

อิทธิพลของปัจจัยด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการ
ดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่มหุ้นยั่งยืน

The Impact of Environmental Social Governance (ESG) on the Financial
Performance of (Thailand Sustainability Investment: THSI) Companies
Listed on the Stock Exchange of Thailand

ธนจรรยกร อภิวัฒน์โกคินกุล

นิสิต หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา

E-mail: thanajunyakorn.a@ku.th

ฐิติมา ไชยะกุล

อาจารย์ประจำคณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

E-mail: thitima.c@ku.th

Thanajunyakorn Apiwatphokinkul

Student, Master of Business Administration Program in Industrial Administration

Faculty of Management Sciences, Kasetsart University, Sriracha Campus

Thitima Chaiyakul

Lecturer, Faculty of Management Sciences, Kasetsart University, Sriracha Campus

รับเข้า: 20 ตุลาคม 2565 แก้ไข: 4 พฤศจิกายน 2565ตอบรับ: 9 พฤศจิกายน 2565

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน โดยการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ

ผลการวิจัย พบว่า การพัฒนาอย่างยั่งยืนของตลาดทุน ESG มีอิทธิพลทางบวกต่อ Tobin's Q (เท่า) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta=0.347$; $p\text{-value}=0.01$) เมื่อแยกองค์ประกอบ พบว่า การกำกับดูแลกิจการ (GOV) มีอิทธิพลทางบวกกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกับสินทรัพย์รวม (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ($\beta=0.316, 0.338$ และ 0.324 $p\text{-value}=0.01$) สะท้อนให้เห็นว่าผลการดำเนินการพัฒนาอย่างยั่งยืน

(ESG) โดยเฉพาะอย่างยิ่งด้านการกำกับดูแลกิจการ (GOV) ในระดับที่สูงขึ้นเพิ่มภาพลักษณ์ที่ดีและผลการดำเนินงานของบริษัท

คำสำคัญ: การพัฒนาอย่างยั่งยืน ความรับผิดชอบต่อสังคม ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม การกำกับดูแลกิจการ

Abstract

The purpose of this study was to study the influence of environmental, social, and corporate governance (ESG) factors on the financial performance of companies listed in the Stock Exchange of Thailand in the Sustainable Stocks Group by analyzing the regression multiplicative.

The results showed that sustainable capital market development of ESG had a statistically significant positive influence on Tobin's Q ($\beta=0.347$; p-value=0.01). Measuring ESG sub-components separately was found that corporate governance (GOV) had a positive influence on the rate of return from assets (ROA); the return on equity (ROE); and the ratio between market capitalization and total assets (Tobin's Q); of companies listed on the Stock Exchange of Thailand with the statistical significance at .01 ($\beta=0.316$, 0.338, and 0.324 p-value=0.01). It reflected that the sustainability performance (ESG), especially in the aspect of corporate governance (GOV) in the higher level increases the good image and performance of the company.

Keywords: sustainable development, social responsibility, environmental responsibility, corporate governance

บทนำ

ปัจจุบันนักลงทุนบุคคล (Individual Investor) และนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) ต่างให้ความสำคัญมากขึ้นในการลงทุนแบบยั่งยืน หรือการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการดำเนินงานตามกรอบแนวคิดความยั่งยืน ข้อมูล ESG มีความสำคัญต่อการพิจารณาการลงทุนนอกเหนือจากข้อมูลพื้นฐานของกิจการเป็น “ข้อมูลทางการเงิน” ที่สะท้อนให้เห็นความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าเพิ่มจากเม็ดเงินลงทุนที่ได้รับ ในรูปของรายได้และผลกำไร (Mohammad and Wasiuzzaman, 2021)

