

ผลกระทบของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผย
ข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและ
ผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
**The Impact of Institutional Investors on the Relationship between
Environmental, Social and Governance Disclosure and Financial
Performance of Companies in Agro and Food Industry Listed on the Stock
Exchange of Thailand**

มยุรี สุแดงน้อย¹, กนกนภัส โสเคียว^{1*}, จิรัฐติกา วุฒิพันธุ์¹ และ มณฑิรา กิจสัมพันธ์วงศ์²
Mayuree Sudangnoi¹, Kanoknapat Sokhiaw¹, Jiradtikhan Wutipphan¹
and Monthira Kitsamphanwong²

Received: July 01, 2024; Revised: October 16, 2024; Accepted: November 11, 2024

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงิน และ 2) ศึกษาผลกระทบของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิเก็บข้อมูลจากงบการเงินในช่วงปี พ.ศ. 2561 - 2565 จากฐานข้อมูลออนไลน์ SETSMART และข้อมูลจากรายงานประจำปี จำนวน 282 ข้อมูล สถิติที่ใช้ในการวิจัยคือ สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการศึกษา พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล วัดด้วยการได้รับการจัดอันดับใน ESG100 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และพบผลกระทบร่วมระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลวัดด้วยการได้รับการจัดอันดับใน ESG100 กับนักลงทุนสถาบันมีผลกระทบเชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลการศึกษานำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อนักลงทุนสถาบันเข้ามามีบทบาทในบริษัทดังกล่าว

คำสำคัญ: นักลงทุนสถาบัน ผลการดำเนินงานทางการเงิน สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล

¹ คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน วิทยาเขตขอนแก่น, Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus

² คณะเทคโนโลยีการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน วิทยาเขตสุรินทร์, Faculty of Management Technology, Rajamangala University of Technology Isan Surin Campus

*Corresponding author e-mail:kusuma.so@rmuti.ac.th

Abstract

This study aims to (1) examine the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure and financial performance, and (2) investigate the impact of institutional investors on the relationship between ESG disclosure and financial performance of companies in Agro and Food Industry listed on the Stock Exchange of Thailand. The study utilized secondary data collected from financial statements during 2018-2022, obtained from the SETSMART online database and annual reports, comprising 282 observations. The research employed descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression analysis. The findings revealed that ESG disclosure, measured by ESG100 rankings, had a statistically significant negative relationship with financial performance measured by return on equity at the 0.05 level. Furthermore, the interaction effect between ESG disclosure (measured by ESG100 rankings) and institutional investors showed a statistically significant negative impact on financial performance measured by firm value at the 0.05 level. These findings can support investment decision-making in companies with ESG disclosures, particularly when institutional investors play a significant role in such companies.

Keywords: Institutional Investors, Financial Performance, Environmental Social and Governance

บทนำ

ท่ามกลางสถานการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อ การดำเนินธุรกิจ บริษัทต่าง ๆ จำเป็นต้องปรับตัวอย่างรวดเร็ว เพื่อเพิ่มความแข็งแกร่งในการปฏิบัติงาน และมุ่งเน้นไปที่การพัฒนาอย่างยั่งยืน บริษัทขนาดใหญ่ระดับโลกหลายแห่ง ได้ให้ความสำคัญกับแนวคิดเกี่ยวกับความยั่งยืน ซึ่งได้กลายเป็นเครื่องมือสำคัญในการคาดการณ์อนาคตและนำพาธุรกิจให้สามารถผ่านพ้นสภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวน รวมถึงตอบสนองต่อความต้องการที่เพิ่มขึ้นของผู้มีส่วนได้เสีย ทั้งภายในและภายนอกองค์กร ในอดีตภาคธุรกิจมักมุ่งเน้นเพียงการเติบโตทางเศรษฐกิจโดยไม่ได้นำถึงผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม จนเกิดกระแสเรียกร้องจากสังคมให้การพัฒนาเศรษฐกิจต้องควบคู่กับการใส่ใจต่อสิ่งแวดล้อม และสังคม ซึ่งเป็นจุดเริ่มต้นของแนวคิดการพัฒนาอย่างยั่งยืน การพัฒนานี้เป็นการสร้างสมดุลระหว่างเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม ปัจจุบันนักลงทุนให้ความสำคัญกับธุรกิจที่คำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมมากขึ้น ทำให้บริษัทที่สามารถเปิดเผยข้อมูลเชิงกลยุทธ์และแสดงผลการดำเนินงานได้อย่างโปร่งใส กลายเป็นปัจจัยสำคัญ ในการดึงดูดการลงทุน เนื่องจากแสดงให้เห็นถึงการเติบโตอย่างยั่งยืนร่วมกับผู้มีส่วนได้เสีย (Manapreechadeelert & Yanyongpanic, 2023)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้ความสำคัญกับแนวทางการดำเนินงานที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล โดยส่งเสริมให้บริษัทจัดทำรายงานความยั่งยืน เพื่อเป็นเครื่องมือ ในการตัดสินใจเชิงธุรกิจ และเป็นกลไกสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่น รวมถึงดึงดูดนักลงทุน การเปิดเผยข้อมูล ด้านความยั่งยืนจะสะท้อนถึงผลการดำเนินงานในมิติเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม ผ่านรายงานดังกล่าว นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังได้พัฒนาดัชนีชี้วัดความยั่งยืนที่เรียกว่า SET THSI โดยบริษัทที่ได้รับการจัดอยู่ใน SET THSI จะต้องมีการประเมินความยั่งยืนไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ในสามด้านหลัก ได้แก่ สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล หรือเป็นบริษัทที่ได้รับเลือกเป็นสมาชิกของ Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) บริษัท ที่เข้าข่ายดัชนีเหล่านี้จะต้องมีคุณสมบัติที่ตรงตามเกณฑ์ที่กำหนด เช่น การรายงานด้านบรรษัทภิบาล (CGR) ผลการประเมินกำไรสุทธิและผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น, ความสามารถในการจัดการความเสี่ยงด้าน ESG การปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลที่ดี และต้องไม่เป็นหลักทรัพย์ที่ถูกขึ้นเครื่องหมาย Caution (C) หรือมีปัญหาทางการเงิน (Atsawabunjongphon, 2021)

