

อิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม  
และบรรษัทภิบาลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Influence of Responsibility Disclosure on Environment, Societies  
and Corporate Governance on Firm Performance of Companies Listed  
in Stock Exchange of Thailand

อุบลวรรณ ขุนทอง<sup>1</sup> และ บุญธรรม ราชรักษ์<sup>2</sup>

Ubonwan Khunthong<sup>1</sup> and Boontham Racharak<sup>2</sup>

<sup>1</sup>คณะการจัดการธุรกิจและการเงิน มหาวิทยาลัยรัตนบัณฑิต

<sup>1</sup>Faculty of Business Administration and Finance, Rattana Bundit University

<sup>2</sup>คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง

<sup>2</sup>Faculty of Economics, Ramkhamhaeng University

E-mail: <sup>1</sup>ubonwank@gmail.com

**Received** September 18, 2022; **Revised** November 25, 2022; **Accepted** December 29, 2022

### Abstract

The purpose of this research is to study the influence of disclosing the accountability in responsibility on environment, societies, and corporate governance with respect to the operational, financial and market performance from 472 companies listed on the Stock Exchange of Thailand. This study is a quantitative research, using secondary data collected from sustainability reports and financial information published on the Stock Exchange of Thailand's website from 2019 to 2021, namely, ESG100's rank information, information on corporate governance assessment, results of quality assessment on the meeting of shareholders, information on inclusion of the Thailand sustainability investment, information on inclusion of the Dow Jones sustainability indices. To analyze the collected data, we employ descriptive statistics for characterizing the samples and use multiple regression analysis for inferential statistics to find out the correlation of variables. Our analysis reveals that the results of quality assessment on the meeting of shareholders influences the operational and financial performance of the sampled companies in the same direction. However, the corporate

governance assessment is shown to correlate in the opposite direction with the operational performance of the companies list on the Stock Exchange of Thailand.

**Keywords:** Disclosure, Corporate Governance, Firm performance, Companies Listed, The Stock Exchange of Thailand

## บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมและบรรษัทภิบาลต่อการดำเนินงานขององค์กร ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาด ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่างจำนวน 472 บริษัท วิธีการศึกษาใช้ข้อมูลทุติยภูมิเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานความยั่งยืนและข้อมูลทางการเงินทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เปิดเผยต่อสาธารณะชน ช่วงปี พ.ศ. 2562 – 2564 ได้แก่ การได้รับการจัดอันดับใน ESG100 ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ การประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนาในการอธิบายลักษณะของกลุ่มตัวอย่าง และใช้สถิติเชิงอนุมานในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่า ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น มีอิทธิพลต่อการดำเนินงานขององค์กร ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน ในทิศทางเดียวกัน ส่วนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลต่อการดำเนินงานขององค์กรที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้านตลาดในทิศทางตรงข้าม

**คำสำคัญ:** การเปิดเผยข้อมูล; บรรษัทภิบาล; ผลการดำเนินงาน; บริษัทที่จดทะเบียน; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## บทนำ

ในช่วงต้นศตวรรษที่ 21 วิกฤติทางการเงินที่เกิดขึ้นในหลายประเทศ ดังกรณีการล่มสลายของสถาบันการเงินชั้นนำอย่าง เลห์แมน บราเธอร์ส ในประเทศสหรัฐอเมริกา หรือการมีอัตราเงินเฟ้อสูงถึงร้อยละ 1,300,000 ในช่วง 12 เดือน ตั้งแต่เดือน ตุลาคม พ.ศ. 2560 จนถึงเดือน พฤศจิกายน พ.ศ. 2561 ในประเทศเวเนซุเอลา รวมถึงการประสบวิกฤตเศรษฐกิจที่ล่มสลายของประเทศศรีลังกา วิกฤติทางการเงินเหล่านี้ถือเป็นบทเรียนที่สำคัญที่ส่งสัญญาณเตือนประเทศต่าง ๆ ควรมีแนวทางในการรับมือกับปัญหาความท้าทายทางเศรษฐกิจซึ่งนับวันจะมีความไม่แน่นอนที่เพิ่มมากขึ้น ทุกครั้งของเหตุวิกฤติทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นเกิดที่ใดจะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ การค้าระหว่างประเทศและการเงินของโลก การดำเนินธุรกิจขององค์กรจึงต้องให้ความสำคัญกับปัจจัยแวดล้อมในหลากหลายมิติ เช่น การปรับปรุงการผลิต การลดต้นทุน การวิเคราะห์ผลกระทบจากกระบวนการผลิตส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียรอบข้าง

และชุมชน เป็นต้น การตระหนักขององค์กรธุรกิจต่อดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน โดยคำนึงถึงการเติบโตของผลกำไรของบริษัทควบคู่ไปกับการรับผิดชอบต่อด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environment Social Governance: ESG) ซึ่งมีองค์ประกอบสำคัญ 3 ด้าน ได้แก่ ด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม (Environment) เน้นการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพคำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมอันเกิดจากการดำเนินธุรกิจของบริษัท ด้านการจัดการสังคม (Social) ให้ความสำคัญกับการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและให้เกิดความเท่าเทียมกันครอบคลุมถึงการดำเนินการกับบริษัทคู่ค้าอย่างเหมาะสม และด้านการกำกับดูแลอย่างมีบรรษัทภิบาล (Governance) บริษัทมีนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส และการดูแลผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อแสดงถึงความมั่นใจว่าบริษัทที่ลงทุนนั้นสามารถดำเนินธุรกิจที่มีความยั่งยืนในระยะยาว และสร้างผลตอบแทนให้กับนักลงทุนได้อย่างสม่ำเสมอในระยะยาว (Sustainable Capital Market Development, 2022)