แต่ข้อจำกัดของข้อมูลทางการเงินคือเป็นข้อมูลที่สะท้อนการดำเนินงานในอดีตที่ผ่านมาแล้ว ซึ่งมีได้เป็นเครื่องรับประกันว่าผลการดำเนินงานที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจะเป็นเช่นเดียวกัน เพียงแต่ให้แนวโน้มที่คาดว่าจะเป็นไปได้เช่นนั้น บนสมมติฐานหรือปัจจัยแวดล้อมเดียวกัน จึงทำให้นักลงทุนจำเป็นต้องค้นหาข้อมูลอื่นประกอบการพิจารณาลงทุน สำหรับคาดการณ์ถึงผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตให้มีความแม่นยำที่สุด และข้อมูลอื่นที่ว่า คือ “ข้อมูลที่มีใช้ตัวเลขทางการเงิน” เพราะข้อมูลดังกล่าวสามารถบ่งชี้ถึงโอกาสและความเสี่ยง รวมทั้งขีดความสามารถขององค์กรที่มีต่อผลประโยชน์ในอนาคตของบริษัท (Alareeni and Hamdan, 2020)

ตลาดทุนไทยได้เริ่มให้ความสำคัญกับชุดข้อมูล ESG เพิ่มมาก ทั้งผู้กำกับดูแลหลักทรัพย์ ที่มีการออกประกาศให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูล ESG ในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี และตัวกลางซื้อขายหลักทรัพย์ ที่เริ่มมีบริการด้าน ESG แก่บริษัทจดทะเบียน รวมทั้งผู้ให้บริการอิสระและที่ปรึกษาธุรกิจ ที่มีการนำเสนอบริการที่เกี่ยวข้องกับ ESG สำหรับบริษัทจดทะเบียนและบริษัททั่วไป

สถาบันไทยพัฒน์จึงริเริ่มจัดทำรายชื่อกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 สำหรับรองรับการลงทุนที่มีโอกาสสร้างผลตอบแทนเพิ่มขึ้นนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถือเป็นการจัดอันดับหลักทรัพย์โดยใช้เกณฑ์ ESG เป็นครั้งแรกในประเทศไทย และได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องถึงปัจจุบัน ปี พ.ศ. 2563 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ร่วมมือกับ Arabesque ซึ่งเป็นพันธมิตรระดับโลกที่ให้บริการประเมินผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (sustainability rating agencies) ของธุรกิจทั่วโลก เป็นผู้ให้บริการจัดอันดับคะแนนด้าน ESG นำข้อมูลผลการประเมินด้าน ESG ของบริษัทจดทะเบียนไทยมาเผยแพร่ให้ผู้ลงทุนไทยติดตามข้อมูล เพื่อการเปรียบเทียบมุมมองความยั่งยืนในบริบทของตลาดทุนไทย ซึ่งสะท้อนศักยภาพในการเติบโตและมูลค่ากิจการในระยะยาว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563)

ดังนั้นการวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) ที่มีทั้งหมด 120 บริษัท ในปี พ.ศ. 2563