การรายงานด้านสิ่งแวดล้อมมีความสำคัญอย่างมากต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวขององค์กร เนื่องจาก ผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานในระยะยาวจะไม่ถูกจำกัดเฉพาะกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียใดกลุ่มหนึ่ง แต่จะกระจาย ออกไปให้กับทุกฝ่ายอย่างทั่วถึง ซึ่งจะส่งเสริมการพัฒนาอย่างยั่งยืน ช่วยสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจ การพัฒนา

สังคม และการดูแลสิ่งแวดล้อมอย่างมีประสิทธิภาพ (Leelatiwanon, 2021) หากองค์กรตั้งเป้าหมายที่จะเติบโตและดำรงอยู่อย่างยั่งยืน การดำเนินงานในตลาดทุนและการมีส่วนร่วมของผู้เกี่ยวข้องจึงต้องพิจารณาถึงทั้งผลประโยชน์และผลกระทบที่จะตามมาอย่างรอบคอบ การประเมินประสิทธิภาพของการดำเนินงานกลายเป็นสิ่งจำเป็น ซึ่งสามารถวัดได้จากอัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานขององค์กรได้อย่างชัดเจน การใช้ข้อมูลเหล่านี้ในกระบวนการตัดสินใจจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการจัดการและสร้างความยั่งยืนในระยะยาว (Choomnirat & Ritthidach, 2023) นอกจากนี้ ข้อมูลในรายงานทางการเงินยังมีบทบาทสำคัญ เนื่องจากงบการเงินที่มีคุณภาพสามารถสะท้อนภาพรวมของผลการดำเนินงานได้อย่างชัดเจน มีความถูกต้อง และโปร่งใส ซึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้ใช้รายงานทางการเงินในการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงตัวเลขได้อย่างมีประสิทธิภาพ และยังช่วยดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนในองค์กร

กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารถือเป็นอุตสาหกรรมหลักที่ได้รับการส่งเสริมจากภาครัฐอย่างต่อเนื่อง โดยอาศัยทรัพยากรภายในประเทศให้เกิดประโยชน์สูงสุดในภาคอุตสาหกรรมอย่างมีประสิทธิภาพ การผลิตในกลุ่มนี้มุ่งเน้นทั้งการบริโภคภายในประเทศและการส่งออก ทำให้การลงทุนและการพัฒนาในภาคอุตสาหกรรมนี้เป็นไปได้อย่างราบรื่น (Manorotpanich, 2020) เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับสังคมและสิ่งแวดล้อม การดำเนินงานจึงได้รับผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อม ไม่ว่าจะเป็นปัญหาล้างน้ำท่วมภัยแล้ง ฝุ่นละอองขนาดเล็กเกินค่ามาตรฐาน ภัยพิบัติทางธรรมชาติที่เกิดขึ้นบ่อยขึ้น ภาวะโลกร้อน และมลพิษจากขยะ อีกทั้งยังมีผลกระทบจากปัญหาทางสังคม อาทิ ความเหลื่อมล้ำ ความยากจน และสิทธิมนุษยชน ซึ่งเป็นปัญหาที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น ด้วยเหตุนี้ธุรกิจในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารจำเป็นต้องบริหารจัดการอย่างมีประสิทธิภาพ สร้างสมดุลระหว่างการเติบโตทางเศรษฐกิจ การพัฒนาสังคม และการดูแลสิ่งแวดล้อม เพื่อให้ธุรกิจสามารถดำเนินไปอย่างยั่งยืนในอนาคต (The Stock Exchange of Thailand, 2023)

นักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มที่มีบทบาทสำคัญในการติดตามและประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท โดยอาศัยความรู้และความเชี่ยวชาญในด้านการลงทุน ทำให้ช่วยสร้างความเชื่อมั่นและเสถียรภาพให้กับตลาดทุนได้เป็นอย่างดี นักลงทุนสถาบันมักถือครองหุ้นในสัดส่วนที่สูง ซึ่งส่งผลดีต่อการกำกับดูแลกิจการ และช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น การเข้ามามีส่วนร่วมของนักลงทุนสถาบันจึงถือเป็นปัจจัยสำคัญในการยกระดับคุณภาพการบริหารจัดการของบริษัทให้มีความยั่งยืนในระยะยาว (Hong & Linh, 2023) นักลงทุนสถาบันยังมีบทบาทสำคัญในการลดพฤติกรรมที่ผู้บริหารอาจมุ่งเน้นผลประโยชน์ส่วนตัวซึ่งอาจส่งผลเสียต่อผลประโยชน์ของบริษัท ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนสถาบันมักเข้ามามีส่วนร่วมในการกำกับดูแลบริษัทอย่างเข้มงวด เพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของตนเอง และยังช่วยเพิ่มความโปร่งใสและความรับผิดชอบในองค์กรระยะยาว (Nutrujiroj & Srijunpetch, 2020) นอกจากนี้ นักลงทุนสถาบันยังมีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญกับการลงทุนที่สอดคล้องกับหลักการด้าน ESG ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงจากการทุจริตและความผิดพลาดในการบริหารจัดการ การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนสถาบันนั้นมักขึ้นอยู่กับพิจารณาผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้การลงทุนสามารถสร้างผลลัพธ์ที่ดีที่สุดในระยะยาว (Sudcharean, 2021) ในประเทศไทย นักลงทุนสถาบันเริ่มมีบทบาทสำคัญในตลาดทุนเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะหลังจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ตั้งเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันให้ถึงร้อยละ 50 เพื่อเสริมสร้างเสถียรภาพและลดความผันผวนของตลาดทุนในประเทศไทย ในอนาคตนักลงทุนสถาบันอาจมีบทบาทสำคัญในการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายย่อย อีกทั้งยังทำหน้าที่ตรวจสอบการบริหารจัดการของบริษัทแทนผู้ลงทุนรายย่อยได้อย่างมีประสิทธิภาพ

จากงานวิจัยที่ผ่านมาซึ่งศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) กับผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าผลลัพธ์ของงานวิจัยมีความหลากหลาย ทั้งแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวก เชิงลบ และไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน (Alareeni &

Hamdan, 2020; Junius et al., 2020; Love & Petchchedchoo, 2019; Naeem et al., 2022; Yothachan et al., 2020) นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผลการวิจัยพบว่านักลงทุนสถาบันมีผลกระทบทั้งในเชิงบวกและเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน (Drobetz et al., 2021; Hong & Linh, 2023; Michel et al., 2020; Musallam et al., 2019) โดยความแตกต่างของผลการวิจัยเหล่านี้มักขึ้นอยู่กับประชากรที่ใช้ในการศึกษา อย่างไรก็ตาม จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา ยังไม่พบงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบันร่วมกับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG ซึ่งทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาผลกระทบของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG และผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาครั้งนี้มุ่งเน้นให้ข้อมูลเชิงลึกแก่นักลงทุน เพื่อช่วยในการตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยเฉพาะในบริษัทที่มีนักลงทุนสถาบันเข้ามามีส่วนร่วมในกิจการ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทบทวนวรรณกรรม

1. ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เป็นหลักการที่ใช้ในการกำกับดูแลการบริหารจัดการองค์กรธุรกิจ โดยมุ่งเน้นการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างสองฝ่าย ได้แก่ ฝ่ายหนึ่งคือ ตัวการ (Principal) ซึ่งหมายถึงเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และอีกฝ่ายคือ ตัวแทน (Agent) หรือผู้บริหาร โดยตัวการจะมอบอำนาจให้ตัวแทนดำเนินงานเพื่อให้บรรลุเป้าหมายขององค์กรอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล (Choomnirat & Ritthidach, 2023) ผู้บริหารหรือคณะกรรมการบริษัทมีหน้าที่ในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์และบริหารจัดการธุรกิจเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดให้บริษัท อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารอาจไม่ได้มุ่งเน้นผลประโยชน์ที่สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นเสมอไป ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) อาจนำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างทั้งสองฝ่าย (Mokkhesa, 2022) การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) เป็นกลยุทธ์ที่มีประสิทธิภาพในการลดปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น การเปิดเผยข้อมูลเหล่านี้ช่วยสร้างความโปร่งใสในทุกมิติของการดำเนินงาน รวมถึงด้านสิ่งแวดล้อมและความรับผิดชอบต่อสังคม ทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเชื่อมั่นมากขึ้นในความสามารถของผู้บริหารในการดำเนินกิจการอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสอดคล้องกับความคาดหวังของพวกเขา ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนมีความมั่นใจมากขึ้นซึ่งสามารถดึงดูดการลงทุนและเพิ่มมูลค่าหุ้นในระยะยาวได้

2. การเปิดเผยข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเริ่มเผยแพร่แนวทางในการจัดทำรายงานความยั่งยืนครั้งแรกในปี พ.ศ. 2555 โดยอ้างอิงจากกรอบการรายงานของ Global Reporting Initiative (GRI) และในปี พ.ศ. 2560 ได้ออกคำแนะนำเพิ่มเติมเกี่ยวกับการจัดทำรายงานความยั่งยืนสำหรับธุรกิจ เพื่อช่วยให้บริษัทจดทะเบียนเข้าใจกระบวนการจัดทำรายงานความยั่งยืนได้ดียิ่งขึ้น ข้อมูลด้านความยั่งยืนของธุรกิจได้รับความสนใจจากนักลงทุนเพิ่มมากขึ้น