ภาคธุรกิจการเงินเป็นหนึ่งในกลไกสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจ ด้วยบทบาทสำคัญในการสร้างความเชื่อมโยงระหว่างนักลงทุนและผู้ที่ต้องการเงินทุน การดำเนินกิจการของธุรกิจทางการเงินที่คำนึงถึงในหลากหลายมิติ เช่น การเติบโตของผลกำไรของบริษัทควบคู่ไปกับการพัฒนาสังคมและสิ่งแวดล้อม เพื่อร่วมสร้างผลกระทบเชิงบวกด้านสังคมและสิ่งแวดล้อม เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว จึงมีการผนวกการพิจารณาประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (Environmental, Social and Governance: ESG) การดำเนินงานตามกรอบแนวคิดความยั่งยืน ESG ซึ่งในปัจจุบันนักลงทุนประเภทสถาบันและต่างประเทศ เริ่มให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีแนวทางการดำเนินธุรกิจที่มีความน่าเชื่อถือและมีการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรมากขึ้น ดังปรากฏผลการศึกษาของ State Street Global Advisors ในปี พ.ศ.2560 ได้ทำการศึกษากับผู้ลงทุนสถาบันทั้งหมด 475 องค์กร ในทวีปอเมริกา ยุโรป และเอเชียแปซิฟิก ผลของการสำรวจพบว่า พอร์ตการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันส่วนใหญ่ร้อยละ 80 มีการจัดสรรเงินลงทุนไปกับองค์กรที่มีการดำเนินธุรกิจตามหลัก ESG และผลการศึกษาจาก Financial Planning Association ในปี พ.ศ. 2563 ทำการสำรวจผู้ให้คำแนะนำทางการเงิน (Financial Advisor) จำนวน 242 ราย ในประเทศสหรัฐอเมริกา ผลการศึกษาพบว่า ในปี พ.ศ. 2563 ผู้แนะนำทางการเงินมีการแนะนำนักลงทุนหรือได้ลงทุนด้วยตัวเองในกองทุนแบบ ESG มากขึ้นจากปีที่ผ่านมาอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เปิดเผยว่า การลงทุนที่เน้นความยั่งยืนอาจนำมาซึ่งผลตอบแทนที่มากขึ้น ซึ่งผลจากการทดลองจัดพอร์ตการลงทุน (Investment portfolio) ของบริษัทจดทะเบียนไทยตามดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Dow Jones Sustainability Indices: DJSI) ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาพบว่า พอร์ตการลงทุนดังกล่าวให้ผลตอบแทนรวมสะสม ร้อยละ 51 ซึ่งมากกว่าดัชนี SET100TRI ที่ใช้เปรียบเทียบอยู่ร้อยละ 13 และจากผลการสำรวจในหลายประเทศทั่วโลก รวมถึงประเทศไทย จะเห็นได้ว่าปัจจุบันการลงทุนแบบยั่งยืนกำลังมีอิทธิพลในตลาดการลงทุนมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง (Promlao, 2021) โดยในปัจจุบันมีองค์กรต่าง ๆ ทั่วในการจัดตั้งดัชนีความยั่งยืน (sustainability index) เพื่อเป็นดัชนีชี้วัดว่าบริษัทต่าง ๆ มีการดำเนินการธุรกิจที่สอดคล้องกับแนวคิด ESG มากน้อยเพียงใด เช่น RobecoSAM ซึ่งเป็นพันธมิตรของ S&P Dow Jones ผู้จัดทำดัชนีดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ความน่าสนใจของแนวทางการลงทุนเพื่อความยั่งยืน (sustainable investment) เป็นแนวคิดการลงทุนที่คำนึงถึงการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของธุรกิจประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุนควบคู่ไปกับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของธุรกิจ เพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาว และส่งผลกระทบต่อเชิงบวก หรือลดผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม รวมถึงการบริหารงานอย่างมีธรรมาภิบาล (Sektakul, 2020) แต่ยังคงรวมไป

ถึงการค้นหาบริษัทที่ผู้บริหารให้ความสำคัญกับการบริหารความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในระยะยาว ผ่านการนำปัจจัยด้าน ESG เข้าไปในการคำนวณการดำเนินงานของบริษัทด้วย

สำหรับประเทศไทย เริ่มนำหลัก ESG และหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยผ่านการจัดทำรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมาทิศทางการพัฒนาและความสำคัญของ ESG ก็เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นแนวโน้มการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ผ่านเกณฑ์หุ้นยั่งยืนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เพิ่มจาก 51 บริษัทในปี พ.ศ. 2558 คิดเป็นร้อยละ 7.05 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็น 124 บริษัทในปี พ.ศ. 2563 (The Stock Exchange of Thailand, 2021) คิดเป็นร้อยละ 14.11 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แม้จะถือเป็นร้อยละที่ค่อนข้างน้อย แต่มีแนวโน้มของบริษัทที่ใช้แนวทาง ESG เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เพราะการเติบโตของสินทรัพย์ที่มีนโยบายการลงทุนในหุ้นยั่งยืนในบริษัทหลักทรัพย์จำกัด ต่าง ๆ รวมถึงการตระหนักถึงความสำคัญการนำมาตรฐานด้าน ESG มาเป็นองค์ประกอบของกระบวนการตัดสินใจลงทุน เช่น การประเมินจากผู้วิเคราะห์ด้าน ESG รายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) หรือ ดัชนีหุ้นยั่งยืน (SET Thailand Sustainability Index: SETTHSI) ไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนสำหรับผู้จัดการกองทุน รวมทั้งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีขนาดใหญ่หลายแห่งได้รับการยอมรับในระดับสากล สะท้อนจากดัชนีชั้นนำต่าง ๆ เช่น Dow Jones Sustainability Index และ MSCI ESG Leaders รวมถึงการออกตราสารหนี้สีเขียว (green bond) หรือหุ้นกู้เพื่ออนุรักษ์สิ่งแวดล้อม และตราสารหนี้เพื่อสังคม (social bond) (The Stock Exchange of Thailand, 2022) การเพิ่มขึ้นของจำนวนบริษัทที่อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืนชี้ให้เห็นว่าภาคธุรกิจและนักลงทุนมีการตื่นตัวมากขึ้นในเรื่องการดำเนินธุรกิจตามกรอบแนวคิดความยั่งยืน ESG แสดงให้เห็นว่ากลุ่มนักลงทุนทั้งนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบันให้ความสำคัญกับ ESG มากขึ้น ร้อยละของบริษัทที่มีรายชื่อหุ้นยั่งยืนเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 7.05 เป็นร้อยละ 14.11 หรือเพิ่มขึ้น 2 เท่าในระยะเวลา 5 ปี