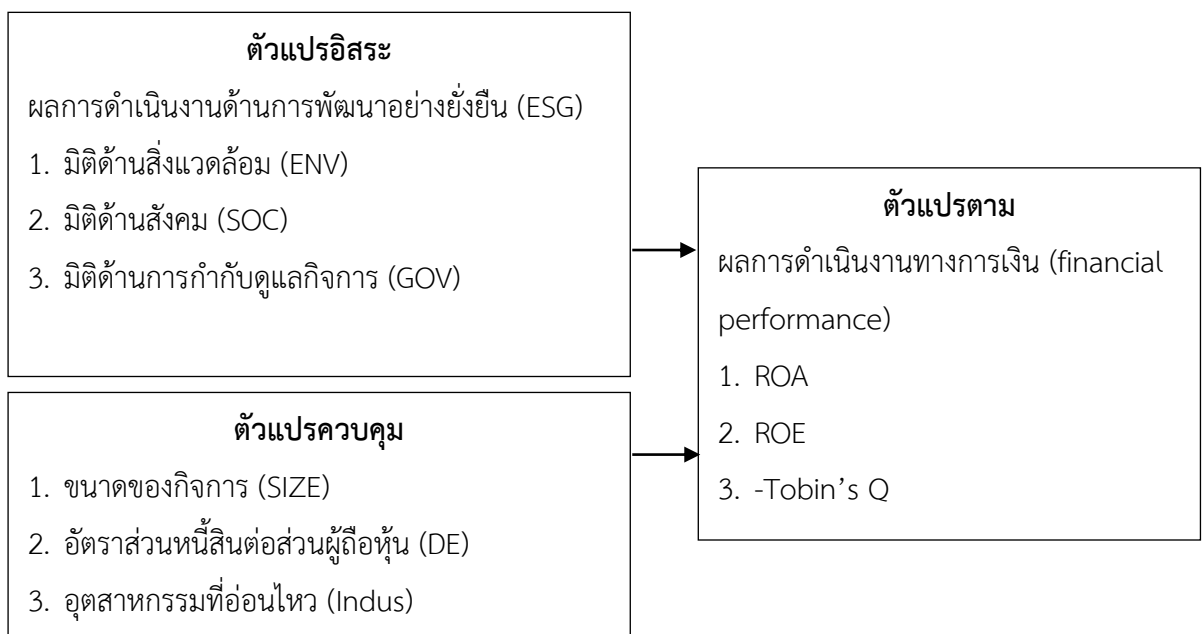
วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI)

สมมติฐานการวิจัย

1. ผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืนในบริบทของตลาดทุน (ESG) มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA ROE และ Tobin's Q)
2. ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (ENV) มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA ROE และ Tobin's Q)
3. ผลการดำเนินงานด้านสังคม (SOC) มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA ROE และ Tobin's Q)
4. ผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการ (GOV) มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA ROE และ Tobin's Q)

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

วิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ใช้ข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านเกณฑ์คัดกรองคุณสมบัติและเกณฑ์ผลคะแนนจากการตอบแบบประเมินความยั่งยืน ซึ่งประกาศรายชื่อหุ้นยั่งยืน Thailand Sustainability

Investment ประจำปี 2563 และยังคงดำเนินกิจการอยู่ในปี 2563 โดยไม่รวมกิจการที่ไม่เปิดเผยข้อมูล
มีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 120 ตัวอย่าง

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งประกอบด้วย

1. ตัวแปรอิสระ ผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืนด้านความรับผิดชอบต่อ
สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) เก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลPortfolio ออนไลน์ที่มี
การเปิดเผยต่อสาธารณะ ปี พ.ศ. 2563 ของ Arabesque S-Ray

2. ตัวแปรตาม ผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดจากตัวเลขทางบัญชีที่แสดงบนฐานข้อมูลหุ้น
รายตัวโดยการรายงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์
(Return on Assets: ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และ อัตราส่วน
ระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกับสินทรัพย์รวม (Tobin's Q)

3. ตัวแปรควบคุม อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity ratio: DE) เก็บ
รวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลหุ้นรายตัวโดยการรายงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขนาดของ
บริษัท Firm size วัดจากลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัท ซึ่ง
เก็บข้อมูลจากฐานข้อมูลหุ้นรายตัว ตามการรายงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี พ.ศ.
2563

แบบจำลองตรวจสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESGP)
ด้วยผลการดำเนินงานทางการเงินด้านมูลค่าทางบัญชี ซึ่งวัดด้วยด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์
(ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนคิ๋ว (TOBIN's Q) ได้ ดังนี้

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 Indus + \beta_2 ESGP_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DE_{it} + u \quad \text{----(1)}$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 Indus + \beta_2 ESGP_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DE_{it} + u \quad \text{----(2)}$$

$$TOBIN's Q_{it} = \alpha + \beta_1 Indus + \beta_2 ESGP_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DE_{it} + u \quad \text{----(3)}$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 Indus + \beta_2 ENV_{it} + \beta_3 SOC_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 DE_{it} + u \quad \text{----(4)}$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 Indus + \beta_2 ENV_{it} + \beta_3 SOC_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 DE_{it} + u \quad \text{----(5)}$$

$$TOBIN's Q_{it} = \alpha + \beta_1 Indus + \beta_2 ENV_{it} + \beta_3 SOC_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 DE_{it} + u \quad \text{----(6)}$$