เพื่อสนับสนุนบริษัทในกระบวนการนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงจัดทำ “คู่มือการรายงานความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน” เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาคุณภาพของการรายงาน นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ยังเผยแพร่ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน รวมถึงรายชื่อบริษัทที่เป็นส่วนหนึ่งของดัชนีความยั่งยืน นอกจากนี้ ยังมีรายชื่อหุ้นที่ได้รับการจัดอันดับเป็นหุ้นยั่งยืนจากตลาดหลักทรัพย์ และผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการจากสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งข้อมูลเหล่านี้ถูกนำมาใช้เพื่อให้นักลงทุนนำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ (The Stock Exchange of Thailand, 2023)

3. ผลการดำเนินงานทางการเงิน

ผลการดำเนินงานทางการเงินถือเป็นเครื่องมือสำคัญในการประเมินประสิทธิภาพและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งจะใช้ตัวชี้วัดทางการเงินในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน การประเมินผลสามารถทำได้หลายวิธี ขึ้นอยู่กับมุมมองและแนวทางที่นักวิจัยเลือกใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้เลือกใช้ตัวชี้วัดทางการเงินที่สำคัญได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

4. การพัฒนาสมมติฐาน

4.1 ความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และผลการดำเนินงาน

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีต การศึกษาของ Love and Petchchedchoo (2019) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่มีอิทธิพลบวกต่อคุณภาพการคงค้าง สอดคล้องกับ Yothachan et al. (2020) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม ได้มีงานวิจัยอื่นที่ให้ผลการศึกษาในทิศทางตรงกันข้าม จากการศึกษาของ Khunthong et al. (2023) พบว่า บริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) และบริษัทที่ได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน

4.2 นักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงาน

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีต การศึกษาของ Drobetz et al. (2021) ได้ศึกษา การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันและผลการดำเนินงานของบริษัทในอุตสาหกรรมการขนส่งทางทะเล พบว่า นักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของบริษัท การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันเป็นกลไกการกำกับดูแลที่เป็นสากล ผลกระทบมีความชัดเจนมากขึ้นในบริษัทที่มีนักลงทุนสถาบันและมีแนวโน้มการลงทุนในระยะสั้น ซึ่งชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนสถาบันสามารถลดความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและมีการกำกับดูแลที่ดีขึ้น สร้างโอกาสในการเติบโตได้ดี สอดคล้องกับ Hong and Linh (2023) พบว่า นักลงทุนสถาบันมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน

จากผลการวิจัยในอดีตข้างต้น นำไปสู่ข้อสมมติฐานของการวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 1 การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 2 การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 3 การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการ

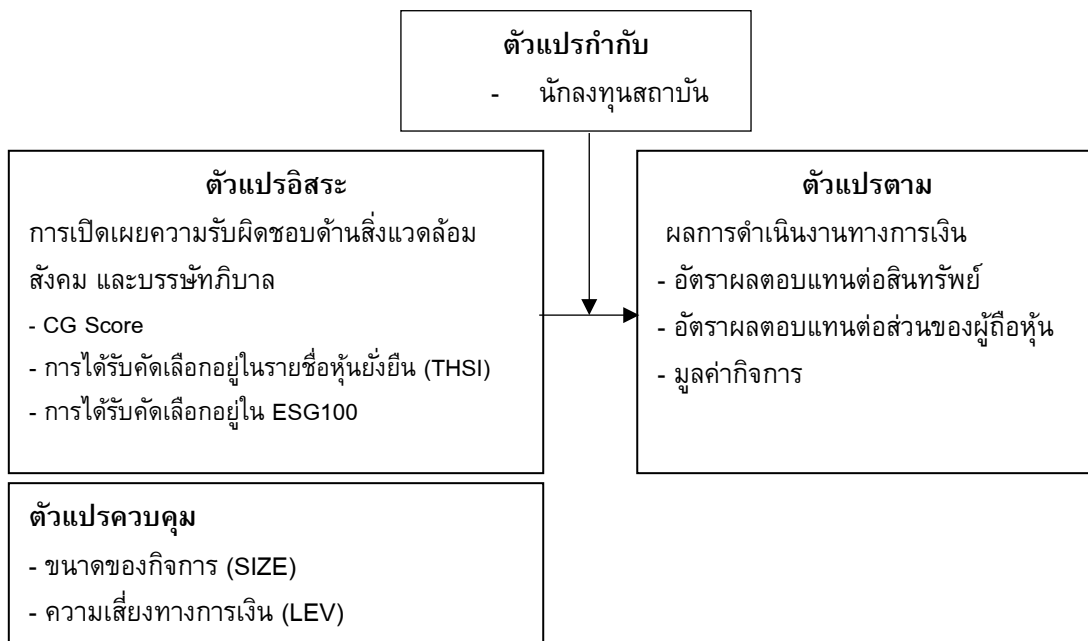
สมมติฐานที่ 4 นักลงทุนสถาบันมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 5 นักลงทุนสถาบันมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 6 นักลงทุนสถาบันมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการ

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรม การศึกษาจากเอกสารทางวิชาการและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยจึงได้กำหนดกรอบแนวคิดการวิจัย ดังนี้



รูปที่ 1 : กรอบแนวคิดการวิจัย
ที่มา : คณะผู้วิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารโดยทำการศึกษาข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2561 - 2565 ซึ่งมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน มีจำนวนข้อมูลทั้งหมด 282 ข้อมูล รายละเอียดแสดงดังตาราง