จากประเด็นข้างต้นที่ได้กล่าวมานั้นเกิดคำถามกับผู้วิจัยว่า บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล จะมีผลการดำเนินงานที่ดีตามมาด้วยจริงหรือไม่ จึงทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ขององค์กรธุรกิจที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบริหารกิจการอย่างมีบรรษัทภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เห็นความสำคัญของการดำเนินธุรกิจตามหลัก ESG รวมทั้งผู้ลงทุนใช้ข้อมูล ESG ประกอบการตัดสินใจลงทุนเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนในบริษัทที่ขาดบรรษัทภิบาล ขาดความรับผิดชอบต่อสังคมและสร้างผลกระทบเสียหายต่อสิ่งแวดล้อม ซึ่งมีผลต่อความยั่งยืนและผลประโยชน์ระยะยาวของกิจการ อันจะส่งผลกระทบเชิงบวกในระยะยาวต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและต่อประเทศชาติที่จะเติบโตขึ้นอย่างมั่นคงและยั่งยืน

## วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลต่อผลการดำเนินงานขององค์กร ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาด ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ขอบเขตการวิจัย

**ขอบเขตด้านเนื้อหา** การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ จากระบบฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2562-2564 และจากข้อมูลที่ระบุไว้แบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และข้อมูลผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอไว้ใน รายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) จากสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทย ข้อมูลผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2564 จากสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย (AGM) ข้อมูลบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับใน ESG100 ข้อมูลบริษัทได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ใน Thailand Sustainability Investment (THSI) ข้อมูลบริษัทที่ได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืนจากการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG โดยสถาบันไทยพัฒน์ และข้อมูลการได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ข้อมูลเผยแพร่อยู่ในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Sustainable Capital Market Development, 2022)

**ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง** ประชากรที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 8 หมวดธุรกิจ รวม 658 บริษัท เก็บรวบรวมข้อมูล 3 ปีย้อนหลัง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562-2564 (The Stock Exchange of Thailand, 2022) ผู้วิจัยเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง เฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนสามารถนำมาใช้วิเคราะห์เพื่อตอบวัตถุประสงค์การวิจัยได้ มี จำนวน 472 บริษัท รวมงบการเงิน 1,416 งบการเงิน แล้วนำมาหาค่าเฉลี่ย ได้ 472 ค่าสังเกต (observations)

**ขอบเขตด้านพื้นที่** ดำเนินการวิจัยอิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ขอบเขตด้านระยะเวลาการเก็บรวบรวมข้อมูล** ผู้วิจัยดำเนินการเก็บข้อมูลระหว่างเดือนมีนาคม – สิงหาคม พ.ศ. 2565 รวม 6 เดือน

## ทบทวนวรรณกรรม

การที่องค์กรให้ความสนใจเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) นั้น ส่งผลให้องค์กรสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน สร้างความน่าเชื่อถือเพิ่มชื่อเสียง ลดความเสี่ยงในการดำเนินงานของธุรกิจ สร้างความสัมพันธ์อันดีกับพนักงานและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในกลุ่มต่าง ๆ เกิดประสิทธิภาพด้านการดำเนินงานขององค์กร ด้านการเงิน และส่งผลให้ราคาตลาดของหุ้นมีแนวโน้มที่ดีขึ้นในระยะยาว นอกจากนี้ยังช่วยให้ธุรกิจสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน พร้อมดึงดูดนักลงทุนรุ่นใหม่ให้สนใจการลงทุน เพื่อสร้างความยั่งยืนในระยะยาว อย่างไรก็ตาม แนวคิดทฤษฎีของสำนักนีโอคลาสสิก (Neoclassical Theory) ที่กล่าวว่า องค์กรที่มีกิจกรรมเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม หรือได้รับรางวัลเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม เป็นการเพิ่มต้นทุนขององค์กร และต้นทุนกิจกรรมเกี่ยวกับ ESG นั้นไม่คุ้มค่าผลตอบแทนที่องค์กรได้รับ จึงมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Fisher-Vanden & Thorburn, 2011) การศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการดำเนินงานขององค์กรธุรกิจที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล แบ่งงานศึกษาออกได้ 3 ประเด็นคือ

ประเด็นที่ 1 ด้านการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อม (Environment) และผลการดำเนินงานขององค์กร ซึ่งเป็นประเด็นที่การโต้แย้งกันในหลากหลายมิติ เช่น งานวิจัยของ Porter and Van der Linde (1995) ได้กล่าวว่าการที่องค์กรมีการดูแลเรื่องกฎระเบียบทางด้านสิ่งแวดล้อมจะส่งผลให้องค์กรสามารถสร้างยอดขายได้ในระยะยาวโดยการลด