ตารางที่ 1 สรุปรายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

สัญลักษณ์	คำอธิบาย
ตัวแปรตาม (FP) อัตราส่วนทางการเงินที่แสดงบนฐานข้อมูล ในข้อมูลหุ้นรายตัวโดยการรายงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
ROA	1. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์
ROE	2. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น
Tobin's Q	3. อัตราส่วนคิว (เท่า)
ตัวแปรอิสระ คะแนนตามการประเมินของ Arabesque S-Ray (2563) 0 ถึง 100	
ESG	1. การพัฒนาอย่างยั่งยืนในบริบทของตลาดทุน (ESG)
ENV	2. ESGP มิติด้านสิ่งแวดล้อม (ENV)
SOC	3. ESGP มิติด้านสังคม (SOC)
GOV	4. ESGP มิติด้านการกำกับดูแลกิจการ (GOV)
ตัวแปรควบคุม	
Indusit	1. ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว มีค่าเท่ากับ “1” กลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ (non-sensitive industry) ให้มีค่าเท่ากับ “0”
SIZEit	2. ขนาดของบริษัท ค่าลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัทโดยการรายงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
DEit	3. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ผลกระทบของผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืน (ESG) ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) โดยงานวิจัยนี้มีการใช้ สถิติเชิงพรรณนา สรุปลักษณะเบื้องต้นของข้อมูลแต่ละตัวแปร ได้แก่ ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) เพื่อแสดงภาพรวมทั่วไปของข้อมูล และลักษณะการแจกแจงค่าทางสถิติเบื้องต้น และงานวิจัยนี้ได้ใช้ สถิติเชิงอนุมาน ใช้วิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน และวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืน (ESG) ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI)

ผลการวิจัย

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลกลุ่มกลุ่มหุ้นยั่งยืน ประกอบด้วย 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร จำนวน 16 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 13.33 กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค จำนวน 2 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 1.67 กลุ่มการเงินจำนวน 11 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 9.17 กลุ่มอุตสาหกรรมการผลิต จำนวน 17 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 14.17 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง จำนวน 21 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 17.50 กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร/พลังงาน จำนวน 21 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 17.50 อุตสาหกรรมบริการ จำนวน 20 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 16.67 และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี/การสื่อสาร จำนวน 12 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 10.00 รายละเอียดแสดงดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม Thailand Sustainability Investment ประจำปี พ.ศ. 2563 แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ลำดับ	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
1	Agro & Food Industry	16	13.33
2	Consumer Products	2	1.67
3	Financials	11	9.17
4	Industrials	17	14.17
5	Property&Construction	21	17.5
6	Resources	21	17.5
7	Services	20	16.67
8	Technology	12	10
รวมทั้งหมด		120	100

ตารางที่ 3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

ตัวแปร	N	Min	Max	Mean	SD
ผลการดำเนินงานทางการเงิน					
ROA (%)	120	-11	23	5.53	5.996
ROE (%)	120	-30	38	7.82	11.404
Tobin's Q (เท่า)	120	0.00	11	0.9	1.196

ตารางที่ 3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม (ต่อ)

ตัวแปร	N	Min	Max	Mean	SD
ตัวแปรควบคุม					
DE (เท่า)	120	0.00	9	1.86	1.867
SIZE	120	6	14	9.85	1.998
ตัวแปรอิสระ					
ESGP (%)	120	0.00	72	33.69	29.235
ENV (%)	120	0.00	83	35.47	31.156
SOC (%)	120	0.00	74	36.33	31.306
GOV (%)	120	0.00	78	31.29	28.352
Valid N (listwise)	120				

จากการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาแสดงดังตารางที่ 3 พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวมีระดับคะแนนตั้งแต่ 0-100 ตัวแปรตามพบว่า ROA, ROE, Tobin's Q มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 5.53, 7.82, 0.9 มีค่าสูงสุดร้อยละ 23, 38, 11 มีค่าต่ำสุดร้อยละ -11, -30, 0 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.99, 11.41, 1.20 ตามลำดับ การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficients) แสดงดังตารางที่ 4 พบว่า เมื่อพิจารณาค่า Sig.(2-tailed) ที่ระดับนัยสำคัญที่ .01 พบว่ามีตัวแปรอิสระทุกตัวมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยทางสถิติ ($p < 0.01$) แสดงในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficients)

ตัวแปรอิสระ	ESGP	ENV	SOC	GOV
ESGP	1	.975 ^{**}	.984 ^{**}	.977 ^{**}
ENV	.975 ^{**}	1	.981 ^{**}	.911 ^{**}
SOC	.984 ^{**}	.981 ^{**}	1	.931 ^{**}
GOV	.977 ^{**}	.911 ^{**}	.931 ^{**}	1

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากข้อมูลดังกล่าว พบว่า ความสัมพันธ์ในระดับที่มากของตัวแปรอิสระอาจส่งผลกระทบต่อแรงในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ดังนั้นเพื่อตรวจสอบว่าการแทนค่าตัวแปรในสมการตัวแบบจะไม่เกิด Multicollinearity ผู้วิจัยจะทำการทดสอบความสัมพันธ์กันโดยใช้ค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF)

ถ้าค่า Tolerance ยังมีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นในระดับต่ำ แต่ถ้ามีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่าตัวแปรอิสระนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ ในระดับสูงและถ้ามีค่าต่ำกว่า 0.1 แสดงว่ามีปัญหาเกี่ยวกับ Multicollinearity ขึ้นรุนแรง ส่วนค่า Variance Inflation Factor (VIF) มีค่าเกิน 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ ในระดับสูง (กนกพร รัตนอำพล, 2021)

ในการทดสอบผลกระทบของ ESG ENV SOC และ GOV ที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน ROA ROE และ TOBIN's Q เป็นไปตามสมการ (1)-(6) แสดงดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 วิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ ESG ENV SOC และ GOV กับ ROA ROE และ Tobin's Q

ตัวแปรอิสระและ ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม : ผลการดำเนินงาน			Tolerance	VIF
	ROA	ROE	Tobin's Q		
Constant	-0.0327	-0.1173	-5.3992		
	-0.4695	-.84826	-4.1035***		
ESGP	0.1313	0.1044	0.3478	0.8764	1.1410
	1.0897	0.8341	3.4749***		
ENV	-0.2763	-0.3057	0.1088	0.6608	1.5131
	-2.3946**	-2.5777**	1.0149		
SOC	-0.1377	-0.2944	0.0658	0.5964	1.6767
	-1.0925	-2.3304**	0.5782		
GOV	0.3163	0.3384	0.3247	0.8841	1.1310
	2.7772***	2.8851***	3.2388***		
Indus	-0.0894	-0.1829	-0.2825	0.8544	1.1704
	-0.7863	-1.59168	-2.7572***		
SIZE	0.1670	0.2155	0.3272	0.7999	1.2502
	1.4200	1.81415*	3.0889***		

ตารางที่ 5 วิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ ESG ENV SOC และ GOV กับ ROA ROE และ Tobin's Q (ต่อ)

ตัวแปรอิสระและ ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม : ผลการดำเนินงาน			Tolerance	VIF
	ROA	ROE	Tobin's Q		
DE	-0.3255	-0.0416	-0.4555	0.6428	1.5556
	-2.4813**	-.31405	-3.8556***		
R ²	0.6502	0.5475	0.6661		
Adjusted R ²	0.3138	0.2998	0.4437		
F-Statistic	4.7267***	4.4244***	8.2435***		
	(<.001)	(<0.001)	(<.001)		
Durbin-Watson	2.2448	1.9103	1.7883		