ตารางที่ 1 สรุปจำนวนประชากรที่ใช้ในการศึกษา

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา	2561	2562	2563	2564	2565	รวม
จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	52	54	55	58	65	284
หัก บริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน	0	0	0	1	1	2
จำนวนข้อมูลของบริษัทที่ใช้ในการศึกษา	52	54	55	57	64	282

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) เก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (แบบ 56 - 1) และงบการเงิน ตั้งแต่ปี พ.ศ.2561 - 2565 จากฐานข้อมูล SETSMART และจากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การเก็บรวบรวมข้อมูลในการวิจัย

เก็บรวบรวมข้อมูลการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและนักลงทุนสถาบันจากรายงานประจำปี (แบบ 56 - 1) และรายงานประจำปี เก็บข้อมูลผลการดำเนินงานทางการเงินของแต่ละบริษัทจากงบการเงิน

4. ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ได้กำหนดตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม ตัวแปรกำกับและตัวแปรควบคุม ดังนี้

4.1 ตัวแปรอิสระ คือ การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล มีวิธีการวัดใน 3 ประเด็น ดังนี้

4.1.1 ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน วัดค่าตามช่วงคะแนนที่ได้รับดังนี้ CG = 0 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ ต่ำกว่า 50, CG = 1 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ 50 - 59, CG = 2 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ 60 - 69, CG = 3 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ 70 - 79, CG = 4 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ 80 - 89, CG = 5 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ 90 - 100

4.1.2 การได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100 วัดค่าดังนี้ ESG = 1 เมื่อบริษัทได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100, ESG = 0 เมื่อบริษัทไม่ได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100

4.1.3 การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) วัดค่าดังนี้ THSI = 1 เมื่อบริษัทมีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI, THSI = 0 เมื่อบริษัทไม่มีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI

4.2 ตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานทางการเงิน ประกอบด้วยตัววัดดังนี้

4.2.1 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) คำนวณจาก (กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม) x 100

4.2.2 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) คำนวณจาก (กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้น) x 100

4.2.3 มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) คำนวณจาก (มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน)/มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

4.3 ตัวแปรกำกับ คือ นักลงทุนสถาบัน วัดจากการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 ลำดับแรก มีการวัดค่าดังนี้ เท่ากับ 1 เมื่อมีการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 ลำดับแรก, เท่ากับ 0 เมื่อไม่มีการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 ลำดับแรก

4.4 ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน

4.4.1 ขนาดกิจการ วัดค่าจาก ลอการิทึมของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม

4.4.2 ความเสี่ยงทางการเงิน วัดค่าจาก หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม

5. การวิเคราะห์ข้อมูล

วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน สถิติเชิงอนุมาน ประกอบด้วย การวิเคราะห์สมมติฐานสหสัมพันธ์เพียร์สัน และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบสมมติฐาน

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

1. ผลการวิจัย

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา สามารถแสดงรายละเอียดดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
CGS	0.00	5.00	3.79	1.54
THSI	0.00	1.00	0.24	0.43
ESG	0.00	1.00	0.09	0.28
INT	0.00	1.00	0.83	0.37
ROA	-50.52	37.65	6.90	9.67
ROE	-245.04	40.50	4.98	28.47
Tobin's Q	0.44	9.14	1.68	1.20
Size	6.55	13.74	8.76	1.28
Lev	0.00	0.96	0.38	0.24

หมายเหตุ CGS = ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ, THSI = การได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน, ESG = การได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100, INT = การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน, ROA = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์, ROE = อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น, Tobin's Q = มูลค่ากิจการ, Size = ขนาดของกิจการ, Lev = ความเสี่ยงทางการเงิน

จากตารางที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาสามารถสรุปผลได้ดังนี้

ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGS) พบว่า มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 5.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.79 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.54

การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) พบว่า มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.24 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.43

การได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100 (ESG) พบว่า มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.09 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.28

การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INT) พบว่า มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.83 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.37

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) พบว่า มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -50.52 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 37.65 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.90 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 9.67

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -245.04 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 40.50 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.98 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 28.47

มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.44 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 9.14 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.68 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.20

ขนาดของกิจการ (SIZE) พบว่า มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 6.55 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 13.74 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.76 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.28

ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) พบว่า มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.96 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.38 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.20

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

Variable	CGS	THSI	ESG	CG*INT	THSI*INT	ESG*INT	SIZE	LEV	ROA	ROE	Tobin's Q
CGS	1.00	0.31*	0.03	0.67*	0.31*	0.08	0.30*	0.17*	0.00	0.07	-0.02
THSI		1.00	0.14	0.39*	0.79*	0.23*	0.39*	0.07	0.17*	0.14	-0.04
ESG			1.00	-0.04	0.14*	0.71*	0.28*	-0.02	0.02	-0.01	0.09
CGS*INT				1.00	0.41*	0.14	0.37*	0.14	0.02	0.06	0.00
THSI*INT					1.00	0.24*	0.39*	0.06	0.17*	0.14	-0.03
ESG*INT						1.00	0.37*	0.03	0.04	0.04	-0.00
SIZE							1.00	0.28*	0.22*	0.23*	-0.00
Lev								1.00	-0.38*	-	-0.22*
ROA									1.00	0.76*	0.40*
ROE										1.00	0.17*
Tobin's Q											1.00

* แสดงถึงมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

หมายเหตุ CGS = ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ, THSI = การได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน, ESG = การได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100, CGS*INT = ผลกระทบร่วมของผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการและการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน, THSI*INT = ผลกระทบร่วมของการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนกับการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน, ESG*INT = ผลกระทบร่วมของการได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100กับการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน, ROA = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์, ROE = อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น, Tobin's Q = มูลค่ากิจการ, Size = ขนาดของกิจการ, Lev = ความเสี่ยงทางการเงิน

จากตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงิน รวมทั้งตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน และตัวแปรกำกับ คือ นักลงทุนสถาบัน

มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่คำนวณได้อยู่ระหว่าง 0.035 - 0.790 ซึ่งมีค่าไม่เกิน 0.800 และค่า VIF (Variance Inflation Factor) มีค่าไม่เกิน 10 กล่าวคือ ข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้ตัวแปรเป็นอิสระต่อกันและไม่เกิดปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity)

ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน พบว่า การได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($r = 0.173$, $r = 0.147$, $p\text{-value} < 0.05$) ผลกระทบร่วมระหว่างการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) และการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($r = 0.177$, $r = 0.149$, $p\text{-value} < 0.05$) นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($r = 0.229$, $r = 0.237$, $p\text{-value} < 0.05$) และความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการ ($r = -0.385$, $r = -0.357$, $r = -0.226$, $p\text{-value} < 0.05$)

ผลการทดสอบผลกระทบของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงดังตารางที่ 4-5

ตารางที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงิน

Independent Variables	Model (1) ROA		Model (2) ROE		Model (3) Tobin's Q	
	β	t	β	t	β	t
CGS	-0.310	-0.901	0.434	0.424	0.012	0.239
THSI	2.138	1.680	3.028	0.799	-0.181	-0.994
ESG	-3.925	-2.165	-15.177*	-2.811	0.316	1.216
SIZE	2.879*	6.290	8.711*	6.391	0.063	0.957
Lev	-23.423*	-9.267	-66.866*	-8.883	-1.415*	-3.909
Constant	-8.309		-46.669		1.648	
Observations	282		282		282	
F-Value	22.759*		20.994*		3.749*	
R-Squared	0.292		0.276		0.064	
Adjusted R ²	0.279		0.262		0.047	
Durbin-Watson	1.751		2.056		1.719	

* แสดงถึงมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

การทดสอบผลกระทบของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมี model ที่ในการทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

$$ROA = b_0 + b_1 CGS + b_2 ESG + b_3 THSI + b_4 SIZE + b_5 Lev + e \quad (1)$$

$$ROE = b_0 + b_1 CGS + b_2 ESG + b_3 THSI + b_4 SIZE + b_5 Lev + e \quad (2)$$

$$Tobin's Q = b_0 + b_1 CGS + b_2 ESG + b_3 THSI + b_4 SIZE + b_5 Lev + e \quad (3)$$

$$ROA = b_0 + b_1 CGS + b_2 ESG + b_3 THSI + b_4 INT + b_5 (CGS*INT) + b_6 (ESG*INT) + b_7 (THSI*INT) + b_8 SIZE + b_9 Lev + e \quad (4)$$

$$ROE = b_0 + b_1 CGS + b_2 ESG + b_3 THSI + b_4 INT + b_5 (CGS*INT) + b_6 (ESG*INT) + b_7 (THSI*INT) + b_8 SIZE + b_9 Lev + e \quad (5)$$

$$Tobin's Q = b_0 + b_1 CGS + b_2 ESG + b_3 THSI + b_4 INT + b_5 (CGS*INT) + b_6 (ESG*INT) + b_7 (THSI*INT) + b_8 SIZE + b_9 Lev + e \quad (6)$$

จากตารางที่ 4 พบว่า Model (1) เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน พบว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ นอกจากนี้พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ทั้งนี้ ค่า F-Value เท่ากับ 22.759 และค่า Adjusted R² 0.279

Model (2) เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน พบว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลวัดด้วยการได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และพบว่าความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สำหรับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลวัดด้วยผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการและการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ค่า F-Value เท่ากับ 20.994 และค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.262

Model (3) เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการ ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน พบว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ยังพบว่าความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ทั้งนี้ ค่า F-Value เท่ากับ 3.749 และค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.047 ซึ่งค่า Adjusted R² มีค่าค่อนข้างต่ำเนื่องจากโมเดลที่สร้างขึ้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้เพียงส่วนน้อย เนื่องจากอาจมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดด้วยมูลค่ากิจการ

จากตารางที่ 5 Model (4) ผลการทดสอบผลกระทบของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วย

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน พบว่า ผลกระทบร่วมระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับนักลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ นอกจากนี้พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ทั้งนี้ ค่า F-Value เท่ากับ 14.494 และค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.278

Model (5) ผลการทดสอบผลกระทบของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน พบว่า ผลกระทบร่วมระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับนักลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ทั้งนี้ ค่า F-Value เท่ากับ 13.626 และค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.264