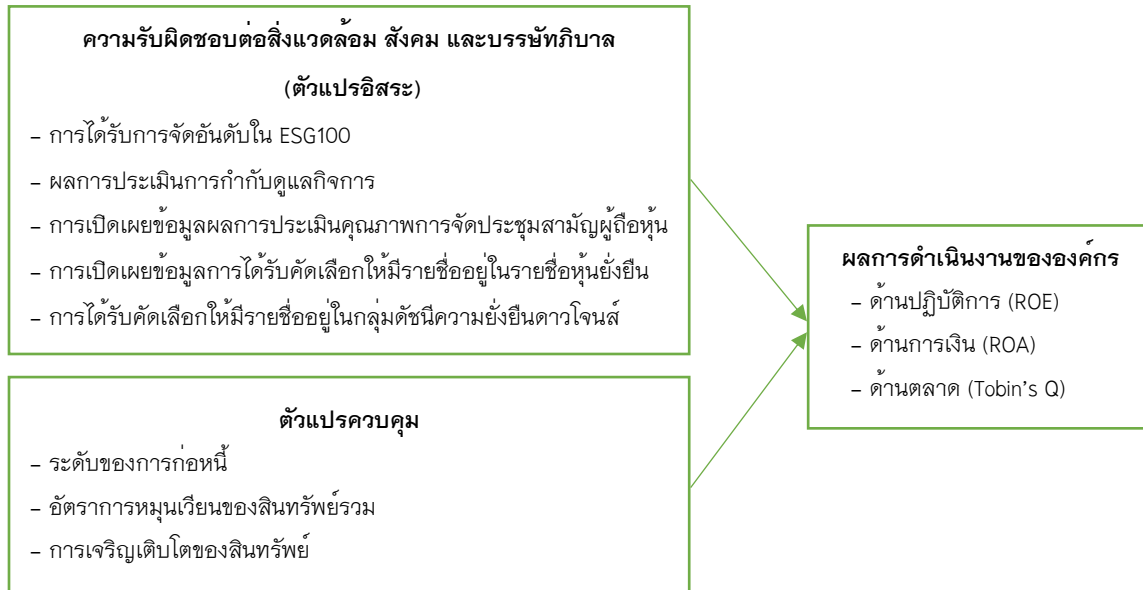
ต้นทุนการผลิตและเพิ่มความพึงพอใจให้แก่ลูกค้าทำให้ยอดขายเพิ่มขึ้นในระยะยาว สามารถสร้างกำไรได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Murray et al. (2006), and San Ong, Teh and Ang (2014) ที่พบว่าประสิทธิภาพทางการเงินขององค์กรจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับประสิทธิภาพทางด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัท และ Chiong (2010) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลทางด้านสิ่งแวดล้อมและประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัท มีตัวชี้วัดคือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) การเติบโตของรายได้ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Smith, Yahya and Marzuki Amiruddin (2007) ที่พบว่าการเปิดเผยข้อมูลทางด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่เป็นลบกับประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัทโดยใช้ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นเครื่องมือในการวัดประสิทธิภาพ นอกจากนี้ Elsayed and Paton (2005) พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยระดับสิ่งแวดล้อมส่งผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานทางการเงินของธุรกิจอยู่ในระดับต่ำ โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนจากยอดขาย (Return on sales) และมูลค่ากิจการ โดยวัดจาก Tobin's Q ดังนั้นในด้านการเปิดเผยข้อมูลสิ่งแวดล้อมมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานขององค์กรในด้านของความสามารถในการทำกำไร

ประเด็นที่ 2 การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) และผลการดำเนินงานขององค์กร CSR ถือเป็นส่วนประกอบที่สำคัญขององค์กรต่าง ๆ มากหลายทศวรรษ โดยเฉพาะองค์กรขนาดใหญ่ที่มองเห็นความได้เปรียบทางการแข่งขันที่เกิดจากการนำ CSR มาใช้ในหลากหลายมิติครอบคลุมผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ผู้บริโภคได้เลือกผลิตภัณฑ์และบริการของสินค้า การมุ่งใจให้คนรุ่นใหม่ที่มีศักยภาพเข้ามาทำงานภายในองค์กร ทั้งนี้เพราะการที่องค์กรนำ CSR มาใช้โดยผ่านกิจกรรมต่าง ๆ ถือเป็นต้นทุนเพิ่มแต่จะส่งผลให้องค์กรมีโอกาสทางการตลาดเพิ่มมากขึ้น (Jones, 1995; Fombrun, Gardberg & Barnett, 2000) และส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Taneja, Taneja and Gupta (2011), and Kim et al. (2013) ที่พบว่า CSR ส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ลูกค้ามีความพึงพอใจ กิจการมีมูลค่าเพิ่ม โดยวัดจากราคาหุ้นในตลาด ลดความเสี่ยงของบริษัท ผู้มีส่วนได้เสียมีความเชื่อถือและไว้วางใจในองค์กร นอกจากนี้ Barnett and Salomon (2012) ได้แสดงให้เห็นว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมที่สูง จะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่สูงขึ้น และยืนยันว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่เป็นบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร

ประเด็นที่ 3 การเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) กับผลการดำเนินงานขององค์กร การกำกับดูแลกิจการมีความเกี่ยวข้องกับทุกระดับ ตั้งแต่ตัวบุคคล องค์กรธุรกิจ สังคม ถึงระดับประเทศ ในระดับกิจการ คือ การบริหารจัดการเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดหรือเกิดมูลค่ามากที่สุด โดยใช้หลักนิติธรรม หลักคุณธรรม หลักความโปร่งใส หลักการมีส่วนร่วม หลักความรับผิดชอบต่อสังคม และหลักความคุ้มค่า ดังนั้นหากองค์กรธุรกิจนำหลัก CG ไปใช้จะส่งผลให้องค์กรมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น (Bauer, Eichholtz & Kok, 2010; Klapper & Love, 2004; Hussein & Kamardin, 2016)

ดังนั้น หากองค์กรธุรกิจนำหลักการของ ESG ซึ่งพิจารณาทั้ง 3 มิติ ได้แก่ ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านความรับผิดชอบต่อสังคมเชิงบรรษัท และด้านการกำกับดูแลกิจการ ย่อมส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานขององค์กร (Taneja, Taneja & Gupta, 2016) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pasquini-Descomps and Sahut (2013), and Alareeni and Hamdan (2020) ที่ได้ศึกษาการเปิดเผยค่าคะแนนของ ESG ของบริษัทในแต่ละปีมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่เป็นบวกต่อผลการดำเนินงานขององค์กร

### กรอบแนวคิดการวิจัย



### วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ มีวิธีดำเนินการวิจัยดังนี้

ข้อมูลที่ใช้ศึกษามีลักษณะเป็นข้อมูลแบบภาคตัดขวาง (cross section) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี รวม 658 บริษัท โดยเก็บรวบรวมข้อมูล 3 ปีย้อนหลัง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 – 2564 (The Stock Exchange of Thailand, 2022) เลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง ที่มีข้อมูลครบถ้วนสามารถนำมาใช้วิเคราะห์เพื่อตอบวัตถุประสงค์ได้จำนวน 472 บริษัท รวมงบการเงินทั้งสิ้น 1,416 งบการเงิน เพื่อขจัดความผันผวนของข้อมูล จึงใช้ค่าเฉลี่ยได้ค่าสังเกต 472 ค่าสังเกต

#### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัย ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 658 บริษัท (The Stock Exchange of Thailand, 2022) มีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 472 บริษัทที่มีข้อมูลงบการเงินครบถ้วนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 – 2564 ตามตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนบริษัทของประชากร จำนวนและร้อยละของกลุ่มตัวอย่าง จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

| กลุ่มอุตสาหกรรม            | จำนวนบริษัท | จำนวนตัวอย่าง | ร้อยละ |
|----------------------------|-------------|---------------|--------|
| เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร    | 62          | 52            | 11.02  |
| สินค้าอุปโภคบริโภค         | 41          | 26            | 5.51   |
| ธุรกิจการเงิน              | 67          | 55            | 11.65  |
| สินค้าอุตสาหกรรม           | 92          | 75            | 15.89  |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 166         | 87            | 18.43  |
| ทรัพยากร                   | 65          | 50            | 10.59  |
| บริการ                     | 122         | 93            | 19.71  |
| เทคโนโลยี                  | 43          | 34            | 7.20   |
| รวม                        | 658         | 472           | 100.00 |

ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เมื่อทำการตรวจสอบเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งมีทั้งหมด 5 ข้อ ซึ่งต้องเป็นจริงจึงจะสามารถทดสอบค่า F และ t ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมได้ เมื่อตรวจสอบและเป็นไปตามเงื่อนไขครบทุกข้อแล้ว สามารถเขียนแบบจำลองสมการถดถอยได้ ดังนี้

$$Perf_i = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 CG + \beta_3 THSI + \beta_4 CSR + \beta_5 DJSI + \beta_6 FL + \beta_7 AT + \beta_8 AG + \varepsilon$$

โดยกำหนดให้

$Perf_i$  = ผลการดำเนินงานขององค์กร ด้านที่ i (i= ด้านปฏิบัติการ (ROA) ด้านการเงิน (ROE) ด้านตลาด (อัตราส่วน Tobin's Q)

ESG = การได้รับการจัดอันดับ ใน ESG100 (ตัวแปรหุ่น (1,0))

CG = การเปิดเผยข้อมูลผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG = 0 “ต่ำกว่าดี”, CG = 1 “ดี”, CG = 2 “ดีมาก”, CG = 3 “ดีเลิศ)

THSI = การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability list Investment) (ตัวแปรหุ่น (1,0))

CSR = ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (CSR = 0 ไม่ยื่นความจำนง, CSR = 1 รางวัลเกียรติคุณ, CSR = 2 รางวัลระดับ “ดีเด่น”, CSR = 3 รางวัลระดับ “ดีเยี่ยม”)

DJSI = การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (ตัวแปรหุ่น (1,0))

FL = ระดับของการก่อหนี้ (ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ทั้งสิ้น)

AT = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งสิ้น (ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ทั้งสิ้น)

AG = การเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (ค่าเฉลี่ยของอัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ทั้งสิ้น)

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$  = ค่าพารามิเตอร์

$\varepsilon \sim i. i. d (0, \sigma_\varepsilon^2)$

## ผลการวิจัย

การวิจัยฉบับนี้ นำเสนอผลการวิจัยแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistics) และผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน (inferential statistics) โดยผลการวิเคราะห์ข้อมูลมีดังนี้

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistics)

สภาพทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างจำนวน 472 ค่าสังเกต ในช่วงปี พ.ศ. 2562 – 2564 ได้แก่ ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานขององค์กร ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม ในภาพรวมซึ่งประกอบด้วยค่าเฉลี่ยของข้อมูล (mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation) ค่าสูงสุด (maximum) และค่าต่ำสุด (minimum) พบว่า ผลการดำเนินงานขององค์กร ด้านปฏิบัติการ (operational performance) ตัวชี้วัดคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (return on assets: ROA) เฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 5.668 มีค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 38.390 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -22.917 ผลการดำเนินงานขององค์กร ด้านการเงิน (financial performance) ตัวชี้วัดคือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (return on equity: ROE) เฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 6.285 มีค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 62.853 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -202.513 ผลการดำเนินงานขององค์กร ด้านตลาด (market performance) ตัวชี้วัดคือ Tobin's Q เฉลี่ยเท่ากับ 1.572 เท่าของสินทรัพย์รวม มีค่าสูงสุดเท่ากับ 25.114 เท่าของสินทรัพย์รวม ค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.201 เท่าของสินทรัพย์รวม ตัวแปรอิสระ ได้แก่ 1) การได้รับจัดอันดับใน ESG100 (ESG) เฉลี่ยเท่ากับ 0.263 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.000 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 2) การเปิดเผยข้อมูลผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) เฉลี่ยเท่ากับ 4.271 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 5.000 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 3.000 3) การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) เฉลี่ยเท่ากับ 0.273 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.000 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 4) ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (CSR) เฉลี่ยเท่ากับ 4.354 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 5.000 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 และ 5) การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) เฉลี่ยเท่ากับ 0.066 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.000 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 ส่วนตัวแปรควบคุม ได้แก่ 1) ระดับของการก่อหนี้ (FL) เฉลี่ยเท่ากับ 0.493 เท่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 3.544 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.015 เท่า 2) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) เฉลี่ยเท่ากับ 0.765 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 16.648 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 เท่า 3) การเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (AG) เฉลี่ยเท่ากับ 0.183 เท่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 5.599 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.353 เท่า สรุปลักษณะการแจกแจงของข้อมูลทุกตัวแปรมีการแจกแจงแบบปกติ ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม