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .1

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตารางที่ 5 จากการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ พบว่า ค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าไม่เข้าใกล้ศูนย์ (Tolerance > 0.5) และค่า Variance Inflation Factor ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า VIF < 10 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย พบว่า ESG มีอิทธิพลทางบวกต่ออัตราส่วนระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกับสินทรัพย์รวม (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ($\beta=0.3475$; p-value=1%) การกำกับดูแลกิจการ(GOV) มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน ROA ROE และ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ($\beta=0.3163$, 0.3384 และ 0.3247 p-value =0.01)

ตัวแปรควบคุม Indus และ DE มีอิทธิพลทางลบต่อ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ($\beta=-0.2825$, -0.4555; p-value=0.01) SIZE มีอิทธิพลทางบวกต่อ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ($\beta=0.3271$; p-value=0.01)

ตารางที่ 6 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐาน	ค่าสัมประสิทธิ์	P-value	สรุปผล
1. ESG มีความสัมพันธ์ที่มี นัยสำคัญทางสถิติเชิงบวกกับ ผลการดำเนินงานทางการเงิน	ROA ROE Tobin's Q	0.1313 0.1044 0.3478	0.2799 0.4072 <.001
			ปฏิเสธ สมมติฐาน ปฏิเสธ สมมติฐาน ยอมรับ สมมติฐาน
2. ENV มีความสัมพันธ์ที่มี นัยสำคัญทางสถิติเชิงบวกกับ ผลการดำเนินงานทางการเงิน	ROA ROE Tobin's Q	-0.2763 -0.3057 0.1088	0.0195 0.0122 0.3139
			ปฏิเสธ สมมติฐาน ปฏิเสธ สมมติฐาน ปฏิเสธ สมมติฐาน
3. SOC มีความสัมพันธ์ที่มี นัยสำคัญทางสถิติเชิงบวกกับ ผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA)	ROA ROE Tobin's Q	-0.1377 -0.2944 0.0658	0.2786 0.0229 0.5651
			ปฏิเสธ สมมติฐาน ปฏิเสธ สมมติฐาน ปฏิเสธ สมมติฐาน
4. GOV มีความสัมพันธ์ที่มี นัยสำคัญทางสถิติเชิงบวกกับ ผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA)	ROA ROE Tobin's Q	0.3163 0.3384 0.3247	0.0071 0.0053 0.0019
			ยอมรับ สมมติฐาน ยอมรับ สมมติฐาน ยอมรับ สมมติฐาน

อภิปรายผล

จากการศึกษาอิทธิพลของปัจจัยด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) พ.ศ. 2563

ผลการวิจัย พบว่า ผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืนในบริบทของตลาดทุน (ESG) ไม่มีอิทธิพลหรือผลกระทบต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานทางการเงินด้านมูลค่ากิจการที่วัดด้วยอัตราส่วนคิว (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัย และสอดคล้องกับแนวคิดของ Atan et al. (2018); Duque-Grisales and Aguilera-Caracuel. (2021) แสดงให้เห็นว่า ESG ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการทำงานของบริษัท สะท้อนให้เห็นว่า ESG ในระดับที่สูงขึ้นมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน และการตลาดของบริษัท อาจเป็นเพราะการเปลี่ยนแปลงประจำปีของผลการดำเนินงาน ESG ช่วยเพิ่มภาพลักษณ์ที่ดีของบริษัท และช่วยเพิ่มอัตราความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินลดลง เนื่องจากบริษัทสามารถแสดงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในอนาคต การประเมินมูลค่าที่สูงขึ้น และเงื่อนไขการกู้ยืมที่ดี (Arayssi et al., 2020) แต่ผลลัพธ์นี้ขัดแย้งกับการศึกษาอื่น ๆ ที่ชี้ให้เห็นว่าไม่มีหลักฐานที่แน่ชัดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง ESG และประสิทธิภาพทางการเงิน (Buallay et al., 2020)