ตารางที่ 5 ผลกระทบของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงิน

Independent Variables	Model (4)		Model (5)		Model (6)	
	ROA		ROE		Tobin's Q	
	β	t	β	t	β	t
CGS	0.093	0.208	1.791	1.350	-0.050	-0.782
THSI	4.050	0.480	11.471	0.457	0.224	0.186
ESG	-4.514	-1.438	-26.175*	-2.806	1.193*	2.672
CG_INT	-0.537	-1.425	-1.781	-1.591	0.079	1.474
THSI_INT	-1.538	-0.180	-7.888	-0.311	-0.415	-0.342
ESG_INT	0.115	0.030	14.509	1.282	-1.248*	-2.303
SIZE	3.029*	6.406	8.887*	6.328	0.071	1.061
Lev	-23.623*	-9.264	-67.882*	-8.961	-1.387*	-3.824
Constant	-8.406		-47.337		1.540	
Observations	282		282		282	
F-Value	14.494*		13.626*		3.137*	
R-Squared	0.298		0.285		0.084	
Adjusted R ²	0.278		0.264		0.057	
Durbin-Watson	1.808		2.089		1.796	

* แสดงถึงมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

Model (6) ผลการทดสอบผลกระทบของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการ ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน พบว่า ผลกระทบร่วมระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลซึ่งวัดด้วยการได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100 กับนักลงทุนสถาบัน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากการมีนักลงทุนสถาบันเข้ามามีบทบาท ผู้บริหารอาจเพิ่มความระมัดระวังในการลงทุนด้าน ESG ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นและมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ยังพบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สำหรับผลกระทบร่วมระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลซึ่งวัดด้วยผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนและการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนกับนักลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ ค่า F-Value เท่ากับ 3.137 และค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.057 ซึ่งค่า Adjusted R² มีค่าค่อนข้างต่ำเนื่องจาก โมเดลที่สร้างขึ้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้เพียงส่วนน้อย เนื่องจากอาจมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดด้วยมูลค่ากิจการ

อภิปรายผล

1. การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลวัดด้วยการได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ทั้งนี้เนื่องจาก การลงทุนของบริษัทในกิจกรรมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล อาจถูกนักลงทุนบางกลุ่มมองว่าเป็นการลงทุนที่ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายโดยไม่ส่งผลให้เกิดรายได้ในทันที อาจส่งผลให้ผลกำไรของบริษัทลดลง รวมถึงอาจทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงเช่นกัน นักลงทุนจำนวนมากมักให้ความสำคัญกับผลกำไรและผลตอบแทนในระยะสั้นมากกว่าที่จะพิจารณาประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นในระยะยาวจากการลงทุน สอดคล้องกับ Alareeni and Hamdan (2020) ได้ทำการศึกษา ผลกระทบของ ESG ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในดัชนี S&P 500 ของประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม และความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และสอดคล้องกับ Giannopoulos et al. (2022) ได้ทำการศึกษา การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศนอร์เวย์ พบว่า มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการดำเนินงานด้าน ESG และผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยเฉพาะในแบบจำลองการถดถอยที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแปรตาม การดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ส่งผลกระทบเชิงลบอย่างชัดเจน นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ Menicucci and Paolucci (2023) พบว่า นโยบายด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ส่งผลกระทบเชิงลบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานและผลการดำเนินงานทางการตลาดของธุรกิจธนาคาร

2. ผลกระทบร่วมระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลซึ่งวัดด้วยการได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100 กับนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงิน ทั้งนี้เนื่องจาก นักลงทุนสถาบันบางกลุ่มอาจให้ความสำคัญกับผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะสั้น ผลตอบแทนที่ได้รับมักขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานในระยะสั้นเป็นหลัก ทำให้กลุ่มนักลงทุนเหล่านี้เผชิญแรงกดดันในการมุ่งเน้นการสร้างผลกำไรในระยะเวลาอันสั้น ส่งผลให้ผู้บริหารของบริษัทต้องปรับกลยุทธ์และให้ความสำคัญกับการบรรลุผลลัพธ์ทางการเงินในระยะสั้นมากกว่าการวางแผนและการดำเนินการเพื่อความยั่งยืนในระยะยาว ส่งผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานและความมั่นคงขององค์กรในภาพรวม สอดคล้องกับ Tsouknidis (2019)

ได้ทำการศึกษา ผลกระทบของการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท กรณีศึกษา บริษัทเดินเรือที่จดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัท และสอดคล้องกับ Musallam et al. (2019) ได้ทำการศึกษา การถือหุ้นแบบครอบครัวและนักลงทุนสถาบันและผลการดำเนินงานขององค์กร กรณีศึกษาประเทศอินโดนีเซีย พบว่า การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ และยังสอดคล้องกับ Hong and Linh (2022) ได้ทำการศึกษา นักลงทุนสถาบัน การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดเกิดใหม่ หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศเวียดนาม พบว่า นักลงทุนสถาบันที่มีความสัมพันธ์กับบริษัทผ่านการลงทุนจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์เพราะมีความสัมพันธ์กับธุรกิจที่อาจเกี่ยวข้องกับบริษัทที่ลงทุน

สรุปและข้อเสนอแนะ

1. สรุป

1.1 การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลวัดด้วยการได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

1.2 ผลกระทบระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลซึ่งวัดด้วยการได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100 กับนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

2. ข้อเสนอแนะ

2.1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

2.1.1 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรมีการส่งเสริมและทำความเข้าใจให้นักลงทุนเห็นประโยชน์ของการลงทุนในบริษัทที่มีการดำเนินการด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล เนื่องจากส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาว เพื่อให้นักลงทุนพิจารณาลงทุนในบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมากยิ่งขึ้น