| ตัวแปร              | Descriptive statistics |        |        |          | Normality tests |          |             |
|---------------------|------------------------|--------|--------|----------|-----------------|----------|-------------|
|                     | Mean                   | SD     | Max    | Min      | Skewness        | Kurtosis | Jarque-Bera |
| <b>ตัวแปรตาม</b>    |                        |        |        |          |                 |          |             |
| ROA                 | 5.668                  | 6.745  | 38.980 | -22.917  | 0.393           | 6.444    | 245.400     |
| ROE                 | 6.285                  | 16.028 | 62.853 | -202.513 | -5.265          | 65.807   | 79759.540   |
| Tobin's Q           | 1.572                  | 1.808  | 25.114 | -0.201   | 7.938           | 89.896   | 153457.200  |
| <b>ตัวแปรอิสระ</b>  |                        |        |        |          |                 |          |             |
| ESG                 | 0.263                  | 0.440  | 1.000  | 0.000    | 1.078           | 2.162    | 105.257     |
| CG                  | 4.271                  | 0.748  | 5.000  | 3.000    | -0.486          | 1.927    | 41.248      |
| THSI                | 0.273                  | 0.446  | 1.000  | 0.000    | 1.017           | 2.035    | 99.734      |
| CSR                 | 4.354                  | 0.896  | 5.000  | 0.000    | -0.706          | 13.486   | 2738.696    |
| DJSI                | 0.066                  | 0.248  | 1.000  | 0.000    | 3.506           | 13.296   | 3052.151    |
| <b>ตัวแปรควบคุม</b> |                        |        |        |          |                 |          |             |
| FL                  | 0.493                  | 0.361  | 3.544  | 0.015    | 4.049           | 28.859   | 14441.240   |
| AT                  | 0.765                  | 1.1056 | 16.648 | 0.000    | 8.641           | 107.605  | 221071.5    |
| AG                  | 0.183                  | 0.593  | 5.599  | -0.353   | 5.097           | 32.112   | 18717.16    |

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุมาน (inferential statistics)

การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (multicollinearity) พบว่าไม่มีตัวแปรอิสระคู่ใดมีความสัมพันธ์เข้าใกล้ 1 หรือมากกว่า 0.80 โดยส่วนมากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ มีค่า  $r < 0.20$  จำนวน 43 คู่ตัวแปร มีความหมายว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่ำมาก อยู่ในช่วง  $0.21 < r \leq 0.40$  จำนวน 7 คู่ ซึ่งมีความหมายว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่ำ อยู่ในช่วง  $0.41 < r \leq 0.60$  จำนวน 4 คู่ ซึ่งมีความหมายว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปานกลาง และอยู่ในช่วง  $0.61 < r \leq 0.80$  จำนวน 1 คู่ โดยตัวแปรนั้นได้แก่ 1) ROA กับ ROE ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (pearson correlation coefficient) ระหว่างตัวแปร

|           | ROA     | ROE     | TOBIN  | ESG   | CG     | THSI  | CSR    | DJSI   | FL    | AT    | AG |
|-----------|---------|---------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|----|
| ROA       | 1       |         |        |       |        |       |        |        |       |       |    |
| ROE       | 0.787   | 1       |        |       |        |       |        |        |       |       |    |
| Tobin's Q | 0.197   | 0.137   | 1      |       |        |       |        |        |       |       |    |
| ESG       | 0.117   | 0.168   | 0.050  | 1     |        |       |        |        |       |       |    |
| CG        | 0.032   | 0.083   | -0.072 | 0.466 | 1      |       |        |        |       |       |    |
| THSI      | 0.105   | 0.159   | 0.043  | 0.763 | 0.490  | 1     |        |        |       |       |    |
| CSR       | 0.095   | 0.121   | 0.035  | 0.254 | 0.437  | 0.268 | 1      |        |       |       |    |
| DJSI      | 0.039   | 0.081   | 0.093  | 0.386 | 0.236  | 0.394 | 0.163  | 1      |       |       |    |
| FL        | - 0.164 | - 0.090 | 0.145  | 0.185 | 0.133  | 0.182 | 0.115  | 0.228  | 1     |       |    |
| AT        | 0.147   | 0.120   | 0.114  | 0.016 | 0.043  | 0.007 | 0.006  | -0.030 | 0.063 | 1     |    |
| AG        | 0.030   | 0.081   | 0.179  | 0.010 | -0.022 | 0.003 | -0.010 | 0.007  | 0.317 | 0.052 | 1  |

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุและการทดสอบสมมติฐานอิทธิพล ของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต่อผลการดำเนินงานขององค์กร 3 ด้าน คือ ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาด พบว่า ตัวแปรอิสระ ที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการ และด้านการเงิน คือ ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (CSR) มีนัยสำคัญในการอธิบาย ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 เพียงตัวแปรเดียว ส่วนตัวแปรอิสระ ที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานด้านตลาด คือ การเปิดเผยข้อมูลการเฝ้าระวังการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีนัยสำคัญในการอธิบาย ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เพียงตัวแปรเดียว ตัวแปรควบคุมทั้ง 3 ตัว คือ ระดับของการก่อกวน (FL) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งสิ้น (AT) และการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานด้านปฏิบัติการ และด้านการเงิน โดยที่ ผลการดำเนินงานด้านปฏิบัติการ พบว่า ระดับของการก่อกวน (FL) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งสิ้น (AT) มีนัยสำคัญในการอธิบาย ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 การเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (AG) มีนัยสำคัญในการอธิบาย ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ผลการดำเนินงานด้านการเงิน ตัวแปรควบคุมทั้ง 3 ตัว มีนัยสำคัญในการอธิบาย ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แต่ผลการดำเนินงานด้านตลาดมี อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งสิ้น (AT) และการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (AG) เท่านั้นที่มีอิทธิพล ในการอธิบายอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 99 ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืน (ESG) กับผลการดำเนินงาน