ผลการดำเนินงานด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืน มิติด้านการกำกับดูแลกิจการ (GOV) ส่งผลในเชิงบวกต่อ ROA ROE และ Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการศึกษา และสอดคล้องกับแนวคิดของ Alareeni and Hamdan (2020) การกำกับดูแลกิจการ (GOV) ในระดับที่สูงขึ้นจะช่วยปรับปรุงและส่งผลในทางบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินและประสิทธิภาพของตลาด ซึ่งหมายความว่า การ GOV เพิ่มประสิทธิภาพผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่าสินทรัพย์ (อัตราส่วนคิว Tobin's Q) ของบริษัท

อาจเป็นเพราะการที่ GOV อยู่ในระดับที่ดี เป็นปัจจัยสำคัญในการปรับปรุงผลการดำเนินงานทางการเงิน เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น นอกจากนี้ บริษัทที่ปรับกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะให้ข้อมูลที่โปร่งใสมากขึ้นแก่นักลงทุนและผู้ใช้งบการเงินรายอื่น ๆ ผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับการศึกษาที่ชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการ GOV กับผลการดำเนินงานของบริษัท (Alareeni and Hamdan, 2020)

แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับสูงเป็นปัจจัยสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพของบริษัทเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ กระตุ้นให้เกิดการมีส่วนร่วมอย่างมั่นคงในกิจกรรม ด้านการพัฒนาอย่างยั่งยืน ESG เป็นประโยชน์ต่อห่วงโซ่มูลค่าของธุรกิจจากลูกค้า ผู้ผลิต ตลอดจนถึงผู้ถือหุ้นการเติบโตของบรรษัทภิบาลและความโปร่งใสของบริษัท ช่วยให้เข้าใจได้ดีขึ้นว่าข้อมูลที่ไม่ใช่ทางการเงิน เช่น ESG ขับเคลื่อนมูลค่าของบริษัทได้ เป็นต้น

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้พบว่า ผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการ (GOV) มีอิทธิพลทางบวกต่อ ROA ROE และ Tobin's Q แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับสูงขึ้นเป็นปัจจัยสำคัญในการส่งเสริมให้ผลการดำเนินงานบริษัทดีขึ้นตามไปด้วย เป็นการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีส่งผลต่อความน่าเชื่อถือสร้างมูลค่าให้กับบริษัท ลูกค้ามีความเชื่อมั่นในบริษัทส่งผลต่อยอดขายและกำไร ซึ่งนอกจากจะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทแล้วยังสามารถดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนอีกด้วย

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

ให้ขยายขอบเขตระยะเวลาในการเก็บรวบรวมข้อมูล เพื่อวัดผลกระทบระยะยาวของ ESG หรือการศึกษาเปรียบเทียบช่วงเวลาของข้อมูลตัวแปรที่ต่างกันอาจส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรทางการเงินของหลักทรัพย์ได้ เนื่องจากแต่ละช่วงเวลามีลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างกัน ทั้งนี้ ควรทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ตัวเงินเพื่อให้งานวิจัยเกิดความแปลกใหม่และครอบคลุมมากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- กนกพร รัตนอำพล. (2021). ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ กลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Buddhist Education and Research*, 7(3): 62-76.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). (Thailand Sustainability Investment: THSI) สร้างโอกาสการลงทุนด้วยหุ้นยั่งยืน. ค้นเมื่อวันที่ 21 เมษายน 2563, จาก <https://www.setsustainability.com/page/thsi-thailand-sustainability-investment>.
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance*, 20(7): 1409-1428.
- Arayssi, M., Jizi, M. and Tabaja, H.H. (2020). The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(1): 137-161.
- Atan, R., Alam, M.M., Said, J. and Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality*, 29(2): 182-194.
- Buallay, A., Fadel, S.M., Al-Ajmi, J.Y. and Saudagaran, S. (2020). Sustainability reporting and performance of MENA banks: is there a trade-off?. *Measuring Business Excellence*, 24(2): 197-221.



- 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.
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). **Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia**. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015.