. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://publish.sec.or.th/nrs/8619s.pdf>. สืบค้นเมื่อ 4 กันยายน 2566.
- พลวัฒน์ เลิศกุลวัฒน์ และสุธาวัลย์ พฤกษ์อำไพ. (2561). การพัฒนาอย่างยั่งยืนและผลการดำเนินงานของกิจการ: หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศไทย. *WMS Journal of Management*. 7(Special Issue Jul 2018): 1-11.
- ภัสสิริ ศรสงคราม. (2560). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับมูลค่ากิจการ (TOBIN'S Q) ในหมวดธุรกิจพลังงานที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารการเงิน. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วัฒน์ รัมมะพ้อ และนิมนวล วิเศษสรรพ. (2563). ผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของคุณค่าของรายงานความยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการ และผลการปฏิบัติทางการเงิน: หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*. 16(49): 5-22.
- สหประชาชาติประเทศไทย. (2566). งานของเราเกี่ยวกับเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนในประเทศไทย. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://thailand.un.org/th/sdgs>. สืบค้นเมื่อ 4 กันยายน 2566.

- สัตยา ตันจันทรพงศ์ พัทธยศ เดชศิริ และทศพงศ์ อวิโรธนานนท์. (2561). อิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลรายงานการพัฒนาความยั่งยืนที่มีต่อมูลค่ากิจการ. **วารสารการบัญชีและการจัดการ**. 11(1): 131-144.
- Aksan, I., & Gantyowati, E. (2020). Disclosure on sustainability reports, foreign board, foreign ownership, Indonesia sustainability reporting awards and firm value. **Journal of Accounting and Strategic Finance**. 3(1): 33-51.
- Aydogmus, M., Gulay, G. & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. **Borsa Istanbul Review**. 22(2): 119-127. Retrieved on 4 September 2023 from <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Barnard, C. I. (1968). **The functions of the executive (2nd ed.)**. Cambridge: Harvard University Press.
- Chung, K. H. & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. **Financial management**. 23(3): 70-74.
- Duque-Grisales, E. & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. **Journal of Business Ethics**. 168(2): 315-334.
- Folger-Laronde, Z., Pashang, S., Feor, L. & Elalfy, A. (2022). ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic. **Journal of Sustainable Finance & Investment**. 12(2): 490-496.
- Freeman R. E. (1984). **Strategic management : a stakeholder approach**. MA.: Pitman.
- Friedman, M. (1970). A theoretical framework for monetary analysis. **The Journal of Political Economy**. 78(2): 193-238.
- Garcia, A. S. & Orsato, R. J. (2020). Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance. **Business Strategy and the Environment**. 29(8): 1-12.
- Hodkum, S. & Chanruang, S. (2017). The Study of relationship between the level of sustainability report disclosure and security prices of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. **Journal of Global Business Review**. 19(1): 47-54.
- Jagannathan, R., Liberti, J., Liu, B. & Meier, I. (2017). A Firm's cost of capital. **Annual Review of Financial Economics**. 9: 259-282. Retrieved on 4 September 2023 from <https://www.jstor.org/stable/26774089>.
- Nwanji, T. I. & Howell, K. E. (2007). Shareholdership, stakeholdership and the modern global business environment: A survey of the literature. **The Journal of Interdisciplinary Economics**. 18(4): 347-361.

- Wardhani, P. P. C. & Hamidah. (2019). The Signalling of sustainability reporting Award in Indonesia and its Effects on Financial Performance and Firm Value. **International Journal of Innovation, Creativity and Change**. 9(8): 14-32.
- Williamson, O. E. (2010). Transaction cost economics: The natural progression. **American Economic Review**. 100(3): 673-690.
- Yoon, B., Lee, J. & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. **Sustainability**. 10(3635): 1-18. Retrieved on 4 September 2023 from doi:10.3390/su10103635.
- Yordudom, T. & Suttipun, M. (2020). The Influence of ESG disclosures on firm value in Thailand. **Journal of Finance & Banking Review**. 5(3): 108-114.