| ตัวแปรอิสระและ<br>ตัวแปรควบคุม | ตัวแปรตาม: ผลการดำเนินงานขององค์กร |                      |                      |
|--------------------------------|------------------------------------|----------------------|----------------------|
|                                | ROA                                | ROE                  | Tobin's Q            |
| Constant                       | 5.125<br>(2.453)                   | 0.920<br>(0.185)     | 2.109<br>(3.726)     |
| ESG                            | 3.434<br>(1.371)                   | 7.231<br>(1.210)     | 0.299<br>(0.440)     |
| CG                             | -0.552<br>(-1.119)                 | -0.604<br>(-0.513)   | -0.384<br>(-2.877)** |
| THIS                           | -1.264<br>(-0.503)                 | -1.245<br>(-0.207)   | -0.061<br>(-0.089)   |
| CSR                            | 0.819<br>(2.200)*                  | 1.905<br>(2.145)*    | 0.137<br>(1.361)     |
| DJSI                           | 1.134<br>(0.849)                   | 3.434<br>(1.078)     | 0.599<br>(1.655)     |
| FL                             | -4.569<br>(-5.044)**               | -8.479<br>(-3.922)** | 0.380<br>(1.550)     |
| AT                             | 0.960<br>(3.537)**                 | 1.809<br>(2.792)**   | 0.179<br>(2.436)**   |
| AG                             | 1.102<br>(2.068)*                  | 3.601<br>(2.830)**   | 0.442<br>(3.064)**   |
| R <sup>2</sup>                 | 0.0937                             | 0.0857               | 0.0739               |
| Adjusted R <sup>2</sup>        | 0.0781                             | 0.0699               | 0.0579               |
| F-Value                        | 5.9845*                            | 5.4259*              | 4.6207*              |

หมายเหตุ: ค่าที่แสดงบรรทัดแรกคือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย และค่าที่แสดงในวงเล็บคือ ค่า t-Statistic

โดยกำหนดให้ \*\* คือ นัยสำคัญระดับ 0.01 \* คือ นัยสำคัญระดับ 0.05

ตารางที่ 5 สรุปผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบกับสมมติฐาน

| ตัวแปรและสมมติฐาน                                                                                                                                                                                 | ผลการวิจัย                                                                                  | ความหมายผลการวิจัย                                                                                                                                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1) การได้รับการจัดอันดับใน ESG100 (ESG) มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทิศทางเดียวกัน                          | ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ                                                                       | ไม่สามารถสรุปได้ว่า การได้รับการจัดอันดับใน ESG100 มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทิศทางเดียวกัน                                                                |
| 2) ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทิศทางเดียวกัน                             | ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทางด้านปฏิบัติการ และด้านการเงิน ส่วนทางด้านตลาด ไม่เป็นไปตามสมมติฐาน | ไม่สามารถสรุปได้ว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการ และด้านการเงิน ส่วนทางด้านตลาด ที่มีใช้ Tobin's Q เป็นตัววัด มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย |
| 3) การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาด ของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทิศทางเดียวกัน | ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ                                                                       | ไม่สามารถสรุปได้ว่า การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาด ของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทิศทางเดียวกัน                                 |
| 4) ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (CSR) มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาด ของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทิศทางเดียวกัน          | มีนัยสำคัญทางสถิติ ทางด้านปฏิบัติการ และ ด้านการเงิน ส่วนทางด้านตลาด ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ  | สามารถสรุปได้ว่า ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการ และด้านการเงิน ในทิศทางเดียวกัน ส่วนทางด้านตลาด ไม่สามารถสรุปได้                                                                          |
| 5) การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านการเงิน และด้านตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทิศทางเดียวกัน      | ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ                                                                       | ไม่สามารถสรุปได้ว่า การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาด ของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทิศทางเดียวกัน                      |

## อภิปรายผล

จากผลการศึกษาวิจัยเรื่อง อิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อผลการดำเนินงานขององค์กร 3 ด้าน คือ ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน และด้านตลาด พบว่า ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ด้านปฏิบัติการและด้านการเงิน คือ ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (CSR) เพียงตัวแปรเดียว ส่วนตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ด้านตลาด คือ การเปิดเผยข้อมูลผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Alareeni and Hamdan (2020) ที่พบว่า ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (CSR) จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน ด้านการปฏิบัติการ และด้านการเงิน นอกจากนี้การเปิดเผยข้อมูลผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน ด้านตลาด นอกจากนี้ยังขัดแย้งกับงานวิจัยในประเทศไทยคือ Sornsongkram (2017) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีผลการศึกษาพบว่าตัวแปรอิสระ ได้แก่ ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ การได้รับการจัดอันดับใน ESG100 การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน การได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และการได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน ตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนตัวแปรควบคุมได้แก่ ระดับของการก่อหนี้ (FL) พบความสัมพันธ์เชิงลบ ส่วนอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) และการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (AG) แสดงว่าการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น ถ้ามีการเปิดเผยมากขึ้นส่งผลให้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เพิ่มตาม มีการลงทุนในสินทรัพย์เพื่อผลิตสินค้าออกมาขายได้เพิ่มมากขึ้น แต่การจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้องค์กรมีความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fisher-Vanden and Thorburn (2011), and Jaggi and Freeman (1992) พบว่า เมื่อองค์กรมีการดำเนินกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่เพิ่มมากขึ้น จะส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายและต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้น ทำให้ผลการดำเนินงานและการทำกำไรลดลง ส่งผลกระทบทำให้มูลค่ากิจการลดลง

กล่าวโดยสรุปการศึกษาศึกษาความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล กับผลการดำเนินงานขององค์กรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถึงแม้ว่าตัวแปรอิสระหลายตัวไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานขององค์กรอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 เมื่อองค์กรได้รับการจัดอันดับ หรือได้รับการคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในผลการประเมินของสถาบันต่างๆ จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานขององค์กร มีค่าเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Sornsongkram (2017), and Kumpolkunjana (2015) โดยผลการศึกษาของทั้งคู่พบว่าบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลที่ดี มีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมมากกว่าบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมต่ำกว่า และเมื่อองค์กรได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืน มีการเปิดเผยข้อมูลผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) และการได้รับคัดเลือกให้มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) และมักได้รับการจัดอันดับใน ESG100 (ESG) ดังนั้นความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ถือแนวทางที่บริษัทจดทะเบียนควรตระหนัก ให้ความสำคัญ และถือเป็นการพัฒนาให้องค์กรมีความยั่งยืนในระยะยาว