2.1.2 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรให้ความรู้เกี่ยวกับความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูล ESG แก่บริษัทจดทะเบียน โดยชี้ให้เห็นถึงประโยชน์ในระยะยาว เพื่อให้ข้อมูลที่รายงานออกมามีคุณภาพและมีความหมายต่อการตัดสินใจลงทุน

2.2 ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้

2.2.1 บริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารสามารถใช้ผลการวิจัยในการปรับปรุงนโยบายการเปิดเผยข้อมูล ESG โดยการให้ความสำคัญกับการพัฒนาคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลเพื่อดึงดูดนักลงทุน

2.2.2 นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลจากการวิจัยเพื่อวิเคราะห์และวางแผนกลยุทธ์การลงทุนในบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESG ที่มีคุณภาพ ซึ่งอาจส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินในระยะยาว

2.3 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.3.1 งานวิจัยนี้เลือกใช้ตัววัดการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลโดยวัดจากผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน การได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน และการได้รับคัดเลือกอยู่ใน ESG100 เท่านั้น งานวิจัยในอนาคตอาจเลือกใช้ตัววัดที่นอกเหนือจากการศึกษาในครั้งนี้เพื่อความชัดเจนของงานวิจัยมากยิ่งขึ้น

2.3.2 งานวิจัยนี้ศึกษาเฉพาะบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารเท่านั้น ซึ่งงานวิจัยในอนาคตอาจทำการวิจัยศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ หรือศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Mai) เพื่อความครอบคลุมมากขึ้น และสามารถทำการเปรียบเทียบผลการศึกษาที่ได้

เอกสารอ้างอิง

- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409-1428.
- Atsawabunjongphon, P. (2021). *The relationship between sustainability reporting and Tobin's Q ratio evidence from Thai listed companies in SET 100* [Master 's thesis, Bangkok University]. BU Research. <http://dspace.bu.ac.th/jspui/handle/123456789/4737>
- Choomnirat, C. & Ritthidach, P. (2023). Relationship between operational efficiency and firm value of The listed companies in Thailand Sustainability Investment. *Academic Journal, University of the Thai Chamber of Commerce*, 43(2), 39-60.
- Drobetz, W., Ehlert, S., & Schröder, H. (2021). Institutional ownership and firm performance in the global shipping industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 146, 102152.
- Giannopoulos, G., Fagernes, R. V., Elmarzouky, M., & Hossain, K. A. B. M. (2022). The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 237.
- Hong, N. T. H. & Linh, T. K. (2023). Institutional investors, corporate governance and firm performance in an emerging market: evidence from Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 1-20.
- Junius, D., Adisurjo, A., Rijanto, Y. A., & Adelina, Y. E. (2020). The impact of ESG performance to firm performance and market value. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, 5(1), 21-41.
- Leelatiwanon, S. (2021). *The relationship between environment reporting and financial performance of listed companies on the stock exchange of Thailand: Case Studies of Agro & Food Industry, Industrials, and Resources* [Unpublished Master 's thesis, Prince of Songkla University].
- Love, C & Petchchedchoo, P. (2019). Environmental, social and governance performance (ESG) with Earning quality. *Suthiparithat*, 33(106), 179-194.
- Manapreechadeelert, P. & Yanyongpanich, B. (2023). The level of sustainability reporting on investor Confidence and firm performance of companies on the stock exchange of Thailand. *Journal of Value Chain Management and Business Strategy*, 2(3), 54-72.
- Manorotpanich, N. (2020). Corporate governance that effects the rate of return on equity Assets and the stock prices of companies in the agro-industry and food industry listed in the Stock Exchange of Thailand [Unpublished Doctoral Dissertation, Sripatum University].
- Menicucci, E., & Paolucci, G. (2023). ESG dimensions and bank performance: An empirical investigation in Italy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(3), 563-586.

- Michel, A., Oded, J., & Shaked, I. (2020). Institutional investors and firm performance: Evidence from IPOs. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, 101099.
- Mokkhavesa, B. (2022). *The influence of structure of the board of directors and corporate social responsibility disclosure (CSR) on firm's value of the Listed Companies in the stock exchange of Thailand*. Sripatum University.
- Musallam, S. R., Fauzi, H., & Nagu, N. (2019). Family, institutional investors ownerships and corporate performance: the case of Indonesia. *Social Responsibility Journal*, 15(1), 1-10.
- Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22, S128-S140.
- Nutrujiroj, P. & Srijunpetch, S. (2020). The relationship between institutional ownership and government ownership on firm performance. *Suthiparithat journal*, 34(11), 110-125.
- Sudcharean, P. (2021). *The impact of environmental, social and governance (ESG) performance on financial performance through investment risks of listed companies in the stock exchange of Thailand (SET)* [Unpublished Master 's thesis, Thammasat University].
- The Stock Exchange of Thailand. (2023). *The center for business development for sustainability, ESG and BCG MODEL is linked to How is the sustainability of the business?*. <https://setsustainability.com/libraries/1031/item/-esg-bcg->
- Tsouknidis, D. A. (2019). The effect of institutional ownership on firm performance: the case of US-listed shipping companies. *Maritime Policy & Management*, 46(5), 509-528.
- Yothachan, N., Meeampol, S., & Pajongwong, P. (2020). The relationship between the disclosure data of sustainability reports and operating performance in ESG100 Index. *Journal of Library and Information Science Srinakharinwirot University*, 13(2), 12-26.