## ข้อเสนอแนะ

การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนของสถาบันต่าง ๆ เป็นการจัดทำรายงานตามความสมัครใจของบริษัท เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มการเปิดเผยข้อมูลมีการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มมากขึ้น แต่บริษัทส่วนมากยังคงมีการเปิดเผยข้อมูลอยู่ในระดับต่ำ ดังนั้นควรมีการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หันมาสนใจทำกิจกรรมทางด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และส่งเสริมบรรษัทภิบาลเพิ่มมากขึ้น เพื่อช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนเพื่อสามารถสร้างผลตอบแทนได้ในระยะยาว เมื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรกับผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงข้ามกัน ซึ่งเป็นการศึกษาในภาพรวมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นในการศึกษาวิจัยครั้งต่อไป ควรมีการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวแยกตามหมวดธุรกิจ เพื่อให้เห็นความสัมพันธ์ที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น เพื่อสร้างข้อมูลเชิงลึกให้กับนักลงทุนและประชาชนทั่วไปเพิ่มมากขึ้น

## องค์ความรู้ใหม่

จากการศึกษานี้ค้นพบความรู้ใหม่ทางด้านวิชาการ ได้ขยายประเด็นผลการดำเนินงานครอบคลุมผลการดำเนินงานขององค์กรทั้ง 3 ด้าน และครอบคลุมทุกภาคส่วน (sectors) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ข้อค้นพบใหม่ว่า ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานขององค์กร ด้านปฏิบัติการ ด้านการเงิน ในทิศทางเดียวกัน ส่วนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานขององค์กรที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้านตลาดในทิศทางตรงข้าม ซึ่งแตกต่างไปจากงานวิจัยอื่น จึงเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการขยายองค์ความรู้ความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กร (ESG) ผลการศึกษาประจักษ์ชัดว่าการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลขององค์กรในต่างประเทศมีผลการดำเนินงานในเชิงบวกทั้ง 3 ด้าน แต่กรณีของประเทศไทยมีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานขององค์กรที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนปัจจัยอื่นไม่สามารถสรุปอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานขององค์กรได้

## References

- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governace*, 20(7), 1409–1428.
- Baird, P. L., Geylani, P. C., & Roberts, J. A. (2012). Corporate Social and Financial Performance Re-Examined: Industry Effects in a Linear Mixed Model Analysis. *Journal of Business Ethics*, 109(3), 367–388.
- Balatbat, M.C.A., Siew, R.Y.J., & Carmichael, D.G. (2012). ESG scores and its influence on firm performance: Australian evidence. *School of Accounting Seminar Series Semester*, 1–30.

- Barnett, M.L., & Salomon, R.M. (2006). Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between Social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101–1122.
- Barnett, M.L., & Salomon, R.M. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of The relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304–1320.
- Bauer, R., Eichholtz, P., & Kok, N. (2010). Corporate governance and performance: the REIT effect real estate economics. *Real Estate Economics*, 38(1), 1–29.
- Chiong, P.T.N. (2010). *Examination of Corporate Sustainability Disclosure Level and Its Impact on Financial Performance*[Doctoral dissertation, University of Multimedia].
- Elsayed, K., & Paton, D. (2005). The impact of environmental performance on firm performance: static and dynamic panel data evidence. *Structural Change and Economic Dynamics*, 16(3), 395–412.
- Fisher–Vanden, K., & Thorburn, K.S. (2011). Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth. *Journal of Environmental Economics and Management*, 62(3), 430–445.
- Fombrun, C.J., Gardberg, N.A., & Barnett, M.L. (2000). Opportunity platforms and safety nets: corporate citizenship and reputational risk. *Business and Society Review*, 105(1), 85–106.
- Jones, T.M. (1995). Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404–437.
- Kim, J., Chung, S., Park, C., & Friedman, M. (2013). Corporate social responsibility and financial performance: the impact of the MSCI ESG ratings on Korean firms. *Journal of the Korea Academia/Industrial Cooperation Society*, 14(11), 5586–5593.
- Kumpolkunjana, P. (2015). *The Corporate Social Responsibility disclosure of SET 100 index listed companies on The Stock Exchange of Thailand*[Master’s Thesis, Thammasat University].
- Murray, A., Sinclair, D., Power, D., & Gray, R. (2006). Do financial markets care about social and environmental disclosure? Further evidence and exploration from the UK. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(2), 228–255.
- Porter, M. E., & Van der Linde, C. (1995). Toward a new conception of the environment–competitiveness relationship. *J. Econ. Perspect*, 9, 97–118. DOI: 10.1257/jep.9.4.97
-

- Promlao, K. (2021, May). *What is the concept of ESG and why is it so popular with investors today?*. TRIS CORP. <https://www.tris.co.th/esg>.
- San Ong, T., Teh, B.H., & Ang, Y.W. (2014). The impact of environmental improvements on the financial performance of leading companies listed in Bursa Malaysia. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 5(5), 386–391.
- Sektrakul, K. (2020, February 28). *ESG Investment Forum “ESG: A new dimension of professional stock analysis”*. MGR online. <https://mgronline.com/stockmarket/detail/9630000020280>.
- Smith, M., Yahya, K., & Marzuki Amiruddin, A. (2007). Environmental disclosure and Performance reporting in Malaysia. *Asian Review of Accounting*, 15(2), 185–199.
- Sornsongkram, P. (2017). *Environment, Social, Governance (ESG) and firm performance (Tobin’s Q) of listed Thai energy and Resources companies*[Master’s Thesis, Thammasat University].
- Sustainable Capital Market Development. (2022). *Sustainability disclosure & Reporting*. SET. <https://www.setsustainability.com/page/disclosure>.
- Taneja, S.S., Taneja, P.K., & Gupta, R.K. (2011). Researches in corporate social responsibility: A review of shifting focus, paradigms, and methodologies. *Journal of Business Ethics*, 101(3), 343–364.
- The Stock Exchange of Thailand. (2022). *Thailand Sustainability Investment (THSI) List 2015–2021*. SET. <https://www.setsustainability.com/libraries/710/item/thailand-sustainability-investment-Lists>.